



ĐẠI HỌC QUỐC GIA TP HCM

Đại học Kinh tế - Luật

**ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU
CTCP ĐẦU TƯ & KINH DOANH
NHÀ KHANG ĐIỀN – KDH (HOSE)**



SVTH: Nguyễn Đăng Tú Minh
MSSV: K214130891
GVHD: PGS. TS. Lê Phương

MỤC LỤC

DANH MỤC BẢNG BIỂU.....	3
DANH MỤC HÌNH ẢNH	4
CHƯƠNG 1: KHÁI QUÁT TÌNH HÌNH KINH TẾ VIỆT NAM.....	5
1.1 Tổng quan kinh tế Việt Nam.....	5
1.1.1 Tăng trưởng kinh tế.....	5
1.1.2 Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)	5
1.1.3 Thương mại quốc tế.....	5
1.1.4 Chỉ số giá tiêu dùng (CPI).....	5
1.1.5 Bán lẻ và tiêu dùng	5
1.1.6 Du lịch quốc tế	6
1.2 Diễn biến ngành Bất động sản.....	6
CHƯƠNG 2: TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN	8
2.1 Thị trường Bất động sản bước vào chu kỳ mới	8
2.2 Quy mô dân số Việt Nam phát triển bền vững sẽ củng cố nhu cầu nhà ở	8
2.3 Tăng trưởng kinh tế là yếu tố thúc đẩy chính cho sản phẩm nhà ở xây sẵn	9
2.4 Kỳ vọng nhiều động lực phát triển tại thị trường nhà ở các tỉnh thành.....	9
CHƯƠNG 3: CTCP ĐẦU TƯ & KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN KDH (HOSE).....	11
3.1 Tổng quan doanh nghiệp	11
3.2 Triển vọng đầu tư.....	12
3.2.1 The Privia (Q. Bình Tân, TP.HCM): Bàn giao từ Q4/2024, ghi nhận lợi nhuận đột phá.....	12
3.2.2 The Foresta (TP. Thủ Đức, TP.HCM): Bước đầu mang về dòng tiền ổn định	13
3.2.3 Chuyển biến tích cực tại dự án The Solina (Bình Chánh, TP.HCM).....	13
3.2.4 Lợi thế chiến lược từ quỹ đất nội đô TP.HCM.....	13
CHƯƠNG 4: ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP	15
4.1 Phương pháp giá trị tài sản thuần kết hợp lợi thế thương mại Goodwill.....	15
4.1.1 Phương pháp giá trị tài sản thuần.....	15
4.1.2 Phương pháp định lượng Goodwill	17
4.2 Phương pháp dựa vào tỷ số P/E	18
4.3 Khuyến nghị cổ phiếu.....	19
4.3.1 Khuyến nghị.....	19
4.3.2 Một số rủi ro.....	20
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	21

DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 3.1: Một số dự án trọng điểm của KDH trong chu kỳ đầu tư 2024 - 2030.....	14
--	----

DANH MỤC HÌNH ẢNH

Hình 2.1 Chu kỳ thị trường Bất động sản tại Việt Nam.....	8
Hình 2.2: Hệ thống đường cao tốc Việt Nam.....	10
Hình 3.1: Cấu trúc vốn KDH	11
Hình 3.2: Giá trị hiện tại cổ phiếu KDH	12
Hình 3.3: Kết quả kinh doanh hợp nhất của KDH	12
Hình 4.1: Dữ liệu dự báo bằng mô hình hồi quy ARIMA đa biến	16
Hình 4.2: Biểu đồ dự báo ARIMA cho Tổng tài sản.....	16
Hình 4.3: Biểu đồ dự báo ARIMA cho Nợ phải trả	17
Hình 4.4: Biểu đồ dự báo ARIMA cho Nợ phải trả	17
Hình 4.5: Giá trị dự báo cổ phiếu KDH	18
Hình 4.6 Dữ liệu dự báo bằng mô hình hồi quy ARIMA đa biến	19
Hình 4.7: Giá trị dự báo cổ phiếu KDH theo phương pháp P/E	19

CHƯƠNG 1: KHÁI QUÁT TÌNH HÌNH KINH TẾ VIỆT NAM & DIỄN BIẾN NGÀNH

1.1 Tổng quan kinh tế Việt Nam

1.1.1 Tăng trưởng kinh tế

Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong Q3/2024 đạt mức 7,40%, một con số ấn tượng phản ánh động lực tăng trưởng tích cực của nền kinh tế. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, GDP ước tăng 6,42%, khẳng định sự phục hồi và phát triển ổn định của các ngành kinh tế trọng điểm. Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP xấp xỉ 7% cho cả năm 2024.

Khu vực Công nghiệp & Xây dựng đóng vai trò là động lực chính cho tăng trưởng, với mức tăng 8,19% so với cùng kỳ năm trước, cho thấy hiệu quả của các chính sách đầu tư công và phát triển hạ tầng.

1.1.2 Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Tổng vốn FDI đăng ký đạt gần 24,8 tỷ USD trong Q3/2024, tăng 11,6% so với cùng kỳ năm trước. Điều này phản ánh sự hấp dẫn của Việt Nam đối với các nhà đầu tư quốc tế.

Singapore tiếp tục giữ vị trí là nhà đầu tư hàng đầu với 29,7% tổng vốn FDI, theo sau là Trung Quốc (13%), Hàn Quốc, Hồng Kông và Nhật Bản. Điều này thể hiện tầm quan trọng của các đối tác khu vực châu Á trong việc thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam.

1.1.3 Thương mại quốc tế

Tổng kim ngạch thương mại của Việt Nam trong Q3/2024 đạt 578,5 tỷ USD, tăng 16,3% so với cùng kỳ năm trước. Kim ngạch xuất khẩu tăng 15,4%, trong khi nhập khẩu tăng 17,3%, phản ánh nhu cầu tiêu dùng và sản xuất trong nước tăng trưởng mạnh mẽ.

Việt Nam xuất siêu 20,7 tỷ USD, một tín hiệu tích cực trong cán cân thương mại. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất, trong khi Trung Quốc duy trì vị trí là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam.

1.1.4 Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)

CPI tăng 3,88% so với cùng kỳ năm trước. Trong 11 nhóm hàng tiêu dùng chính, có 10 nhóm tăng giá, phản ánh áp lực lạm phát trong bối cảnh giá nguyên liệu và chi phí vận chuyển toàn cầu tăng cao.

1.1.5 Bán lẻ và tiêu dùng

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng của Việt Nam trong Q3/2024 đạt 4.703,4 nghìn tỷ đồng, tăng 8,8% so với cùng kỳ năm trước.

Đặc biệt, doanh thu từ du lịch và lữ hành tăng trưởng mạnh mẽ ở mức 16,7%, đạt 45,6 nghìn tỷ đồng, cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch sau đại dịch.

1.1.6 Du lịch quốc tế

Tổng số lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong Q3/2024 đạt 12,7 triệu lượt, tăng 43% so với cùng kỳ năm ngoái. Đáng chú ý, tổng lượng khách quốc tế trong 9 tháng đầu năm 2024 đã vượt cả năm 2023 với 12,6 triệu lượt.

