

Môi giới BĐS: Lãi suất tăng làm chậm đà phục hồi

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

- Các nỗ lực nhằm tháo gỡ nút thắt pháp lý và đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án được kỳ vọng sẽ giải tỏa điểm nghẽn về nguồn cung. Sự khởi sắc này được kỳ vọng sẽ mang lại cơ hội cho các công ty môi giới BĐS đầu ngành trong trung và dài hạn.
- Tuy nhiên, trong ngắn hạn, mặt bằng lãi suất cao và các điều kiện tín dụng thắt chặt có thể tiếp tục làm suy yếu tâm lý thị trường. Điều này làm giảm khối lượng giao dịch, từ đó trực tiếp ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận. Những công ty đủ khả năng vượt qua giai đoạn này sẽ có cơ hội gia tăng thị phần.
- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DXS – cổ phiếu lựa chọn hàng đầu trong ngành môi giới BĐS. Giá mục tiêu mới (giảm so với trước đó để phản ánh các biến số thị trường) vẫn cho thấy tiềm năng tăng giá là 45%. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), với tiềm năng tăng giá là 19%.

Các yếu tố bất lợi của thị trường kim hãm KQKD mảng môi giới

Trong năm qua, các công ty môi giới BĐS đã hưởng lợi khi khối lượng giao dịch cải thiện nhờ các chủ đầu tư tái khởi động việc mở bán. Sự ấm lên của thị trường BĐS đã phản ánh rõ nét vào KQKD của nhóm môi giới. Đáng chú ý, doanh thu từ mảng này của DXS tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ (đạt 2,5 nghìn tỷ đồng), trong khi CRE ghi nhận mức tăng trưởng ổn định 15,7% (đạt 1 nghìn tỷ đồng).

Tuy nhiên, Q4/2025 được coi là điểm đảo chiều khi áp lực từ việc thắt chặt tín dụng và mặt bằng lãi suất tăng cao đã bắt đầu 'ngấm' vào thị trường, gây áp lực lên các hoạt động của thị trường. Từ tháng 11/2025, sự gia tăng của chi phí vốn đã gây áp lực lên tâm lý thị trường, khiến nhu cầu mua nhà sụt giảm rõ rệt, dẫn đến khối lượng giao dịch tăng chậm lại. Từ đó, tâm lý của thị trường đối với nhóm môi giới BĐS dần trở nên tiêu cực, do mô hình kinh doanh của các công ty này có độ nhạy rất cao đối với biến động của khối lượng giao dịch.

Áp lực bủa vây các công ty môi giới trong năm 2026

HSC dự báo hoạt động môi giới sẽ suy yếu trong năm 2026. Mặt bằng lãi suất cao cùng với chính sách tín dụng thắt chặt sẽ gây áp lực trực tiếp lên nhu cầu và khối lượng giao dịch, đặc biệt đối với các công ty tập trung vào phân khúc có tính đầu cơ, vốn khá nhạy cảm với biến động lãi suất. Ngược lại, chúng tôi cho rằng các công ty có danh mục sản phẩm đa dạng và vị thế vững chắc tại các thị trường quan trọng như Hà Nội và TP.HCM sẽ có năng lực chống chịu tốt, đặc biệt là những công ty tập trung vào phân khúc sản phẩm phục vụ nhu cầu ở thực.

Triển vọng hồi phục sau điểm rơi ngắn hạn

Với việc Chính phủ tập trung khơi thông nguồn lực đất đai để phát triển kinh tế, HSC kỳ vọng lộ trình tháo gỡ nút thắt pháp lý sẽ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy sự hồi phục của nguồn cung trong thời gian tới. Điều này sẽ mở ra các cơ hội chiến lược trong trung và dài hạn cho các công ty BĐS đầu ngành, với khối lượng giao dịch được cải thiện sẽ là động lực thúc đẩy đà tăng trưởng của doanh thu môi giới.

DXS là lựa chọn hàng đầu; duy trì khuyến nghị Mua vào, tiềm năng tăng giá là 45% tại giá mục tiêu mới

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DXS nhưng điều chỉnh giảm 27% giá mục tiêu xuống 10.200đ (tiềm năng tăng giá: 45%), trong khi nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng nhưng điều chỉnh giảm 2% giá mục tiêu xuống 9.400đ (tiềm năng tăng giá: 19%). DXS vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành môi giới BĐS. So với CRE, DXS đang có vị thế tốt hơn để vượt qua những khó khăn hiện tại của ngành, nhờ có mạng lưới môi giới rộng khắp cả nước, đặc biệt ở miền Nam, nơi chúng tôi nhận thấy có tiềm năng tăng trưởng nguồn cung lớn hơn từ mức nền rất thấp của các giai đoạn trước. Ngoài ra, hoạt động môi giới của DXS sẽ hưởng lợi từ hoạt động mở bán dự án của công ty mẹ DXG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu là 18.400đ), đáng chú ý là dự án The Privé tại TP.HCM, dự án này dự kiến sẽ đóng góp đáng kể vào khối lượng giao dịch.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/4..

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 (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
CRE	7,900	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	9,400	(2.08)	19.0	13.8	31.6	0.62	0.63	-	-
DXS	7,050	Mua vào	-	10,200	(27.1)	44.7	15.9	12.2	0.61	0.59	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 7/4/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Cơ hội dài hạn vượt qua trở ngại ngắn hạn	3
Nhìn lại năm 2025: Phục hồi mạnh từ trợ lực chính sách	3
Triển vọng năm 2026: Dự báo những lực cản trong ngắn hạn	4
Cơ hội dài hạn cho các công ty môi giới đầu ngành	4
Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028	4
Định giá và khuyến nghị: DXS vẫn là lựa chọn hàng đầu	5
Báo cáo thành phần	
CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS)	7
CTCP Bất động sản Thế Kỷ (CRE)	12

Cơ hội dài hạn vượt qua trở ngại ngắn hạn

Mặc dù sự hỗ trợ về mặt chính sách được kỳ vọng sẽ giải tỏa điểm nghẽn nguồn cung và thúc đẩy đà tăng trưởng trong trung và dài hạn, nhưng những rào cản ngắn hạn từ lãi suất và tín dụng đang đè nặng lên tâm lý và hoạt động giao dịch, gây áp lực lên lợi nhuận ngành môi giới trong năm 2026. Sau giai đoạn tăng trưởng vững chắc trong năm 2025, thị trường đã hạ nhiệt từ Q4/2025. Trong bối cảnh này, những công ty có vị thế thuận lợi mới có khả năng chống chịu và hồi phục tốt. Do đó, DXS tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC nhờ vị thế dẫn đầu, mặc dù chúng tôi đã điều chỉnh giá mục tiêu để phản ánh các thách thức hiện tại.

Nhìn lại năm 2025: Phục hồi mạnh từ trợ lực chính sách

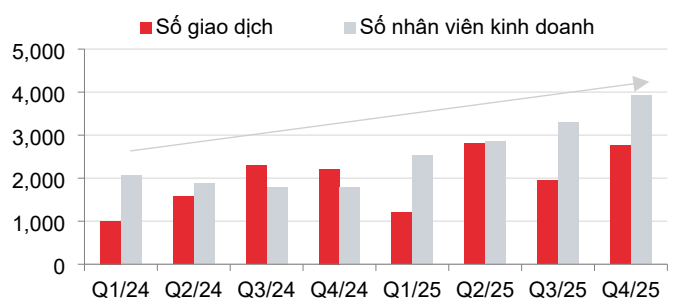
Thị trường BĐS ghi nhận sự phục hồi đáng chú ý trong năm 2025, nhờ sự thay đổi quyết liệt trong định hướng chính sách hướng tới tăng trưởng. Việc nới lỏng quy trình phê duyệt, khả năng tiếp cận tín dụng được cải thiện và môi trường lãi suất thấp đã vực dậy cả khối lượng giao dịch sơ cấp lẫn tâm lý thị trường.

