

## Ngành Môi giới BĐS: Nền tảng cấu trúc cải thiện rõ rệt

**Bùi Thị Thùy Trang**  
 Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
 trang.btt@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**  
 Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
 trang.htk@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

- HSC nhận thấy thị trường BĐS đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh mẽ hơn, được thúc đẩy bởi các nền tảng cấu trúc bền vững và rõ ràng hơn so với chu kỳ trước. Nguồn cung dự kiến sẽ cải thiện, trong đó nhóm các công ty môi giới BĐS nhiều khả năng sẽ là bên hưởng lợi sớm hơn so với phần còn lại của thị trường.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027 đối với hai doanh nghiệp môi giới trong danh sách khuyến nghị là DXS và CRE. Mảng dịch vụ môi giới cốt lõi được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ khối lượng giao dịch tăng trong khi việc tháo gỡ nút thắt pháp lý sẽ hỗ trợ tích cực cho mảng kinh doanh BĐS.
- HSC nâng khuyến nghị đối với cả DXS và CRE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) đồng thời điều chỉnh tăng đáng kể giá mục tiêu. Đặc biệt, DXS – lựa chọn hàng đầu của chúng tôi – được kỳ vọng sẽ có nhiều yếu tố hỗ trợ trong thời gian tới, bao gồm việc tái mở bán dự án The Prive và khả năng niêm yết của công ty con Regal Group, nơi DXS sở hữu 55% cổ phần.

### Chu kỳ BĐS mới bắt đầu, phục hồi mạnh mẽ trong tương lai

HSC tin rằng thị trường BĐS đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh mẽ hơn nhưng ổn định hơn, được hỗ trợ bởi các cải cách mang tính cấu trúc, khung pháp lý rõ ràng hơn và sự chuyển dịch sang nhu cầu thực. Tương tự chu kỳ 2011–2023, giai đoạn phục hồi hiện tại được đánh dấu bởi xu hướng giảm lãi suất vay mua nhà và các chính sách hỗ trợ từ phía Chính phủ. Tuy nhiên, khác với chu kỳ trước vốn bị chi phối bởi yếu tố đầu cơ, đợt phục hồi lần này tập trung vào các dự án minh bạch về pháp lý, gắn với hạ tầng tích hợp và nhà ở xã hội. Các công ty môi giới được kỳ vọng sẽ hưởng lợi sớm khi nguồn cung và tâm lý thị trường dần cải thiện.

### Triển vọng lợi nhuận cải thiện rõ rệt hướng đến năm 2027

HSC nâng lần lượt 15,5%, 33,1% và 43,7% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027 của DXS. Chúng tôi kỳ vọng bối cảnh thị trường nhìn chung sẽ tốt hơn cho các sản phẩm và dịch vụ của công ty, với việc tái mở bán dự án The Prive của công ty mẹ sở hữu 60,3% là DXG (Nắm giữ, giá mục tiêu 14.500đ), qua đó sẽ thúc đẩy khối lượng giao dịch cho mảng môi giới. Trong khi đó, hiệu quả hoạt động của mảng kinh doanh BĐS được hỗ trợ bởi đợt mở bán gần đây của dự án Cara River Park do Đất Xanh Miền Tây (DXS sở hữu 61% cổ phần) phát triển, cùng với các dự án do Regal Group triển khai tại miền Trung như: Regal Complex (Đà Nẵng, dự kiến mở bán trong Q4/2025), Regal Legend (Quảng Bình, đang mở bán), Victoria (Quảng Nam) và Maison (Phú Yên).

Đối với CRE, HSC nâng lần lượt 28,4%, 27,7% và 35,1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027. Triển vọng lợi nhuận giai đoạn này được hỗ trợ bởi việc tăng giá định khối lượng giao dịch cùng với việc ghi nhận khoảng 2 nghìn tỷ đồng doanh thu từ dự án Louis City và các dự án khác như khu dân cư Khe Cát, Bình Minh và Hoa Tiên Paradise.

### Nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với cả hai cổ phiếu; DXS là lựa chọn hàng đầu

HSC nâng khuyến nghị đối với cả DXS và CRE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), đồng thời điều chỉnh tăng giá mục tiêu lần lượt lên 12.500đ (tiềm năng tăng giá 31%) và 11.200đ (tiềm năng tăng giá 26%). Đáng chú ý, chúng tôi kỳ vọng DXS – lựa chọn hàng đầu – sẽ được hưởng lợi từ các thông tin tích cực trong ngắn hạn liên quan đến việc tái mở bán dự án The Prive, cùng với doanh thu đến từ các dự án Regal Legend (Quảng Bình), Regal Maison và dự án mới nhất Cara River Park (Cần Thơ).

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 10/7.*

| Mã CK | Giá (đồng) | Khuyến nghị |    | Giá mục tiêu (đồng) |            | Tiềm năng tăng/giảm (%) | P/E (lần) |       | P/B (lần) |       | L.suất cổ tức (%) |       |
|-------|------------|-------------|----|---------------------|------------|-------------------------|-----------|-------|-----------|-------|-------------------|-------|
|       |            | Mới         | Cũ | Mới                 | Th.đổi (%) |                         | 2025F     | 2026F | 2025F     | 2026F | 2025F             | 2026F |
| CRE   | 8,920      | Mua vào     | -  | 11,200              | -          | 25.6                    | 24.0      | 13.6  | 0.71      | 0.68  | -                 | -     |
| DXS   | 9,560      | Mua vào     | -  | 12,500              | -          | 30.8                    | 20.4      | 11.8  | 0.87      | 0.82  | 0                 | 0     |

*Giá cổ phiếu tại ngày 9/7/2025.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

## Mục lục

|  |          |
|--|----------|
| <b>Hưởng lợi từ chu kỳ hồi phục mới của thị trường BĐS</b>           | <b>3</b> |
| Phục hồi mạnh mẽ hơn trong thời gian tới                             | 3        |
| Nguồn cung dồi dào và tâm lý cải thiện thúc đẩy khối lượng giao dịch | 4        |
| Lợi nhuận: Tăng dự báo giai đoạn 2025-2027                           | 5        |
| Định giá và khuyến nghị: DXS là lựa chọn hàng đầu                    | 6        |
| <b>Báo cáo thành phần</b>  |          |
| CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS)                             | 8        |
| CTCP Bất động sản Thế Kỷ (CRE)                                       | 13       |

---

## Hưởng lợi từ chu kỳ hồi phục mới của thị trường BĐS

HSC kỳ vọng nguồn cung sẽ phục hồi mạnh mẽ, đi kèm với tâm lý người mua được cải thiện nhờ khung pháp lý rõ ràng hơn. Các văn bản pháp luật quan trọng có hiệu lực từ năm 2024 – bao gồm Nghị quyết 206 và Nghị quyết 171 – thể hiện cam kết mạnh mẽ của Chính phủ trong việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý tồn tại lâu nay, tạo nền tảng cho một chu kỳ phục hồi bền vững hơn của thị trường BĐS. Trong bối cảnh này, các doanh nghiệp môi giới BĐS được kỳ vọng sẽ hưởng lợi đáng kể. Tại vùng giá hiện tại, HSC ưa thích cổ phiếu DXS.

### Phục hồi mạnh mẽ hơn trong thời gian tới

HSC cho rằng thị trường BĐS đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh mẽ hơn, được hỗ trợ bởi những thay đổi mang tính cấu trúc và bền vững hơn so với chu kỳ trước. Để so sánh, chúng tôi sử dụng chu kỳ BĐS gần nhất bắt đầu từ năm 2011 (Bảng 1). Đáng chú ý, diễn biến thị trường hiện tại – nhất trong giai đoạn tích lũy và hình thành xu hướng – phần nào giống với chu kỳ 2011–2023.

Nhìn chung, HSC kỳ vọng nguồn cung và tâm lý thị trường sẽ cải thiện rõ rệt hơn, trong đó các công ty môi giới BĐS có khả năng là nhóm hưởng lợi sớm nhất từ xu hướng phục hồi này.

### Điểm tương đồng và tiến triển vượt trội so với chu kỳ 2011

Giai đoạn đầu của hai chu kỳ thị trường cho thấy nhiều điểm tương đồng đáng chú ý – bao gồm các cải cách pháp lý và sự sụt giảm đáng kể của lãi suất cho vay (xuống 8,7% trong năm 2014 từ mức 10,4% năm 2013). Những thay đổi này đã thúc đẩy đà phục hồi mạnh mẽ bắt đầu từ năm 2014. Nguồn cung tăng rõ rệt và giá BĐS chuyển sang xu hướng tăng trở lại sau giai đoạn suy giảm kéo dài từ năm 2011 đến 2013.