Nhìn chung, Kinh tế Việt Nam trong Q3/2024 ghi nhận sự phục hồi và phát triển mạnh mẽ nhờ vào các động lực chính như khu vực Công nghiệp & Xây dựng, tăng trưởng xuất khẩu, và dòng vốn FDI ổn định. Mặc dù phải đối mặt với áp lực lạm phát và những biến động của thị trường toàn cầu, các chính sách kinh tế linh hoạt đã giúp Việt Nam duy trì đà tăng trưởng ổn định.

Với những kết quả khả quan này, Việt Nam đang khẳng định vị thế là một điểm đến hấp dẫn cho đầu tư quốc tế và là một nền kinh tế năng động trong khu vực Đông Nam Á. Tuy nhiên, để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 7% trong năm 2024, cần tiếp tục cải thiện môi trường kinh doanh, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô và thúc đẩy các ngành công nghiệp chủ lực.

1.2 Diễn biến ngành Bất động sản

1.2.1 Thị trường dần sôi nổi hơn sau giai đoạn trầm lắng

Thị trường nhà ở: Mặc dù nguồn cung mới vẫn ở mức khiêm tốn, các dự án bị gián đoạn đã được tái khởi động và hàng tồn kho được hấp thụ khả quan.

Văn phòng: Trong Quý 3/2024, thị trường văn phòng TP. Hồ Chí Minh có thêm hai tòa hạng B mới hoàn thành, trong đó có 1 tòa đạt chứng chỉ LEED Gold. Nguồn cung lớn trong năm 2023 tiếp tục tạo áp lực cạnh tranh lên phân khúc hạng A. Tỷ lệ trống văn phòng hạng A trên toàn thành phố đã giảm nhẹ 1,4 điểm phần trăm theo quý, đạt trung bình 19,4%, nhưng vẫn ở mức cao so với ba năm qua.

Bán lẻ: Khai trương TTTM Parc Mall, thêm 34.000 m² vào nguồn cung mới cho thị trường bất động sản Bán lẻ tại TP.HCM. Trong 9 tháng đầu năm 2024, diện tích bán lẻ cho thuê mới đạt 100.000 m², mức cao nhất trong 3 năm qua.

Căn hộ: Quý 3 đánh dấu cột mốc các luật điều chỉnh chính thức có hiệu lực. Nguồn cung mới sụt giảm nhưng một số dự án cũ đã quay trở lại sau thời gian ngừng triển khai. Hấp thụ cải thiện ở các dự án còn hàng tồn. Giá bán đều tăng ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp.

Đất Công nghiệp: Trong Q3/2024, thị trường miền Nam ghi nhận hơn 85 ha đất công nghiệp được hấp thụ. Tỷ lệ lấp đầy trung bình toàn thị trường ổn định ở mức 89%. Các nhà sản xuất có xu hướng mở rộng ra các thị trường như Long An và Bà Rịa-Vũng Tàu, nơi quỹ đất công nghiệp còn tương đối dồi dào cùng với giá thuê cạnh tranh hơn. Trong khi các nhà sản xuất thiết bị điện tử chiếm phần lớn về đầu tư đất công nghiệp tại miền Bắc, tại miền Nam, CBRE ghi nhận nhu cầu thuê đất công nghiệp đến từ các ngành nghề đa dạng.

Nhà xưởng/Nhà kho xây sẵn: phân khúc Nhà xưởng/Nhà kho xây sẵn đã có sự cải thiện đáng kể so với nửa đầu năm 2024. Tỷ lệ lấp đầy của Nhà kho tăng 4% so với quý trước, đạt 65%, trong khi Nhà xưởng tăng 7%, đưa tỷ lệ lấp đầy lên 88%.

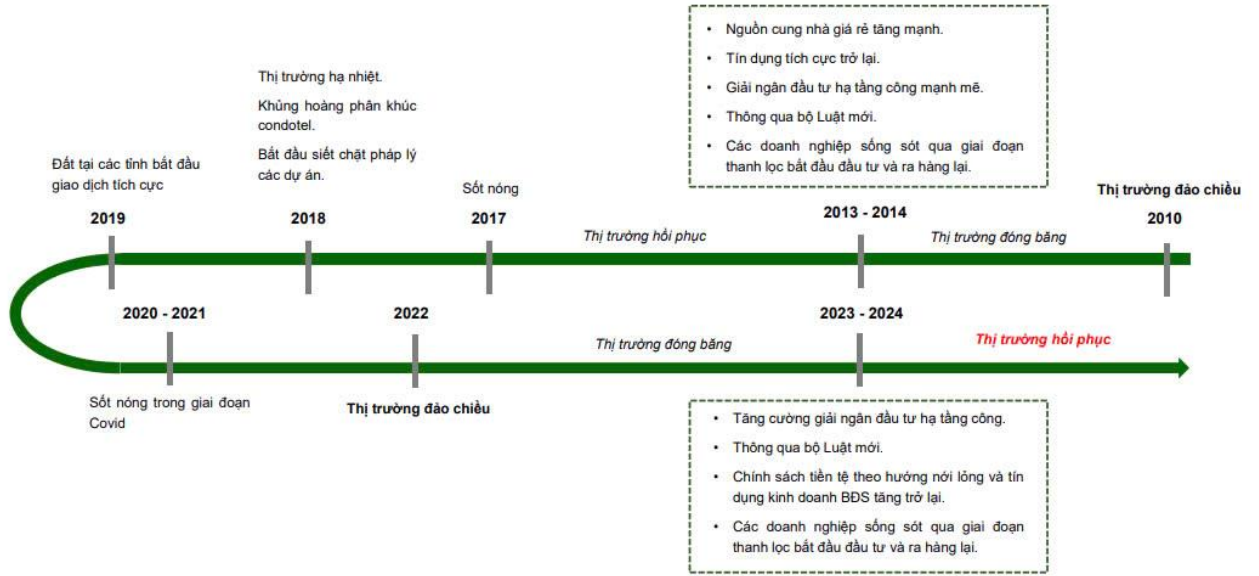
1.2.2 Sự phát triển của khung pháp lý

Khi thị trường bất động sản Việt Nam liên tục phát triển, khung pháp lý cho các hoạt động kinh doanh bất động sản được điều chỉnh liên tục nhằm tháo gỡ những vướng mắc và thúc đẩy cho thị trường phát triển bền vững. Chính phủ Việt Nam đã rất nỗ lực trong những năm gần đây để giảm thiểu rủi ro, rút ngắn khoảng cách giữa cung - cầu và thúc đẩy sự phát triển của ngành thông qua các chính sách tín dụng, điều chỉnh lãi suất và đưa ra các cơ chế để đa dạng hóa các sản phẩm nhà ở, đáp ứng nhu cầu của người mua có nhu cầu ở thật.

Trong năm 2023, Chính phủ đã lần lượt thông qua các chính sách như: Thông tư về cấp phép “sổ hồng” cho sản phẩm codotel; Sửa đổi Luật Kinh doanh Bất động sản; Sửa đổi Luật Nhà ở; Sửa đổi Luật Đất đai 2013 (Thông qua T1/2024, có hiệu lực từ tháng 08/2024) nhằm tạo cơ sở để các cán bộ, cơ quan quản lý và doanh nghiệp Bất động sản làm quen, thích ứng và bắt đầu hoàn thiện pháp lý dự án theo hệ thống quy định mới. Các chính quyền địa phương và cơ quan chuyên ngành nối lại hoạt động phê duyệt dự án sau một thời gian có xu hướng tạm hoãn trong giai đoạn điều chỉnh pháp luật và lo ngại trách nhiệm pháp lý từ các sai phạm trước đó.