Các chủ đầu tư đã đẩy nhanh tiến độ mở bán, trong khi điều kiện thanh khoản được cải thiện đã khuyến khích cả người mua nhà để ở và nhà đầu tư quay trở lại thị trường. Đà phục hồi này đang chuyển hóa thành bối cảnh vận hành thuận lợi cho các công ty môi giới bất động sản. Khối lượng giao dịch đã phục hồi mạnh, nhờ tỷ lệ hấp thụ tại các thị trường trọng điểm như Hà Nội và TP.HCM cải thiện rõ rệt.

Doanh thu môi giới của DXS tăng trưởng gấp 2 lần, đạt 2,5 nghìn tỷ đồng, trong khi CRE tăng 15,7%, đạt 1 nghìn tỷ đồng.

Biểu đồ 1: Số giao dịch thực hiện và số lượng nhân viên bán hàng, DXS

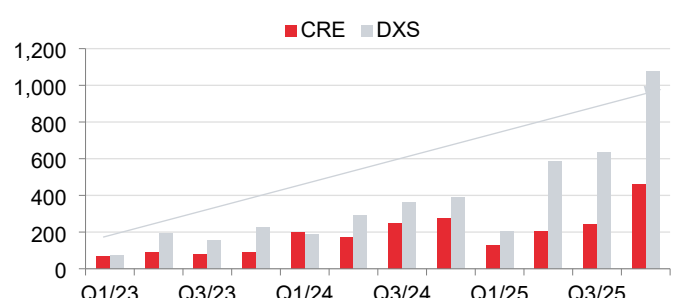
Điều kiện thị trường được cải thiện là nền tảng cho sự phục hồi giao dịch



Nguồn: DXS, HSC

Biểu đồ 2: Doanh thu môi giới, Các công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

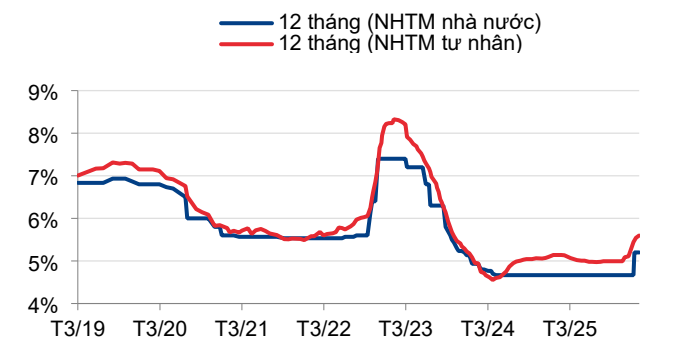
... giúp doanh thu môi giới tăng trưởng tốt



Nguồn: DXS, CRE, HSC

Biểu đồ 3: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, các NHTM HSC khuyến nghị

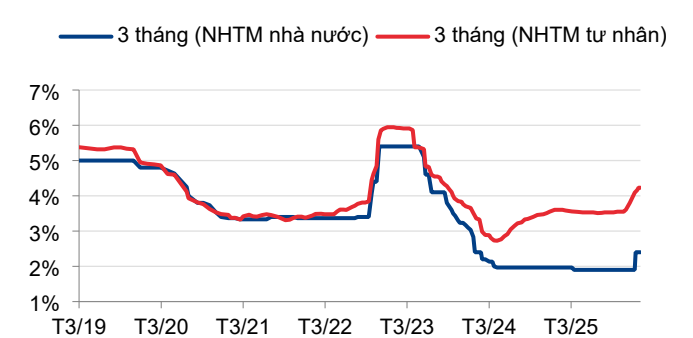
Lãi suất tiền gửi bình quân 12 tháng tăng đáng kể từ Q4/2025



Nguồn: HSC

Biểu đồ 4: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng, các NHTM HSC khuyến nghị

Lãi suất tiền gửi bình quân 3 tháng tăng đáng kể từ Q4/2025



Nguồn: HSC

Bước ngoặt Q4/2025: Bắt đầu "ngắm đờn" lãi suất

Tuy nhiên, đà phục hồi dường như đã bắt đầu mất đi động lực vào cuối năm. Kể từ cuối tháng 10/2025, chi phí vốn vay đã gia tăng đột biến, với lãi suất cho vay mua nhà

tăng mạnh từ 100–300 điểm cơ bản. Song song với đó, các điều kiện tín dụng cũng bị thắt chặt hơn. Các NHTM đã chủ động rút ngắn thời gian ưu đãi lãi suất cố định, đồng thời thắt chặt tiêu chuẩn phê duyệt tín dụng theo hướng thận trọng hơn.

Những thay đổi này đã tác động trực tiếp đến khối lượng giao dịch. Chi phí vay vốn tăng cao đã làm suy yếu tâm lý người mua nhà và nhu cầu đầu cơ. Trong khi đó, việc đà tăng giá trên thị trường thứ cấp cũng làm suy yếu động lực giao dịch và đẩy hoạt động giao dịch trên thị trường vào trạng thái trầm lắng hơn.

Điều này đã tạo ra sức ép lớn lên tâm lý nhà đầu tư đối với cổ phiếu môi giới, do những công ty này rất nhạy cảm trước những biến động về khối lượng giao dịch. Kể từ đầu tháng 11/2025, sau khi lãi suất bắt đầu tăng, giá cổ phiếu DXS đã giảm 30%, trong khi giá cổ phiếu CRE cũng đã giảm 16,7%.

Triển vọng năm 2026: Dự báo những lực cản trong ngắn hạn

Trong năm nay, chúng tôi tiếp tục dự báo lãi suất cao và các điều kiện tín dụng thắt chặt sẽ gây áp lực lên nhu cầu nhà ở, làm giảm tỷ lệ hấp thụ và khối lượng giao dịch. Do đó, hoạt động môi giới có khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực, đặc biệt đối với các công ty có danh mục sản phẩm tập trung vào phân khúc dành cho nhà đầu tư (chẳng hạn như nhà ở cao cấp hoặc có tính đầu cơ), vốn có khối lượng giao dịch giảm mạnh hơn do rất nhạy cảm trước tình hình biến động lãi suất.

Dù doanh thu môi giới trong Q4/2025 của DXS và CRE vẫn ổn định nhờ ghi nhận các giao dịch đã hoàn tất trước đó, chúng tôi dự báo doanh thu mảng này sẽ suy yếu trong các quý tiếp theo của năm 2026.

Cơ hội dài hạn cho các công ty môi giới đầu ngành

Tuy nhiên, trong trung và dài hạn, với việc tiếp tục đưa ra các chính sách hỗ trợ nhằm tháo gỡ các nút thắt pháp lý và đẩy nhanh quy trình phê duyệt dự án – trong bối cảnh Chính phủ nhấn mạnh tầm quan trọng của nguồn lực đất đai đối với phát triển kinh tế – chúng tôi kỳ vọng nguồn cung nhà ở sẽ dần cải thiện trong thời gian tới. Sự khởi thông về chính sách sẽ mở ra các cơ hội chiến lược trong trung và dài hạn cho các công ty môi giới đầu ngành. Khi nguồn cung cải thiện, khối lượng giao dịch cũng sẽ cải thiện, từ đó thúc đẩy đà tăng trưởng của doanh thu môi giới.

