

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ19,300 (từ VNĐ20,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (10/5/2024)	16,800
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,067-21,873
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,880
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,108
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	476
Slg CP lưu hành (tr.đv)	721
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	360
Slg CP NN được mua (tr.đv)	168
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	26.7%
Tỷ lệ freefloat	68.7%
Cổ đông lớn	Chủ tịch (11.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(14.3)	(8.70)	24.1
So với chỉ số	(15.2)	(13.3)	2.46
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	180	446	(59.6)
2025F	333	677	(50.7)
2026F	587	1,193	(50.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DXG là nhà môi giới bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Công ty đã phân nhánh thành công các dự án phát triển và chủ yếu tập trung vào phân khúc bình dân và trung cấp.

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

Lùi thời điểm mở bán DXHR sang năm 2025; giảm giá mục tiêu

- DXG công bố KQKD Q1/2024 sát với dự báo của HSC, với lợi nhuận thuần đạt 31 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ 95 tỷ đồng trong Q1/2023 nhờ bàn giao căn hộ tại dự án Opal Skyline. KQKD Q1/2024 đạt 23% dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm 2024.
- Tuy nhiên, chúng tôi giảm lần lượt 16,2%, 8,4%, và 10,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024, 2025, và 2026 do giảm dự báo lợi nhuận tại DXS và mảng phát triển BĐS, đặc biệt tại dự án Datxanhhomes Riverside (DXHR).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 14,3% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,8% so với ước tính RNAV (giảm 7%), hơi nhỏ hơn so với mức bình quân 3 năm. HSC cho rằng mức chiết khấu này sẽ ngày càng thu hẹp hơn khi thị trường BĐS phục hồi. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2024

HSC xem xét lại dự báo và định giá đối với DXG sau khi Công ty công bố KQKD Q1/2024 sát với dự báo của chúng tôi nhờ bàn giao căn hộ tại dự án Opal Skyline. Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận đạt lần lượt 25,7% và 23% dự báo cho năm 2024 của chúng tôi và hoàn thành lần lượt 27,3% và 13,8% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của BLĐ.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC điều chỉnh giảm 16,2%, 8,4% và 10,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024, 2025, và 2026 do sụt giảm về lợi nhuận tại DXS (Mua vào, giá mục tiêu 8.900đ (đã giảm trong báo cáo trước đó phát hành ngày 7/5/2024), DXG sở hữu 60,3% cổ phần) và do chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn liên quan đến việc phát triển dự án Gem Sky World và DXHR (chúng tôi lùi thời điểm tái mở bán dự án sang năm 2025 thay vì năm 2024).

Nhìn chung, theo dự báo mới – thấp hơn nhiều so với mức bình quân của thị trường – lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 28,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14,3% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,8% so với ước tính RNAV ước tính, hơi nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 38,7 lần. Chúng tôi kỳ vọng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp hơn nữa khi thị trường BĐS phục hồi, giúp thúc đẩy hoạt động của mảng môi giới và cho phép tái mở bán thành công dự án Gem Sky World trong năm nay.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DXG nhưng giảm 7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 19.300đ với tiềm năng tăng giá 15% do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo doanh thu BĐS lớn hơn tác động từ việc chuyển cơ sở định giá từ cuối năm 2024 sang giữa năm 2025. Giá mục tiêu mới dựa trên mức chiết khấu 30% (không thay đổi) đối với ước tính RNAV là 27.588đ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 13/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	874	768	732	995	1,481 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	215	235	114 ▼	211 ▼	372 ▼
EPS ĐC (đồng)	332	367	180 ▼	333 ▼	587 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	15,155	13,053	14,618	14,902	14,401
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.3	22.3	22.5	17.1	12.9
P/E ĐC (lần)	50.6	45.7	93.2	50.4	28.6
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.11	1.29	1.15	1.13	1.17
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(83.5)	10.6	(50.9)	85.0	76.1
ROAE (%)	2.39	2.52	1.15	1.99	3.52

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

Giảm 7% giá mục tiêu do hoạt động phát triển dự án yếu hơn

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DXG nhưng giảm 7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 19.300đ (tiềm năng tăng giá 15%) sau khi giảm lần lượt 16%, 8% và 10% dự báo lợi nhuận cho năm 2024, 2025, và 2026 do việc phát triển dự án còn chậm tiến độ (và giảm dự báo lợi nhuận của DXS). Sau khi giá cổ phiếu giảm 14,3% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,8% so với RNAV cập nhật, hơi nhỏ hơn so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 38,7%. HSC tin rằng mức chiết khấu này sẽ còn thu hẹp nữa khi ngành BĐS có triển vọng phục hồi.

