

Môi giới BĐS: Đợt điều chỉnh chu kỳ sâu hơn kỳ vọng

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

Nguyễn Lê Cẩm Ly
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
ly.nlc@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

- Trong nửa đầu năm 2026, khối lượng giao dịch trên cả nước vẫn giảm mạnh khi gánh nặng lãi suất neo cao tiếp tục bóp nghẹt tâm lý thị trường. Trong khi đó, nguồn cung sơ cấp vẫn liên tục được đưa ra thị trường, khiến lượng hàng tồn kho tích tụ ở mức cao kỷ lục.
- HSC dự báo lợi nhuận của cả DXS và CRE sẽ tiếp tục ở mức thấp do thanh khoản mỏng mỗi giới suy yếu, trong khi các đợt mở bán từ danh mục dự án đang triển khai khó có khả năng hỗ trợ đáng kể cho triển vọng lợi nhuận.
- Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Năm giữ (Giá mục tiêu là 5.500 đồng; tiềm năng tăng giá 1,5%) và hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (Giá mục tiêu 5.900 đồng; rủi ro giảm giá 7,8%). Khả năng xuất hiện chất xúc tác đủ mạnh để giúp cổ phiếu thiết lập mặt bằng giá cao hơn hiện rất thấp, khi những khó khăn của thị trường vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Chúng tôi cho rằng mức định giá thấp hiện tại vẫn chưa thể tạo ra vùng đệm đủ dày do bức tranh lợi nhuận kém khả quan ở phía trước.

Quý thứ hai liên tiếp ghi nhận sự sụt giảm

DXS và CRE ghi nhận KQKD Q2/2026 kém hơn kỳ vọng, phản ánh hoạt động giao dịch trầm lắng trong bối cảnh thị trường ảm đạm trong thời gian dài. Đà sụt giảm này là cơ sở để chúng tôi áp dụng quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng lợi nhuận của các công ty môi giới bất động sản.

Khối lượng giao dịch trên cả nước đã giảm 36,3% so với cùng kỳ và giảm 28,5% so với quý trước, phản ánh rõ nét sức ép dai dẳng của môi trường lãi suất cao lên tâm lý thị trường. Trong khi đó, nguồn cung mới liên tục được đưa ra thị trường, đẩy lượng hàng tồn kho lên mức đỉnh lịch sử 39.284 sản phẩm (gồm căn hộ và đất nền), tăng 55,3% so với cùng kỳ và 48,2% so với quý trước.

Triển vọng: Tiếp tục khó khăn trong năm 2027

HSC dự báo lợi nhuận của cả DXS và CRE vẫn sẽ chịu áp lực, khi mặt bằng lãi suất cao tiếp tục làm suy yếu hoạt động môi giới và làm chậm tiến độ triển khai các dự án đầu tư thứ cấp của hai công ty này. Danh mục dự án đang triển khai của hai nhà môi giới còn hạn chế và chủ yếu tập trung vào các dự án thấp tầng vùng ven, do đó khó tạo ra lực đỡ đáng kể cho triển vọng lợi nhuận trong ngắn hạn.

Chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường sẽ gây áp lực đáng kể hơn lên tỷ suất lợi nhuận của mảng môi giới, tiếp tục đè nặng lên triển vọng lợi nhuận của DXS và CRE.

Hạ khuyến nghị cả hai công ty

HSC hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Năm giữ (từ Mua vào) với giá mục tiêu 5.500 đồng (tiềm năng tăng giá 1,5%) và hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu 5.900 đồng (rủi ro giảm giá 7,8%), sau khi giảm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028.

Cả hai cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức định giá thấp, với P/B dự phóng thấp hơn so với bình quân quá khứ. DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 21 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,46 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần. CRE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,8 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 38,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,51 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,64 lần.

Khả năng xuất hiện chất xúc tác đủ mạnh để giúp cổ phiếu thiết lập mặt bằng giá cao hơn hiện rất thấp, khi những khó khăn của thị trường vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện. Chúng tôi cho rằng mức định giá thấp hiện tại vẫn chưa thể tạo ra vùng đệm đủ dày do bức tranh lợi nhuận kém khả quan ở phía trước.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/9.

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	6,400	Giảm tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	5,900	(33.7)	(7.81)	25.7	22.2	0.51	0.52	-	-
DXS	5,420	Năm giữ	Mua vào	5,500	(50.0)	1.48	12.0	15.6	0.47	0.46	0	0

*Giá cổ phiếu tại ngày 17/9/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mảng kinh doanh cốt lõi dự kiến tiếp tục suy yếu

Trong nửa đầu năm 2026, khối lượng giao dịch trên cả nước vẫn giảm mạnh khi gánh nặng lãi suất neo cao tiếp tục bóp nghẹt tâm lý thị trường. HSC dự báo những khó khăn của thị trường sẽ tiếp diễn trong năm 2027 và ảnh hưởng tiêu cực đến doanh thu môi giới của cả DXS và CRE. Do đó, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận cho toàn bộ giai đoạn dự báo và hạ khuyến nghị đối với cả hai công ty môi giới trong danh sách khuyến nghị.

Áp lực tồn kho tăng do thanh khoản yếu

Trong nửa đầu năm 2026, khối lượng giao dịch trên cả nước giảm mạnh khi gánh nặng lãi suất cao tiếp tục bóp nghẹt tâm lý thị trường. Gánh nặng chi phí vốn tiếp tục là rào cản lớn đối với sức cầu thị trường, khi mặt bằng lãi suất vay mua nhà neo ở mức 12-14%/năm, (so với mức nền thấp 6-8%/năm vào cuối năm 2025) (Biểu đồ 1).

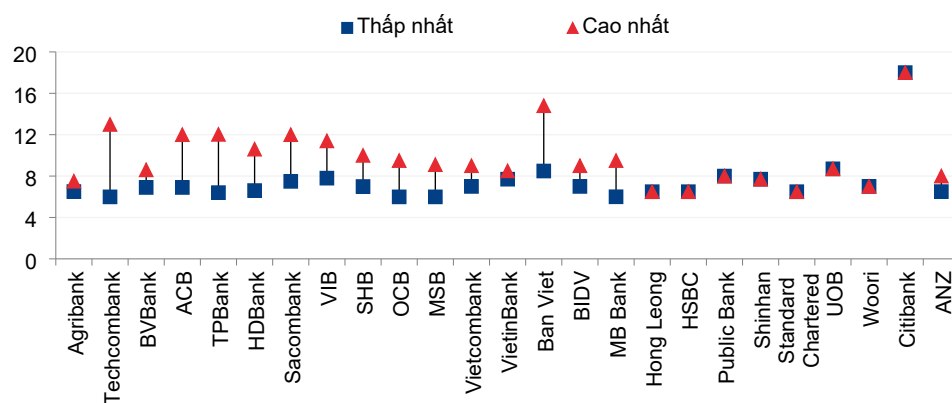
Về phía cầu, toàn thị trường chỉ ghi nhận hơn 100.000 giao dịch bất động sản trong Q2/2026 (-36,3% svck; -28,5% svqt), theo số liệu của Bộ Xây dựng (Biểu đồ 2). Khối lượng giao dịch của phân khúc đất nền giảm mạnh 40,1% so với cùng kỳ (đạt 73.438 giao dịch, giảm 32,6% so với quý trước), trong khi khối lượng giao dịch của phân khúc căn hộ và nhà ở riêng lẻ giảm 22,9% so với cùng kỳ (đạt 26.567 giao dịch, giảm 13,9% so với quý trước). Chúng tôi cho rằng tâm lý thị trường đối với phân khúc thấp tầng, đặc biệt tại các thị trường cấp tỉnh, suy yếu rõ rệt hơn so với phân khúc cao tầng, do giá trị mỗi sản phẩm cao khiến các tài sản này kém thanh khoản hơn trong bối cảnh thị trường ảm đạm.