Do đó, HSC tin rằng các công ty môi giới sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng và có vị thế vững chắc tại các thị trường trọng điểm như Hà Nội và TP.HCM, đặc biệt là những công ty tập trung nhiều hơn vào phân khúc sản phẩm phục vụ nhu cầu ở thực, sẽ có vị thế và khả năng chống chịu tốt hơn để nắm bắt các cơ hội tăng trưởng trong trung và dài hạn khi các điều kiện thị trường cải thiện và hoạt động giao dịch phục hồi.

Bảng 5: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, Các công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
CRE	73	265	70.1%	260.9%	116	-6.0%	-56.1%	134	15.2%
DXS	352	257	-42.5%	-26.9%	335	-34.4%	30.6%	440	31.1%
Tổng	425	521	-13.5%	22.7%	451	-28.9%	-13.4%	573	27.0%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 13,5% và 28,9% dự báo tổng lợi nhuận của các doanh nghiệp môi giới trong danh mục theo dõi cho năm 2026 và 2027. DXS là nguyên nhân chính dẫn đến việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho cả hai năm. Tuy nhiên, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận của DXS sẽ tăng gấp đôi so với CRE. Chi tiết như sau:

- DXS:** Chúng tôi giảm lần lượt 42,5% và 34,4% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 và 2027 xuống còn 257 tỷ đồng (giảm 26,9% so với cùng kỳ) và 335 tỷ đồng (tăng trưởng 30,6%) nhằm phản ánh tác động của việc tăng lãi suất và các điều kiện tín dụng thắt chặt đối với mảng môi giới cốt lõi của công ty. Đồng thời, chúng tôi cũng giảm dự báo lợi nhuận của mảng kinh doanh BĐS, do giảm giá định số lượng sản phẩm bàn giao tại các dự án Regal Complex (Đà Nẵng), Regal Legend (Quảng Trị, hiện đang mở bán), Regal Victoria (Đà Nẵng), và Regal Maison (Đắk Lắk). Các dự

án này chủ yếu nằm tại các đô thị loại 2 và tập trung vào sản phẩm nhà thấp tầng, vốn chịu ảnh hưởng lớn từ nhu cầu của nhà đầu tư, và do đó có khả năng sẽ ghi nhận tỷ lệ hấp thụ chậm hơn và tiến độ mở bán bị trì hoãn trong bối cảnh các điều kiện thị trường suy yếu. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu đạt lần lượt 440 tỷ đồng (tăng trưởng 31,1%) và 3.627 tỷ đồng (tăng trưởng 13,8%).

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7,7%.

- **CRE:** HSC tăng 70,1% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 lên 265 tỷ đồng (tăng trưởng 260,9%) sau khi điều chỉnh tăng 13,1% dự báo doanh thu lên 2.593 tỷ đồng (tăng trưởng 95,9%). Việc điều chỉnh này chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng 42,2% của doanh thu đầu tư thứ cấp. Kết quả này phản ánh việc hạch toán dự án Louis City – một dự án trọng điểm vốn bị trì hoãn từ năm 2025, nay đã bắt đầu đóng góp đáng kể vào dòng tiền của công ty. Trong khi đó, chúng tôi giảm 12,3% dự báo doanh thu môi giới xuống còn 909 tỷ đồng (giảm 12,6% so với cùng kỳ), do lãi suất tăng và các điều kiện tín dụng thắt chặt tiếp tục gây áp lực lên các hoạt động môi giới của công ty.

Chúng tôi giảm 6% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 xuống còn 116 tỷ đồng (giảm 56,1% so với cùng kỳ). Sự điều chỉnh này chủ yếu đến từ viễn cảnh suy yếu của mảng môi giới, mảng mà chúng tôi đã giảm 17,4% dự báo doanh thu khi những trở ngại từ mặt bằng lãi suất cao và sự thắt chặt tín dụng dự kiến sẽ còn kéo dài. Doanh thu trong năm này sẽ được củng cố bởi phần doanh thu còn lại từ dự án Louis City. Trong khi đó, chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu đạt lần lượt 134 tỷ đồng (tăng trưởng 15,2%) và 1.637 tỷ đồng (tăng trưởng 6,9%).

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 22,2%.

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

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DXS nhưng giảm 27,1% giá mục tiêu xuống 10.200đ (tiềm năng tăng giá: 45%) dựa trên tác động hỗn hợp của việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và thay đổi các giả định định giá. Trong khi đó, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) nhưng giảm 2,1% giá mục tiêu xuống còn 9.400đ (tiềm năng tăng giá là 19%), phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo doanh thu môi giới cốt lõi cho năm 2026-2027.

DXS vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ có triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ hơn từ năm 2027 trở đi. Mạng lưới môi giới rộng khắp cả nước giúp công ty đang ở vị thế thuận lợi để vượt qua những khó khăn trong ngắn hạn và bứt phá trong dài hạn. Sự chuyển dịch nhất quán trong lập trường của Chính phủ là tín hiệu rõ nét cho một chu kỳ phục hồi nguồn cung mới, dựa trên nền tảng khung pháp lý được khơi thông và nói lỏng. Trong tương lai, bất kỳ sự cải thiện nào liên quan đến điều kiện thị trường – như thanh khoản, khả năng tiếp cận vốn hay sự ổn định của mặt bằng lãi suất – sẽ là động lực trực tiếp thúc đẩy sự phục hồi của hoạt động giao dịch. Những tín hiệu tích cực này có tiềm năng tạo ra lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng, dẫn đến việc định giá lại cổ phiếu ở mặt bằng cao hơn. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng đợt điều chỉnh giá vừa qua đã làm cho định giá trở nên hấp dẫn hơn, khi cổ phiếu hiện đang được giao dịch ở mức thấp hơn so với bình quân quá khứ.

Trong khi đó, đối với CRE, chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2027-2028 sẽ ổn định hơn so với năm 2025, sau khi tăng trưởng đột biến trong năm 2026 nhờ vào việc ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City. BLĐ hiện đang đẩy mạnh triển khai danh mục đầu tư thứ cấp, với các thông tin chi tiết về lộ trình và quy mô dự kiến sẽ được công bố tại ĐHCĐ vào tháng 5/2026. Mặc dù danh mục dự án sắp tới có thể mang lại tiềm năng tăng trưởng cho giá cổ phiếu, nhưng chúng tôi vẫn sự thận trọng trước khi thông tin chính thức được công bố.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá hai công ty trên. Chi tiết như sau:

- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4%.

- Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25%, bằng cách cộng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm với phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% (không đổi).
- Chúng tôi áp dụng hệ số beta 1,4 lần (so với 1,5 lần trước đó) đối với DXS và 0,9 lần (từ 1 lần) đối với CRE (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC đối với DXS là 16,1% (từ 17,4%) và 14,3% (từ 14,8%) đối với CRE.

Bảng 6: Giả định DCF, Các công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH	Phần bù phụ trội	Beta	WACC
DXS	4.0%	8.75%	1.5%	1.4	16.1
CRE	4.0%	8.75%	1.5%	0.9	14.3

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Mặc dù đã tăng 10% trong 1 tháng qua, giá cổ phiếu DXS vẫn giảm 20% trong vòng 3 tháng do tâm lý tiêu cực xoay quanh việc lãi suất tăng. DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,3 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 2 năm ở mức 17,7 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6x lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua nhưng vẫn giảm 5% trong 3 tháng trượt chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 71,9 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,63 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 0,65 lần.