**Bảng 1: Các Luật và Nghị định quan trọng về ngành bất động sản: năm 2013-2014 và năm 2023-2024**

Định hướng pháp lý nhất quán qua các chu kỳ: từ chính sách hỗ trợ cho đến phục hồi thị trường

| Giai đoạn 2013-2014: cải cách và định hướng |  | Giai đoạn 2023-2024: điều chỉnh và cập nhật |  |
|---|--|---|--|
| Luật Đất đai 2013                           | Được xác định dựa trên khung giá, thường thấp hơn giá thị trường   | Luật Đất đai sửa đổi 2024                   | Xóa bỏ hoàn toàn khung giá đất, đưa giá đất sát với giá thị trường hơn   |
| Luật Kinh doanh BĐS 2014                    | Yêu cầu có bảo lãnh ngân hàng đối với các giao dịch bán bất động sản hình thành trong tương lai. Quy định nghiêm ngặt hơn đối với các dịch vụ bất động sản | Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi        | Quy định chặt chẽ hơn về tiền đặt cọc đối với các giao dịch bán bất động sản hình thành trong tương lai (giới hạn tối đa 5%) và hoạt động môi giới |
| Luật Nhà ở 2014                             | Xác định rõ đối tượng được hưởng chính sách hỗ trợ về nhà ở xã hội và đa dạng hóa việc phát triển các loại hình nhà ở                                      | Luật Nhà ở sửa đổi                          | Đưa ra những thay đổi quan trọng trong quy định về phát triển nhà ở xã hội   |
| Nghị quyết số 02/NQ-CP                      | Gói tín dụng 30 nghìn tỷ đồng kích thích cầu thị trường trong bối cảnh dư thừa nguồn cung căn hộ   | Nghị quyết số 171/2014/QH15                 | Thực hiện các dự án nhà ở thương mại bằng đàm phán mua quyền sử dụng đất   |

Nguồn: HSC thu thập

**Biểu đồ 2: Các chu kỳ của thị trường BĐS tại Việt Nam**

Sau năm 2023 được kỳ vọng là giai đoạn hồi phục ở mức độ vừa phải và bền vững

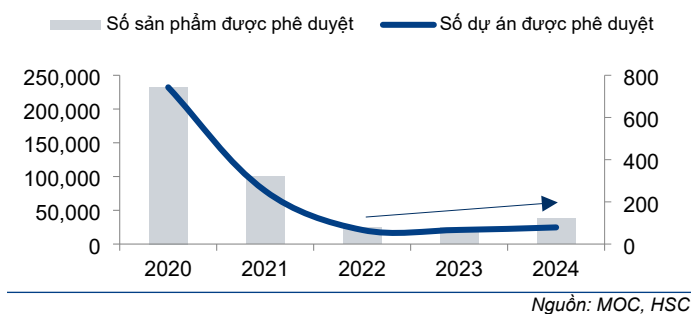


Nguồn: CBRE

Một xu hướng tương tự cũng đã xuất hiện kể từ năm 2023, với các biện pháp chính sách và hỗ trợ tương đồng nhằm kích cầu và cải thiện tâm lý thị trường (Biểu đồ 2). Lãi suất vay mua nhà cũng đã giảm về mức tương đối thấp; ví dụ, Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB; Mua vào, giá mục tiêu 29.300đ) hiện đang triển khai gói vay “Ngôi nhà đầu tiên” dành cho người trẻ (từ 18–35 tuổi) với lãi suất chỉ 5,5%. Các dấu hiệu phục hồi ban đầu đang dần rõ nét từ Q4/2024 với những tín hiệu cụ thể như số lượng dự án được phê duyệt tăng (Biểu đồ 2–3), giá bán cải thiện và thanh khoản phục hồi.

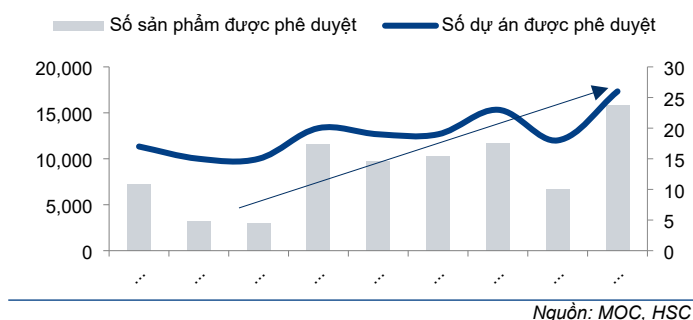
**Biểu đồ 3: Các dự án và sản phẩm được phê duyệt theo năm**

Giảm mạnh trong giai đoạn 2020-2022, xu hướng tăng trở lại trong năm 2024



**Biểu đồ 4: Các dự án và sản phẩm được phê duyệt theo quý**

Lấy lại đà tăng sau năm 2024, đạt mức cao vượt trội trong Q1/2025



Một điểm khác biệt quan trọng trong chu kỳ mới này là sự chuyển dịch của các động lực tăng trưởng – từ đầu cơ sang nhu cầu thực, và từ các gói kích thích ngắn hạn (như gói 30 nghìn tỷ đồng năm 2013) sang cải cách pháp lý toàn diện (bao gồm các Luật sửa đổi được Quốc hội thông qua trong năm 2023). Bên cạnh đó, đầu tư công và phát triển hạ tầng đang được đẩy mạnh và hiện đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính cho giai đoạn hiện tại.

**Ưu tiên minh bạch pháp lý, hạ tầng và nhu cầu thực**

HSC kỳ vọng chu kỳ này sẽ ghi nhận quá trình phục hồi chậm hơn nhưng bền vững hơn, với trọng tâm là các dự án có pháp lý minh bạch và hạ tầng đồng bộ. Hoạt động phê duyệt dự án đang phục hồi nhưng có tiến độ thận trọng. Khác với giai đoạn phục hồi năm 2015 diễn ra nhanh chóng với nguồn cung dồi dào, quy hoạch được nói lỏng và thủ tục phê duyệt dễ dàng hơn, nguồn cung trong chu kỳ hiện tại dự kiến sẽ phục hồi dần trong những năm tới nhưng vẫn thấp hơn so với giai đoạn 2015–2017, phản ánh xu hướng siết chặt pháp lý và định hướng phát triển theo nhu cầu thực.

Tâm điểm hiện nay là các dự án nhà ở xã hội và đô thị quy mô lớn, thay vì căn hộ cao cấp, đất nền vùng ven, condotel hay shophouse như chu kỳ trước.

**Nguồn cung dồi dào và tâm lý cải thiện thúc đẩy khối lượng giao dịch**

Những tín hiệu rõ ràng cho thấy thị trường đang bước vào giai đoạn phục hồi – như phân tích đã đề cập – càng củng cố quan điểm của HSC rằng các công ty môi giới BĐS sẽ là nhóm hưởng lợi đầu tiên.

**Nguồn cung đang gia tăng rõ rệt**

Việc ban hành các nghị quyết quan trọng gần đây đánh dấu một bước ngoặt đối với thị trường BĐS Việt Nam, khi khung pháp lý được cải thiện rõ rệt dưới sự điều hành của bộ máy lãnh đạo mới, điều này có thể báo hiệu sự kết thúc của chu kỳ suy giảm kéo dài.

Các nút thắt pháp lý bắt đầu được gỡ bỏ, góp phần khôi phục tâm lý người mua và cải thiện tỷ lệ hấp thụ. Đáng chú ý, cơ quan quản lý đang thể hiện sự chủ động hơn trong việc phê duyệt dự án, nhất là tại TP.HCM, nơi có 15.780 căn hộ thuộc 26 dự án được phê duyệt trong Q1/2025, tăng 2,5 lần so với quý trước và 1,5 lần so với cùng

kỳ (Biểu đồ 4). Động lực này, được hỗ trợ bởi Nghị quyết 171 (tập trung vào công tác đền bù, giải phóng mặt bằng) và Nghị quyết 206 (cơ chế rút gọn thủ tục pháp lý), được kỳ vọng sẽ giúp giảm bớt hạn chế về nguồn cung và góp phần bình ổn giá bán trên thị trường.

Những dấu hiệu sớm đã xuất hiện trong Q2/2025 với các đợt mở bán lớn như Vinhomes Green City, Vinhomes Long Beach, và Eco Retreat tại Long An, cùng với các dự án sắp triển khai của DXG (The Prive) và KDH (dự án Gladia tại TP.HCM) (Bảng 5).

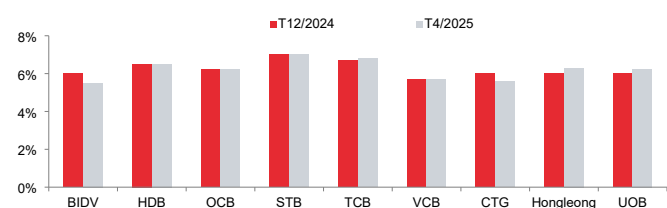
**Bảng 5: Các dự án trọng điểm dự kiến ra mắt trong năm 2025**

| Stt | Dự án                             | Vị trí     | Sản phẩm  | Chủ đầu tư            | Tổng số sản phẩm | Giá (triệu đồng/m <sup>2</sup> ) |
|-----|-----------------------------------|------------|-----------|-----------------------|------------------|----------------------------------|
| 1   | Celadon City                      | TP.HCM     | Cao tầng  | Gamuda Land           | 500              | 70-80                            |
| 2   | Citi Grand                        | TP.HCM     | Cao tầng  | Kien A                | 200              | 44-64                            |
| 3   | The Charm An Hung                 | Hà Nội     | Cao tầng  | An Hung               | 592              | 74-81                            |
| 4   | KEPLER Tower HH-02                | Hà Nội     | Cao tầng  | TSQ Viet Nam          | 620              | 78-91                            |
| 5   | The Paris – Vinhomes Ocean Park 1 | Hưng Yên   | Cao tầng  | Vinhomes              | 3,144            | 62                               |
| 6   | The Prive                         | TP.HCM     | Cao tầng  | DXG                   | 3,175            | 99                               |
| 7   | The Matrix One Me Tri             | Hà Nội     | Cao tầng  | MIK Group             | 990              | 130                              |
| 8   | Hong Hac City                     | Bắc Ninh   | Thấp tầng | Phu My Hung           | 323              | 125-160                          |
| 9   | La Pura                           | Bình Dương | Cao tầng  | PDR                   | 2,400            | 46-60                            |
| 10  | The Emerald 68                    | Bình Dương | Cao tầng  | Le Phong              | 785              | 48                               |
| 11  | Orion-TT Avio                     | Bình Dương | Cao tầng  | TT Capital            | 700              | 32                               |
| 12  | M Landmark                        | Đà Nẵng    | Cao tầng  | Alphanam              | 224              | 180                              |
| 13  | The Legend City                   | Đà Nẵng    | Cao tầng  | VIICO                 | 800              | 120                              |
| 14  | Sun Costa                         | Đà Nẵng    | Cao tầng  | Sun property          | 640              | 65-110                           |
| 15  | The Vista Residence               | Đà Nẵng    | Cao tầng  | Cuong Thinh Phat Land | 112              | 50-55                            |
| 16  | Hoang Huy New City                | Hải Phòng  | Thấp tầng | Hoang Huy             | 900              | 80-150                           |
| 17  | Vinhomes Duong Kinh               | Hải Phòng  | Thấp tầng | Vinhomes              | 700              | 85-120                           |
| 18  | Vinhomes Green City               | Long An    | Thấp tầng | Vinhomes              | 5,027            | 90-125                           |
| 19  | Phuoc Dong New City               | Tây Ninh   | Thấp tầng | SIP                   | 200              | 17                               |
| 20  | Eco Retreat                       | Long An    | Thấp tầng | Ecoparks              | 4,500            | 58-67                            |
| 21  | Izumi City                        | Đồng Nai   | Thấp tầng | NLG                   | 200              | 60-65                            |
| 22  | Mizuki Park                       | TP.HCM     | Cao tầng  | NLG                   | 800              | 50                               |