KQKD Q1/2024 sát với dự báo, nhờ bàn giao sản phẩm tại dự án Opal Skyline

DXG công bố KQKD Q1/2024 với lợi nhuận thuần đạt 31 tỷ đồng (giảm 34% so với quý trước) so với khoản lỗ thuần 95 tỷ đồng trong Q1/2023, trên doanh thu 1.064 tỷ đồng (tăng 156% so với cùng kỳ nhưng giảm 24% so với quý trước). Kết quả này sát với dự báo của chúng tôi nhờ bàn giao sản phẩm tại dự án Opal Skyline.

Doanh thu và lợi nhuận Q1/2024 đạt lần lượt 25,7% và 23% dự báo cả năm của chúng tôi, đồng thời hoàn thành 27,3% và 13,8% kế hoạch BLĐ đề ra.

Doanh thu từ hoạt động bán BĐS tăng 257,5% so với cùng kỳ nhưng giảm 23,1% so với quý trước xuống 821 tỷ đồng nhờ ghi nhận doanh thu từ việc bàn giao thêm 600 căn hộ tại dự án Opal Skyline, thấp hơn mức 900 căn trong Q4/2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 39,4%, cao hơn mức 36,3% trong Q1/2023 nhưng thấp hơn mức 46,9% trong Q4/2023.

Doanh thu dịch vụ môi giới đạt 189 tỷ đồng (tăng 129% so với cùng kỳ nhưng vẫn giảm 7,8% so với quý trước) nhờ số lượng giao dịch của DXS được cải thiện. DXS ghi nhận khoảng 1.100 giao dịch trong Q1/2024 (tăng 30% so với cùng kỳ). Tỷ suất lợi nhuận gộp ở mảng này cải thiện lên mức 76,9% từ 58,4% trong Q4/2023, nhưng vẫn thấp hơn mức 88,1% trong Q1/2023.

Chi phí bán hàng & quản lý giảm 30,2% so với quý trước xuống 218 tỷ đồng (tăng 18,1% so với quý trước) do phí hoa hồng tăng, đi cùng với mức tăng trưởng doanh thu so với quý trước.

Bảng 1: KQKD Q1/2024, DXG

Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ	2024F HSC dự báo cũ	% đạt dự báo cũ
Doanh thu thuần	378	1,065	181.6%	4,145	25.7%
Lợi nhuận gộp	166	472	184.0%		
Doanh thu HĐ tài chính	18	8	-54.4%		
Chi phí tài chính	(151)	(125)	-17.0%		
Chi phí BH&QL	(171)	(218)	27.1%		
LNST	(117)	78	N/m		
Lợi nhuận thuần	(95)	31	N/m	136	23.0%

Nguồn: DXG, HSC ước tính

Cập nhật HĐKD

Tình hình phát triển dự án BĐS:

HSC cập nhật tiến độ triển khai dự án của DXG trong Bảng 1; pháp lý của một số dự án đã thay đổi.

Chúng tôi lùi thời điểm mở bán dự án Datxanhhomes Riverside (DXHR) sang năm 2025 (dự báo trước đó là năm 2024). Công ty đã hoàn tất việc thanh toán tiền sử dụng đất và đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng cũng như các thủ tục liên quan khác. Tuy nhiên, DXHR chỉ có thể chính thức mở bán khi thi công xong phần móng. Do quy trình phê duyệt ở TP.HCM diễn ra chậm nên chúng tôi thận trọng trong việc dự báo thời gian mở bán chính thức dự án này. Quá trình phê duyệt có thể mất nhiều thời gian hơn dự báo trước đó.