Bảng 7: Diễn biến giá cổ phiếu, Các công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

(%)	1 tháng	3 tháng	12 tháng
DXS	9.8	(20.0)	15.0
CRE	12.9	(4.9)	21.7
VN Index	(7.7)	(4.5)	29.3

Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 8: Phân tích chỉ số, Các công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

	2026 P/E	2027 P/E	P/E trượt dự phóng 1 năm	độ lệch chuẩn so với P/E bình quân 3 năm	2026 P/B	P/B trượt dự phóng 1 năm	độ lệch chuẩn so với P/E bình quân 3 năm
DXS	23	17.6	15.3	-0.3	0.89	0.89	-0.6
CRE	16.5	37.6	16.5	-0.9	0.73	0.62	-0.2

 Ghi chú: *P/e bình quân của DXS tính theo 2 năm, trong khi CRE theo 3 năm.
 Nguồn: HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)

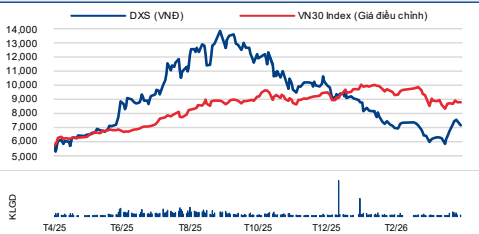
Giá mục tiêu: VNĐ10,200 (từ VNĐ14,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 44.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/4/2026)	7,050
Mã Bloomberg	DXS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	5,320-13,850
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	7,227
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,047
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	154
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	9.81	(20.0)	15.0
So với chỉ số	13.9	(8.62)	(19.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	444	825	(46.2)
2027F	579	1,015	(42.9)
2028F	759	1,112	(31.7)

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

Định giá hấp dẫn: Cơ hội tích lũy bất chấp lực cản ngắn hạn

- HSC giảm 27,1% giá mục tiêu xuống 10.200đ, dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và đưa ra các giả định định giá mới. Điều này đã được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 45%.
- Chúng tôi giảm lần lượt 42,5% và 34,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, nhằm phản ánh áp lực lên khối lượng giao dịch trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng cao và điều kiện tín dụng thắt chặt đang trực tiếp kìm hãm hoạt động môi giới. Chúng tôi cũng giảm giả định doanh thu mảng kinh doanh BĐS do tỷ lệ hấp thụ chậm lại các dự án căn hộ thấp tầng tại các đô thị loại 2 tăng chậm lại.
- Dù đã tăng 10% trong 1 tháng qua, DXS hiện đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 15,3 lần (thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 2 năm là 17,7 lần) và P/B dự phóng 1 năm là 0,6 lần (thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm là 0,7 lần).

Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng lợi nhuận

Chúng tôi xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với DXS dựa trên những thay đổi của thị trường trong thời gian gần đây. Trọng tâm của đợt xem xét này xoay quanh tác động của mặt bằng lãi suất cao hơn và các điều kiện tín dụng thắt chặt – những yếu tố dự kiến sẽ gây áp lực đáng kể lên KQKD của mảng môi giới cốt lõi.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Chúng tôi giảm lần lượt 42,5% và 34,4% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 và 2027 xuống còn 257 tỷ đồng (giảm 26,9% so với cùng kỳ) và 335 tỷ đồng (tăng trưởng 30,6%) nhằm phản ánh tác động của việc tăng lãi suất và các điều kiện tín dụng thắt chặt đối với hoạt động môi giới. Chúng tôi cũng giảm giả định doanh thu mảng kinh doanh BĐS do tỷ lệ hấp thụ chậm lại tại các dự án thấp tầng ở đô thị loại 2. Đồng thời, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu đạt lần lượt 440 tỷ đồng (tăng trưởng 31,1%) và 3.627 tỷ đồng (tăng trưởng 13,8%). Các dự báo mới của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với mức kỳ vọng chung của thị trường – vốn có ít bên tham gia dự báo và chậm điều chỉnh.

Định giá và khuyến nghị

Mặc dù đã tăng 10% trong 1 tháng qua, giá cổ phiếu DXS vẫn giảm 20% trong 3 tháng qua do tâm lý tiêu cực xoay quanh việc lãi suất tăng. DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,3 lần (thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 2 năm) và P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6 lần (thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần). Chúng tôi tin rằng đợt điều chỉnh giá vừa qua đã làm cho định giá trở nên hấp dẫn hơn, khi cổ phiếu hiện đang được giao dịch ở mức thấp hơn so với bình quân quá khứ.

Chúng tôi giảm 27,1% giá mục tiêu xuống 10.200đ, dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và thay đổi các giả định định giá. Tuy nhiên, với tiềm năng tăng giá 45%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Với mạng lưới môi giới rộng khắp cả nước, DXS đang ở vị thế thuận lợi để vượt qua những khó khăn trong ngắn hạn và bứt phá trong dài hạn từ các định hướng mới của Chính phủ đối với ngành BĐS, báo hiệu nguồn cung sẽ tăng lên khi quy trình phê duyệt pháp lý thuận lợi hơn. Trong tương lai, bất kỳ sự cải thiện nào liên quan đến điều kiện thị trường – như thanh khoản, khả năng tiếp cận vốn hay sự ổn định của mặt bằng lãi suất – sẽ là động lực trực tiếp thúc đẩy sự phục hồi của hoạt động giao dịch. Những tín hiệu tích cực này có tiềm năng tạo ra lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng, dẫn đến việc định giá lại cổ phiếu ở mặt bằng cao hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	497	718	550 ▼	600 ▼	704
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	141	343	257 ▼	335 ▼	440
EPS ĐC (đồng)	260	521	444 ▼	579 ▼	759
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	10,472	10,929	11,478	12,039 ▼	12,776
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.8	8.70	11.1	9.70	7.78
P/E ĐC (lần)	27.2	13.5	15.9	12.2	9.28
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.67	0.65	0.61	0.59	0.55
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	185	101	(14.9)	30.6	31.1
ROAE (%)	2.37	5.57	3.96	4.92	6.12

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

Những yếu tố tiêu cực ngắn hạn đã phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu; Mua vào

Chúng tôi giảm 27,1% giá mục tiêu xuống 10.200đ, dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và thay đổi các giả định định giá. Dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 giảm lần lượt 42,5% và 34,4%, nhằm phản ánh áp lực lên khối lượng giao dịch trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng cao và điều kiện tín dụng thắt chặt đang trực tiếp kìm hãm hoạt động môi giới. Các giả định về doanh thu mảng kinh doanh BĐS cũng được điều chỉnh giảm do tỷ lệ hấp thụ tại các dự án nhà thấp tầng ở các thành phố loại 2 (vốn là phân khúc phụ thuộc vào nhu cầu của các nhà đầu tư) tăng chậm lại. Chúng tôi tin rằng DXS đang có vị thế tốt để vượt qua những khó khăn của thị trường và hưởng lợi từ việc gia tăng nguồn cung trong dài hạn sau khi môi trường pháp lý được nới lỏng. Với tiềm năng tăng giá 45% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

Chúng tôi giảm lần lượt 42,5% và 34,4% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 và 2027 xuống còn 257 tỷ đồng (giảm 26,9% so với cùng kỳ) và 335 tỷ đồng (tăng trưởng 30,6%) nhằm phản ánh tác động của việc tăng lãi suất và các điều kiện tín dụng thắt chặt đối với mảng môi giới cốt lõi của công ty. Đồng thời, chúng tôi cũng giảm dự báo lợi nhuận của mảng kinh doanh BĐS, do giảm giả định số lượng sản phẩm bàn giao tại các dự án Regal Complex (Đà Nẵng), Regal Legend (Quảng Trị, hiện đang mở bán), Regal Victoria (Đà Nẵng), và Regal Maison (Đắk Lắk). Các dự án này chủ yếu nằm tại các đô thị loại 2 và tập trung vào sản phẩm nhà thấp tầng, vốn chịu ảnh hưởng lớn từ nhu cầu của nhà đầu tư, và do đó có khả năng sẽ ghi nhận tỷ lệ hấp thụ chậm hơn và tiến độ mở bán bị trì hoãn trong bối cảnh các điều kiện thị trường suy yếu.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu đạt lần lượt 440 tỷ đồng (tăng trưởng 31,1%) và 3.627 tỷ đồng (tăng trưởng 13,8%).