Nguồn: HSC compile

**Biểu đồ 6: Môi trường lãi suất cho vay mua nhà khá thấp**

Lãi suất cho vay mua nhà chỉ khoảng 5%



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 7: Thay đổi trong hành vi của khách hàng**

Nhu cầu BĐS ở thị trường trong nước



Nguồn: HSC, DXS - FERI

**Nhu cầu được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất vay mua nhà thấp**

Lãi suất vay mua nhà đã giảm kể từ Q4/2024 và hiện đang ở mức thấp, được kỳ vọng sẽ kích thích nhu cầu và củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Các ngân hàng đang triển khai nhiều gói tín dụng ưu đãi dành cho người trẻ dưới 35 tuổi. Các ngân hàng như ACB, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 42.500đ), Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (VCB; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 66.300đ) và Ngân hàng Sài Gòn – Hà Nội (SHB; chưa khuyến nghị) đang tích cực tung ra các gói vay ưu đãi, với lãi suất từ 3,88% hoặc 3,99%, hoặc cố định ở mức 5,5% trong 2–3 năm đầu (Biểu đồ 6).

**Lợi nhuận: Tăng dự báo giai đoạn 2025-2027**

**DXS:** Chúng tôi tăng lần lượt 15,5%, 33,1%, và 43,7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 lên 270 tỷ đồng (tăng trưởng 91,8%), 466 tỷ đồng (tăng trưởng 73%), và 622 tỷ đồng (tăng trưởng 33,4%). Việc điều chỉnh này phản ánh kỳ vọng vào giá bán bình quân cao hơn tại dự án The Prive của DXG – từ đó mang lại phí môi giới cao hơn cho DXS – cùng với triển vọng thị trường cải thiện, hỗ trợ khối lượng giao dịch cho mảng môi giới.

Đối với mảng kinh doanh BĐS, DXS đang triển khai một số dự án tại khu vực miền Trung thông qua Regal Group (trước đây là Đất Xanh Miền Trung), nơi công ty nắm 55% cổ phần. Các dự án bao gồm Regal Complex (Đà Nẵng, dự kiến mở bán trong Q4/2025), Regal Legend (Quảng Bình, đang mở bán), Victoria (Quảng Nam) và Mansion (Phú Yên).

**CRE:** HSC tăng 28,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 172 tỷ đồng (tăng trưởng 309,7%) trên cơ sở tăng 26,4% doanh thu điều chỉnh lên 2.661 tỷ đồng (tăng trưởng 72,9%), được hỗ trợ bởi khối lượng giao dịch cải thiện trong bối cảnh thị trường BĐS phía Bắc phục hồi mạnh. Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho các năm 2026–2027 lên lần lượt 305 tỷ đồng (tăng trưởng 71,1%) và 411 tỷ đồng (tăng trưởng 35,1%) nhờ tâm lý thị trường cải thiện và nguồn cung duy trì ổn định.

Dự kiến, 2 nghìn tỷ đồng doanh thu được ghi nhận từ dự án Louis City, cùng với các dự án khác như Khe Cát, Bình Minh và Hoa Tiên Paradise, sẽ đóng góp tích cực cho lợi nhuận giai đoạn 2025–2027. CRE hiện đã đặt cọc 400 tỷ đồng cho dự án Lilaha Complex (Hà Nội), dự kiến bắt đầu đóng góp từ năm 2027. Ngoài ra, mảng giáo dục của CRE cũng đang được mở rộng; Công ty đang trong quá trình xin phê duyệt để thành lập một trường cao đẳng nghề.

**Bảng 8: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, DXS và CRE**

| Tỷ đồng     | 2024A      | 2025F      | Điều chỉnh   | Tăng trưởng   | 2026F      | Điều chỉnh   | Tăng trưởng  | 2027F        | Điều chỉnh   | Tăng trưởng  |
|-------------|------------|------------|--------------|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CRE         | 42         | 172        | 28.4%        | 309.7%        | 305        | 27.7%        | 77.1%        | 411          | 35.1%        | 34.9%        |
| DXS         | 141        | 270        | 15.5%        | 91.8%         | 466        | 33.1%        | 73.0%        | 622          | 43.7%        | 33.4%        |
| <b>Tổng</b> | <b>183</b> | <b>442</b> | <b>20.2%</b> | <b>141.9%</b> | <b>771</b> | <b>30.9%</b> | <b>74.6%</b> | <b>1,033</b> | <b>40.2%</b> | <b>34.0%</b> |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 9: Giá định DCF, DXS và CRE**

|     | Lãi suất phi rủi ro | Phần bù rủi ro vốn CSH | Chênh lệch phụ trội | Beta | WACC |
|-----|---------------------|------------------------|---------------------|------|------|
| DXS | 4.0%                | 7.5%                   | 1.5%                | 1.5  | 17.4 |
| CRE | 4.0%                | 7.5%                   | 1.5%                | 0.9  | 14.0 |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 10: Diễn biến giá cổ phiếu, DXS và CRE**

| %                           | 1 tháng | 3 tháng | 12 tháng |
|-----------------------------|---------|---------|----------|
| <b>Tuyệt đối</b>            |         |         |          |
| DXS                         | 10.5    | 79.7    | 54.2     |
| CRE                         | 4.6     | 39.4    | 16.8     |
| <b>Tương quan với index</b> |         |         |          |
| DXS                         | 0.9     | 37.3    | 33.3     |
| CRE                         | (4.5)   | 6.5     | 0.9      |

Nguồn: Bloomberg, HSC

## Định giá và khuyến nghị: DXS là lựa chọn hàng đầu

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với cả DXS và CRE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), đồng thời điều chỉnh tăng lần lượt 64,5% và 40% giá mục tiêu lên 12.500đ (tiềm năng tăng giá 31%) 11.200đ (tiềm năng tăng giá 26%). Mặc dù cả DXS và CRE đều cho thấy tiềm năng tăng giá trong bối cảnh thị trường BĐS bước vào giai đoạn phục hồi mạnh mẽ hơn trong chu kỳ mới, chúng tôi chỉ đưa DXS vào danh sách cổ phiếu lựa chọn hàng đầu. Chúng tôi đánh giá DXS có triển vọng lợi nhuận tốt hơn cùng với một số yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn, bao gồm việc tái mở bán dự án The Prive do công ty mẹ DXG sở hữu, cũng như khả năng niêm yết của công ty con hoạt động trong mảng

môi giới – Regal Group (trước đây là Đất Xanh Miền Trung), nơi DXS nắm giữ 55% cổ phần.

HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá hai công ty môi giới BĐS trên. Chi tiết như sau:

- Giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ là 4% (không thay đổi),
- Phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 10,25% (không đổi) và tiếp tục cộng thêm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH cho các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị để phản ánh những đặc thù tại thị trường địa phương liên quan đến tài trợ BĐS.

HSC sử dụng hệ số beta là 1,5 (giảm từ 1,6) đối với DXS và giữ nguyên ở mức 0,9 đối với CRE, theo dữ liệu từ Bloomberg. Theo đó, giả định WACC đối với DXS là 17,4% (giảm từ mức 17,9%) và đối với CRE 14% (không đổi).

**Bảng 11: Phân tích P/E và P/B, DXS và CRE**

|     | 2025 P/E | 2026 P/E | 2025 P/B | P/B trượt dự phóng 1 năm | Độ lệch chuẩn so với P/B bình quân |
|-----|----------|----------|----------|--------------------------|------------------------------------|
| CRE | 30.2     | 17.0     | 0.90     | 0.71                     | 0.1                                |
| DXS | 26.6     | 15.4     | 1.14     | 0.87                     | 0.5                                |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 12: Tốc độ tăng trưởng P/E, DXS và CRE**

|     | Giá cổ phiếu (đồng) | EPS   |       |       |       | 2025 P/E | CAGR 2 năm (%) | PEG  |
|-----|---------------------|-------|-------|-------|-------|----------|----------------|------|
|     |                     | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |          |                |      |
| CRE | 8,920               | 91    | 371   | 657   | 887   | 24.0     | 54.6           | 0.44 |
| DXS | 9,560               | 260   | 470   | 812   | 1,084 | 20.4     | 51.9           | 0.39 |

Nguồn: HSC ước tính

### Bối cảnh định giá

Trong 1 tháng qua, giá cổ phiếu CRE đã tăng 5% và DXS tăng 11%. Theo HSC, diễn biến này phản ánh dòng thông tin tích cực liên quan đến việc cải thiện khung pháp lý hỗ trợ nguồn cung trên thị trường, cũng như tâm lý nhà đầu tư đang dần cải thiện. Sau nhịp tăng giá này, CRE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 43,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,69 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,66 lần. DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 21,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,85 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần. Lưu ý, chúng tôi đã loại trừ các giá trị P/E lớn hơn 100 khỏi tính toán do ảnh hưởng từ mức nền lợi nhuận rất thấp trong năm trước của cả hai doanh nghiệp.