CHƯƠNG 2: TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

2.1 Thị trường Bất động sản bước vào chu kỳ mới



Nguồn: VCBS

Hình 2.1 Chu kỳ thị trường Bất động sản tại Việt Nam

Thị trường Bất động sản được đánh giá đã vượt qua điểm đảo chiều và bắt đầu bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2025, được hỗ trợ tích cực với:

- Hàng lang pháp luật mới bắt đầu đi vào thực tiễn và thúc đẩy nguồn cung mới.
- Động lực thúc đẩy từ hạ tầng khi một số dự án bắt đầu hoàn thiện trong năm 2025 và xu hướng tăng tốc giải ngân đầu tư công.
- Tâm lý người mua nhà tiếp tục cải thiện đối với cả nhu cầu ở lẫn đầu tư, bắt đầu chấp nhận các sản phẩm có rủi ro cao hơn.
- Hoạt động bán hàng và công bố dự án mới của các chủ đầu tư sau giai đoạn tái cấu trúc và quan sát thị trường
- Mặt bằng lãi suất được duy trì mức hợp lý và các dự án có nhiều điều kiện huy động tín dụng hơn nhờ dần hoàn thiện tình trạng pháp lý.

2.2 Quy mô dân số Việt Nam phát triển bền vững sẽ củng cố nhu cầu nhà ở

Sự tăng trưởng dân số ổn định là yếu tố chính hỗ trợ cho sự tăng trưởng của thị trường nhà ở tại Việt Nam. Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng 1,2%/năm trong giai đoạn từ 2021 - 2040. Đến cuối của giai đoạn này, dân số của hai thành phố lớn sẽ vượt quá dân số của Bangkok và Seoul, cuối cùng sẽ ngang bằng với dân số của các siêu đô thị như Jakarta. So với các thành phố khác trong khu vực, Hà Nội và TP. Hồ Chí

Minh có mức giá bất động sản nhà ở khá cạnh tranh, cho thấy tiềm năng tăng trưởng của thị trường này. Cùng với đó, Việt Nam tiếp tục đô thị hóa với tốc độ nhanh chóng. Oxford Economics dự báo rằng dân số đô thị của Việt Nam sẽ chiếm 51% tổng dân số vào năm 2040, tăng đáng kể so với mức 38% như hiện nay. Điều này cho thấy sự chuyển đổi nhanh chóng hướng tới cuộc sống đô thị và nhấn mạnh tầm quan trọng ngày càng tăng của các khu đô thị trong bối cảnh nhân khẩu học của Việt Nam.

Sự kết hợp giữa tăng trưởng dân số, đô thị hóa và giá nhà cạnh tranh tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh sẽ tạo nền tảng vững chắc cho sự tăng trưởng dài hạn của thị trường nhà ở tại các thành phố này và trên cả nước.

2.3 Tăng trưởng kinh tế là yếu tố thúc đẩy chính cho sản phẩm nhà ở xây sẵn

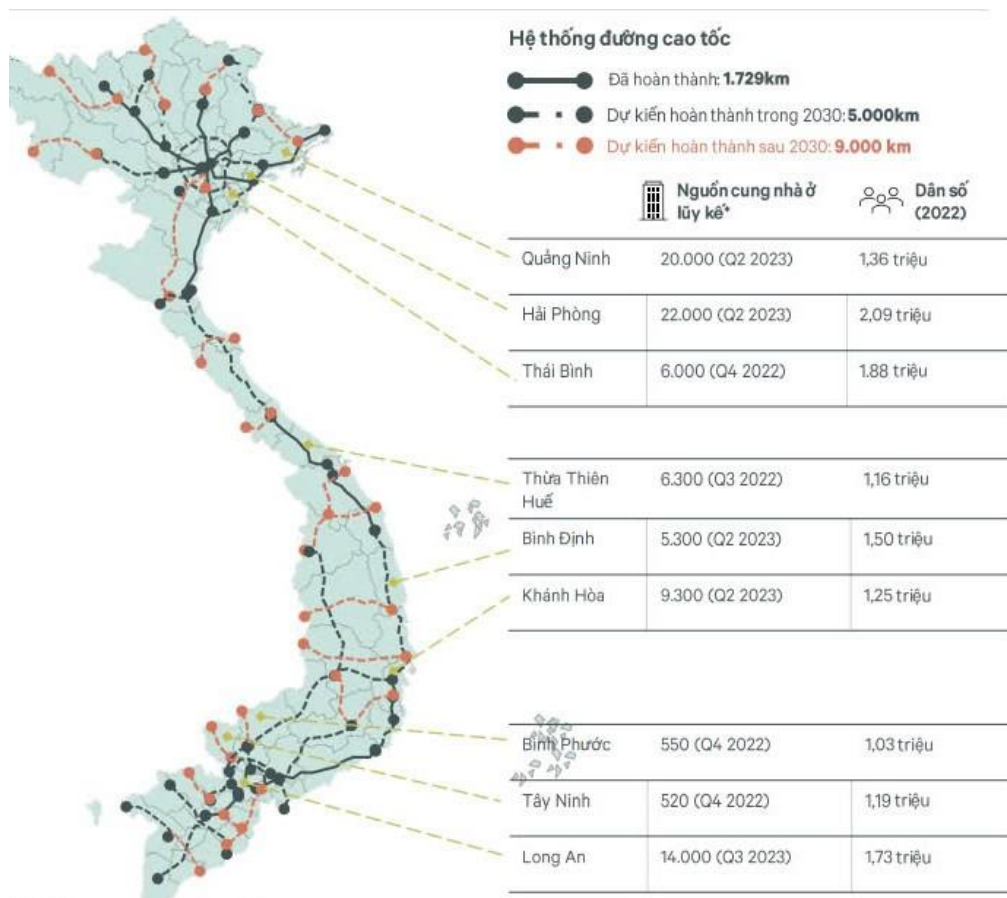
Việt Nam được dự báo sẽ giữ vững vị trí trong nhóm các nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Dữ liệu từ Euromonitor cho thấy GDP của Việt Nam sẽ tăng trưởng ở mức 6 - 6,7%/năm trong giai đoạn từ 2024 - 2030, và duy trì mức tăng trưởng từ 5 - 5,5%/năm trong giai đoạn 2031 - 2040. Quy hoạch tổng thể của Chính phủ đặt ra mục tiêu đưa Việt Nam trở thành một quốc gia phát triển vào năm 2050. Tốc độ phát triển kinh tế ổn định sẽ thúc đẩy khả năng chi tiêu của người tiêu dùng và người mua nhà, từ đó tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường nhà ở, đặc biệt đối với các bất động sản nhà ở xây sẵn trong vòng 15 - 20 năm tới.

2.4 Kỳ vọng nhiều động lực phát triển tại thị trường nhà ở các tỉnh thành

Trước cam kết của chính phủ về việc nâng cấp hạ tầng giao thông, bức tranh thị trường bất động sản cũng đang trải qua quá trình thay đổi. Theo dự báo của Tổ chức G20 về Triển vọng Hạ tầng Toàn cầu, Việt Nam đã dành từ 6% đến 7% GDP của mình để phát triển hạ tầng trong 5 năm qua. G20 dự đoán rằng Việt Nam sẽ tiếp tục đầu tư vào hạ tầng với tỷ lệ từ 4% đến 6% GDP hàng năm trong tương lai. Đến năm 2030, chính phủ đặt mục tiêu hoàn thành 5.000km đường cao tốc và đến năm 2050, mục tiêu là mở rộng hệ thống hạ tầng lên 9.000km đường cao tốc. Mạng lưới đường liên tỉnh được cải thiện sẽ thúc đẩy sự phát triển của các thành phố mới và đảm bảo sự tăng trưởng và phát triển không chỉ giới hạn ở khu vực Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh.