Trong khi đó, nguồn cung mới vẫn tiếp tục được tung ra bất chấp tâm lý thị trường suy yếu, dẫn đến lượng hàng tồn kho trong Q2/2026 đạt mức cao kỷ lục 39.284 căn hộ và nền đất (+55,3% svck; +48,2% svqt), mức cao nhất kể từ năm 2024 (Biểu đồ 3).

Nhìn về dài hạn, chúng tôi dự báo giai đoạn trầm lắng sẽ tiếp diễn trong năm 2027 và khó có khả năng xuất hiện sự cải thiện đáng kể về thanh khoản trong 1-2 quý tới do chi phí vốn vay vẫn neo ở mức cao.

Biểu đồ 1: Lãi suất cho vay mua nhà, T9-26

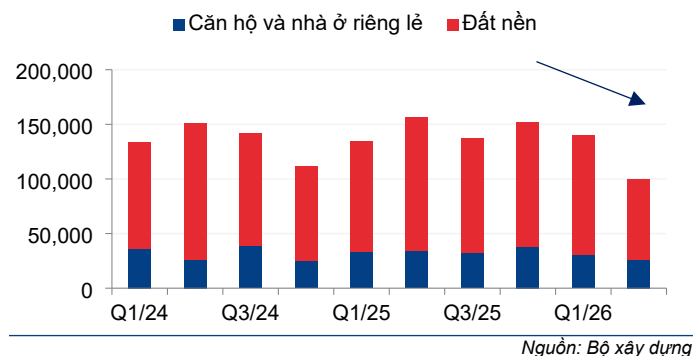
Lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức 12-14%, có lúc chạm ngưỡng 18% (Citibank).



Nguồn: HSC

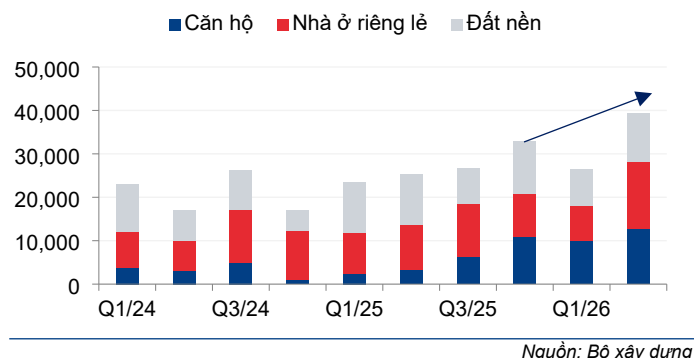
Biểu đồ 2: Số giao dịch BĐS, Q2/2026

Số giao dịch giảm quý thứ 2 liên tiếp



Biểu đồ 3: Hàng tồn kho, Q2/2026

Hàng tồn kho tăng ở cả 3 loại hình BĐS



Thị trường chứng lại gây áp lực lên HĐKD cốt lõi

Tâm lý thận trọng và áp lực cạnh tranh gay gắt đè nặng lên mảng môi giới

HSC dự báo những khó khăn của thị trường (bao gồm mặt bằng lãi suất cao và áp lực cạnh tranh gay gắt) sẽ tiếp diễn trong năm 2027 và ảnh hưởng tiêu cực đến doanh thu môi giới của cả DXS và CRE. Tâm lý thị trường thận trọng trong môi trường lãi suất cao đã gây áp lực lên hoạt động môi giới cốt lõi, khiến doanh thu môi giới của DXS giảm mạnh 45,3% so với cùng kỳ và 56,1% so với quý trước và của CRE giảm 4,4% so với cùng kỳ và 32,7% so với quý trước.

Chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh gay gắt đang trực tiếp bào mòn tỷ suất lợi nhuận mảng môi giới của các công ty môi giới. DXS và CRE đã tăng cường tập trung phân phối sang các dự án của những chủ đầu tư đầu ngành, nhằm giảm thiểu rủi ro phải thu liên quan đến các khoản tiền đặt cọc cho các chủ đầu tư nhỏ hơn. Tuy nhiên các chủ đầu tư lớn có thương hiệu uy tín thường phân bổ giỏ hàng đồng đều hơn giữa các đơn vị phân phối. Điều này làm tăng áp lực cạnh tranh trên cùng một dự án và trực tiếp gây sức ép giảm tỷ lệ phí hoa hồng.

DXS ghi nhận lỗ thuần 37 tỷ đồng trong Q2/2026, chịu tác động một phần từ gánh nặng chi phí trích lập dự phòng cao. Chúng tôi lưu ý rằng các khoản trích lập dự phòng này phản ánh việc áp dụng tiêu chuẩn phân loại nợ phải thu nghiêm ngặt hơn theo Thông tư 99, thay vì phản ánh sự suy giảm mới về chất lượng thu hồi nợ. Hoạt động phân phối của các đơn vị môi giới chủ yếu tập trung vào các chủ đầu tư đầu ngành có thương hiệu uy tín, những đơn vị có kỷ luật thanh toán tốt hơn nhiều so với các chủ đầu tư quy mô nhỏ. Do đó, chúng tôi không còn xem các khoản phải thu là một rủi ro mang tính cơ cấu của các công ty môi giới nói chung.

Danh mục dự án dự kiến mở bán hạn chế làm mờ triển vọng lợi nhuận

Đối với mảng kinh doanh BĐS, chúng tôi nhận thấy DXS và CRE thiếu các dự án có khả năng hỗ trợ tích cực cho triển vọng lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2028. Cụ thể:

- Danh mục dự án đang triển khai của **DXS** tập trung vào phân khúc thấp tầng tại miền Trung, thị trường vốn có tốc độ phục hồi chậm hơn nhiều so với Hà Nội và TP.HCM. Do giá trị mỗi sản phẩm ở mức cao trong khi thanh khoản khu vực lại kém, chúng tôi cho rằng tâm lý thận trọng kéo dài của khách hàng sẽ gia tăng áp lực lên tỷ lệ hấp thụ, qua đó trực tiếp làm chậm tiến độ ghi nhận doanh thu của công ty. Doanh thu kinh doanh BĐS của DXS hiện dự kiến sẽ được hỗ trợ bởi dự án Solera Quy Nhơn (Gia Lai, 500 căn), Victoria (Đà Nẵng, 98 căn) và Ngọc Dương Riverside (Quảng Nam, 533 căn).
- **CRE** sở hữu danh mục dự án mới khá mỏng, trong khi các dự án hiện hữu có quy mô tương đối nhỏ, tập trung ở các tỉnh vùng ven và bị hạn chế bởi các vấn đề pháp lý. Dự án Louis City Hoàng Mai (Hà Nội, 681 căn) đang triển khai với tiến độ chậm hơn kỳ vọng, trong khi dự án Hoa Tiên Paradise (Hà Tĩnh, 561 căn) vẫn chịu nhiều vướng mắc pháp lý và Đại Lải (Vĩnh Phúc, 344 căn) vẫn đang trong quá trình phê duyệt.