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7,7%.

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận, DXS

Tỷ đồng	2025A	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	3,966	12.7%	67.0%	2,847	-34.3%	-28.2%	3,187	-28.8%	12.0%	3,627	13.8%
Lợi nhuận gộp	1,714	-6.2%	48.1%	1,262	-38.9%	-26.4%	1,423	-37.9%	12.8%	1,632	14.7%
LNST	523	-27.5%	107.3%	257	-65.4%	-50.9%	335	-60.5%	30.6%	440	31.1%
Lợi nhuận thuần	352	-19.0%	150.0%	257	-42.5%	-26.9%	335	-34.4%	30.6%	440	31.1%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 27,1% giá mục tiêu xuống 10.200đ, dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và thay đổi các giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá 45% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Chúng tôi tin rằng các công ty môi giới BĐS đang sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng, có vị thế vững chắc tại các thị trường trọng điểm như Hà Nội và TP.HCM, và tập trung vào nhu cầu ở thực sẽ có khả năng chống chịu tốt hơn trước các biến động vĩ mô. Trong bối cảnh đó, chúng tôi tin rằng DXS, với mạng lưới môi giới rộng khắp cả nước – đặc biệt là sự hiện diện mạnh mẽ tại miền Nam – có vị thế thuận lợi để vượt qua những khó khăn của thị trường và nắm bắt sự phục hồi trong hoạt động giao dịch, từ đó hỗ trợ khả năng giữ vững lợi nhuận và tăng trưởng trong trung hạn. Với tiềm năng tăng giá 45% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

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

- Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá DXS.
- Giả định WACC của DXS là 16,1% (so với 17,4% trước đó). Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25%, bằng cách cộng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm với phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% (không đổi). Hệ số beta là 1 lần (từ 1,5% trước đó, theo dữ liệu của Bloomberg).
- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 10: Giả định DCF, CRE

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	3,966	2,847	3,187	3,627
Giá vốn hàng bán	(2,253)	(1,584)	(1,764)	(1,995)
Lợi nhuận gộp	1,714	1,262	1,423	1,632
EBIT*(1-thuế)	539	407	451	530
Cộng: khấu hao	44	41	36	42
Trừ: thay đổi vốn lưu động	(933)	(108)	(75)	(67)
Trừ: vốn đầu tư cơ bản	(67)	(12)	(35)	(48)
FCFF	(417)	328	377	456

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Định giá, DXS

Tỷ đồng	Giá trị cuối năm-2026
Tổng giá trị doanh nghiệp (FCFF)	9,979
Giá trị hiện tại của dòng tiền	1,673
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	8,305
Nợ thuần, điều chỉnh	4,150
Tổng giá trị vốn CSH	5,828
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	574.1
Giá mục tiêu (đồng/cp)	10,200

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu (đồng), CRE

	Lãi suất phi rủi ro					
	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	5.5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	9,200	8,600	8,100	7,600	7,100
	2.5%	11,000	10,300	9,600	9,000	8,500
	3.0%	11,700	10,900	10,200	9,600	9,000
	3.5%	12,400	11,600	10,900	10,200	9,500
	4.0%	13,200	12,400	11,600	10,800	10,100

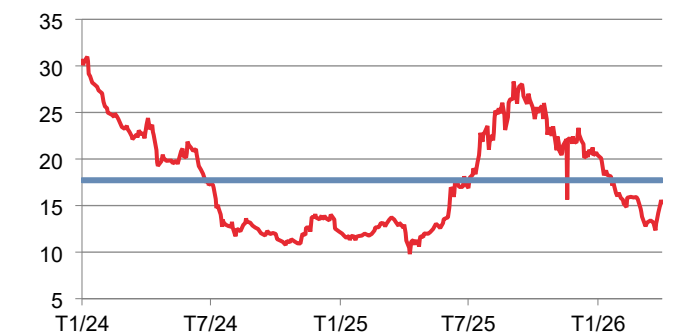
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Mặc dù đã tăng 10% trong 1 tháng qua, giá cổ phiếu DXS vẫn giảm 20% trong 3 tháng qua do tâm lý tiêu cực xoay quanh việc lãi suất tăng. DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,3 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 2 năm ở mức 17,7 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng đợt điều chỉnh giá vừa qua đã làm cho định giá trở nên hấp dẫn hơn, khi cổ phiếu hiện đang được giao dịch ở mức thấp hơn so với bình quân quá khứ.

Bảng 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, DXS

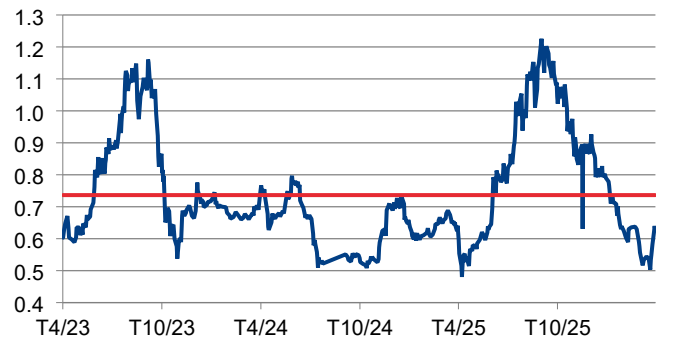
DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,3 lần so với bình quân 2 năm ở mức 17,7 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: P/B trượt dự phóng 1 năm, DXS

DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6 lần so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	2,376	3,966	2,847	3,187	3,627
Lợi nhuận gộp	1,157	1,714	1,262	1,423	1,632
Chi phí BH&QL	(709)	(1,040)	(753)	(859)	(970)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	449	674	509	564	662
Lãi vay thuần	(62.1)	(64.9)	(191)	(150)	(118)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(38.6)	0.96	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(8.42)	52.2	0	0	0
LNTT	339	662	318	415	544
Chi phí thuế TNDN	(86.9)	(147)	(60.8)	(79.3)	(104)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(112)	(172)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	141	343	257	335	440
Lợi nhuận thuần ĐC	149	302	257	335	440
EBITDA ĐC	497	718	550	600	704
EPS (đồng)	245	593	444	579	759
EPS ĐC (đồng)	260	521	444	579	759
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	574	579	579	579	579
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	574	579	579	579	579
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	574	579	579	579	579