Miền Bắc	Các tỉnh/thành ven biển như Hải Phòng, Quảng Ninh và có thể cả Thái Bình là những ứng cử viên tiềm năng ở miền Bắc để trở thành khu vực nhà ở chính, ngoài đô thị lớn như Hà Nội. Việc hoàn thành gần đây của tuyến cao tốc Hà Nội - Hải Phòng - Hạ Long - Móng Cái (biên giới Trung Quốc) và việc mở rộng tương lai của tuyến
-----------------	--

	đường ven biển Hải Phòng - Thái Bình sẽ tiếp tục hỗ trợ phát triển thị trường công nghiệp, tạo việc làm và thu hút người dân di chuyển đến các tỉnh thành này. Điều này sẽ tạo ra cơ hội để hình thành các đại đô thị mới.
Miền trung	Đối với khu vực miền Trung, Nghệ An, Thừa Thiên Huế, Khánh Hòa và Bình Định có tiềm năng trở thành những nền kinh tế chính bên cạnh Đà Nẵng. Phát triển ngành du lịch và công nghiệp sẽ là động lực chính để phát triển kinh tế cho các tỉnh thành này, thúc đẩy phát triển dân số và nhu cầu nhà ở.
Miền Nam	Cần Thơ , Bình Phước , Long An và Tây Ninh có tiềm năng trở thành các thị trường nhà ở mới nổi ở miền Nam. Những tỉnh này sẽ được hưởng lợi từ sự phát triển thị trường công nghiệp và việc cải thiện kết nối với TP. Hồ Chí Minh.



Nguồn: CBRE

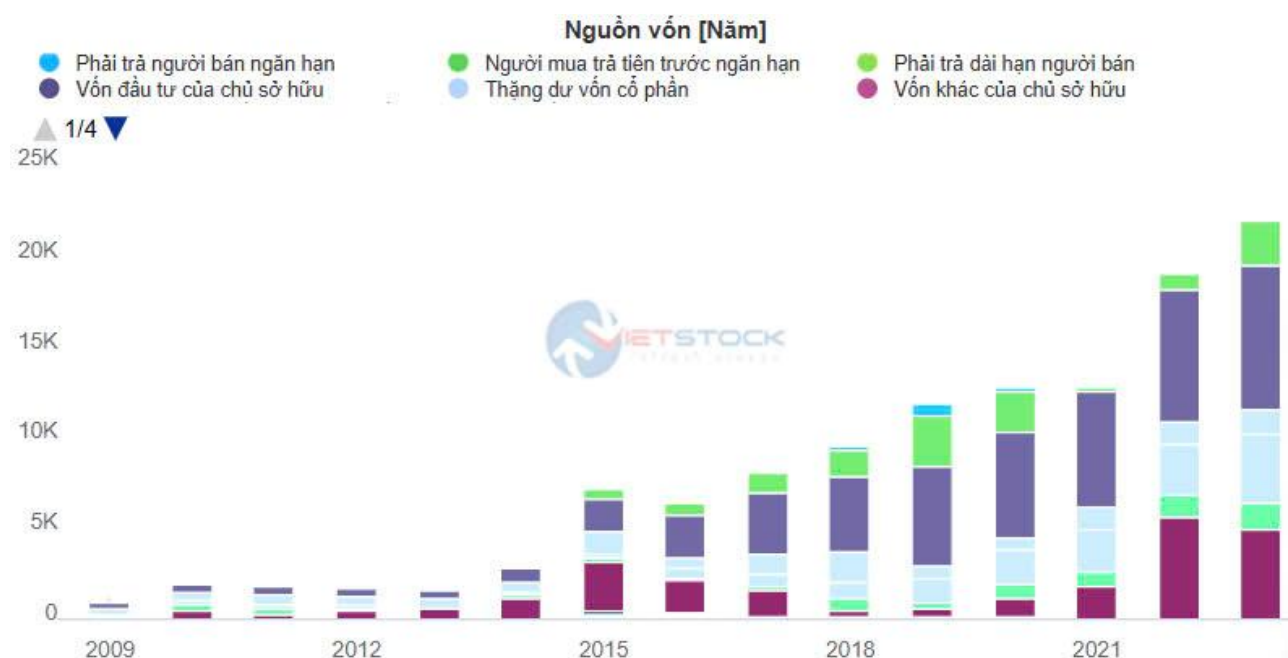
Hình 2.2: Hệ thống đường cao tốc Việt Nam

CHƯƠNG 3: CTCP ĐẦU TƯ & KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN KDH (HOSE)

3.1 Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (KDH) có tiền thân là Công ty TNHH Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền được thành lập vào năm 2001. Công ty hoạt động trong lĩnh vực đầu tư phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở.

KDH đã gây dựng uy tín lớn về chất lượng sản phẩm, tiến độ bàn giao và tình trạng pháp lý thông qua các phân thể dự án Safira - Mega - Classia, Mega Village - Melosa, KDC Phong Phú... Doanh nghiệp chủ trương tập trung phát triển các dự án nằm trong khu vực đô thị TP. Hồ Chí Minh nhằm tối ưu hóa lợi thế về quỹ đất và tốc độ bán hàng, đồng thời hướng tới việc phát triển dự án đại đô thị tại dự án KDC Tân Tạo (330 ha tại Quận Bình Thạnh).