Lợi nhuận: Giảm mạnh dự báo trên toàn bộ chu kỳ

HSC giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 3 năm tới cho các công ty môi giới BĐS trong danh sách khuyến nghị nhằm phản ánh tác động tiêu cực từ tâm lý thị trường suy yếu và danh mục dự án mở bán hạn chế phủ bóng lên triển vọng tăng trưởng của các công ty trong ngành.

Cụ thể, chúng tôi giảm lần lượt 24,1%/29,9%/43,6% dự báo tổng lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 của các công ty môi giới trong danh sách khuyến nghị xuống 376 tỷ đồng (-11,6% svck), 335 tỷ đồng (-11% svck) và 322 tỷ đồng (-3,7% svck) nhằm phản ánh triển vọng ảm đạm hơn ở cả mảng môi giới lẫn mảng kinh doanh BĐS. Chi tiết như sau:

- **DXS:** Chúng tôi giảm 18,7% dự báo lợi nhuận thuần 2026 xuống còn 261 tỷ đồng (-25,7% svck), phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi đối với mảng môi giới và kinh doanh BĐS của DXS. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giảm 26% dự báo doanh thu môi giới và 44% dự báo doanh thu mảng kinh doanh BĐS, do tâm lý e ngại tại thị trường miền Trung cùng tỷ trọng lớn của quỹ hàng thấp tầng vùng ven nhiều khả năng sẽ tiếp tục bào mòn tỷ suất lợi nhuận của DXS. Chúng tôi cũng phản ánh khoản trích lập dự phòng 33 tỷ đồng trong Q2/2026 vào mô hình định giá, tạo thêm rào cản tăng trưởng lợi nhuận thuần trong toàn bộ giai đoạn dự báo.

Chúng tôi giảm lần lượt 46,2% và 48,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 và 2028, xuống 201 tỷ đồng (-23% svck) và 236 tỷ đồng (tăng trưởng 17,5%), dựa trên giả định thị trường sẽ phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng.

Nhìn chung, các dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2025-2028 ở mức -12,4% (trái ngược với mức tăng 9,4% trong dự báo trước đó).

- **CRE:** Chúng tôi giảm 35,9% dự báo doanh thu năm 2026 xuống 1.662 tỷ đồng (tăng trưởng 25,6%) và giảm 34,2% dự báo lợi nhuận thuần xuống 115 tỷ đồng (tăng trưởng 57,2%), do khối lượng giao dịch giảm và tiến độ ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City chậm hơn kỳ vọng. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giảm 20% dự báo doanh thu môi giới năm 2026 và giảm 47% kế hoạch mở bán dự án Louis City, qua đó lùi thời điểm ghi nhận doanh thu sang năm 2027.
- Năm 2027, chúng tôi tăng lần lượt 29,5% và 28,1% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần lên 1.984 tỷ đồng (tăng trưởng 19,4%) và 134 tỷ đồng (tăng trưởng 16,2%). Tuy nhiên, động thái điều chỉnh tăng này chủ yếu mang tính kỹ thuật do lùi thời điểm ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City. Trên thực tế, chúng tôi dự báo doanh thu mảng môi giới năm 2027 sẽ giảm 30% so với cùng kỳ, tiếp tục phản ánh sự suy yếu của thanh khoản dưới áp lực từ môi trường lãi suất cao.

Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 23,4% và 22,3% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần năm 2028 xuống 1.254 tỷ đồng (-36,8% svck) và 86 tỷ đồng (-35,5% svck), do phần đóng góp còn lại từ dự án Louis City giảm dần sau khi dự án đã cơ bản được ghi nhận gần hết, cùng với việc thiếu vắng các dự án tiềm năng có thể hỗ trợ tích cực cho doanh thu đầu tư thứ cấp.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 5,6%, thấp hơn so với mức 14,9% trong dự báo trước đó.

Lợi nhuận thuần của các công ty trong danh sách khuyến nghị tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức -8,9%, trái ngược với mức tăng trưởng 10,4% được chúng tôi đưa ra trong báo cáo phát hành vào tháng 5.

Bảng 4: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các DN môi giới BĐS HSC khuyến nghị

Lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 dự báo đạt CAGR ở mức giảm 8,9%

Tỷ đồng	2025A	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
DXS	352	150.6%	261	-18.7%	-25.7%	201	-46.2%	-23.0%	236	-48.7%	17.5%
CRE	73	74.6%	115	-34.2%	57.2%	134	28.1%	16.2%	86	-22.3%	-35.5%
Tổng cộng	426	133.2%	376	-24.1%	-11.6%	335	-29.9%	-11.0%	322	-43.6%	-3.7%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị: Hạ k/n đối với cả hai cổ phiếu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Nắm giữ (từ Mua vào) với giá mục tiêu 5.500 đồng (tiềm năng tăng giá 1,5%) và hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu 5.900 đồng (rủi ro giảm giá 7,8%), sau khi giảm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của cả DXS và CRE vẫn sẽ chịu áp lực khi mặt bằng lãi suất cao tiếp tục làm suy yếu hoạt động môi giới và làm chậm tiến độ triển khai các dự án đầu tư thứ cấp của hai công ty này. Trong khi đó, danh mục dự án mở bán của cả hai công ty đều khá mỏng và tập trung vào phân khúc thấp tầng vùng ven, khó có thể hỗ trợ tích cực cho triển vọng lợi nhuận.

Chúng tôi định giá các cổ phiếu môi giới bất động sản bằng phương pháp DCF với thời điểm định giá được lùi đến giữa năm 2027. Chi tiết như sau:

- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4%.
- Phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (không đổi) và 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 BĐS trong nước liên quan đến hoạt động huy động vốn.
- Chúng tôi áp dụng hệ số beta 1,5 lần (so với 1,4 lần trước đó) đối với DXS và 1 lần (từ 0,9 lần trước đó) đối với CRE (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC đối với DXS là 16,5% (từ 16% trước đó) và 15,8% (từ 15,2% trước đó) đối với CRE.

Bảng 5: Định giá DCF, DXS & CRE

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF để dự báo giá cổ phiếu giữa năm 2027.

	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH	Phần bù phụ trội	Beta	WACC
DXS	4.0%	8.75%	1.5%	1.5	16.5
CRE	4.0%	8.75%	1.5%	1.0	15.8

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10,8% trong 1 tháng qua (giảm 29,5% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, DXS hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 21 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,46 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,3% trong 1 tháng qua (giảm 17,2% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, CRE hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,8 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 38,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,51 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,64 lần. Mức định giá thấp khó có thể trở thành động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu, trong bối cảnh đã tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn tiếp tục suy yếu.