Nhìn chung, HSC điều chỉnh giảm 88% doanh số bán nhà trong năm 2024 do việc lùi thời gian mở bán DXHR cũng như giảm 49% dự báo doanh số bán nhà tại dự án Gem Sky World (Đồng Nai). Chúng tôi cho rằng sự phục hồi thị trường sẽ diễn ra ở các thành phố lớn như TP.HCM và Hà Nội, trong khi các tỉnh khác như Bình Dương và Đồng Nai có thể phải mất nhiều thời gian hơn mới thấy được sự cải thiện rõ rệt. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán nhà năm 2025 sẽ đến từ các dự án DXHR và Gem Sky World và sang năm 2026, Công ty sẽ chào đón hai dự án mới bao gồm Gem Premium và Opal Luxury.

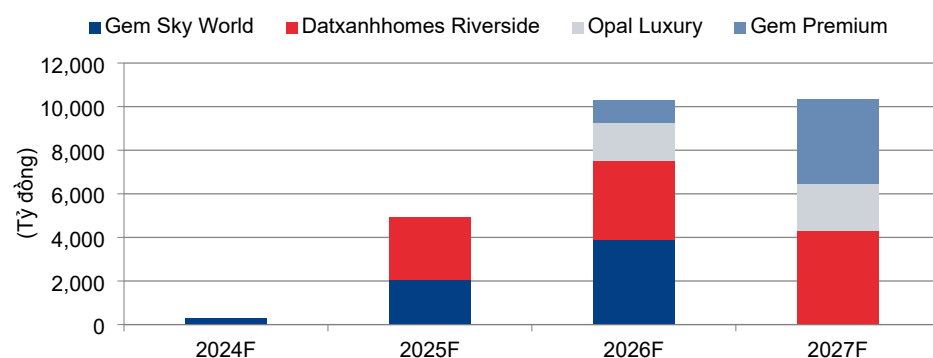
Thông tin chi tiết hơn về các dự án:

- **Opal Skyline (Bình Dương):** đã bàn giao 60% trong tổng số gần 1.600 căn hộ tính đến cuối Q1/2024, dự kiến bàn giao toàn bộ trong năm 2024.
- **Gem Sky World (Đồng Nai):** đã bán 60% (khoảng 2.400 căn hộ) trên tổng số 4.000 căn. Trong đó, 42% (khoảng 1.000 căn hộ) đã được bàn giao và ghi nhận doanh thu. Số căn hộ còn lại dự kiến sẽ được ghi nhận doanh thu khi cơ sở hạ tầng xã hội hoàn thiện. Dự kiến, DXG sẽ nhận giấy phép bán hàng vào Q3/2024 và theo dự báo thận trọng của chúng tôi, việc tái mở bán các căn hộ còn lại có thể diễn ra vào Q4/2024.
- **DXH Riverside (TP Thủ Đức)** gồm 12 block chung cư tương đương khoảng 3.175 căn hộ. Công ty đang xin giấy phép xây dựng và dự kiến sẽ nhận được vào Q3/2024.

Chúng tôi lưu ý rằng dự án này ban đầu được thiết kế với 8 block chung cư/khoảng 2.100 căn hộ và Công ty đã bán được khoảng 1.000 căn với giá bán bình quân 37 triệu đồng-39 triệu đồng/m² vào thời điểm năm 2018. Tuy nhiên, BLĐ đã thay đổi quy hoạch tổng thể thành 12 block chung cư/3.175 căn hộ và trì hoãn việc mở bán để chờ hoàn thiện các thủ tục pháp lý khác như giấy chứng nhận đầu tư và giấy phép xây dựng từ cơ quan chính phủ.

- **Opal Luxury (Bình Dương)** hướng đến phân khúc trung cấp với khoảng 3.400 căn hộ. Chúng tôi kỳ vọng việc mở bán sẽ được tiến hành trong năm 2026 vì công ty vẫn đang trong giai đoạn đầu hoàn tất các thủ tục pháp lý. Có thể mất đến 12 tháng để Công ty có thể nhận được tất cả các phê duyệt cần thiết.