Nguồn: Vietstock

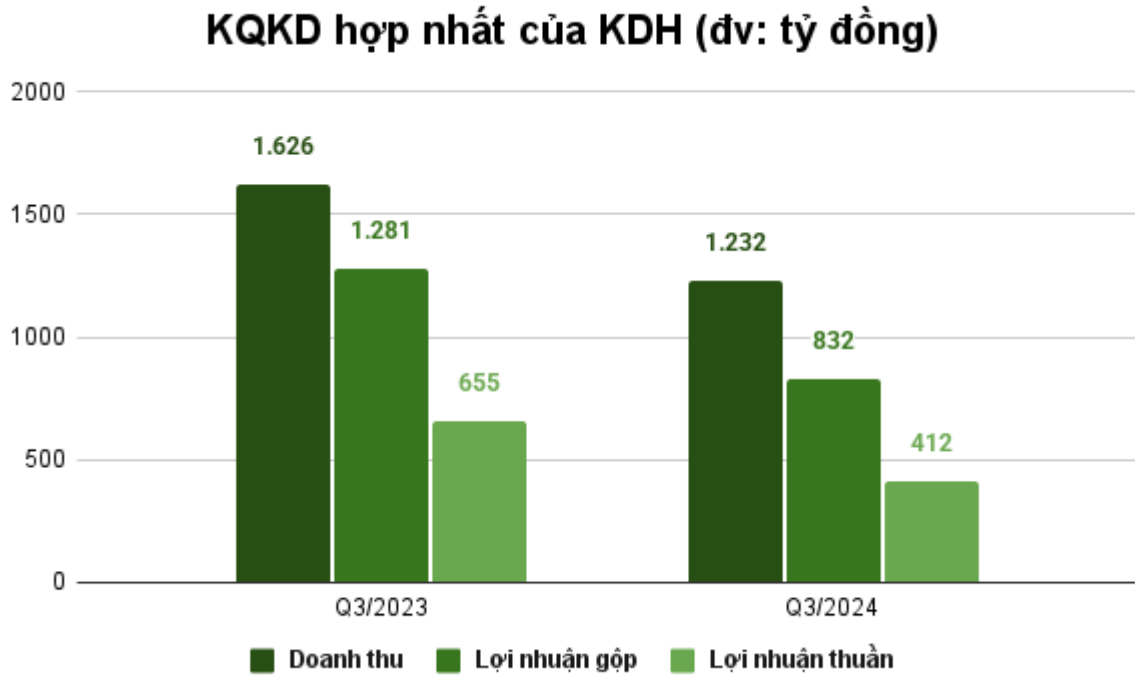
Hình 3.1: Cấu trúc vốn KDH

Theo Báo cáo tài chính năm 2023, phần lớn nguồn vốn KDH đến từ vốn đầu tư của chủ sở hữu với 7,993 tỷ. Tiếp theo lần lượt là vốn vay dài hạn 4,901 tỷ; Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối 3,766 tỷ; Người mua trả tiền trước ngắn hạn 2,388 tỷ; Vay ngắn hạn 1,444 tỷ và cuối cùng là thặng dư cổ phần 1,339 tỷ.



Nguồn: Vietstock

Hình 3.2: Giá trị hiện tại cổ phiếu KDH



Nguồn: Sinh viên tự tổng hợp từ BCTC 9 tháng năm 2024

Hình 3.3: Kết quả kinh doanh hợp nhất của KDH

3.2 Triển vọng đầu tư

3.2.1 The Privia (Q. Bình Tân, TP.HCM): Bàn giao từ Q4/2024, ghi nhận lợi nhuận đột phá

Ra mắt vào Q4/2023, dự án cao tầng The Privia nhanh chóng tạo nên cơn sốt trên thị trường khi bán sạch toàn bộ giỏ hàng chỉ sau 3 tháng, dù thị trường bất động sản vẫn đang trong giai đoạn phục hồi. Đến giữa tháng 10/2024, KDH đã hoàn tất nghiệm thu và chính thức bàn giao căn hộ cho khách hàng.

Với quy mô 1.043 căn hộ và mức giá bán hấp dẫn, The Privia dự kiến mang lại doanh thu ấn tượng khoảng 3.000 tỷ đồng, chủ yếu được ghi nhận trong giai đoạn Q4/2024 và Q1/2025.

3.2.2 The Foresta (TP. Thủ Đức, TP.HCM): Bước đầu mang về dòng tiền ổn định

Được KDH hợp tác đầu tư cùng Keppel Land, dự án tổ hợp The Foresta tọa lạc trên khu đất rộng 11,8 ha với khoảng 200 căn nhà liên kế và biệt thự. Hiện nay, cơ sở hạ tầng và phần thô đã hoàn thiện, trong khi các công đoạn hoàn thiện nội-ngoại thất đang được đẩy nhanh, dự kiến bắt đầu mở bán và bàn giao từ đầu năm 2025.

Mức giá dự kiến dao động từ 200 - 250 triệu đồng/m², hưởng lợi từ:

- Sự phục hồi tích cực của thị trường bất động sản khu Đông TP.HCM, đặc biệt khi các dự án lớn như Masterise (Global City) và Gamuda Land (Eaton Park) đã thiết lập mặt bằng giá mới.

- Các sản phẩm của The Foresta được bàn giao hoàn thiện với tiêu chuẩn cao cấp.

Lợi nhuận dự án được đánh giá cao nhờ giá bán vượt trội và lợi thế đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính về tiền sử dụng đất từ năm 2022 - trước thời điểm đơn giá tăng mạnh. The Foresta dự kiến sẽ đóng góp khoảng 2.500 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho KDH trong giai đoạn 2025 - 2026.

3.2.3 Chuyển biến tích cực tại dự án The Solina (Bình Chánh, TP.HCM)

Quy mô và tiến độ: Dự án The Solina có tổng diện tích 16,4 ha, bao gồm 218 căn nhà liên kế - biệt thự và 2.000 căn hộ, tọa lạc tại vị trí đắc địa trên mặt tiền đường Nguyễn Văn Linh. Trong tháng 7/2024, KDH đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính cho giai đoạn 1 (13,4 ha) và chính thức khởi động thi công hạ tầng. Dự án dự kiến ra mắt thị trường trong năm 2025.

Kỳ vọng doanh thu: Với mức giá bán dự kiến khoảng 110 triệu đồng/m² (chỉ tính riêng tiền đất), cùng triển vọng tích cực từ sự phục hồi của thị trường bất động sản TP.HCM từ năm 2025, khu thấp tầng của The Solina được kỳ vọng mang lại khoảng 5.500 tỷ đồng dòng tiền bán hàng cho KDH trong giai đoạn 2025–2027.

3.2.4 Lợi thế chiến lược từ quỹ đất nội đô TP.HCM

Quỹ đất giá trị cao: KDH hiện là một trong số ít doanh nghiệp bất động sản sở hữu quỹ đất lớn tại khu vực đô thị hiện hữu TP.HCM, trong phạm vi đường Vành đai 2 và cách trung tâm thành phố từ 10–14 km. Phần lớn quỹ đất này là kết quả từ thương vụ sáp nhập BCCI (giai đoạn 2015–2018) và đã được giải phóng mặt bằng tương đối sạch, tạo lợi thế cạnh tranh đáng kể trong chu kỳ thị trường mới.

Tiềm năng phát triển:

- **Tỷ lệ hấp thụ cao:** Các dự án nội đô luôn thu hút sự quan tâm mạnh mẽ dù giá bán cao, cho phép KDH duy trì chu kỳ bán hàng nhanh và thu hồi dòng tiền hiệu quả, đồng thời đạt được biên lợi nhuận hấp dẫn.

- **Tăng giá trị dự án:** So với các dự án vùng ven hoặc ở các tỉnh thành khác, các dự án tại nội đô dễ dàng chuyển tải chi phí tăng cao của tiền sử dụng đất (TSDĐ) vào giá bán, nâng cao giá trị sản phẩm.

Động lực tăng trưởng tương lai: Việc TP.HCM điều chỉnh bảng giá đất sát với thực tế có thể đẩy nhanh quá trình giải phóng mặt bằng tại đại dự án Khu dân cư Tân Tạo (330 ha, Q. Bình Tân). Khi triển khai, dự án này sẽ trở thành một cú hích lớn, góp phần nâng cao vị thế của KDH trên thị trường và mở ra một chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận mới.