Trong khi cả hai cổ phiếu đang được định giá rẻ, giao dịch với P/B dự phóng thấp hơn so với bình quân quá khứ, chúng tôi cho rằng mức định giá rẻ này không thể bù đắp cho triển vọng lợi nhuận ảm đạm ở phía trước.

Bảng 6: Diễn biến giá cổ phiếu, các DN môi giới BĐS HSC khuyến nghị

Giá cổ phiếu DXS và CRE giảm đáng kể sau khi được định giá lại

	1 tháng	3 tháng	12 tháng	So với đầu năm
DXS	(10.8)	(29.5)	(59.9)	(41.1)
CRE	(8.3)	(17.2)	(44.4)	(26.8)
VNIndex	4.8	0.2	8.3	1.2

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích P/E và P/B, DXS và CRE

DXS đang giao dịch ở mức giá chiết khấu, trong khi CRE đang giao dịch ở mức giá cao

	2026 P/E	P/E trượt dự phóng 1 năm	Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân 2 năm	2026 P/B	P/B trượt dự phóng 1 năm	Độ lệch chuẩn so với P/B bình quân 3 năm
DXS	12.0	14.2	0.5	0.47	0.46	1.5
CRE	25.3	22.8	1.6	0.50	0.49	1.6

Nguồn: HSC

Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ5,900 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: -7.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/9/2026) **6,400**

Mã Bloomberg CRE VN

Giá cao/thấp 52 tuần (đ) 6,100-11,000

GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) 6,293

Vốn hóa thị trường (tỷ đ) 2,968

Vốn hóa trị trường (tr.USD) 114

Slg CP lưu hành (tr.đv) 464

Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) 232

Slg CP NN được mua (tr.đv) 226

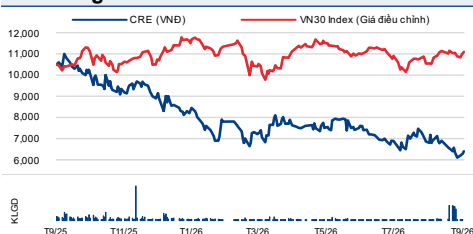
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN 50.0%

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	(5.88)	(15.7)	(39.0)
So với chỉ số	(10.5)	(16.4)	(42.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	249	657	(62.2)
2027F	289	887	(67.4)
2028F	186	887	(79.0)

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**Nguyễn Lê Cẩm Ly**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

ly.nlc@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 mờ nhạt; hạ k/n xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 33,7% giá mục tiêu xuống 5.900 đồng (rủi ro giảm giá là 7,8%) chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028.
- Chúng tôi giảm lần lượt 34,2%, 28,1% và 22,3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 do tiến độ ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City chậm hơn kỳ vọng và sự phục hồi của khối lượng giao dịch diễn ra chậm hơn dự kiến.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 15,3% trong 1 tháng qua (giảm 17,7% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, CRE hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,8 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 38,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,51 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,64 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2026

Chúng tôi xem xét lại dự báo lợi nhuận, khuyến nghị và giá mục tiêu đối với CRE sau khi công ty công bố KQKD Q2/2026 kém tích cực.

Tác động: Tăng dự báo cho năm 2027 nhưng giảm cho năm 2026/2028

HSC điều chỉnh giảm 35,9% và 34,2% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần năm 2026 xuống 1.662 tỷ đồng và 115 tỷ đồng, chủ yếu do sản lượng môi giới giảm và tiến độ ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City chậm hơn kỳ vọng. Cụ thể, chúng tôi giảm 20% dự báo doanh thu môi giới năm 2026 và 47% phần đóng góp từ Louis City, qua đó đẩy thời điểm ghi nhận doanh thu sang năm 2027.

Cho năm 2027, chúng tôi tăng 29,5% dự báo doanh thu lên 1.984 tỷ đồng và tăng 28,1% dự báo lợi nhuận thuần lên 134 tỷ đồng, chủ yếu phản ánh các khoản doanh thu tại dự án Louis City từ năm 2026 chuyển sang. Cho năm 2028, chúng tôi giảm 23,4% dự báo doanh thu xuống 1.254 tỷ đồng và giảm 22,3% dự báo lợi nhuận thuần xuống 86 tỷ đồng, phản ánh dự địa hoạch toán doanh thu từ dự án Louis City đã dần cạn kiệt, cùng với sự thiếu vắng các dự án gổ đầu tiềm năng để tạo lực đỡ cho mảng đầu tư thứ cấp.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR ở mức 5,6%, thấp hơn so với mức 14,9% trước đó.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 33,7% giá mục tiêu xuống 5.900 đồng (rủi ro giảm giá là 7,8%), chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. CRE hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,8 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 38,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,51 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,64 lần.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của CRE vẫn sẽ chịu áp lực khi mặt bằng lãi suất cao tiếp tục làm suy yếu hoạt động môi giới và làm chậm tiến độ triển khai các dự án đầu tư thứ cấp. Đáng chú ý, danh mục dự án đang mở bán tương đối mỏng và phân bổ chủ yếu tại các khu vực vùng ven, trong khi nguồn cung dự án mới tiếp tục bị tắc nghẽn bởi các vướng mắc pháp lý kéo dài. Dự án Louis City Hoàng Mai (Hà Nội, 681 căn) đang triển khai với tiến độ chậm hơn kỳ vọng, trong khi dự án Hoa Tiên Paradise (Hà Tĩnh, 561 căn) vẫn chịu nhiều vướng mắc pháp lý và Đại Lải (Vĩnh Phúc, 344 căn) vẫn đang trong quá trình phê duyệt.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	185	201	226 ▼	258 ▲	187 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	42.0	70.2	115 ▼	134 ▲	86.3 ▼
EPS ĐC (đồng)	90.6	151	249 ▼	289 ▲	186 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	12,117	12,274	12,523	12,311	11,997
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.0	18.3	17.0	15.8	22.6
P/E ĐC (lần)	70.7	42.3	25.7	22.2	34.4
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.53	0.52	0.51	0.52	0.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,590	67.2	64.1	16.2	(35.5)
ROAE (%)	0.75	1.24	2.00	2.33	1.53

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

Triển vọng lợi nhuận suy yếu do thiếu động lực tăng trưởng; Giảm tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 33,7% giá mục tiêu xuống 5.900 đồng (rủi ro giảm giá là 7,8%) chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Chúng tôi giảm lần lượt 34,2%, 28,1% và 22,3% dự báo lợi nhuận cho năm 2026, 2027 và 2028 xuống còn 115 tỷ đồng (tăng trưởng 57,2%), 134 tỷ đồng (tăng trưởng 16,2%) và 86 tỷ đồng (tăng trưởng 35,5%), chủ yếu do lùi thời điểm ghi nhận doanh thu tại dự án Louis City. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá thấp của CRE chưa đủ để bù đắp cho bức tranh lợi nhuận kém khả quan ở phía trước.