Ngoài ra, HSC sử dụng chỉ số PEG (P/E dự phóng năm 2025 chia cho tốc độ CAGR 2 năm của EPS) để so sánh giữa hai cổ phiếu (Bảng 12). Trên cơ sở này, chỉ số PEG của CRE là 0,44, trong khi của DXS thấp hơn ở mức 0,39. Điều này cho thấy DXS đang có định giá hấp dẫn hơn so với CRE nhờ tốc độ tăng trưởng EPS cao hơn.

### Khuyến nghị

HSC cho rằng triển vọng sắp tới sẽ tích cực hơn nhiều tiêu cực. Khi các chủ đầu tư đang đẩy nhanh tiến độ mở bán, thị trường BĐS đã bắt đầu bước vào một chu kỳ mới. Chúng tôi tiếp tục khẳng định quan điểm rằng các công ty môi giới BĐS như CRE và DXS sẽ là những bên hưởng lợi sớm nhất từ sự phục hồi của thị trường nhà ở. Tuy nhiên, HSC ưu tiên lựa chọn DXS tại vùng giá hiện tại nhờ các yếu tố: (1) mạng lưới môi giới rộng khắp toàn quốc, (2) triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ giai đoạn 2025–2027 được đóng góp từ mảng môi giới và mảng kinh doanh BĐS, đặc biệt là các dự án tại miền Trung và dự án Cara River Park tại TP. Cần Thơ và (3) tiềm năng niêm yết của công ty con Regal Group – nơi DXS nắm giữ 55% cổ phần.

**Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)**

Giá mục tiêu: VNĐ12,500 (từ VNĐ7,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 30.8%

|                                       |                       |
|---------------------------------------|-----------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (9/7/2025)</b> | <b>9,560</b>          |
| Mã Bloomberg                          | DXS VN                |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)              | 5,210-9,670           |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)              | 9,527                 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)             | 5,488                 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)           | 210                   |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)               | 574                   |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)         | 287                   |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)            | 172                   |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN              | 50.0%                 |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                   | 20.0%                 |
| Tỷ lệ freefloat                       | 34.6%                 |
| Cổ đông lớn                           | Dat Xanh Goup (60.3%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | 10.5   | 79.7   | 54.2    |
| So với chỉ số    | 0.01   | 36.1   | 32.1    |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F         | 470   | 433        | 8.5       |
| 2026F         | 812   | 660        | 23.1      |
| 2027F         | 1,084 | 867        | 25.0      |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

Đất Xanh Services được thành lập năm 2011 với tư cách là công ty con của Tập đoàn Đất Xanh, là công ty môi giới bất động sản lớn nhất Việt Nam.

**Chuyên viên phân tích**

**Bùi Thị Thùy Trang**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
 trang.btt@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
 trang.htk@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

**Triển vọng lợi nhuận tích cực; nâng khuyến nghị lên Mua vào**

- HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 64,5% giá mục tiêu lên 12.500đ (tiềm năng tăng giá 31%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và điều chỉnh một số giả định trong định giá.
- Cụ thể, chúng tôi nâng lần lượt 15,5%, 33,1% và 43,7% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027 dựa trên kỳ vọng triển vọng thị trường sẽ cải thiện, hỗ trợ khối lượng giao dịch cho mảng môi giới.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 21,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,85 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần.

**Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng**

HSC xem xét lại dự báo và định giá đối với DXS sau khi cập nhật triển vọng thị trường BĐS, hiện đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh mẽ hơn.

**Tác động: Tăng dự báo giai đoạn 2025-2027**

HSC tăng lần lượt 15,5%, 33,1%, và 43,7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 lên 270 tỷ đồng (tăng trưởng 91,8%), 466 tỷ đồng (tăng trưởng 73%), và 622 tỷ đồng (tăng trưởng 33,4%) để phản ánh triển vọng thị trường cải thiện giúp hỗ trợ khối lượng giao dịch cho mảng môi giới.

Đối với mảng kinh doanh BĐS, DXS đang triển khai một số dự án tại khu vực miền Trung thông qua Regal Group (trước đây là Đất Xanh Miền Trung), nơi công ty nắm 55% cổ phần. Các dự án bao gồm Regal Complex (Đà Nẵng, dự kiến mở bán trong Q4/2025), Regal Legend (Quảng Bình, đang mở bán), Victoria (Quảng Nam) và Mansion (Phú Yên). Nhìn chung, các dự báo mới của HSC – cao hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 55,3%.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 21,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,85 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần. HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 64,5% giá mục tiêu lên 12.500đ (tiềm năng tăng giá 31%).

Chúng tôi kỳ vọng DXS, với mạng lưới môi giới trải dài toàn quốc, sẽ là một trong những đơn vị hưởng lợi nhiều nhất từ đà phục hồi mạnh mẽ của thị trường BĐS. Mảng môi giới của Công ty được dự báo tiếp tục duy trì triển vọng tích cực trong giai đoạn 2025–2027, đặc biệt nhờ việc tái mở bán dự án The Prive do công ty mẹ DXG sở hữu. Ngoài ra, một yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn là khả năng niêm yết công ty con mảng môi giới là Regal Group (trước đây là Đất Xanh Miền Trung), nơi DXS đang nắm giữ 55% cổ phần. Regal Group dự kiến sẽ thực hiện chào bán công khai và niêm yết trên HOSE vào Q4/2025.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F  | 12-27F  |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 158    | 497    | 708 ▲  | 1,089 ▲ | 1,386 ▲ |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | (168)  | 141    | 270 ▲  | 466 ▲   | 622 ▲   |
| EPS ĐC (đồng)             | (304)  | 260    | 470 ▲  | 812 ▲   | 1,084 ▲ |
| DPS (đồng)                | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| BVPS (đồng)               | 10,218 | 10,472 | 10,928 | 11,716  | 12,767  |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 47.0   | 14.7   | 10.2   | 6.03    | 4.45    |
| P/E ĐC (lần)              | N/a    | 36.8   | 20.4   | 11.8    | 8.82    |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| P/B (lần)                 | 0.94   | 0.91   | 0.87   | 0.82    | 0.75    |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (139)  | 185    | 80.9   | 73.0    | 33.4    |
| ROAE (%)                  | (2.83) | 2.37   | 4.39   | 7.18    | 8.85    |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Hưởng lợi sớm nhất từ đà phục hồi mạnh mẽ của thị trường

HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 64,5% giá mục tiêu lên 12.500đ (tiềm năng tăng giá 31%) nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027 và thay đổi giá định giá. Chúng tôi tăng lần lượt 15,5%, 33,1%, và 43,7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 lên 270 tỷ đồng (tăng trưởng 91,8%), 466 tỷ đồng (tăng trưởng 73%), và 622 tỷ đồng (tăng trưởng 33,4%), phản ánh kỳ vọng vào triển vọng thị trường tích cực hơn. Bên cạnh đó, các dự án đang triển khai tại khu vực miền Trung sẽ là động lực chính cho mảng kinh doanh BĐS. Với mạng lưới môi giới phủ khắp cả nước, chúng tôi cho rằng DXS sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ đà phục hồi sâu rộng của thị trường BĐS.

### Nâng triển vọng lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 15,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 270 tỷ đồng (tăng trưởng 91,8%) sau khi tăng 6% dự báo doanh thu lên 3431 tỷ đồng (tăng trưởng 13,1%) nhờ kỳ vọng bối cảnh thị trường cải thiện giúp hỗ trợ khối lượng giao dịch của mảng môi giới.

Ngoài ra, cho năm 2026-2027, chúng tôi tăng lần lượt 33,1% và 43,7% dự báo lợi nhuận thuần lên 466 tỷ đồng (tăng trưởng 73%) và 622 tỷ đồng (tăng trưởng 33,4%). Dự án The Prive (TP. Thủ Đức) của DXG được kỳ vọng sẽ là động lực chính thúc đẩy doanh thu môi giới trọn gói của DXS, trong khi tâm lý thị trường cải thiện và nguồn cung hồi phục sẽ đảm bảo gia tăng khối lượng giao dịch cho DXS trong các năm tới.

Đối với mảng kinh doanh BĐS, DXS đang triển khai một số dự án tại khu vực miền Trung thông qua Regal Group (trước đây là Đất Xanh Miền Trung), nơi công ty nắm 55% cổ phần. Các dự án bao gồm Regal Complex (Đà Nẵng, dự kiến mở bán trong Q4/2025), Regal Legend (Quảng Bình, đang mở bán), Victoria (Quảng Nam) và Mansion (Phú Yên). Doanh thu năm 2026 dự kiến sẽ được đóng góp bởi 440 căn hộ cao tầng tại dự án Cara River Park (TP. Cần Thơ), do Đất Xanh Miền Tây (công ty con của DXS, DXS sở hữu 61% cổ phần) phát triển.

Chi tiết về các điều chỉnh dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 13. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm mạnh mẽ ở mức 64,2%.