Bảng 3.1: Một số dự án trọng điểm của KDH trong chu kỳ đầu tư 2024 - 2030

Dự án	Tổng diện tích (m ²)	Tiến độ
The Privia (Quận Bình Tân)	18.000	Bắt đầu bàn giao từ 10.2024
The Foresta (TP. Thủ Đức)	118.000	Đang hoàn thiện nội, ngoại thất. Bắt đầu giới thiệu sản phẩm
The Solina (Bình Chánh)	164.200	Đã đóng TSDĐ. Đang triển khai hạ tầng
KĐT Green Village (Bình Chánh)	298.000	Hoàn thành GPMB. Đang xin cấp Chứng nhận QSDĐ.
KCN Lê Minh Xuân MR (Bình Chánh)	1.100.000	Đã có Quy hoạch chi tiết và Quyết định tiền thuê đất
KDC Tân Tạo (Q. Bình Tân)	3.330.000	Đã có GPMB 85%

CHƯƠNG 4: ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

4.1 Phương pháp giá trị tài sản thuần kết hợp lợi thế thương mại Goodwill

4.1.1 Phương pháp giá trị tài sản thuần

Phương pháp giá trị tài sản thuần còn được gọi là “phương pháp giá trị nội tại” hay “mô hình định giá tài sản”. Trong phương pháp này, giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng giá trị thị trường của số tài sản mà doanh nghiệp hiện đang sử dụng.

Công thức xác định giá trị tài sản thuần thuộc về sở hữu:

$$V_0 = V_T - V_N$$

Trong đó:

V_0 : Giá trị tài sản thuần thuộc về chủ sở hữu doanh nghiệp

V_T : Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp đang sử dụng vào kinh doanh

V_N : Giá trị các khoản nợ

Có hai phương pháp xác định giá trị tài sản thuần:

- Xác định giá trị tài sản thuần theo số liệu trên sổ sách kế toán: Căn cứ vào các số liệu về tài sản và nguồn vốn trên bảng cân đối kế toán tại thời điểm đánh giá, V_0 được xác định bằng cách lấy tổng giá trị tài sản trừ đi tổng giá trị các khoản nợ.

- Xác định giá trị tài sản thuần theo giá thị trường: loại ra khỏi danh mục đánh giá những tài sản không cần thiết, không còn phù hợp và không còn khả năng đáp ứng các yêu cầu sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp; sau đó tiến hành đánh giá giá trị của các tài sản còn lại tại thời điểm định giá theo nguyên tắc sử dụng giá thị trường.

• Tài sản cố định: xác định giá trị theo công thức

(Giá trị thực tế của TSCĐ) = (Nguyên giá tính theo giá thị trường) x (Chất lượng còn lại của TSCĐ)

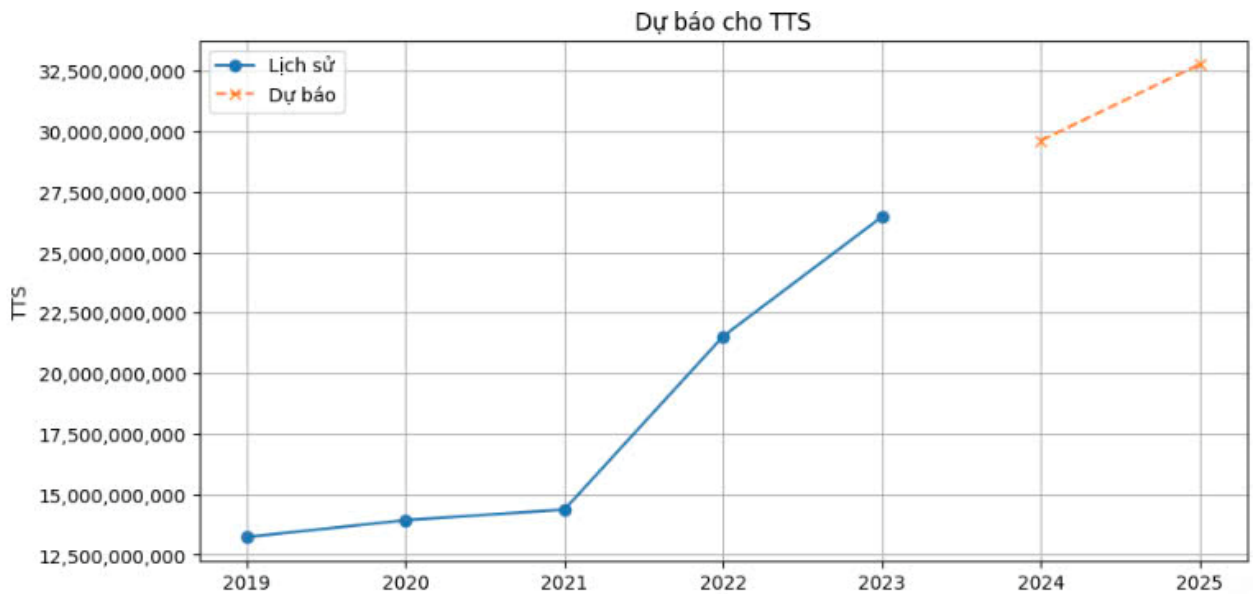
(Giá trị tài sản thuần của doanh nghiệp) = (Tổng giá trị các tài sản đã được đánh giá) - (Các khoản nợ phải trả) - (Tiền thuế tính trên phần giá trị tăng thêm của tài sản được đánh giá lại)

Để định giá doanh nghiệp theo phương pháp giá trị tài sản thuần, sau đây sẽ sử dụng kỹ thuật phân tích chuỗi thời gian trong tài chính, mô hình dự báo ARIMA cho nhiều biến