Lợi nhuận: Tăng 28,1% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 nhưng giảm cho năm 2026/2028

Chúng tôi giảm 35,9% dự báo doanh thu năm 2026 xuống 1.662 tỷ đồng (tăng trưởng 25,6%) và giảm 34,2% dự báo lợi nhuận thuần xuống 115 tỷ đồng (tăng trưởng 57,2%), do sản lượng môi giới giảm và tiến độ ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City chậm hơn dự kiến. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giảm 20% dự báo doanh thu môi giới năm 2026 và giảm 47% kế hoạch mở bán dự án Louis City, qua đó lùi thời điểm ghi nhận doanh thu sang năm 2027.

Cho năm 2027, chúng tôi tăng lần lượt 29,5% và 28,1% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần lên 1.984 tỷ đồng (tăng trưởng 19,4%) và 134 tỷ đồng (tăng trưởng 16,2%). Tuy nhiên, động thái điều chỉnh tăng này chủ yếu mang tính kỹ thuật do lùi thời điểm ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City. Trên thực tế, chúng tôi dự báo doanh thu mảng môi giới năm 2027 sẽ giảm 30% so với cùng kỳ, tiếp tục phản ánh sự suy yếu của thanh khoản dưới áp lực từ môi trường lãi suất cao.

Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 23,4% và 22,3% dự báo doanh thu năm và lợi nhuận thuần năm 2028 xuống 1.254 tỷ đồng (-36,8% svck) và 86 tỷ đồng (-35,5% svck), do phần đóng góp còn lại từ dự án Louis City giảm dần sau khi dự án đã cơ bản được ghi nhận gần hết, cùng với việc thiếu vắng các dự án tiềm năng có thể hỗ trợ đáng kể cho doanh thu đầu tư thứ cấp.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2025-2028 đạt 5,6%, thấp hơn so với mức 14,9% trong dự báo trước đó. Chi tiết về các thay đổi trong dự báo của chúng tôi được trình bày ở phần bên dưới.

Bảng 8: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, CRE

Tỷ đồng	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,323	1,662	-35.9%	25.6%	1,984	29.5%	19.4%	1,254	-23.4%	-36.8%
Lợi nhuận gộp	292	338	-34.4%	15.9%	411	26.6%	21.6%	275	-24.7%	-33.2%
LNST	75	116	-34.2%	54.7%	135	28.1%	16.2%	87	-22.3%	-35.5%
Lợi nhuận thuần	73	115	-34.2%	57.2%	134	28.1%	16.2%	86	-22.3%	-35.5%

Nguồn: HSC

Hạ k/n xuống Giảm tỷ trọng, với rủi ro giảm giá 7,8%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 33,7% giá mục tiêu xuống 5.900 đồng (rủi ro giảm giá là 7,8%) chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của CRE vẫn sẽ chịu áp lực khi mặt bằng lãi suất cao tiếp tục làm suy yếu hoạt động môi giới và làm chậm tiến độ triển khai các dự án đầu tư thứ cấp. Đáng chú ý, danh mục dự án đang mở bán tương đối mỏng và phân bổ chủ yếu tại các khu vực vùng ven, trong khi nguồn cung dự án mới tiếp tục bị tắc nghẽn bởi các vướng mắc pháp lý kéo dài. Dự án Louis City Hoàng Mai (Hà Nội, 681 căn) đang triển khai với tiến độ chậm hơn kỳ vọng, trong khi dự án Hoa Tiên Paradise (Hà

Tỉnh, 561 căn) vẫn chịu nhiều vướng mắc pháp lý và Đại Lải (Vĩnh Phúc, 344 căn) vẫn đang trong quá trình phê duyệt.

Tựu trung lại, triển vọng lợi nhuận suy yếu là cơ sở trọng yếu cho quyết định hạ khuyến nghị đầu tư của chúng tôi.

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 15,8% (từ 15,2% trước đó). 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). Giả định hệ số beta là 1 lần (trước đây là 0,9 lần), theo dữ liệu của Bloomberg.
- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 9: Định giá DCF, CRE

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	1,323	1,662	1,984	1,254
Giá vốn hàng bán	(1,032)	(1,324)	(1,573)	(979)
Lợi nhuận gộp	292	338	411	275
EBIT*(1-thuế)	128	159	191	133
Cộng: khấu hao	41	28	20	20
Trừ: thay đổi vốn lưu động	175	(297)	(154)	7
Trừ: vốn đầu tư cơ bản	(3)	(4)	(4)	(3)
FCFF	341	(114)	52	158

Nguồn:

Bảng 10: Định giá, CRE

Tỷ đồng	Giữa năm-2027
Tổng giá trị doanh nghiệp (FCFF)	3,449
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2027	725
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,723
Nợ thuần	717
Tổng giá trị vốn CSH	2,724
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	463.7
Giá mục tiêu (đồng/cp)	5,900

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), CRE

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	6,000	5,700	5,350	5,100	4,850
	2.5%	6,300	6,000	5,600	5,300	5,100
	3.0%	6,650	6,250	5,900	5,600	5,300
	3.5%	6,950	6,550	6,150	5,850	5,550
	4.0%	7,350	6,950	6,450	6,150	5,800

Nguồn: HSC

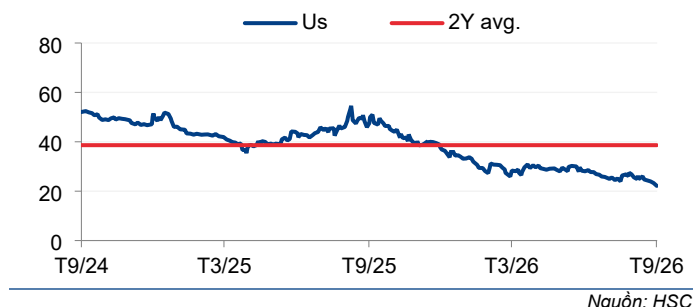
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,3% trong 1 tháng qua (giảm 17,2% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, CRE hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,8 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 38,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,51 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,64 lần. Mức định giá thấp khó có thể trở thành động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu, trong bối cảnh đà tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn tiếp tục suy yếu.

Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá rẻ của CRE chưa đủ để bù đắp cho bức tranh lợi nhuận kém khả quan ở phía trước.