**Bảng 13: Dự báo lợi nhuận, DXS**

| Tỷ đồng                | 2024A        | Dự báo mới 2025F | Điều chỉnh   | Tăng trưởng  | 2026F        | Điều chỉnh   | Tăng trưởng  | 2027F        | Điều chỉnh   | Tăng trưởng  |
|------------------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Tổng doanh thu</b>  | <b>2,376</b> | <b>3,431</b>     | <b>13.1%</b> | <b>44.4%</b> | <b>4,529</b> | <b>35.2%</b> | <b>32.0%</b> | <b>5,471</b> | <b>39.3%</b> | <b>20.8%</b> |
| Lợi nhuận gộp          | 1,157        | 1,616            | 12.9%        | 39.7%        | 2,194        | 29.3%        | 35.7%        | 2,710        | 33.7%        | 23.5%        |
| LNST                   | 253          | 448              | 15.5%        | 77.6%        | 776          | 33.1%        | 73.0%        | 1035         | 43.7%        | 33.4%        |
| <b>Lợi nhuận thuần</b> | <b>141</b>   | <b>270</b>       | <b>15.5%</b> | <b>91.8%</b> | <b>466</b>   | <b>33.1%</b> | <b>73.0%</b> | <b>622</b>   | <b>43.7%</b> | <b>33.4%</b> |

Nguồn: HSC ước tính

## Định giá và khuyến nghị

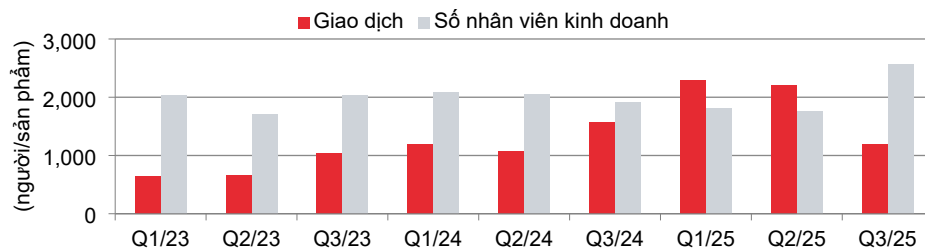
### Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 64,5% giá mục tiêu lên 12.500đ (tiềm năng tăng giá 31%) nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027. Động lực đến từ tăng trưởng doanh thu mảng môi giới, được hỗ trợ bởi giá bán bình quân cao hơn 10% tại dự án The Prive của DXG, cùng với bối cảnh thị trường cải thiện – kỳ vọng sẽ thúc đẩy khối lượng giao dịch và doanh thu từ mảng kinh doanh BĐS sau các đợt mở bán gần đây.

Chúng tôi tiếp tục cho rằng DXS đang chủ động định vị lại mình để đón đầu chu kỳ tăng trưởng tiếp theo của thị trường BĐS thông qua việc nâng cấp đội ngũ bán hàng (Biểu đồ 14), chuyển đổi mô hình kinh doanh từ một công ty dịch vụ BĐS sang nhà tư vấn phát triển và cung cấp dịch vụ đa ngành, cũng như tự phát triển các dự án quy mô lớn tại khu vực miền Trung. Chiến lược tái định vị này sẽ giúp DXS có nguồn cung ổn định, tận dụng hệ sinh thái hiện có và tạo sự khác biệt so với các công ty môi giới truyền thống trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt trong mảng môi giới.

**Biểu đồ 14: Số giao dịch và số nhân viên kinh doanh, DXS**

DXS đang củng cố đội ngũ bán hàng để chuẩn bị cho sự phục hồi của thị trường.



Nguồn: DXS, HSC

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá DXS.
- Giả định WACC đối với DXS là 17,4% (giảm từ 17,9%). Tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10,25%, bao gồm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội và phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ là 8,75% (không đổi). Hệ số beta là 1,5 lần (giảm từ 1,6 lần) (theo dữ liệu từ Bloomberg).
- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%.

**Bảng 15: Giả định DCF, DXS**

| Tỷ đồng                    | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>           | <b>2,376</b> | <b>3,431</b> | <b>4,529</b> | <b>5,471</b> |
| Giá vốn hàng bán           | (1,219)      | (1,815)      | (2,336)      | (2,761)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>       | <b>1,157</b> | <b>1,616</b> | <b>2,194</b> | <b>2,710</b> |
| EBIT*(1-thuế)              | 359          | 545          | 846          | 1,080        |
| Cộng: khấu hao             | 49           | 27           | 32           | 36           |
| Trừ: thay đổi vốn lưu động | (109)        | (370)        | (110)        | (624)        |
| Trừ: vốn đầu tư cơ bản     | (40)         | (27)         | (35)         | (35)         |
| <b>FCFF</b>                | <b>259</b>   | <b>176</b>   | <b>732</b>   | <b>456</b>   |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 16: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu (đồng), DXS**

|                                   | Lãi suất phi rủi ro |        |               |        |        |      |
|-----------------------------------|---------------------|--------|---------------|--------|--------|------|
|                                   | 2.0%                | 3.0%   | 3.5%          | 4.0%   | 5.0%   | 5.5% |
| <b>Tốc độ tăng trưởng dài hạn</b> |                     |        |               |        |        |      |
| 2.0%                              | 11,600              | 11,000 | 10,500        | 9,900  | 9,400  |      |
| 2.5%                              | 13,300              | 12,600 | 11,900        | 11,300 | 10,700 |      |
| 3.0%                              | 14,000              | 13,200 | <b>12,500</b> | 11,800 | 11,200 |      |
| 3.5%                              | 14,700              | 13,900 | 13,100        | 12,400 | 11,700 |      |
| 4.0%                              | 15,400              | 14,600 | 13,800        | 13,000 | 12,300 |      |

Nguồn: HSC ước tính

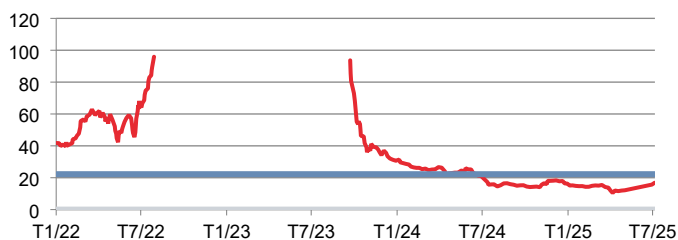
**Bảng 17: Định giá, DXS**

| Tỷ đồng                                 | Giữa năm-2026  |
|---|----------------|
| <b>Tổng giá trị doanh nghiệp (FCFF)</b> | <b>10,907</b>  |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền          | 2,421          |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn    | 8,486          |
| <b>Nợ thuần, điều chỉnh</b>             | <b>(1,323)</b> |
| <b>Tổng giá trị vốn CSH</b>             | <b>(9,584)</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | 574.1          |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>           | <b>12,500</b>  |

Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, DXS**

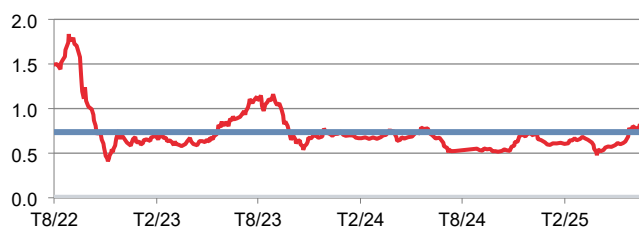
DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần so với bình quân 3 năm ở mức 21,7 lần



Ghi chú: Chúng tôi loại trừ giá trị lớn hơn 100 do DXS báo lỗ trong năm 2023  
 Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 19: P/B trượt dự phóng 1 năm, DXS**

DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,85 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần



Nguồn: HSC ước tính

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 21,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,85 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-23A        | 12-24A     | 12-25F     | 12-26F       | 12-27F       |
|-------------------------------------|---------------|------------|------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 1,978         | 2,376      | 3,431      | 4,529        | 5,471        |
| Lợi nhuận gộp                       | 691           | 1,157      | 1,616      | 2,194        | 2,710        |
| Chi phí BH&QL                       | (585)         | (709)      | (935)      | (1,136)      | (1,360)      |
| Thu nhập khác                       | -             | -          | -          | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -             | -          | -          | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>106</b>    | <b>449</b> | <b>681</b> | <b>1,057</b> | <b>1,350</b> |
| Lãi vay thuần                       | (86.6)        | (62.1)     | (126)      | (98.3)       | (70.4)       |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | (107)         | (38.6)     | 0          | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | -             | -          | -          | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | 7.72          | (8.42)     | 0          | 0            | 0            |
| <b>LNTT</b>                         | <b>(79.6)</b> | <b>339</b> | <b>555</b> | <b>959</b>   | <b>1,279</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (80.7)        | (86.9)     | (106)      | (184)        | (245)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (7.86)        | (112)      | (179)      | (309)        | (413)        |
| LNST không thường xuyên             | -             | -          | -          | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>(168)</b>  | <b>141</b> | <b>270</b> | <b>466</b>   | <b>622</b>   |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>(174)</b>  | <b>149</b> | <b>270</b> | <b>466</b>   | <b>622</b>   |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>158</b>    | <b>497</b> | <b>708</b> | <b>1,089</b> | <b>1,386</b> |
| EPS (đồng)                          | (293)         | 245        | 470        | 812          | 1,084        |
| EPS ĐC (đồng)                       | (304)         | 260        | 470        | 812          | 1,084        |
| DPS (đồng)                          | 0             | 0          | 0          | 0            | 0            |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 574           | 574        | 574        | 574          | 574          |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 574           | 574        | 574        | 574          | 574          |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 574           | 574        | 574        | 574          | 574          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A        | 12-24A        | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 207           | 416           | 370           | 410           | 596           |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 96.9          | 77.6          | 77.6          | 77.6          | 77.6          |
| Phải thu khách hàng             | 9,979         | 9,278         | 9,617         | 9,886         | 9,815         |
| Hàng tồn kho                    | 4,119         | 4,425         | 5,002         | 5,194         | 5,252         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 168           | 174           | 174           | 174           | 174           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>14,570</b> | <b>14,371</b> | <b>15,241</b> | <b>15,742</b> | <b>15,916</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 146           | 138           | 137           | 141           | 142           |
| TSCĐ vô hình                    | 53.8          | 65.1          | 65.4          | 64.6          | 62.7          |
| Bất động sản đầu tư             | 36.5          | 63.0          | 62.9          | 62.7          | 62.6          |
| Đầu tư dài hạn                  | 0             | 0.50          | -             | 0             | 0             |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 69.0          | 117           | 27.2          | 27.2          | 27.2          |
| Tài sản dài hạn khác            | 582           | 410           | 500           | 500           | 500           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>887</b>    | <b>793</b>    | <b>792</b>    | <b>795</b>    | <b>795</b>    |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>15,457</b> | <b>15,164</b> | <b>16,033</b> | <b>16,538</b> | <b>16,710</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 1,606         | 1,763         | 1,594         | 1,071         | 966           |
| Phả trả người bán               | 283           | 195           | 382           | 367           | 370           |
| Nợ ngắn hạn khác                | 4,269         | 3,595         | 3,860         | 4,134         | 3,307         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>6,754</b>  | <b>6,333</b>  | <b>6,711</b>  | <b>6,539</b>  | <b>5,795</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 548           | 449           | 500           | 416           | 315           |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 51.9          | 60.9          | 60.9          | 60.9          | 60.9          |
| Nợ dài hạn khác                 | (0.02)        | 0.21          | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>600</b>    | <b>510</b>    | <b>561</b>    | <b>476</b>    | <b>376</b>    |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>7,354</b>  | <b>6,843</b>  | <b>7,272</b>  | <b>7,015</b>  | <b>6,171</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 5,866         | 6,012         | 6,274         | 6,726         | 7,330         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 2,237         | 2,309         | 2,487         | 2,797         | 3,209         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>8,103</b>  | <b>8,321</b>  | <b>8,761</b>  | <b>9,523</b>  | <b>10,539</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>15,457</b> | <b>15,164</b> | <b>16,033</b> | <b>16,538</b> | <b>16,710</b> |
| BVPS (đ)                        | 10,218        | 10,472        | 10,928        | 11,716        | 12,767        |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 1,948         | 1,796         | 1,725         | 1,077         | 685           |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A       | 12-24A        | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|--|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT                                       | 106          | 449           | 681           | 1,057         | 1,350         |
| Khấu hao                                   | (51.9)       | (48.6)        | (27.4)        | (31.5)        | (36.2)        |
| Lãi vay thuần                              | (86.6)       | (62.1)        | (126)         | (98.3)        | (70.4)        |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (78.5)       | (105)         | (106)         | (184)         | (245)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (154)        | (109)         | (370)         | (110)         | (624)         |
| Khác                                       | 13.0         | 33.8          | (8.30)        | (14.0)        | (18.7)        |
| <b>LCT thuần từ HĐKD</b>                   | <b>(186)</b> | <b>218</b>    | <b>76.2</b>   | <b>655</b>    | <b>400</b>    |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (24.3)       | (39.5)        | (26.5)        | (34.9)        | (35.5)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | (9.64)       | (121)         | 0             | 0             | 0             |
| Thanh lý                                   | 3.21         | 9.27          | 0             | 0             | 0             |
| Khác                                       | 112          | 82.7          | 21.8          | 27.5          | 27.3          |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>81.5</b>  | <b>(68.8)</b> | <b>(4.72)</b> | <b>(7.43)</b> | <b>(8.21)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (70.5)       | (3.70)        | 0             | 0             | 0             |
| Thu từ phát hành CP                        | 53.7         | 6.45          | 0             | 0             | 0             |
| Tăng/giảm nợ                               | (165)        | 57.4          | (118)         | (608)         | (206)         |
| Khác                                       | -            | -             | -             | -             | -             |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(182)</b> | <b>60.2</b>   | <b>(118)</b>  | <b>(608)</b>  | <b>(206)</b>  |
| Tiền & tương đương tiền đầu ki             | 493          | 207           | 416           | 370           | 410           |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(286)</b> | <b>210</b>    | <b>(46.6)</b> | <b>40.5</b>   | <b>186</b>    |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối ki</b> | <b>207</b>   | <b>416</b>    | <b>370</b>    | <b>410</b>    | <b>596</b>    |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(210)</b> | <b>179</b>    | <b>49.7</b>   | <b>621</b>    | <b>365</b>    |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 34.9   | 48.7   | 47.1   | 48.4   | 49.5   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 8.00   | 20.9   | 20.6   | 24.0   | 25.3   |
| Tỷ suất LNT (%)           | (8.50) | 5.92   | 7.86   | 10.3   | 11.4   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | (101)  | 25.6   | 19.1   | 19.1   | 19.1   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (51.7) | 20.1   | 44.4   | 32.0   | 20.8   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (79.8) | 214    | 42.5   | 53.7   | 27.3   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (158)  | 185    | 80.9   | 73.0   | 33.4   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (136)  | 184    | 91.8   | 73.0   | 33.4   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (139)  | 185    | 80.9   | 73.0   | 33.4   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | nm     | nm     | nm     | nm     | nm     |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | (2.83) | 2.37   | 4.39   | 7.18   | 8.85   |
| ROACE (%)                 | 1.19   | 5.12   | 7.50   | 10.9   | 12.9   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.12   | 0.16   | 0.22   | 0.28   | 0.33   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | (1.74) | 0.49   | 0.11   | 0.62   | 0.30   |
| Số ngày tồn kho           | 1,168  | 1,325  | 1,006  | 812    | 694    |
| Số ngày phải thu          | 2,830  | 2,779  | 1,934  | 1,545  | 1,298  |
| Số ngày phải trả          | 80.2   | 58.5   | 76.8   | 57.3   | 49.0   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 39.4   | 40.0   | 38.4   | 27.3   | 21.9   |
| Nợ/tài sản (%)            | 16.3   | 18.6   | 17.3   | 13.6   | 13.2   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 1.23   | 7.22   | 5.39   | 10.8   | 19.2   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 15.9   | 5.67   | 3.92   | 2.06   | 1.59   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 2.16   | 2.27   | 2.27   | 2.41   | 2.75   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 3.76   | 3.07   | 2.10   | 1.45   | 1.13   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 47.0   | 14.7   | 10.2   | 6.03   | 4.45   |
| P/E (lần)                 | N/a    | 39.0   | 20.4   | 11.8   | 8.82   |
| P/E ĐC (lần)              | N/a    | 36.8   | 20.4   | 11.8   | 8.82   |
| P/B (lần)                 | 0.94   | 0.91   | 0.87   | 0.82   | 0.75   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

**Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)**

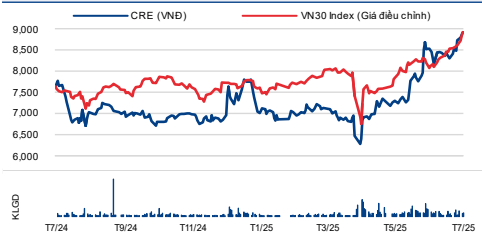
Giá mục tiêu: VNĐ11,200 (từ VNĐ8,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.6%

| Giá cổ phiếu (đồng) (9/7/2025) | 8,920             |
|--------------------------------|-------------------|
| Mã Bloomberg                   | CRE VN            |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)       | 6,280-8,920       |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)       | 8,857             |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)      | 4,136             |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)    | 158               |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)        | 464               |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)  | 232               |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)     | 226               |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN       | 50.0%             |
| Tỷ lệ sở hữu của NN            | 1.18%             |
| Tỷ lệ freefloat                | 30.5%             |
| Cổ đông lớn                    | CEN Group (49.9%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | 4.57   | 39.4   | 16.8    |
| So với chỉ số    | (5.37) | 5.55   | (0.00)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-----|------------|-----------|
| 2025F         | 371 | 289        | 28.4      |
| 2026F         | 657 | 515        | 27.7      |
| 2027F         | 887 | 656        | 35.2      |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

Cenland được thành lập năm 2002 với tư cách là công ty con của Cengroup, là công ty môi giới bất động sản lớn nhất miền Bắc

**Chuyên viên phân tích**

**Bùi Thị Thùy Trang**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
trang.bt@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
trang.htk@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 129

**Khối lượng giao dịch cải thiện; nâng khuyến nghị lên Mua vào**

- HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 40% giá mục tiêu lên 11.200đ (tiềm năng tăng giá 26%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027.
- Chúng tôi tăng lần lượt 28,4%, 27,7%, và 35,1% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 lên 172 tỷ đồng (tăng trưởng gấp 3 lần), 305 tỷ đồng (tăng trưởng 71%), và 411 tỷ đồng (tăng trưởng 35,1%) dựa trên giả định khối lượng giao dịch tăng khi thị trường hồi phục rõ nét hơn, giúp cải thiện nguồn cung và tâm lý thị trường.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 43,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,69 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,66 lần.

**Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng thị trường**

HSC xem xét lại các dự báo và định giá đối với CRE trong bối cảnh thị trường cho thấy những dấu hiệu hồi phục rõ nét hơn, được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất thấp và hàng loạt biện pháp kích cầu. Chúng tôi cho rằng hoạt động cốt lõi của CRE là dịch vụ môi giới sẽ hưởng lợi đáng kể từ khối lượng giao dịch tăng lên, cũng như việc các vướng mắc pháp lý tại các dự án đầu tư thứ cấp đang dần được tháo gỡ.

**Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027**

HSC tăng lần lượt 28,4%, 27,7%, và 35,1% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 lên 172 tỷ đồng (tăng trưởng 309,7%), 305 tỷ đồng (tăng trưởng 71,1%), và 411 tỷ đồng (tăng trưởng 35,1%) dựa trên giả định khối lượng giao dịch tăng khi thị trường hồi phục rõ nét hơn, giúp cải thiện nguồn cung và tâm lý người mua. Bên cạnh đó, việc ghi nhận 2 nghìn tỷ đồng doanh thu từ dự án Louis City, cùng với các dự án khác như Khu dân cư Khe Cát, Bình Minh, và Hoa Tiên Paradise, sẽ hỗ trợ triển vọng lợi nhuận cho các năm 2025-2026.

Theo đó, dự báo mới của chúng tôi – cao hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 113,9% (so với mức nền thấp của năm 2024).

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 43,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,69 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,66 lần. HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 40% giá mục tiêu lên 11.200đ (tiềm năng tăng giá 26%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Điều này phản ánh triển vọng thị trường tích cực trong những năm tới.