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	416	829	846	525	573
Đầu tư ngắn hạn	77.6	322	322	322	322
Phải thu khách hàng	9,278	9,832	9,213	9,265	9,074
Hàng tồn kho	4,425	5,113	5,298	5,278	5,178
Các tài sản ngắn hạn khác	174	155	155	155	155
Tổng tài sản ngắn hạn	14,371	16,251	15,834	15,546	15,302
TSCĐ hữu hình	138	157	141	142	152
TSCĐ vô hình	65.1	60.6	64.6	62.7	59.2
Bất động sản đầu tư	63.0	80.4	62.7	62.6	62.5
Đầu tư dài hạn	0.50	-	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	117	27.2	27.2	27.2	27.2
Tài sản dài hạn khác	410	630	462	462	462
Tổng tài sản dài hạn	793	955	758	757	763
Tổng cộng tài sản	15,164	17,206	16,592	16,303	16,066
Nợ ngắn hạn	1,763	2,047	1,834	1,478	1,705
Phả trả người bán	195	487	251	243	200
Nợ ngắn hạn khác	3,595	3,660	3,151	3,129	2,699
Tổng nợ ngắn hạn	6,333	7,386	6,394	5,995	5,864
Nợ dài hạn	449	946	1,007	792	259
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	60.9	66.2	66.2	66.2	66.2
Nợ dài hạn khác	0.21	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	510	1,013	1,073	858	325
Tổng nợ phải trả	6,843	8,398	7,467	6,852	6,189
Vốn chủ sở hữu	6,012	6,329	6,647	6,972	7,399
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,309	2,478	2,478	2,478	2,478
Tổng vốn chủ sở hữu	8,321	8,807	9,125	9,450	9,877
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,164	17,206	16,592	16,303	16,066
BVPS (đ)	10,472	10,929	11,478	12,039	12,776
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,796	2,165	1,994	1,744	1,391

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	449	674	509	564	662
Khấu hao	(48.6)	(43.6)	(40.9)	(36.2)	(41.6)
Lãi vay thuần	(62.1)	(64.9)	(191)	(150)	(118)
Thuế TNDN đã nộp	(105)	(67.0)	(60.8)	(79.3)	(104)
Thay đổi vốn lưu động	(109)	(933)	(108)	(75.3)	(67.3)
Khác	33.8	146	(7.71)	(10.1)	(13.2)
LCT thuần từ HKKD	218	(258)	140	230	355
Đầu tư TS dài hạn	(39.5)	(67.0)	(11.7)	(35.5)	(47.9)
Góp vốn & đầu tư	(121)	0	0	0	0
Thanh lý	9.27	0	0	0	0
Khác	82.7	55.7	42.4	56.3	45.7
LCT thuần từ HĐĐT	(68.8)	(11.3)	30.8	20.8	(2.23)
Cổ tức trả cho CSH	(3.70)	(99.6)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	6.45	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	57.4	781	(153)	(571)	(305)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	60.2	682	(153)	(571)	(305)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	207	416	829	846	525
LCT thuần trong kỳ	210	413	17.4	(321)	47.5
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	416	829	846	525	573
Dòng tiền tự do	179	(325)	128	194	307

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	48.7	43.2	44.3	44.7	45.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.9	18.1	19.3	18.8	19.4
Tỷ suất LNT (%)	5.92	8.66	9.02	10.5	12.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	25.6	22.2	19.1	19.1	19.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	20.1	67.0	(28.2)	12.0	13.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	214	44.4	(23.4)	9.24	17.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	185	102	(14.9)	30.6	31.1
Tăng trưởng EPS (%)	184	142	(25.2)	30.6	31.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	185	101	(14.9)	30.6	31.1
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.37	5.57	3.96	4.92	6.12
ROACE (%)	5.12	7.23	5.08	5.50	6.46
Vòng quay tài sản (lần)	0.16	0.25	0.17	0.19	0.22
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.49	(0.38)	0.27	0.41	0.54
Số ngày tồn kho	1,325	829	1,220	1,092	947
Số ngày phải thu	2,779	1,593	2,122	1,918	1,660
Số ngày phải trả	58.5	79.0	57.9	50.3	36.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	40.0	48.3	42.4	36.2	30.4
Nợ/tài sản (%)	18.6	22.6	22.1	18.7	17.6
EBIT/lãi vay (lần)	7.22	10.4	2.66	3.77	5.60
Nợ/EBITDA (lần)	5.67	5.41	6.67	5.08	4.01
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.27	2.20	2.48	2.59	2.61
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.46	1.58	2.13	1.83	1.51
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.8	8.70	11.1	9.70	7.78
P/E (lần)	28.8	11.9	15.9	12.2	9.28
P/E ĐC (lần)	27.2	13.5	15.9	12.2	9.28
P/B (lần)	0.67	0.65	0.61	0.59	0.55
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

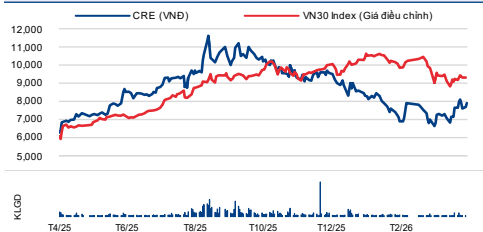
Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ9,400 (từ VNĐ9,600)
Tiềm năng tăng/giảm: 19.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/4/2026)	7,900
Mã Bloomberg	CRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	6,280-11,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	7,730
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,663
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	139
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	12.9	(4.93)	21.7
So với chỉ số	17.0	8.55	(15.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	571	657	(13.2)
2027F	250	887	(71.8)
2028F	288	887	(67.5)

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.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

Ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City từ Q1/2026, nâng k/n lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) nhưng giảm 2,1% giá mục tiêu xuống còn 9.400đ nhằm phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo doanh thu môi giới cốt lõi cho năm 2026-2027. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 19%.
- Chúng tôi tăng 70% dự báo lợi nhuận năm 2026 nhờ sự hồi phục mạnh mẽ của mảng đầu tư thứ cấp khi dự án Louis City được hạch toán sau thời gian dài trì hoãn. Kết quả này bù đắp đáng kể cho sự sụt giảm của mảng môi giới cốt lõi – vốn đang chịu áp lực từ các điều kiện tín dụng thắt chặt. Tuy nhiên, HSC giảm 6% dự báo lợi nhuận năm 2027 do những khó khăn kéo dài của mảng môi giới, dù được hỗ trợ một phần nhờ việc hạch toán các khoản doanh thu còn lại từ các dự án trước đó.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua, CRE hiện giao dịch ở mức P/E dự phóng 1 năm là 16,5 lần (thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm là 71,9 lần) và P/B dự phóng 1 năm là 0,63 lần (thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm là 0,65 lần).

Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và định giá đối với CRE dựa trên những thay đổi gần đây của các điều kiện thị trường, đặc biệt là mặt bằng lãi suất tăng và thắt chặt tín dụng, những yếu tố đã gây áp lực đáng kể lên mảng môi giới cốt lõi của công ty. Quá trình ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City đã chính thức bắt đầu từ Q1/2026 với 240 tỷ đồng doanh thu đầu tiên. Con số này đặt nền móng quan trọng cho mục tiêu ghi nhận tổng cộng 2 nghìn tỷ đồng dự kiến trong năm 2026.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2026, giảm năm 2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 lên 265 tỷ đồng (tăng trưởng 260,9% so với cùng kỳ), với động lực chính đến từ sự hồi phục mạnh mẽ của mảng đầu tư thứ cấp khi dự án Louis City được hạch toán sau thời gian dài trì hoãn. Kết quả này bù đắp đáng kể cho sự sụt giảm của mảng môi giới cốt lõi – vốn đang chịu áp lực từ các điều kiện tín dụng thắt chặt. Cho năm 2027, chúng tôi giảm 6% dự báo lợi nhuận xuống còn 116 tỷ đồng (giảm 56,1% so với cùng kỳ). Sự điều chỉnh này phản ánh những thách thức kéo dài của mảng môi giới, mặc dù việc hạch toán các khoản doanh thu còn lại từ dự án Louis City sẽ đóng vai trò là 'vùng đệm' hỗ trợ một phần cho KQKD. Sau cùng, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu đạt lần lượt 134 tỷ đồng (tăng trưởng 15,2% so với cùng kỳ) và 1.637 tỷ đồng (tăng trưởng 6,9% so với cùng kỳ). Nhìn chung, dự báo lợi nhuận ròng giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi thấp hơn so với bình quân dự báo của thị trường, cho thấy tốc độ CAGR 3 năm đạt 22,2%.