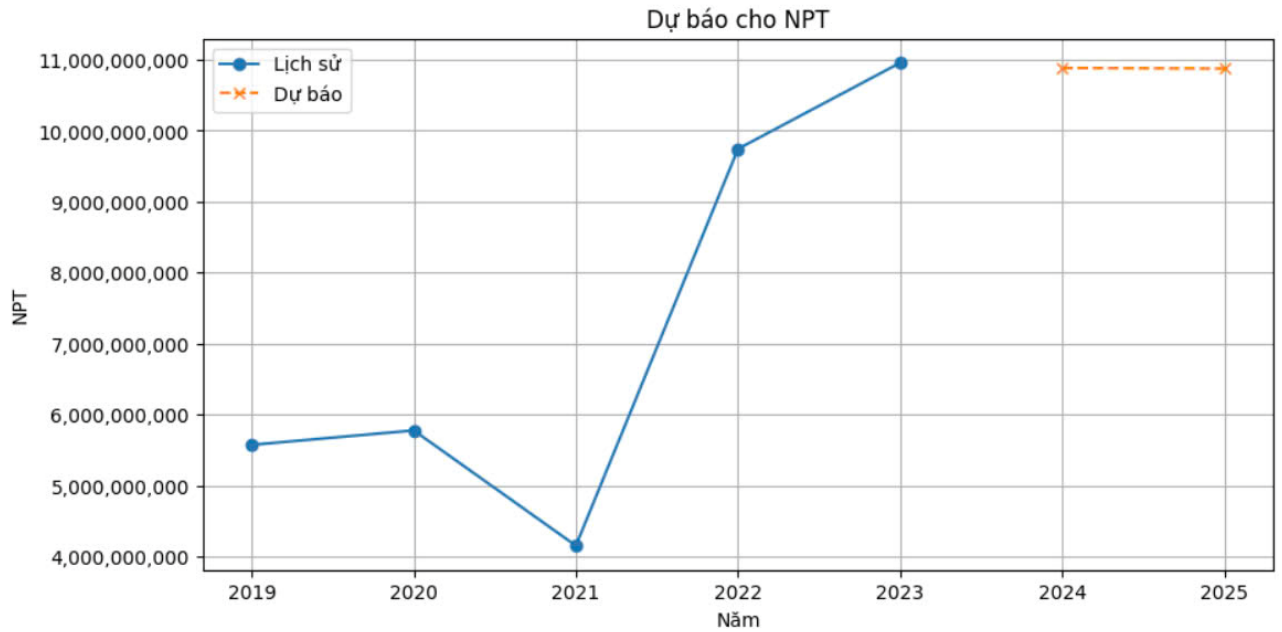
để dự báo giá trị vào các năm 2024 và 2025, với các biến là Tổng tài sản, Nợ phải trả và Lợi nhuận thuần.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN							
Đơn vị tính: đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	12.326.995.869	13.021.590.958	13.420.987.203	20.505.858.919	24.736.915.318		
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	1.174.994.416	1.835.747.877	1.365.376.930	2.752.826.623	3.729.624.705		
1. Tiền	430.646.149	360.375.041	316.546.498	713.600.971	1.486.806.200		
2. Các khoản tương đương tiền	744.348.267	1.475.372.836	1.048.830.432	2.039.225.652	2.242.818.505		
II. Hàng tồn kho	7.037.108.743	7.337.992.558	7.732.759.352	12.453.290.901	18.786.885.579		
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	910.329.204	912.881.282	951.712.010	1.033.391.733	1.743.804.598		
I. Các khoản phải thu dài hạn	95.819.247	79.822.125	78.553.178	73.352.869	75.923.859		
1. Phải thu dài hạn của khách hàng	77.954.214	67.176.792	64.766.575	60.707.593	63.426.176		
II. Tài sản cố định	47.761.628	47.431.468	40.340.244	81.055.428	81.327.029		
1. Tài sản cố định hữu hình	47.761.628	47.431.468	40.340.244	81.055.428	81.327.029		
- Nguyên giá	109.142.032	116.211.566	117.276.799	167.877.896	176.814.963		
- Giá trị hao mòn lũy kế	-61.380.404	-68.780.098	-76.936.555	-86.822.468	-95.487.934		
III. Bất động sản đầu tư	99.666.817	60.109.591	57.670.344	101.993.708	130.878.739		
- Nguyên giá	104.566.383	65.973.562	64.780.876	112.123.419	145.039.922		
- Giá trị hao mòn lũy kế	-4.899.566	-5.863.971	-7.110.532	-10.129.711	-14.161.183		
TỔNG TÀI SẢN	13.237.325.073	13.934.472.240	14.372.699.213	21.539.250.652	26.480.719.916	29.632.746.670	32.784.658.139
NGUỒN VỐN							
A. NỢ PHẢI TRẢ	5.572.964.711	5.776.372.073	4.151.494.323	9.744.717.268	10.957.815.586	10.884.738.536	10.876.216.712
I. Nợ ngắn hạn	4.571.654.220	4.207.932.830	2.253.779.902	3.502.562.996	5.345.531.698		
1. Phải trả người bán ngắn hạn	695.698.468	242.016.157	154.627.713	108.934.963	92.146.883		
2. Vay ngắn hạn	377.291.025	786.915.760	814.616.000	1.194.723.968	1.444.346.120		
II. Nợ dài hạn	1.001.310.491	1.568.439.243	1.897.714.421	6.242.154.272	5.612.283.888		
1. Vay dài hạn	405.200.418	1.058.235.534	1.737.855.584	5.576.290.560	4.901.499.893		
B. VỐN CHỦ SỞ HỮU	7.664.360.362	8.158.100.167	10.221.204.890	11.794.533.384	15.522.904.330		
1. Vốn góp chủ sở hữu	5.444.291.090	5.786.572.190	6.429.370.690	7.168.299.950	7.993.119.710		
2. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1.327.039.024	1.836.456.359	2.341.800.132	2.780.172.037	3.766.498.965	4.369.649.940	4.972.781.515
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	13.237.325.073	13.934.472.240	14.372.699.213	21.539.250.652	26.480.719.916		

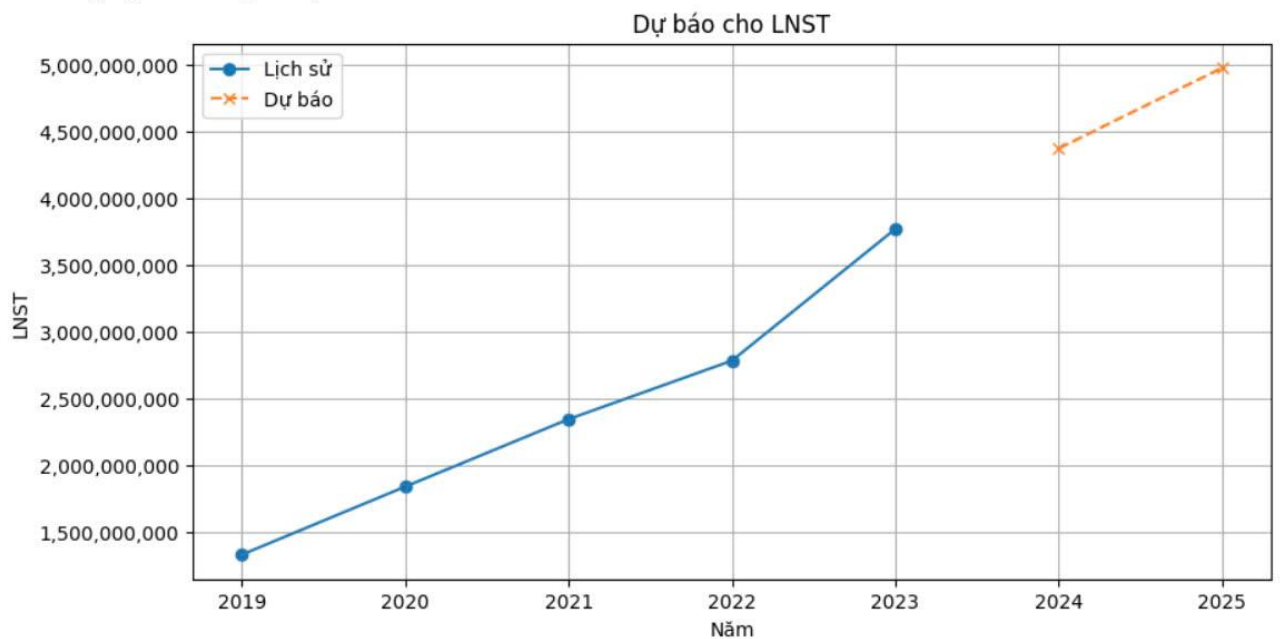
Hình 4.1: Dữ liệu dự báo bằng mô hình hồi quy ARIMA đa biến



Hình 4.2: Biểu đồ dự báo ARIMA cho Tổng tài sản



Hình 4.3: Biểu đồ dự báo ARIMA cho Nợ phải trả



Hình 4.4: Biểu đồ dự báo ARIMA cho Nợ phải trả

4.1.2 Phương pháp định lượng Goodwill

Những doanh nghiệp có lợi thế thương mại như vị trí kinh doanh tốt hơn, chất lượng sản phẩm cao hơn, trình độ quản lý tốt hơn, . . . sẽ thu được những khoản lợi nhuận vượt trội. Lợi thế thương mại là tài sản vô hình có thể đem lại thu nhập cho doanh nghiệp. Do đó, giá trị doanh nghiệp sẽ bao hàm giá trị của những tài sản hữu hình và giá trị của tài sản vô hình là lợi thế thương mại (Goodwill). Để tính toán giá trị GW, dữ liệu Vốn hóa thị trường sẽ được lấy từ giá trị hiện tại theo thống kê của Vietstock.