Chúng tôi cho rằng hoạt động môi giới và đầu tư thứ cấp của CRE sẽ hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất đang giảm cũng như tâm lý nhà đầu tư cải thiện, qua đó thúc đẩy khối lượng giao dịch tăng. Bên cạnh đó, việc gỡ bỏ các nút thắt pháp lý nhờ các quy định mới cũng sẽ hỗ trợ tích cực cho các dự án đầu tư thứ cấp của CRE.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 75.0   | 185    | 335 ▲  | 546 ▲  | 701 ▲  |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 2.49   | 42.0   | 172 ▲  | 305 ▲  | 411 ▲  |
| EPS ĐC (đồng)             | 5.36   | 90.6   | 371 ▲  | 657 ▲  | 887 ▲  |
| DPS (đồng)                | -      | -      | -      | -      | -      |
| BVPS (đồng)               | 12,020 | 12,117 | 12,480 | 13,118 | 13,478 |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 63.7   | 27.3   | 16.7   | 10.4   | 8.48   |
| P/E ĐC (lần)              | 1,664  | 98.5   | 24.0   | 13.6   | 10.1   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | -      | -      | -      | -      | -      |
| P/B (lần)                 | 0.74   | 0.74   | 0.71   | 0.68   | 0.66   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (99.2) | 1,590  | 310    | 77.1   | 34.9   |
| ROAE (%)                  | 0.04   | 0.75   | 3.02   | 5.13   | 6.67   |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Những chuyển biến trên thị trường giúp hỗ trợ đà phục hồi

HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 40% giá mục tiêu lên 11.200đ (tiềm năng tăng giá 26%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi tăng lần lượt 28,4%, 27,7%, và 35,1% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 lên 172 tỷ đồng (tăng trưởng 309,7%), 305 tỷ đồng (tăng trưởng 71,1%), và 411 tỷ đồng (tăng trưởng 35,1%) dựa trên giả định khối lượng giao dịch tăng khi thị trường hồi phục rõ nét hơn, giúp cải thiện nguồn cung và tâm lý người mua.

### Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 28,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 172 tỷ đồng (tăng trưởng 309,7%) sau khi tăng 26,4% dự báo doanh thu điều chỉnh lên 2.661 tỷ đồng (tăng trưởng 72,9%). Dự báo này phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về bối cảnh thị trường thuận lợi hơn, hỗ trợ khối lượng giao dịch của mảng môi giới nhờ triển vọng tích cực hơn tại thị trường BĐS miền Bắc. Bên cạnh đó, doanh thu ghi nhận khoảng 2 nghìn tỷ đồng từ dự án Louis City cùng với các dự án khác như khu dân cư Khe Cát, Bình Minh và Hoa Tiên Paradise sẽ hỗ trợ triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi nhấn mạnh rằng phần lớn lợi nhuận năm 2025 dự kiến sẽ được ghi nhận trong nửa cuối năm, chủ yếu nhờ việc bàn giao dự án Louis City.

Mảng giáo dục cũng đang được CRE tích cực mở rộng trong năm nay, với mục tiêu doanh thu đạt 450 tỷ đồng (tăng trưởng gấp 4,4 lần), chiếm khoảng 11,5% tổng kế hoạch doanh thu năm 2025. Hiện Công ty đang xin cấp phép thành lập một trường cao đẳng nghề. Chúng tôi thận trọng ước tính doanh thu từ mảng này sẽ đạt khoảng 193 tỷ đồng (tăng trưởng 20%), chiếm bình quân khoảng 10% tổng doanh thu trong ba năm tới.

Ngoài ra, cho năm 2026-2027, HSC tăng lần lượt 27,7% và 35,1% dự báo lợi nhuận thuần lên 305 tỷ đồng (tăng trưởng 71,1%) và 411 tỷ đồng (tăng trưởng 35,1%) nhờ kỳ vọng tâm lý thị trường và nguồn cung cải thiện sẽ thúc đẩy khối lượng giao dịch của CRE. Đối với mảng đầu tư thứ cấp, CRE đã đặt cọc 400 tỷ đồng cho dự án Lilaha Complex tại thời điểm cuối năm 2024. Dự án tọa lạc tại Hà Nội, có diện tích 8.600 m<sup>2</sup> và hiện đang trong quá trình xin phê duyệt chủ trương đầu tư, dự kiến được chấp thuận trong Q4/2025. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu của CRE từ năm 2027.

CRE đang tích cực theo đuổi chiến lược phát triển nhà ở xã hội – một phân khúc hiện đang nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ nhằm đáp ứng nhu cầu nhà ở cho các hộ thu nhập thấp, người trẻ và cư dân đô thị mới. Bằng cách tập trung vào các tỉnh giáp ranh với các đô thị lớn như Hà Nội và TP.HCM, chiến lược này phù hợp với bối cảnh giá BĐS cao và khả năng chi trả còn hạn chế. Các dự án ban đầu tại Hà Nam và Quảng Ninh phản ánh định hướng chiến lược này và có thể trở thành động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đáng kể cho CRE trong những năm tới.

Nhìn chung, các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 113,9% (so với mức nền thấp của năm 2024).

**Bảng 20: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, CRE**

| Tỷ đồng                | 2024A        | Dự báo mới 2025F | Điều chỉnh   | Tăng trưởng   | 2026F        | Điều chỉnh   | Tăng trưởng  | 2027F        | Điều chỉnh   | Tăng trưởng  |
|------------------------|--------------|------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Tổng doanh thu</b>  | <b>1,539</b> | <b>2,661</b>     | <b>26.4%</b> | <b>72.9%</b>  | <b>3,388</b> | <b>21.5%</b> | <b>27.3%</b> | <b>4,112</b> | <b>23.8%</b> | <b>21.4%</b> |
| Lợi nhuận gộp          | 296          | 584              | 26.3%        | 97.2%         | 802          | 25.0%        | 37.3%        | 1,034        | 32.7%        | 28.9%        |
| LNST                   | 43           | 173              | 28.4%        | 304.9%        | 307          | 27.7%        | 77.1%        | 415          | 35.1%        | 34.9%        |
| <b>Lợi nhuận thuần</b> | <b>42</b>    | <b>172</b>       | <b>28.4%</b> | <b>309.7%</b> | <b>305</b>   | <b>27.7%</b> | <b>77.1%</b> | <b>411</b>   | <b>35.1%</b> | <b>34.9%</b> |

Nguồn: HSC ước tính

## Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 40% giá mục tiêu lên 11.200đ (tiềm năng tăng giá 26%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá CRE.
- Giả định WACC của CRE là 14% (không đổi). Tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10,25%, bao gồm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội và phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ là 8,75% (không đổi). Giả định hệ số beta là 0,9 lần (không đổi, theo dữ liệu từ Bloomberg).
- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3,0%.

**Bảng 21: Giá định DCF, DXS**

| Doanh thu                  | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Giá vốn hàng bán           | <b>1,539</b> | <b>2,661</b> | <b>3,388</b> | <b>4,112</b> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>       | (1,243)      | (2,077)      | (2,585)      | (3,078)      |
| EBIT*(1-thuế)              | 296          | 584          | 802          | 1,034        |
| Cộng: khấu hao             | 109          | 218          | 387          | 508          |
| Trừ: thay đổi vốn lưu động | 48           | 63           | 62           | 66           |
| Trừ: vốn đầu tư cơ bản     | (761)        | (716)        | (408)        | (449)        |
| <b>Doanh thu</b>           | (3)          | (6)          | (7)          | (9)          |
| <b>FCFF</b>                | <b>(607)</b> | <b>(441)</b> | <b>33</b>    | <b>116</b>   |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 22: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu (đồng), DXS**

|                            | Lãi suất phi rủi ro |        |               |        |        |
|----------------------------|---------------------|--------|---------------|--------|--------|
|                            | 2.0%                | 3.0%   | 3.5%          | 4.0%   | 5.0%   |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | 11,300              | 10,700 | 10,100        | 9,600  | 9,100  |
|                            | 11,900              | 11,200 | 10,600        | 10,000 | 9,500  |
|                            | 12,500              | 11,800 | <b>11,200</b> | 10,600 | 10,000 |
|                            | 13,200              | 12,500 | 11,800        | 11,100 | 10,500 |
|                            | 14,000              | 13,200 | 12,400        | 11,700 | 11,100 |

Nguồn: HSC ước tính

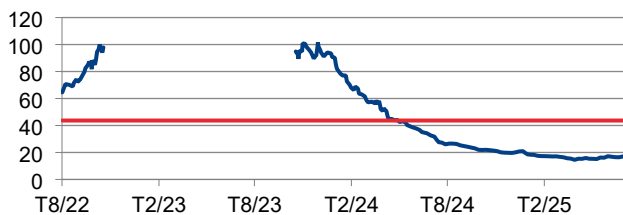
**Bảng 23: Định giá, CRE**

| Tỷ đồng                                 | Giữa năm-2026  |
|---|----------------|
| <b>Tổng giá trị doanh nghiệp (FCFF)</b> | <b>6,541</b>   |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền          | 1,302          |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn    | 5,239          |
| <b>Nợ thuần, điều chỉnh</b>             | <b>(1,353)</b> |
| <b>Tổng giá trị vốn CSH</b>             | <b>5,188</b>   |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | 463.7          |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>           | <b>11,200</b>  |

Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 24: P/E trượt dự phóng 1 năm, CRE**

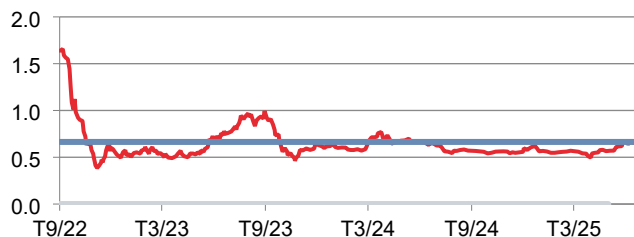
CRE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần so với bình quân 3 năm ở mức 43,7 lần



Ghi chú: Chúng tôi loại trừ giá trị lớn hơn 100 khi tính PE, do CRE báo cáo lợi nhuận năm 2023 khiêm tốn.  
 Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 25: P/B trượt dự phóng 1 năm, CRE**

CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,69 lần so với bình quân 3 năm ở mức 0,66 lần