Định giá và khuyến nghị

Dù tăng 13% trong tháng qua (nhưng vẫn thấp hơn 5% so với 3 tháng trước), CRE đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 1 năm là 16,5 lần (thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm) và P/B dự phóng 1 năm là 0,63 lần (thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm). Chúng tôi giảm 2,1% giá mục tiêu xuống còn 9.400đ nhằm phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo doanh thu môi giới cốt lõi trong năm 2026-2027 nhưng nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ), với tiềm năng tăng giá là 19%.

Mặc dù doanh thu môi giới vẫn chịu áp lực, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận sẽ ổn định hơn trong năm 2026-2027 nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City. BLĐ hiện đang đẩy mạnh triển khai danh mục đầu tư thứ cấp, với các thông tin chi tiết về lộ trình và quy mô dự kiến sẽ được công bố tại ĐHCĐ vào tháng 5/2026. Mặc dù danh mục dự án sắp tới có thể mang lại tiềm năng tăng trưởng cho giá cổ phiếu, nhưng chúng tôi vẫn sự thận trọng trước khi thông tin chính thức được công bố.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	185	201	460 ▲	227 ▼	263
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	42.0	70.2	265 ▲	116 ▼	134
EPS ĐC (đồng)	90.6	151	571 ▲	250 ▼	288
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	12,117	12,274	12,828	12,571	12,350
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.8	21.8	9.27	19.1	16.7
P/E ĐC (lần)	87.2	52.2	13.8	31.6	27.4
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.65	0.64	0.62	0.63	0.64
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,590	67.2	277	(56.1)	15.2
ROAE (%)	0.75	1.24	4.55	1.97	2.31

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

Lợi nhuận tạo đáy, chờ thông tin về dự án mới; nâng k/n lên Tăng tỷ trọng

Chúng tôi hạ 2,1% giá mục tiêu đối với CRE xuống còn 9.400đ nhằm phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo doanh thu môi giới cốt lõi cho năm 2026-2027. Chúng tôi tăng 70% dự báo lợi nhuận năm 2026 nhờ sự bứt phá của mảng đầu tư thứ cấp tại dự án Louis City, giúp bù đắp sự suy yếu của mảng môi giới trong bối cảnh thắt chặt tín dụng. Tuy nhiên, dự báo cho năm 2027 được điều chỉnh giảm 6% nhằm phản ánh những khó khăn kéo dài của mảng môi giới cốt lõi, bất chấp các khoản lợi nhuận dồn tích còn lại vẫn đóng vai trò là vùng đệm hỗ trợ. Mặc dù mảng môi giới suy yếu, lợi nhuận dự kiến sẽ ổn định trong năm 2026-2027 nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City, cùng với tiềm năng tăng giá bổ sung từ danh mục đầu tư thứ cấp sắp tới. Với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2026, giảm năm 2027

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 lên 265 tỷ đồng (tăng trưởng 260,9% so với cùng kỳ) sau khi điều chỉnh tăng 13,1% dự báo doanh thu lên 2.593 tỷ đồng (tăng trưởng 95,9% so với cùng kỳ). Việc điều chỉnh này chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng 42,2% của doanh thu đầu tư thứ cấp. Kết quả này phản ánh việc hạch toán dự án Louis City – một dự án trọng điểm vốn bị trì hoãn từ năm 2025, nay đã bắt đầu đóng góp đáng kể vào dòng tiền của công ty. Trong khi đó, chúng tôi giảm 12,3% dự báo doanh thu môi giới xuống còn 909 tỷ đồng (giảm 12,6% so với cùng kỳ), do lãi suất tăng và các điều kiện tín dụng thắt chặt tiếp tục gây áp lực lên các hoạt động môi giới của công ty.

Tuy nhiên, chúng tôi giảm 6% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 xuống còn 116 tỷ đồng (giảm 56,1% so với cùng kỳ). Sự điều chỉnh này chủ yếu đến từ viễn cảnh suy yếu của mảng môi giới, mảng mà chúng tôi đã giảm 17,4% dự báo doanh thu khi những trở ngại từ mặt bằng lãi suất cao và sự thắt chặt tín dụng dự kiến sẽ còn kéo dài. Mặc dù vậy, doanh thu năm này sẽ được củng cố bởi phần doanh thu còn lại từ dự án Louis City. Sau cùng, chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu đạt lần lượt 134 tỷ đồng (tăng trưởng 15,2%) và 1.637 tỷ đồng (tăng trưởng 6,9%).

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 22,2%.

Bảng 15: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, CRE

Tỷ đồng	2025A	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Db mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Db mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,323	-41.2%	-14.0%	2,593	13.1%	95.9%	1,532	-21.2%	-40.9%	1,637	6.9%
Lợi nhuận gộp	292	-37.2%	-1.6%	710	42.6%	143.6%	345	-24.0%	-51.4%	398	15.4%
LNST	75	-48.8%	75.3%	267	70.1%	255.2%	117	-6.0%	-56.1%	135	15.2%
Lợi nhuận thuần	73	-49.6%	74.6%	265	70.1%	260.9%	116	-6.0%	-56.1%	134	15.2%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Chúng tôi hạ 2,1% giá mục tiêu CRE xuống còn 9.400đ nhằm phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo doanh thu môi giới cốt lõi cho năm 2026-2027. Với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Trong khi doanh thu môi giới có khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực từ sự chững lại của hoạt động giao dịch, việc ghi nhận dự án Louis City – bắt đầu từ Q1/2026 và dự kiến sẽ được hạch toán toàn bộ trong năm 2026 – sẽ giúp củng cố triển vọng lợi nhuận. Đây sẽ là động lực chính giúp cải thiện các chỉ số tài chính và tạo dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp trong giai đoạn tới. Ngoài ra, BLĐ cũng chia sẻ rằng công ty đang tích cực đẩy nhanh danh mục các dự án đầu tư thứ cấp, với các thông tin chi tiết hơn sẽ được công bố tại ĐHCĐ sắp tới vào tháng 5/2026.

Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận của CRE đang trở nên ổn định hơn, nhờ vào việc ghi nhận doanh thu rõ ràng hơn trong năm 2026-2027. Mặc dù danh mục dự án sắp tới có thể mang lại tiềm năng tăng trưởng cho giá cổ phiếu, nhưng chúng tôi vẫn sự thận trọng trước khi thông tin chính thức được công bố.