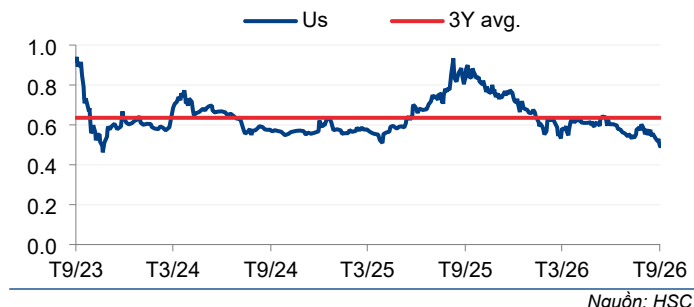
Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, CRE

CRE hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,8 lần, thấp hơn bình quân 2 năm ở mức 38,6 lần



Biểu đồ 13: P/B trượt dự phóng 1 năm, CRE

CRE hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,51 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 0,64 lần



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	1,662	1,984	1,254
Lợi nhuận gộp	296	292	338	411	275
Chi phí BH&QL	(159)	(132)	(140)	(173)	(108)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	137	160	198	238	167
Lãi vay thuần	(42.6)	(61.7)	(53.2)	(69.7)	(58.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(35.9)	-	-	-	-
LNTT	58.3	98.3	145	169	109
Chi phí thuế TNDN	(15.4)	(26.3)	(29.1)	(33.7)	(21.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.85)	(1.80)	(0.96)	(1.12)	(0.72)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	42.0	70.2	115	134	86.3
Lợi nhuận thuần ĐC	42.0	70.2	115	134	86.3
EBITDA ĐC	185	201	226	258	187
EPS (đồng)	90.6	151	249	289	186
EPS ĐC (đồng)	90.6	151	249	289	186
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	35.2	16.0	60.0
Đầu tư ngắn hạn	157	165	157	157	157
Phải thu khách hàng	3,722	5,797	5,805	5,931	5,924
Hàng tồn kho	354	691	764	754	752
Các tài sản ngắn hạn khác	11.6	22.9	58.2	69.5	43.9
Tổng tài sản ngắn hạn	4,276	6,790	6,820	6,928	6,938
TSCĐ hữu hình	111	101	97.0	94.8	93.0
TSCĐ vô hình	74.1	51.1	35.1	35.1	35.1
Bất động sản đầu tư	177	167	161	161	161
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2,550	436	197	215	234
Tổng tài sản dài hạn	2,911	755	489	506	523
Tổng cộng tài sản	7,187	7,545	7,310	7,434	7,460
Nợ ngắn hạn	946	660	735	965	1,145
Phải trả người bán	134	166	156	151	150
Nợ ngắn hạn khác	335	455	306	301	300
Tổng nợ ngắn hạn	1,525	1,418	1,270	1,491	1,663
Nợ dài hạn	0.51	175	175	175	175
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	183	183	183
Tổng nợ phải trả	1,526	1,598	1,453	1,674	1,846
Vốn chủ sở hữu	5,618	5,691	5,806	5,708	5,563
Lợi ích cổ đông thiểu số	42.8	256	49.8	51.0	51.7
Tổng vốn chủ sở hữu	5,661	5,947	5,856	5,759	5,614
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,187	7,545	7,310	7,434	7,460
BVPS (đ)	12,117	12,274	12,523	12,311	11,997
Nợ thuần/(tiền mặt)	916	720	874	1,124	1,260

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	137	160	198	238	167
Khấu hao	(48.0)	(41.1)	(27.9)	(20.0)	(20.0)
Lãi vay thuần	(42.6)	(61.7)	(53.2)	(69.7)	(58.1)
Thuế TNDN đã nộp	(6.79)	(14.5)	(29.1)	(33.7)	(21.8)
Thay đổi vốn lưu động	(761)	175	(297)	(154)	7.00
Khác	(36.0)	8.59	27.9	19.3	12.1
LCT thuần từ HKKD	(736)	297	(153)	0.46	114
Đầu tư TS dài hạn	(65.8)	(13.3)	(1.60)	(17.8)	(18.2)
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)	(1.60)	(17.8)	(18.2)
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)	75.0	230	180
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	256	(112)	75.0	(1.84)	(51.8)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	142	31.1	115	35.2	16.0
LCT thuần trong kỳ	(114)	83.7	(79.5)	(19.2)	44.0
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	28.2	115	35.2	16.0	60.0
Dòng tiền tự do	(802)	283	(155)	(17.4)	95.8

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	20.3	20.7	21.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	12.0	15.2	13.6	13.0	14.9
Tỷ suất LNT (%)	2.73	5.31	6.94	6.75	6.88
Thuế TNDN hiện hành (%)	26.5	26.8	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	65.0	(14.0)	25.6	19.4	(36.8)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	146	8.81	12.6	14.2	(27.7)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,590	67.2	64.1	16.2	(35.5)
Tăng trưởng EPS (%)	1,590	67.2	64.1	16.2	(35.5)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,590	67.2	64.1	16.2	(35.5)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.75	1.24	2.00	2.33	1.53
ROACE (%)	2.42	2.71	3.26	3.98	2.84
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.18	0.22	0.27	0.17
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(5.38)	1.85	(0.77)	0.00	0.68
Số ngày tồn kho	104	244	211	175	280
Số ngày phải thu	1,093	2,051	1,601	1,376	2,209
Số ngày phải trả	39.3	58.8	43.0	35.0	56.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	16.5	12.8	15.2	19.8	22.7
Nợ/tài sản (%)	13.3	11.1	12.5	15.4	17.8
EBIT/lãi vay (lần)	3.21	2.59	3.73	3.42	2.87
Nợ/EBITDA (lần)	5.17	4.18	4.04	4.43	7.09
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.80	4.79	5.37	4.65	4.17
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.52	2.79	2.31	2.06	3.37
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.0	18.3	17.0	15.8	22.6
P/E (lần)	70.7	42.3	25.7	22.2	34.4
P/E ĐC (lần)	70.7	42.3	25.7	22.2	34.4
P/B (lần)	0.53	0.52	0.51	0.52	0.53
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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

Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ5,500 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/9/2026) **5,420**

Mã Bloomberg DXS VN

Giá cao/thấp 52 tuần (đ) 5,350-13,100

GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) 5,463

Vốn hóa thị trường (tỷ đ) 3,112

Vốn hóa trị trường (tr.USD) 120

Slg CP lưu hành (tr.đv) 574

Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) 287

Slg CP NN được mua (tr.đv) 172

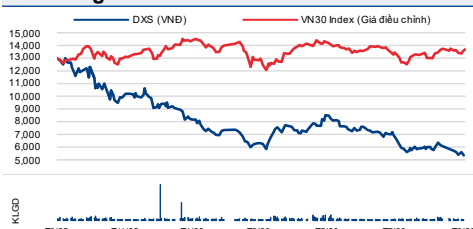
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN 50.0%

Tỷ lệ sở hữu của NN 20.0%

Tỷ lệ freefloat 34.6%

Cổ đông lớn Dat Xanh Group (60.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(9.82)	(28.5)	(58.1)
So với chỉ số	(14.3)	(29.1)	(60.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	451	825	(45.4)
2027F	347	1,015	(65.8)
2028F	408	1,112	(63.3)

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

Nguyễn Lê Cẩm Ly

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

ly.nlc@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Triển vọng lợi nhuận suy yếu; hạ k/n xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Năm giữ (từ Mua vào) nhưng giảm 50% giá mục tiêu xuống 5.500 đồng (tiềm năng tăng giá 1,5%) chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028.
- Chúng tôi giảm lần lượt 18,7%, 46,2% và 48,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2026, 2027 và 2028 xuống 261 tỷ đồng (-25,7% svck), 201 tỷ đồng (-23% svck) và 236 tỷ đồng (tăng trưởng 17,5%), sau khi giảm giả định doanh thu môi giới và doanh thu mảng kinh doanh BĐS.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10,8% trong 1 tháng qua (giảm 29,5% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, DXS hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 21 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,46 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2026

HSC vừa cập nhật dự báo lợi nhuận, khuyến nghị và giá mục tiêu đối với DXS sau khi công ty công bố KQKD Q2/2026 kém hơn kỳ vọng, cùng với việc đánh giá kỹ lưỡng lại triển vọng thị trường BĐS, trong bối cảnh tỷ lệ hấp thụ tiếp tục suy yếu trong quý thứ hai liên tiếp do môi trường lãi suất cao và tâm lý người mua nhà tiếp tục bị đè nặng.