Nguồn: HSC ước tính

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 43,7 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,69 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,66 lần.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

| <b>Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)</b>    | 12-23A      | 12-24A      | 12-25F     | 12-26F     | 12-27F     |
|-------------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| Doanh thu                           | 933         | 1,539       | 2,661      | 3,388      | 4,112      |
| Lợi nhuận gộp                       | 177         | 296         | 584        | 802        | 1,034      |
| Chi phí BH&QL                       | (151)       | (159)       | (312)      | (319)      | (398)      |
| Thu nhập khác                       | -           | -           | -          | -          | -          |
| Chi phí khác                        | -           | -           | -          | -          | -          |
| <b>EBIT</b>                         | <b>26.0</b> | <b>137</b>  | <b>272</b> | <b>483</b> | <b>635</b> |
| Lãi vay thuần                       | (22.6)      | (42.6)      | (55.6)     | (99.4)     | (117)      |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | -           | -           | -          | -          | -          |
| Lợi nhuận khác                      | -           | -           | -          | -          | -          |
| LN không thường xuyên               | 1.94        | (35.9)      | -          | -          | -          |
| <b>LNTT</b>                         | <b>5.36</b> | <b>58.3</b> | <b>217</b> | <b>384</b> | <b>518</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (2.84)      | (15.4)      | (43.4)     | (76.8)     | (104)      |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (0.04)      | (0.85)      | (1.44)     | (2.55)     | (3.44)     |
| LNST không thường xuyên             | -           | -           | -          | -          | -          |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>2.49</b> | <b>42.0</b> | <b>172</b> | <b>305</b> | <b>411</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>2.49</b> | <b>42.0</b> | <b>172</b> | <b>305</b> | <b>411</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>75.0</b> | <b>185</b>  | <b>335</b> | <b>546</b> | <b>701</b> |
| EPS (đồng)                          | 5.36        | 90.6        | 371        | 657        | 887        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 5.36        | 90.6        | 371        | 657        | 887        |
| DPS (đồng)                          | -           | -           | -          | -          | -          |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 464         | 464         | 464        | 464        | 464        |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 464         | 464         | 464        | 464        | 464        |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 464         | 464         | 464        | 464        | 464        |

| <b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b> | 12-23A       | 12-24A       | 12-25F       | 12-26F       | 12-27F       |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền & tương đương tiền               | 144          | 31.0         | 30.5         | 92.1         | 139          |
| Đầu tư ngắn hạn                       | 134          | 157          | 157          | 157          | 157          |
| Phải thu khách hàng                   | 4,102        | 3,722        | 4,375        | 4,594        | 4,709        |
| Hàng tồn kho                          | 556          | 354          | 532          | 610          | 822          |
| Các tài sản ngắn hạn khác             | 19.9         | 11.6         | 77.0         | 88.1         | 107          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>          | <b>4,957</b> | <b>4,276</b> | <b>5,172</b> | <b>5,541</b> | <b>5,934</b> |
| TSCĐ hữu hình                         | 122          | 111          | 110          | 107          | 106          |
| TSCĐ vô hình                          | 87.8         | 74.1         | 82.5         | 72.9         | 59.9         |
| Bất động sản đầu tư                   | 125          | 177          | 182          | 182          | 182          |
| Đầu tư dài hạn                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| Đầu tư vào Cty LD,LK                  | -            | -            | -            | -            | -            |
| Tài sản dài hạn khác                  | 1,817        | 2,550        | 2,714        | 3,028        | 3,443        |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>           | <b>2,152</b> | <b>2,911</b> | <b>3,088</b> | <b>3,389</b> | <b>3,791</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>              | <b>7,108</b> | <b>7,187</b> | <b>8,260</b> | <b>8,931</b> | <b>9,725</b> |
| Nợ ngắn hạn                           | 786          | 946          | 946          | 546          | 546          |
| Phả trả người bán                     | 109          | 134          | 203          | 253          | 301          |
| Nợ ngắn hạn khác                      | 461          | 335          | 520          | 636          | 758          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>               | <b>1,483</b> | <b>1,525</b> | <b>1,874</b> | <b>1,696</b> | <b>2,020</b> |
| Nợ dài hạn                            | 1.35         | 0.51         | 551          | 1,101        | 1,401        |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả           | -            | -            | -            | -            | -            |
| Nợ dài hạn khác                       | 4.53         | 0.38         | 0.38         | 0.38         | 0.38         |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>                | <b>5.89</b>  | <b>0.89</b>  | <b>551</b>   | <b>1,101</b> | <b>1,401</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>               | <b>1,489</b> | <b>1,526</b> | <b>2,425</b> | <b>2,797</b> | <b>3,421</b> |
| Vốn chủ sở hữu                        | 5,573        | 5,618        | 5,787        | 6,082        | 6,249        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | 46.2         | 42.8         | 48.5         | 51.1         | 54.5         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>            | <b>5,619</b> | <b>5,661</b> | <b>5,835</b> | <b>6,134</b> | <b>6,304</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>       | <b>7,108</b> | <b>7,187</b> | <b>8,260</b> | <b>8,931</b> | <b>9,725</b> |
| BVPS (đ)                              | 12,020       | 12,117       | 12,480       | 13,118       | 13,478       |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)                  | 643          | 916          | 1,466        | 1,554        | 1,808        |

| <b>Báo cáo LCTT (tỷ đồng)</b>              | 12-23A       | 12-24A       | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT                                       | 26.0         | 137          | 272           | 483           | 635           |
| Khấu hao                                   | (49.0)       | (48.0)       | (62.9)        | (62.2)        | (66.0)        |
| Lãi vay thuần                              | (22.6)       | (42.6)       | (55.6)        | (99.4)        | (117)         |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (53.5)       | (6.79)       | (43.4)        | (76.8)        | (104)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | 131          | (761)        | (716)         | (408)         | (449)         |
| Khác                                       | (28.1)       | (36.0)       | 43.9          | 39.5          | 52.4          |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>37.6</b>  | <b>(736)</b> | <b>(475)</b>  | <b>(38.8)</b> | <b>31.1</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (37.6)       | (65.8)       | (75.3)        | (49.7)        | (52.6)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Thanh lý                                   | 7.13         | 0.18         | 0             | 0             | 0             |
| Khác                                       | 257          | 433          | 0             | 0             | 0             |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>226</b>   | <b>367</b>   | <b>(75.3)</b> | <b>(49.7)</b> | <b>(52.6)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | 0            | 0            | 0             | 0             | (232)         |
| Thu từ phát hành CP                        | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Tăng/giảm nợ                               | (221)        | 256          | 550           | 150           | 300           |
| Khác                                       | -            | -            | -             | -             | -             |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(221)</b> | <b>256</b>   | <b>550</b>    | <b>150</b>    | <b>68.2</b>   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 101          | 142          | 31.0          | 30.5          | 92.1          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>43.2</b>  | <b>(114)</b> | <b>(0.45)</b> | <b>61.5</b>   | <b>46.7</b>   |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>144</b>   | <b>28.2</b>  | <b>30.5</b>   | <b>92.1</b>   | <b>139</b>    |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>0.04</b>  | <b>(802)</b> | <b>(550)</b>  | <b>(88.5)</b> | <b>(21.5)</b> |

| <b>Các chỉ số tài chính</b> | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>     |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)          | 19.0   | 19.3   | 22.0   | 23.7   | 25.1   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)       | 8.05   | 12.0   | 12.6   | 16.1   | 17.1   |
| Tỷ suất LNT (%)             | 0.27   | 2.73   | 6.46   | 8.99   | 10.00  |
| Thuế TNDN hiện hành (%)     | 52.9   | 26.5   | 20.0   | 20.0   | 20.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%)   | (73.3) | 65.0   | 72.9   | 27.3   | 21.4   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)   | (78.0) | 146    | 81.4   | 62.8   | 28.5   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)      | (98.7) | 1,590  | 310    | 77.1   | 34.9   |
| Tăng trưởng EPS (%)         | (99.2) | 1,590  | 310    | 77.1   | 34.9   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)      | (99.2) | 1,590  | 310    | 77.1   | 34.9   |
| Tăng trưởng DPS (%)         | -      | -      | -      | -      | -      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)   | -      | -      | -      | -      | -      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>     |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                    | 0.04   | 0.75   | 3.02   | 5.13   | 6.67   |
| ROACE (%)                   | 0.44   | 2.42   | 4.52   | 7.10   | 8.51   |
| Vòng quay tài sản (lần)     | 0.13   | 0.22   | 0.34   | 0.39   | 0.44   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)      | 1.45   | (5.38) | (1.74) | (0.08) | 0.05   |
| Số ngày tồn kho             | 269    | 104    | 93.5   | 86.1   | 97.5   |
| Số ngày phải thu            | 1,981  | 1,093  | 769    | 649    | 558    |
| Số ngày phải trả            | 52.7   | 39.3   | 35.7   | 35.7   | 35.7   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>           |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)          | 11.9   | 16.5   | 25.6   | 25.9   | 30.9   |
| Nợ/tài sản (%)              | 11.4   | 13.3   | 18.3   | 18.7   | 21.3   |
| EBIT/lãi vay (lần)          | 1.15   | 3.21   | 4.90   | 4.86   | 5.43   |
| Nợ/EBITDA (lần)             | 10.8   | 5.17   | 4.51   | 3.05   | 2.95   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần)   | 3.34   | 2.80   | 2.76   | 3.27   | 2.94   |
| <b>Định giá</b>             |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)          | 5.12   | 3.28   | 2.10   | 1.68   | 1.45   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)          | 63.7   | 27.3   | 16.7   | 10.4   | 8.48   |
| P/E (lần)                   | 1,664  | 98.5   | 24.0   | 13.6   | 10.1   |
| P/E ĐC (lần)                | 1,664  | 98.5   | 24.0   | 13.6   | 10.1   |
| P/B (lần)                   | 0.74   | 0.74   | 0.71   | 0.68   | 0.66   |
| Lợi suất cổ tức (%)         | -      | -      | -      | -      | -      |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)