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

- Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá CRE.
- Giả định WACC của CRE là 14,3% (từ 14%). Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và giữ nguyên phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25%, bằng cách cộng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm với phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% (không đổi). Hệ số beta là 0,9 lần (từ 1 lần, theo dữ liệu của Bloomberg).
- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 16: Giá định DCF, CRE

(Tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	1,323	2,593	1,532	1,637
Giá vốn hàng bán	(1,032)	(1,882)	(1,187)	(1,239)
Lợi nhuận gộp	292	710	345	398
EBIT*(1-thuế)	128	300	128	152
Cộng: khấu hao	41	85	66	72
Trừ: thay đổi vốn lưu động	175	(109)	36	12
Trừ: vốn đầu tư cơ bản	(3)	(6)	(3)	(4)
FCFF	341	270	227	233

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Định giá, CRE

Tỷ đồng	Value (at end-2026)
Tổng giá trị doanh nghiệp (FCFF)	4,801
Giá trị hiện tại của dòng tiền	1,085
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,716
Nợ thuần, điều chỉnh	(440)
Tổng giá trị vốn CSH	4,360
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	463.7
Giá mục tiêu (đồng/cp)	9,400

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu (đồng), CRE

	Lãi suất phi rủi ro					
	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	5.5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	9,500	9,100	8,600	8,300	8,000
	2.5%	9,900	9,500	9,000	8,600	8,300
	3.0%	10,400	9,900	9,400	9,000	8,600
	3.5%	10,900	10,400	9,800	9,300	8,900
	4.0%	11,400	10,900	10,200	9,800	9,300

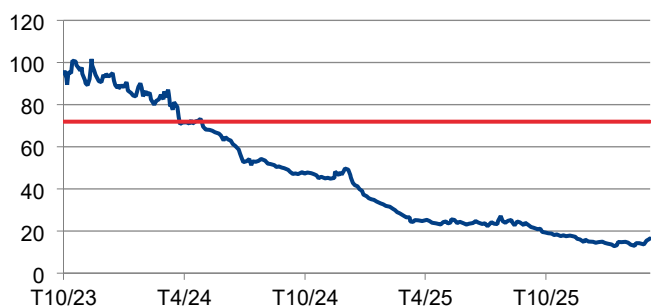
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Dù tăng 13% trong tháng qua (nhưng vẫn giảm 5% trong 3 tháng qua), CRE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,5 lần (thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm là 71,9 lần) và P/B dự phóng 1 năm là 0,63 lần (thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm là 0,65 lần).

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, CRE

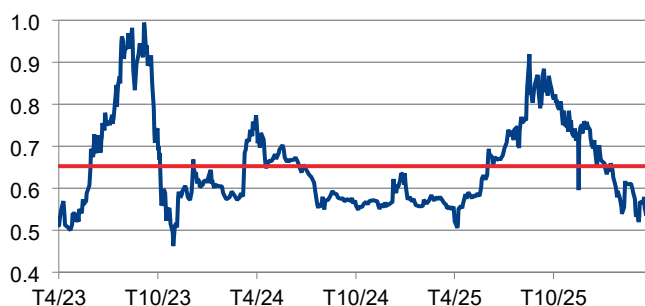
CRE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,5 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 71,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 20: P/B trượt dự phóng 1 năm, CRE

DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6 3 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 0,65 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	1,539	1,323	2,593	1,532	1,637
Lợi nhuận gộp	296	292	710	345	398
Chi phí BH&QL	(159)	(132)	(335)	(185)	(208)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	137	160	375	161	190
Lãi vay thuần	(42.6)	(61.7)	(41.5)	(14.2)	(21.9)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(35.9)	-	-	-	-
LNTT	58.3	98.3	333	146	169
Chi phí thuế TNDN	(15.4)	(26.3)	(66.7)	(29.3)	(33.7)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.85)	(1.80)	(2.21)	(0.97)	(1.12)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	42.0	70.2	265	116	134
Lợi nhuận thuần ĐC	42.0	70.2	265	116	134
EBITDA ĐC	185	201	460	227	263
EPS (đồng)	90.6	151	571	250	288
EPS ĐC (đồng)	90.6	151	571	250	288
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

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	31.0	115	437	373	306
Đầu tư ngắn hạn	157	165	157	157	157
Phải thu khách hàng	3,722	5,797	6,038	5,666	5,606
Hàng tồn kho	354	691	778	613	655
Các tài sản ngắn hạn khác	11.6	22.9	130	76.6	81.9
Tổng tài sản ngắn hạn	4,276	6,790	7,540	6,886	6,807
TSCĐ hữu hình	111	101	104	102	100
TSCĐ vô hình	74.1	51.1	72.9	59.9	43.2
Bất động sản đầu tư	177	167	177	177	177
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2,550	436	198	454	491
Tổng tài sản dài hạn	2,911	755	553	793	811
Tổng cộng tài sản	7,187	7,545	8,092	7,679	7,618
Nợ ngắn hạn	946	660	660	660	660
Phả trả người bán	134	166	274	173	180
Nợ ngắn hạn khác	335	455	507	384	403
Tổng nợ ngắn hạn	1,525	1,418	1,710	1,415	1,455
Nợ dài hạn	0.51	175	375	375	375
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	0.38	4.65	8.15	8.15	8.15
Tổng nợ dài hạn	0.89	180	383	383	383
Tổng nợ phải trả	1,526	1,598	2,093	1,798	1,838
Vốn chủ sở hữu	5,618	5,691	5,948	5,829	5,727
Lợi ích cổ đông thiểu số	42.8	256	51.1	52.1	53.2
Tổng vốn chủ sở hữu	5,661	5,947	5,999	5,881	5,780
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,187	7,545	8,092	7,679	7,618
BVPS (đ)	12,117	12,274	12,828	12,571	12,350
Nợ thuần*/(tiền mặt)	916	720	598	661	728

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	137	160	375	161	190
Khấu hao	(48.0)	(41.1)	(84.7)	(66.0)	(72.2)
Lãi vay thuần	(42.6)	(61.7)	(41.5)	(14.2)	(21.9)
Thuế TNDN đã nộp	(6.79)	(14.5)	(66.7)	(29.3)	(33.7)
Thay đổi vốn lưu động	(761)	175	(109)	36.1	11.6
Khác	(36.0)	8.59	33.5	71.3	63.7
LCT thuần từ HĐKD	(736)	297	242	219	219
Đầu tư TS dài hạn	(65.8)	(13.3)	(120)	(50.9)	(53.7)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0.18	19.0	0	0	0
Khác	433	(107)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	367	(101)	(120)	(50.9)	(53.7)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	(232)	(232)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	256	(112)	200	0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	256	(112)	200	(232)	(232)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	142	31.1	115	437	373
LCT thuần trong kỳ	(114)	83.7	322	(63.6)	(66.9)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	28.2	115	437	373	306
Dòng tiền tự do	(802)	283	122	168	165

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	19.3	22.0	27.4	22.5	24.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	12.0	15.2	17.7	14.8	16.0
Tỷ suất LNT (%)	2.73	5.31	10.2	7.58	8.17
Thuế TNDN hiện hành (%)	26.5	26.8	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	65.0	(14.0)	95.9	(40.9)	6.86
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	146	8.81	129	(50.7)	15.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,590	67.2	277	(56.1)	15.2
Tăng trưởng EPS (%)	1,590	67.2	277	(56.1)	15.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,590	67.2	277	(56.1)	15.2
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.75	1.24	4.55	1.97	2.31
ROACE (%)	2.42	2.71	6.00	2.54	3.06
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.18	0.33	0.19	0.21
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(5.38)	1.85	0.65	1.37	1.15
Số ngày tồn kho	104	244	151	188	193
Số ngày phải thu	1,093	2,051	1,171	1,743	1,652
Số ngày phải trả	39.3	58.8	53.1	53.1	53.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	16.5	12.8	10.2	12.1	13.6
Nợ/tài sản (%)	13.3	11.1	12.9	14.1	14.2
EBIT/lãi vay (lần)	3.21	2.59	9.03	11.3	8.71
Nợ/EBITDA (lần)	5.17	4.18	2.28	4.77	4.13
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.80	4.79	4.41	4.87	4.68
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.98	3.31	1.64	2.82	2.68
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.8	21.8	9.27	19.1	16.7
P/E (lần)	87.2	52.2	13.8	31.6	27.4
P/E ĐC (lần)	87.2	52.2	13.8	31.6	27.4
P/B (lần)	0.65	0.64	0.62	0.63	0.64
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
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 W: www.hsc.com.vn