Nội dung phương pháp:

$$V0 = ANC + GW$$

Trong đó:

V0: Giá trị doanh nghiệp

ANC: Giá trị tài sản thuần của doanh nghiệp

GW: Giá trị tài sản vô hình, hay giá trị lợi thế thương mại

Từ dữ liệu dự báo kết hợp hai phương pháp định giá, giá trị cổ phiếu KDH trong các năm tới được dự báo như sau:

PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN THUẦN				
Giá trị tài sản thuần	10.221.204.890	11.794.533.384	15.522.904.330	18.748.008.134
WACC	12,3%	11,3%	11,5%	8,0%
GW (theo quan điểm UEC)	-212.916.499	-925.159.789	-1.776.231.659	-1.298.784.761
Giá trị doanh nghiệp	10.008.288.391	10.869.373.595	13.746.672.671	17.449.223.374
Giá trị cổ phiếu (ngàn đồng)	10	11	14	17

Hình 4.5: Giá trị dự báo cổ phiếu KDH

4.2 Phương pháp dựa vào tỷ số P/E

Tỷ số P/E cho biết thị trường sẵn sàng chấp nhận trả giá bao nhiêu tiền cho một đơn vị thu nhập ròng của một cổ phiếu. Do đó, tỷ số P/E được xem là hệ số biến đổi thu nhập thành vốn theo khả năng chấp nhận của thị trường, hoặc là hệ số đánh giá mức tiềm năng vốn hóa thu nhập của doanh nghiệp.

Giá trị doanh nghiệp dựa vào tỷ số P/E có thể được ước lượng theo công thức:

$$(\text{Giá trị doanh nghiệp}) = (\text{Lợi nhuận dự kiến đạt được}) \times (\text{P/E})$$

Tiếp tục sử dụng mô hình hồi quy đa biến ARIMA từ các dữ liệu thu thập được từ báo cáo tài chính qua các năm, ta có các kết quả dự báo như bảng dưới đây:

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH					
Đơn vị tính: nghìn VND	2021	2022	2023	2024F	2025F
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	3.746.129.199	2.973.585.022	2.166.305.461		
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	-7.761.658	-61.621.819	-78.534.784		
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3.738.367.541	2.911.963.203	2.087.770.677	1.946.007.443	1.875.104.308
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu		-22,1%	-28,3%		
4. Giá vốn hàng bán	-1.944.624.143	-1.452.443.758	-501.132.984		
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.793.743.398	1.459.519.445	1.586.637.693		
- Biên lãi gộp					
6. Doanh thu hoạt động tài chính	20.873.540	17.711.841	49.704.916		
7. Chi phí tài chính	-72.701.117	-91.011.692	-147.648.608		
Trong đó: Chi phí lãi vay	-15.928.769	-9.345.992		-4.570.788	-5.444.492
Tỷ lệ chi phí lãi vay/ chi phí tài chính	21,9%	10,3%	0,0%		
8. Phần lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết					
9. Chi phí bán hàng					
10. Chi phí quản lý doanh nghiệp					
Tỷ lệ Chi phí quản lý doanh nghiệp/ doanh thu					
11. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1.355.315.089	991.804.949	1.121.731.867	0	0
12. Thu nhập khác					
13. Chi phí khác					
14. Lãi/Lỗ khác	184.667.104	418.784.405	-52.703.448		
Phân lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên					
15. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	1.539.982.193	1.410.589.354	1.069.028.419	972.502.980	905.791.945
Biên lợi nhuận trước thuế/ doanh thu					
16. Chi phí thuế TNDN hiện hành	-292.734.635	-349.324.730	-816.375.391		
Tỷ suất thuế TNDT					
17. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-42.698.698	20.982.120	476.846.998		
18. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh	1.204.548.860	1.082.246.744	729.500.026		
Lợi nhuận thuần phân bổ cho cổ đông	1.202.474.135	1.102.935.667	715.673.834		
19. Lợi nhuận thuần sau điều chỉnh phân bổ cho cổ đông	1.118.300.945	1.025.746.911	665.576.665		
Bình quân số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành	688.610.617	711.411.913	790.760.738		
19. Lãi cơ bản trên cổ phiếu (*)	1,62	1,44	0,84	0,48	0,36
20. Lãi suy giảm trên cổ phiếu (*)					
EBIT	1.524.053.424	1.401.243.362	1.069.028.419	967.932.192	900.347.453

Hình 4.6 Dữ liệu dự báo bằng mô hình hồi quy ARIMA đa biến

PHƯƠNG PHÁP TỶ SỐ P/E					
EPS (đồng)	1.624	1.442	842	480	360
Tỷ số P/E quá khứ				71,67	95,56
Giá trị doanh nghiệp ước tính				74.932.110.768	96.269.260.917
Giá trị ước tính của một cổ phiếu				74,11	95,21

Hình 4.7: Giá trị dự báo cổ phiếu KDH theo phương pháp P/E

Dựa trên môn học Định giá tài sản, Giá trị doanh nghiệp trong phương pháp này sẽ được tính dựa trên lợi nhuận thuần của doanh nghiệp dự kiến đạt được trong những năm tới (được dự báo bằng mô hình ARIMA) cùng với chỉ số P/E quá khứ, từ đó xác định giá trị cổ phiếu.

4.3 Khuyến nghị cổ phiếu

4.3.1 Khuyến nghị

Ở phương pháp định giá dựa trên giá trị tài sản thuần kết hợp cùng lợi thế thương mại Goodwill, giá trị cổ phiếu KDH ở năm 2025 được định giá là 17.000 đồng. Trong khi đó, ở phương pháp dựa trên số P/E, giá trị cổ phiếu được định giá trong năm 2025 là 95.210 đồng. Sở dĩ có sự khác biệt lớn ở cả hai phương pháp xuất phát từ sự sai số khi sử dụng mô hình dự báo ARIMA. Ở phương pháp định giá dựa trên giá trị tài sản thuần, do số lượng biến cần dự báo nhiều hơn so với phương pháp P/E nên tỷ lệ sai lệch sẽ lớn hơn. Do đó, ở phần định khuyến nghị sau đây sẽ sử dụng kết quả định giá của phương pháp tỷ số P/E.

Ta có: giá mục tiêu / giá thị trường = $95.210/34.400 = 2,77 = 277\%$.

Vậy, khuyến nghị được đưa ra là nên **Mua** cổ phiếu KDH trong thời gian tới.

4.3.2 Một số rủi ro

- Kể từ dự án The Solina, mặt bằng biên lợi nhuận của KDH có thể suy giảm do mặt bằng đơn giá TSCĐ tăng cao.
- Chi phí GPMB và TSCĐ tại dự án KDC Tân Tạo bị đẩy quá cao so với nguồn lực tài chính của KDH hoặc phương án tài chính dự án.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] VCBS. (2024). *Báo cáo triển vọng: Ngành bất động sản nhà ở 2025 – Bước vào chu kỳ mới*. VCBS Research Department.

[2] CBRE. (2024). *Số liệu thị trường bất động sản TP.HCM – Quý 3 năm 2024*. CBRE Vietnam.

[3] CBRE. (2024). *Two decades of VietNam urban development in Vietnamese*. CBRE Vietnam.