Biểu đồ 2: Dự báo doanh số bán nhà theo dự án, DXG



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: Các dự án trọng điểm trong giai đoạn 2024-2026, DXG

STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Địa điểm	Diện tích (m ²)	Loại sản phẩm	Tiến độ
1	Gem Sky World	100%	Đồng Nai	922,000	Nhà ở cao tầng	Dự kiến sẽ tái khởi động vào 6 tháng cuối năm 2024
2	Opal Skyline	100%	Bình Dương	11,003	Nhà ở cao tầng	Đang bàn giao, hoàn thành khoảng 60%
3	Datxanhhomes Riverside	100%	Quận 2, TP.HCM	67,143	Nhà ở cao tầng	Đang xin giấy phép xây dựng
4	Opal Luxury	100%	Bình Dương	86,834	Nhà ở cao tầng	Dự kiến sẽ tái khởi động trong năm 2026
5	Gem Premium	38%	Thủ Đức	67,211	Nhà ở cao tầng	Dự kiến sẽ tái khởi động trong năm 2026

Nguồn: DXG, HSC ước tính

Phát hành số lượng lớn cổ phiếu

Trước đó, tại ĐHCĐ tổ chức vào tháng 5/2023, cổ đông đã thông qua 2 phương án phát hành cổ phiếu trong năm 2024. Nội dung cụ thể như sau:

- Phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu (13% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với giá 18.600đ/cp để nâng tỷ lệ sở hữu tại DXS. Chuyển nhượng tối đa 68,2 triệu cổ phiếu DXS (11,78% vốn điều lệ của DXS). Thời gian và giá chuyển nhượng chưa được công bố.
- Phương án này thay thế cho phương án phát hành riêng lẻ 57 triệu cổ phiếu trước đó với giá 15.000đ/cp (được thông qua tại ĐHCĐ năm 2023) sau khi thay đổi số lượng cổ phiếu DXS được mua.
- Kế hoạch phát hành 150,1 triệu cổ phiếu (20,8% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với tỷ lệ phát hành quyền 24:5 cho cổ đông hiện hữu với giá 12.000đ/cp để huy động 1.802 tỷ đồng. Trong đó, 443 tỷ đồng sẽ được dùng để trả nợ trái phiếu doanh nghiệp và huy động vốn cho DXG, còn 1.359 tỷ đồng sẽ được dùng để trả nợ cho Công ty Hà An (CĐT dự án Gem Sky World, DXG sở hữu 100% cổ phần).

Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC điều chỉnh giảm 16,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 114 tỷ đồng (giảm 35,2%) và giảm 5,2% dự báo doanh thu thuần xuống 3.930 tỷ đồng (tăng trưởng 6,1%), do mảng môi giới của DXS đóng góp thấp hơn và chúng tôi có quan điểm thận trọng về doanh thu ghi nhận từ dự án Gem Sky World. Chúng tôi mô tả những thay đổi trong dự báo đối với DXS như sau:

Doanh thu năm 2024 dự báo được củng cố nhờ ghi nhận doanh thu từ 50% dự án Opal Skyline và 6% trong tổng số 60% số căn hộ đã bán tại dự án Gem Sky World (so với ước tính trước đây của chúng tôi là 10%). Đáng chú ý, cho năm 2024, chúng tôi dự báo Công ty sẽ chuyển biến từ khoản lỗ HĐKD cốt lõi 90 tỷ đồng trong năm 2023 (không bao gồm khoản lợi nhuận không thường xuyên 266 tỷ đồng từ bán dự án).

HSC giảm 8,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 xuống 211 tỷ đồng (tăng trưởng 85%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận đối với DXS, trong khi vẫn giữ nguyên dự báo doanh thu. Lợi nhuận dự kiến sẽ được thúc đẩy từ việc ghi nhận doanh thu từ dự án Gem Sky World (hiện đang được ưu tiên giải quyết mọi vấn đề còn tồn tại liên quan đến khách hàng và ngân hàng).

Chúng tôi giảm lần lượt 4% và 10,3% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần cho năm 2026 xuống 6.507 tỷ đồng (tăng trưởng 46%) và xuống 372 tỷ đồng (tăng trưởng 76,1%) do kỳ vọng ghi nhận doanh thu từ dự án DXHR sau thời gian trì hoãn việc mở bán.