Tác động: Giảm 19%, 46% và 49% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm 18,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống còn 261 tỷ đồng (-25,7% svck), nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với mảng môi giới và kinh doanh BĐS của DXS. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giảm 26% dự báo doanh thu môi giới và giảm 44% dự báo doanh thu mảng kinh doanh BĐS, do tâm lý e ngại tại thị trường miền Trung cùng tỷ trọng lớn của quỹ hàng thấp vùng ven nhiều khả năng sẽ tiếp tục bào mòn lợi nhuận của DXS. Chúng tôi đã phản ánh khoản trích lập dự phòng 33 tỷ đồng được ghi nhận trong Q2/2026 vào mô hình định giá. Điều này tạo thêm áp lực lên lợi nhuận thuần trong suốt giai đoạn dự báo.

Chúng tôi giảm lần lượt 46,2% và 48,7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2027 và 2028, xuống 201 tỷ đồng (-23% svck) và 236 tỷ đồng (tăng trưởng 17,5%), dựa trên giả định thị trường sẽ phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng trước đó. Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2025-2028 ở mức -12,4% (trái ngược với mức tăng 9,4% trong dự báo trước đó).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10,8% trong 1 tháng qua (giảm 29,5% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, DXS hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 21 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,46 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần.

HSC hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Năm giữ (từ Mua vào) và giảm 50% giá mục tiêu xuống 5.500 đồng (tiềm năng tăng giá là 1,5%), chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá tương đối thấp hiện tại chưa đủ sức bù đắp cho triển vọng lợi nhuận mờ nhạt của DXS.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	497	718	546 ▼	410 ▼	482 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	141	343	261 ▼	201 ▼	236 ▼
EPS ĐC (đồng)	260	521	451 ▼	347 ▼	408 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	10,472	10,929	11,485	11,821	12,217 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.87	7.39	10.0	13.7	11.7
P/E ĐC (lần)	20.9	10.4	12.0	15.6	13.3
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.52	0.50	0.47	0.46	0.44
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	185	101	(13.5)	(23.0)	17.5
ROAE (%)	2.37	5.57	4.02	2.98	3.39

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

Giảm dự báo lợi nhuận khi thị trường tiếp tục ảm đạm

HSC giảm 46,4% giá mục tiêu xuống 5.900 đồng (tiềm năng tăng giá là 5,4%) và hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ (từ Mua vào), chủ yếu do giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Cụ thể, chúng tôi giảm lần lượt 18,7%, 46,2% và 48,7% dự báo lợi nhuận cho các năm 2026, 2027 và 2028 xuống 261 tỷ đồng (-25,7% svck), 201 tỷ đồng (-23% svck) và 236 tỷ đồng (tăng trưởng 17,5%), sau khi giảm giá định doanh thu môi giới và doanh thu mảng kinh doanh BĐS. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá thấp của DXS chưa đủ để bù đắp cho bức tranh lợi nhuận kém khả quan ở phía trước.

Lợi nhuận: Giảm bình quân 37,9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm 18,7% dự báo lợi nhuận thuần 2026 xuống còn 261 tỷ đồng (-25,7% svck), phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi đối với mảng môi giới và kinh doanh BĐS của DXS. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giảm 26% dự báo doanh thu môi giới và 44% dự báo doanh thu mảng kinh doanh BĐS, do tâm lý e ngại tại thị trường miền Trung cùng tỷ trọng lớn của quỹ hàng thấp tầng vùng ven nhiều khả năng sẽ tiếp tục bào mòn tỷ suất lợi nhuận của DXS. Chúng tôi cũng phản ánh khoản trích lập dự phòng 33 tỷ đồng trong Q2/2026 vào mô hình định giá, tạo thêm rào cản tăng trưởng lợi nhuận thuần trong toàn bộ giai đoạn dự báo.

Chúng tôi giảm lần lượt 46,2% và 48,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 và 2028, xuống 201 tỷ đồng (-23% svck) và 236 tỷ đồng (tăng trưởng 17,5%), dựa trên giả định thị trường sẽ phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2025-2028 ở mức -12,4% (trái ngược với mức tăng 9,4% trong dự báo trước đó). Chi tiết về những thay đổi trong dự báo của chúng tôi được trình bày ở phần bên dưới.

Bảng 14: Dự báo lợi nhuận, DXS

Tỷ đồng	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	3,966	2,888	-15.8%	-27.2%	2,417	-36.5%	-16.3%	2,581	-40.2%	6.8%
Lợi nhuận gộp	1,714	1,291	-17.5%	-24.7%	1,090	-37.6%	-15.6%	1,177	-41.0%	8.0%
LNST	523	326	-31.7%	-37.7%	251	-54.8%	-23.0%	295	-57.0%	17.5%
Lợi nhuận thuần	352	261	-18.7%	-25.7%	201	-46.2%	-23.0%	236	-48.7%	17.5%

Nguồn: HSC

Hạ k/n xuống Nắm giữ, với tiềm năng tăng giá 1,5%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 50% giá mục tiêu xuống 5.900 đồng (rủi ro giảm giá là 1,5%) chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của DXS vẫn sẽ chịu áp lực khi mặt bằng lãi suất cao tiếp tục làm suy yếu hoạt động môi giới. Trong khi đó, danh mục dự án mở bán của doanh nghiệp lại tập trung vào phân khúc thấp tầng tại khu vực miền Trung và các đô thị vùng ven. Đây là phân khúc có tổng giá trị mỗi căn tương đối lớn và tiềm ẩn rủi ro thanh khoản lớn hơn.

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 16,5% (từ 16% trước đó). 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). Giả định hệ số beta là 1,5 lần (từ 1,4 lần trước đó).

- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 15: Định giá DCF, DXS

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	3,966	2,888	2,417	2,581
Giá vốn hàng bán	(2,253)	(1,597)	(1,327)	(1,404)
Lợi nhuận gộp	1,714	1,291	1,090	1,177
EBIT*(1-thuế)	539	404	299	353
Cộng: khấu hao	44	41	36	42
Trừ: thay đổi vốn lưu động	(933)	(519)	(384)	(323)
Trừ: vốn đầu tư cơ bản	(67)	(12)	(35)	(48)
FCFF	(417)	(85)	(84)	23

Nguồn: HSC

Bảng 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), DXS

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	4,800	4,300	3,900	3,500	3,200
	2.5%	6,100	5,500	5,000	4,600	4,200
	3.0%	6,600	6,000	5,500	4,900	4,600
	3.5%	7,100	6,500	6,000	5,400	5,000
	4.0%	7,700	7,000	6,400	5,900	5,500

Nguồn: HSC

Bảng 17: Định giá, DXS

Tỷ đồng	Giữa năm-2027
Tổng giá trị doanh nghiệp (FCFF)	7,681
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2027	1,518
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,164
Nợ thuần	4,648
Tổng giá trị vốn CSH	3,125
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	574.1
Giá mục tiêu (đồng/cp)	5,500

Nguồn: HSC

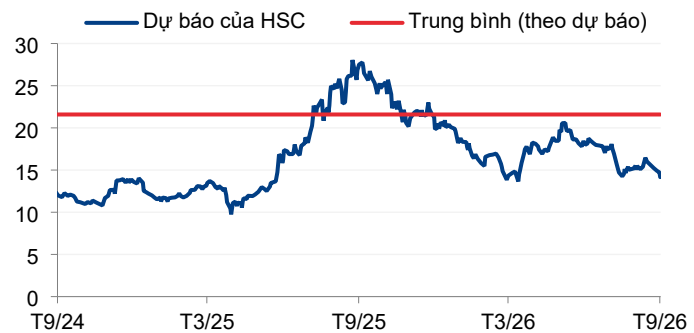
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10,8% trong 1 tháng qua (giảm 29,5% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, DXS hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn so với bình quân 2 năm ở mức 21 lần. Cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,46 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần.

Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá tương đối thấp hiện tại chưa đủ sức bù đắp cho triển vọng lợi nhuận mờ nhạt của DXS.

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

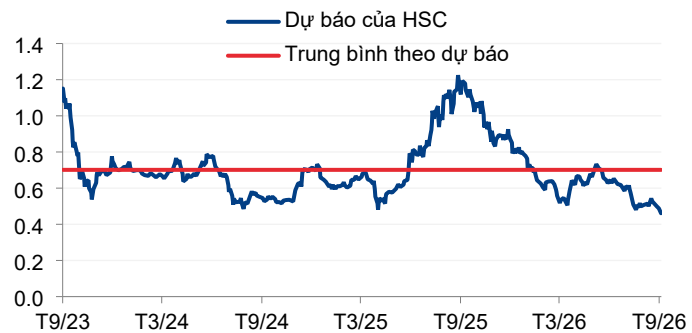
DXS hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, so với bình quân 2 năm ở mức 21 lần



Nguồn: HSC

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

P/B trượt dự phóng 1 năm của DXS là 0,46 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 0,7 lần



Nguồn: HSC

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	2,888	2,417	2,581
Lợi nhuận gộp	1,157	1,714	1,291	1,090	1,177
Chi phí BH&QL	(709)	(1,040)	(786)	(716)	(736)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	449	674	505	374	441
Lãi vay thuần	(62.1)	(64.9)	(102)	(63.2)	(75.6)
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
LN TT	339	662	403	311	365
Chi phí thuế TNDN	(86.9)	(147)	(77.2)	(59.4)	(69.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(112)	(172)	(65.3)	(50.2)	(59.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	141	343	261	201	236
Lợi nhuận thuần ĐC	149	302	261	201	236
EBITDA ĐC	497	718	546	410	482
EPS (đồng)	245	593	451	347	408
EPS ĐC (đồng)	260	521	451	347	408
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	461	506	348
Đầu tư ngắn hạn	77.6	322	322	322	322
Phải thu khách hàng	9,278	9,832	9,497	9,740	9,985
Hàng tồn kho	4,425	5,113	5,356	5,338	5,379
Các tài sản ngắn hạn khác	174	155	155	155	155
Tổng tài sản ngắn hạn	14,371	16,251	15,791	16,060	16,190
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	16,548	16,817	16,953
Nợ ngắn hạn	1,763	2,047	1,886	1,912	1,992
Phải trả người bán	195	487	377	271	233
Nợ ngắn hạn khác	3,595	3,660	2,991	2,975	2,961
Tổng nợ ngắn hạn	6,333	7,386	6,377	6,244	6,288
Nợ dài hạn	449	946	911	1,068	871
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	977	1,134	938
Tổng nợ phải trả	6,843	8,398	7,354	7,378	7,225
Vốn chủ sở hữu	6,012	6,329	6,651	6,846	7,075
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,309	2,478	2,543	2,594	2,653
Tổng vốn chủ sở hữu	8,321	8,807	9,194	9,439	9,728
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,164	17,206	16,548	16,817	16,953
BVPS (đ)	10,472	10,929	11,485	11,821	12,217
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,796	2,165	2,336	2,474	2,515

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	449	674	505	374	441
Khấu hao	(48.6)	(43.6)	(40.9)	(36.2)	(41.6)
Lãi vay thuần	(62.1)	(64.9)	(102)	(63.2)	(75.6)
Thuế TNDN đã nộp	(105)	(67.0)	(77.2)	(59.4)	(69.8)
Thay đổi vốn lưu động	(109)	(933)	(519)	(384)	(323)
Khác	33.8	146	(7.83)	(6.03)	(7.09)
LCT thuần từ HKKD	218	(258)	(202)	(145)	(24.9)
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	42.8	31.5
LCT thuần từ HĐĐT	(68.8)	(11.3)	30.8	7.31	(16.4)
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	(197)	183	(117)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	60.2	682	(197)	183	(117)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	207	416	829	461	506
LCT thuần trong kỳ	210	413	(368)	45.2	(158)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	416	829	461	506	348
Dòng tiền tự do	179	(325)	(213)	(181)	(72.8)

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	44.7	45.1	45.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.9	18.1	18.9	17.0	18.7
Tỷ suất LNT (%)	5.92	8.66	9.04	8.31	9.15
Thuế TNDN hiện hành (%)	25.6	22.2	19.1	19.1	19.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	20.1	67.0	(27.2)	(16.3)	6.77
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	214	44.4	(23.9)	(24.9)	17.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	185	102	(13.5)	(23.0)	17.5
Tăng trưởng EPS (%)	184	142	(24.0)	(23.0)	17.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	185	101	(13.5)	(23.0)	17.5
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	4.02	2.98	3.39
ROACE (%)	5.12	7.23	5.05	3.60	4.15
Vòng quay tài sản (lần)	0.16	0.25	0.17	0.14	0.15
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.49	(0.38)	(0.40)	(0.39)	(0.06)
Số ngày tồn kho	1,325	829	1,224	1,468	1,399
Số ngày phải thu	2,779	1,593	2,170	2,679	2,596
Số ngày phải trả	58.5	79.0	86.1	74.6	60.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	40.0	48.3	47.0	46.7	45.5
Nợ/tài sản (%)	18.6	22.6	21.7	22.0	21.0
EBIT/lãi vay (lần)	7.22	10.4	4.96	5.91	5.83
Nợ/EBITDA (lần)	5.67	5.41	6.57	9.03	7.39
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.27	2.20	2.48	2.57	2.57
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.07	1.34	1.90	2.32	2.19
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.87	7.39	10.0	13.7	11.7
P/E (lần)	22.1	9.14	12.0	15.6	13.3
P/E ĐC (lần)	20.9	10.4	12.0	15.6	13.3
P/B (lần)	0.52	0.50	0.47	0.46	0.44
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

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

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