Nhìn chung, dự báo mới – thấp hơn nhiều so với mức bình quân của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 28,3%. Nội dung chi tiết về những thay đổi trong dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 4.

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, DXG

Tỷ đồng	2023	2024F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	3,706	3,930	-5.2%	6.1%	4,459	0.0%	13.4%	6,507	-4.0%	46.0%
Lợi nhuận gộp	1,693	1,728	-6.2%	2.1%	2,087	0.0%	20.8%	3,122	-1.5%	49.6%
LNST	155	198	-12.2%	28.3%	462	2.2%	132.8%	784	-9.9%	69.8%
Lợi nhuận thuần	176	114	-16.2%	-35.2%	211	-8.4%	85.0%	372	-10.3%	76.1%
Lợi nhuận/(lỗ) thuần không thường xuyên	266	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(90)	114	-16.2%	N/m	211	-8.4%	85.0%	372	-10.3%	N/m

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận đối với DXS gần đây, DXG

Tỷ đồng	2023	2024F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	CAGR 2023-26
Tổng doanh thu	1,978	2,019	-	2.0%	2,956	-	46.4%	3,856	-	30.4%	24.9%
Lợi nhuận gộp	691	919	-	33.0%	1,589	-	72.9%	2,224	-	39.9%	47.6%
LNST	(160)	131	-6.0%	N/m	391	-6.6%	197.9%	674	-5.1%	72.5%	-261.4%
Lợi nhuận thuần	(168)	78	-6.0%	N/m	233	-6.6%	197.9%	402	-5.1%	72.5%	-233.7%

Nguồn: HSC ước tính

DXS: Hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do tăng trích lập dự phòng

HSC đã thảo luận về công ty môi giới DXS trong báo cáo doanh nghiệp xuất bản gần đây '1Q24 beat on better volume; maintain Buy' (báo cáo tiếng Anh), nằm trong báo cáo ngành môi giới BĐS 'Realtors: Specter of bad receivables blurs rosy outlook' (báo cáo tiếng Anh). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, giữ nguyên giá mục tiêu 8.900đ và giảm lần lượt 5-6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024, 2025.

Việc cắt giảm dự báo lợi nhuận là dựa trên cơ sở trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi trong mảng bán BĐS. Sở dĩ có các khoản trích lập dự phòng liên quan đến các dự án thuộc mảng kinh doanh BĐS vì khách hàng của DXS là các nhà phát triển BĐS nhỏ, vốn chịu ảnh hưởng từ sự suy giảm của thị trường trong năm 2023 và vẫn đang gặp vấn đề về dòng tiền, làm ảnh hưởng đến tiến độ thu hồi tiền của DXS. Chúng tôi giả định chi phí trích lập dự phòng ở mức 27 tỷ đồng (tăng 10%) trong năm 2024, 30 tỷ đồng (tăng 10%) trong năm 2025 và 33 tỷ đồng (tăng 10%) trong năm 2026. Trong năm 2023, DXS đã trích lập dự phòng tổng cộng 24 tỷ đồng.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm DXS sẽ hưởng lợi từ đà phục hồi của thị trường BĐS và sự hợp nhất ngành trong dài hạn.

Chi tiết về những thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 5.

Định giá và khuyến nghị: duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 7% ước tính RNAV/cp ước tính xuống 27.588đ do tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2025. Đề ra được giá mục tiêu mới là 19.300đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% đối với ước tính RNAV/cp (không thay đổi). Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

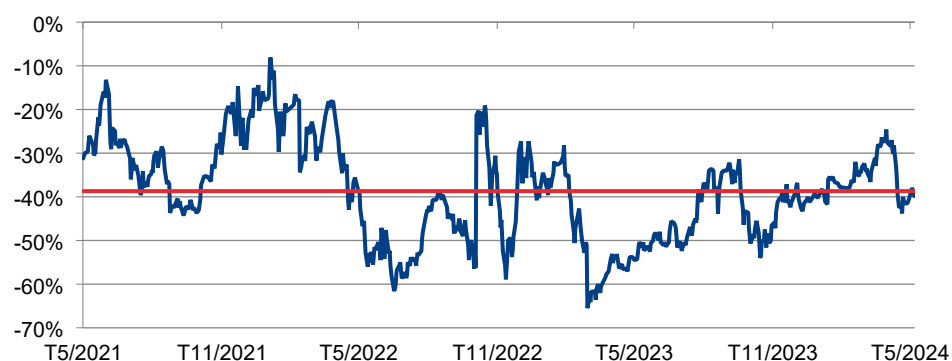
- Chúng tôi đưa DXS, với giá mục tiêu 8.900đ, vào mô hình dự báo. DXS đóng góp 27,8% tổng RNAV ước tính cho DXG.
- Lãi suất phi rủi ro giả định ở mức 4% (không thay đổi), hệ số beta 1,5 lần (từ 1,4 lần) (dựa trên dữ liệu của Bloomberg). Tiếp tục sử dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh ở mức 10% (không thay đổi) (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,5%). Theo đó, giả định WACC đạt 15,4% (không thay đổi).

Thông tin chi tiết và giả định định giá mới của chúng tôi được thể hiện trong Bảng 6 và Biểu đồ 7.

Bảng 6: Định giá SOTP, DXG

Tỷ đồng	Giữa năm 2025	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	16,434	Tại giá mục tiêu là 8.900đ
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60.3%)	6,334	
Tổng giá trị tài sản thuần	22,768	
Nợ thuần/tiền thuần	(4,595)	
Điều chỉnh đối với DXS	1,919	
Nợ thuần/tiền thuần, điều chỉnh	(2,891)	
RNAV	19,877	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	720.7	
RNAV/cổ phiếu	27,588	
Hệ số chiết khấu	30%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	19,300	

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, DXG


Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 1 tháng qua trong bối cảnh thị trường điều chỉnh, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,8% so với RNAV, hẹp hơn một chút so với bình quân 3 năm là 38,7%. Chúng tôi kỳ vọng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp hơn nữa nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS khi DXG ghi nhận KQKD Q1/2024 bước đầu tích cực và số lượng giao dịch của công ty con DXS cải thiện.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	5,512	3,706	3,930	4,459	6,507
Lợi nhuận gộp	2,970	1,693	1,728	2,087	3,122
Chi phí BH&QL	(2,140)	(955)	(1,051)	(1,135)	(1,708)
Thu nhập khác	13.6	0	0	0	0
Chi phí khác	(56.0)	(51.8)	(61.3)	(56.5)	(56.5)
EBIT	788	686	616	896	1,358
Lãi vay thuần	(380)	(389)	(368)	(319)	(378)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	1.63	(112)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	358	332	0	0	0
LNTT	768	516	248	577	980
Chi phí thuế TNDN	(234)	(303)	(49.6)	(115)	(196)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(319)	21.8	(84.0)	(250)	(412)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	215	235	114	211	372
Lợi nhuận thuần ĐC	204	226	111	205	361
EBITDA ĐC	874	768	732	995	1,481
EPS (đồng)	359	381	159	293	516
EPS ĐC (đồng)	332	367	180	333	587
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	598	616	721	721	721
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	610	721	721	721	721
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	615	726	726	726	726

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	919	276	293	532	236
Đầu tư ngắn hạn	181	97.2	97.2	97.2	97.2
Phải thu khách hàng	11,948	11,428	11,311	10,478	10,728
Hàng tồn kho	14,031	14,139	14,918	16,936	20,520
Các tài sản ngắn hạn khác	292	294	294	294	294
Tổng tài sản ngắn hạn	27,371	26,234	26,913	28,338	31,875
TSCĐ hữu hình	328	310	341	348	356
TSCĐ vô hình	65.5	61.9	40.3	26.2	11.0
Bất động sản đầu tư	132	110	456	814	1,396
Đầu tư dài hạn	25.0	25.4	25.4	25.4	25.4
Đầu tư vào Cty LD,LK	481	369	369	369	369
Tài sản dài hạn khác	1,917	1,684	1,713	1,809	1,948
Tổng tài sản dài hạn	2,950	2,561	2,945	3,391	4,105
Tổng cộng tài sản	30,321	28,795	29,858	31,729	35,980
Nợ ngắn hạn	2,023	2,591	2,776	2,722	3,497
Phả trả người bán	1,149	767	625	683	656
Nợ ngắn hạn khác	5,956	5,718	4,753	5,012	5,970
Tổng nợ ngắn hạn	12,255	11,628	12,288	12,912	16,065
Nợ dài hạn	3,748	2,699	1,889	2,682	3,729
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	98.2	150	150	150	150
Nợ dài hạn khác	131	128	128	128	128
Tổng nợ dài hạn	3,978	2,976	2,167	2,960	4,007
Tổng nợ phải trả	16,236	14,604	14,455	15,872	20,072
Vốn chủ sở hữu	9,245	9,408	10,535	10,740	10,379
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,840	4,783	4,867	5,117	5,529
Tổng vốn chủ sở hữu	14,085	14,191	15,402	15,857	15,908
Tổng nợ phải trả và VCSH	30,321	28,795	29,858	31,729	35,980
BVPS (đ)	15,155	13,053	14,618	14,902	14,401
Nợ thuần/(tiền mặt)	4,852	5,013	4,372	4,871	6,989

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	788	686	616	896	1,358
Khấu hao	(85.7)	(81.8)	(116)	(99.7)	(123)
Lãi vay thuần	(380)	(389)	(368)	(319)	(378)
Thuế TNDN đã nộp	(485)	(184)	(49.6)	(115)	(196)
Thay đổi vốn lưu động	(4,065)	(1,206)	(186)	(488)	(1,473)
Khác	352	46.8	15.6	(6.05)	45.2
LCT thuần từ HKKD	(3,904)	(1,131)	94.9	(48.9)	(697)
Đầu tư TS dài hạn	(148)	(129)	(470)	(451)	(699)
Góp vốn & đầu tư	(216)	(17.4)	0	0	0
Thanh lý	703	800	0	0	0
Khác	(102)	(104)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	237	550	(470)	(451)	(699)
Cổ tức trả cho CSH	(338)	(76.0)	0	0	(722)
Thu từ phát hành CP	417	29.0	1,017	0	0
Tăng/giảm nợ	1,769	(14.3)	(625)	739	1,822
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,848	(61.4)	392	739	1,100
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,738	919	276	293	532
LCT thuần trong kỳ	(1,819)	(643)	17.0	239	(296)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	919	276	293	532	236
Dòng tiền tự do	(4,052)	(1,261)	(375)	(500)	(1,396)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	53.9	45.7	44.0	46.8	48.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.8	20.7	18.6	22.3	22.8
Tỷ suất LNT (%)	3.90	6.33	2.91	4.74	5.72
Thuế TNDN hiện hành (%)	30.5	58.7	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(45.4)	(32.8)	6.05	13.4	46.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(67.8)	(12.1)	(4.71)	36.0	48.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(81.4)	10.6	(50.9)	85.0	76.1
Tăng trưởng EPS (%)	(83.3)	6.02	(58.4)	85.0	76.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(83.5)	10.6	(50.9)	85.0	76.1
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.39	2.52	1.15	1.99	3.52
ROACE (%)	4.77	3.89	3.55	4.92	7.01
Vòng quay tài sản (lần)	0.19	0.13	0.13	0.14	0.19
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(4.96)	(1.65)	0.15	(0.05)	(0.51)
Số ngày tồn kho	2,015	2,564	2,473	2,607	2,213
Số ngày phải thu	1,716	2,072	1,875	1,613	1,157
Số ngày phải trả	165	139	104	105	70.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	78.3	71.9	72.0	77.8	114
Nợ/tài sản (%)	26.9	24.5	26.4	28.0	33.7
EBIT/lãi vay (lần)	2.07	1.76	1.67	2.81	3.59
Nợ/EBITDA (lần)	9.33	9.17	10.8	8.93	8.17
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.23	2.26	2.19	2.19	1.98
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.74	4.62	4.19	3.81	2.93
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.3	22.3	22.5	17.1	12.9
P/E (lần)	46.7	44.1	106	57.3	32.5
P/E ĐC (lần)	50.6	45.7	93.2	50.4	28.6
P/B (lần)	1.11	1.29	1.15	1.13	1.17
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn