

Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ12,400 (từ VNĐ19,300)

Tiềm năng tăng/giảm: -9.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/7/2024)	13,700
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,500-21,873
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	13,917
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,874
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	391
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	(14.4)	(15.2)	(23.7)
So với chỉ số	(15.0)	(18.3)	(28.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	180	270	(33.2)
2025F	304	478	(36.5)
2026F	557	669	(16.7)

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

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do rủi ro gia tăng

- HSC hạ khuyến nghị đối với DXG xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng và giảm 35,8% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 12.400đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và tăng giả định chiết khấu so với RNAV do rủi ro quản trị doanh nghiệp gia tăng.
- Chúng tôi đa phần không thay đổi dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng giảm lần lượt 9% và 5,1% dự báo cho năm 2025-2026 do mức đóng góp của công ty con DXS giảm cũng như hoạt động bàn giao sản phẩm tại dự án Gem Sky World chậm hơn dự báo.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 44,8% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39,6%. Trước rủi ro quản trị doanh nghiệp ngày càng tăng, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng, với rủi ro giảm giá 9,5% tại giá mục tiêu mới.

Sự kiện: KQKD Q2/2024, công bố thông tin chủ tịch từ chức

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với DXG sau khi KQKD Q2/2024 được công bố và có thông tin thay đổi BLĐ/HĐQT của Công ty. Chi tiết như sau:

- DXG công bố lợi nhuận thuần Q2/2024 đạt 33 tỷ đồng, giảm 78,9% so với cùng kỳ nhưng tăng 5,2% so với quý trước và sát với dự báo của chúng tôi, nhờ hoạt động bàn giao căn hộ tại dự án Opal Skyline.
- Ông Lương Trí Thìn, nhà sáng lập kiêm chủ tịch HĐQT, người đã gắn bó với Tập đoàn Đất Xanh trong 20 năm qua, thôi giữ chức vụ hiện tại từ ngày 3/7/2024. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là yếu tố tiêu cực gây ảnh hưởng đến sự ổn định của DXG, trong bối cảnh các vấn đề pháp lý liên quan đến các dự án trọng điểm Gem Sky World và Datxanhhomes Riverside chưa được giải quyết.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2026

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 ở mức 114 tỷ đồng (giảm 35,2% so với cùng kỳ), nhưng giảm lần lượt 9% và 5,1% dự báo cho năm 2025-2026 xuống 192 tỷ đồng (tăng trưởng 68,4%) và 353 tỷ đồng (tăng trưởng 83,5%). Dự báo mới của chúng tôi, hơi thấp hơn 29% so với bình quân dự báo của thị trường, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 ở mức 26%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14,4% trong 1 tháng qua và giảm 23,7% trong 1 năm qua do các luồng thông tin tiêu cực liên quan đến vụ kiện thanh toán trái phiếu và tình trạng trì trệ trong hoạt động mở bán dự án, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 44,8% so với ước tính RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 39,6%.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DXG xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng và giảm 35,8% giá mục tiêu xuống 12.400đ (rủi ro giảm giá 9,5%) do khi giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định chiết khấu so với RNAV lên 50% (từ 30%) do rủi ro quản trị doanh nghiệp tăng và lợi thế cạnh tranh ở mảng kinh doanh cốt lõi giảm. Ngoài ra, với tình trạng chậm phê duyệt pháp lý và tâm lý thị trường kém, chúng tôi dự báo việc mở bán các dự án quan trọng sẽ cần thêm nhiều thời gian, ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của DXG.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	874	768	732	906 ▼	1,552
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	215	235	114	192 ▼	353 ▼
EPS ĐC (đồng)	332	367	180	304 ▼	557 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	15,155	13,053	14,618	14,877	14,350
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.1	19.4	19.7	17.0	11.0
P/E ĐC (lần)	41.2	37.3	76.0	45.1	24.6
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.90	1.05	0.94	0.92	0.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(83.5)	10.6	(50.9)	68.4	83.5
ROAE (%)	2.39	2.52	1.15	1.81	3.35

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

Các yếu tố nền tảng kém; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị đối với DXG xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng và giảm 35,8% giá mục tiêu xuống 12.400đ (rủi ro giảm giá 9,5%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và KQKD kém khả quan của DXS (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 5.000đ), và tăng giá định chiết khấu so với RNAV. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về sự ổn định của Công ty trong giai đoạn chuyển giao, đặc biệt trong giai đoạn đầu của quá trình phục hồi thị trường BĐS. Ngoài ra, việc chậm hoàn tất các thủ tục pháp lý dẫn đến tình trạng chậm mở bán các dự án mới, từ đó triển vọng lợi nhuận của Công ty kém hấp dẫn.

KQKD Q2/2024: Sất với dự báo, được đóng góp bởi hoạt động bàn giao tại dự án Opal Skyline

DXG báo cáo KQKD Q2/2024 với 33 tỷ đồng lợi nhuận thuần (giảm 78,9% so với cùng kỳ và tăng 5,2% so với quý trước) trên doanh thu 1.126 tỷ đồng (tăng 66% so với cùng kỳ và 5,8% so với quý trước). KQKD trong quý sất với dự báo của HSC nhờ hoạt động bàn giao tại dự án Opal Skyline. Công ty không ghi nhận khoản mục không thường xuyên trong quý báo cáo, trong khi Q2/2023 lợi nhuận không thường xuyên đạt 266 tỷ đồng từ hoạt động bán cổ phần dự án. Lợi trừ các khoản mục trên, lợi nhuận thuần Q2/2024 cải thiện mạnh, từ lỗ HĐKD cốt lõi 96 tỷ đồng trong Q2/2023.

DXG ghi nhận lợi nhuận thuần trong nửa đầu năm 2024 khiêm tốn ở mức 64 tỷ đồng (tăng 4,9% so với cùng kỳ) trên doanh thu 2.191 tỷ đồng (tăng khoảng 2 lần so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 56,2% và 55,7% dự báo doanh thu và lợi nhuận cho năm 2024 của chúng tôi.

Doanh thu mảng kinh doanh BĐS đạt 754 tỷ đồng (tăng 53,3% so với cùng kỳ và giảm 8,2% so với quý trước) nhờ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án Opal Skyline. Khoảng 150 căn hộ còn lại của dự án (khoảng 10% trên tổng số căn hộ tại dự án) dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu vào Q3/2024. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 40,4% từ mức 34,1% trong Q2/2024 và 39,4% trong Q1/2024.

Doanh thu mảng môi giới đạt 287 tỷ đồng (tăng 51,7% so với quý trước và 62,7% so với cùng kỳ). Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh này đạt 72,9%, giảm từ mức 76,9% trong Q1/2024 nhưng cao hơn mức 62,5% trong Q2/2023.

Chi phí bán hàng & quản lý tăng 31,3% so với quý trước và 37,5% so với cùng kỳ đạt 286 tỷ đồng do chi phí hoa hồng và tiếp thị tăng, phù hợp với mức tăng trưởng doanh thu.

Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH giảm xuống còn 0,26 lần, cải thiện từ mức 0,39 lần trong Q2/2023 và không đổi so với quý trước nhờ số dư tiền mặt tăng từ số tiền thu được 1.220 tỷ đồng sau đợt phát hành cổ phiếu ra công chúng năm 2023. Số tiền này sẽ được sử dụng để trả nợ và chi phí thuế cho CTCP Đầu tư Bất động sản Hà An, chủ đầu tư dự án Gem Sky World.

Bảng 1: KQKD Q2/2024, DXG

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/24	% sv cùng kỳ	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ
Doanh thu thuần	714	1,126	57.7%	1,092	2,191	100.6%
Lợi nhuận gộp	290	539	85.7%	456	1,011	121.5%
Lợi nhuận HĐ tài chính	183	(103)	-156.3%	50	(219)	-536.8%
Chi phí BH&QL	(208)	(286)	37.5%	(379)	504)	32.8%
LNST	157	94	-40.4%	40	171	329.5%
Lợi nhuận thuần	156	33	-78.9%	61	64	4.9%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	252	-	-	293	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(96)	33	-134.4%	(232)	64	-127.7%

Nguồn: DXG, HSC

Bất ổn trong ngắn hạn sau khi thay đổi lãnh đạo cấp cao

Ông Lương Trí Thìn từ chức chủ tịch vào ngày 3/7/2024, kết thúc gần hai thập kỷ điều hành Công ty. Ông Lương Ngọc Huy, Phó Tổng giám đốc Công ty được bổ nhiệm vào vị trí chủ tịch cùng ngày và tham gia HĐQT.

Ông Thìn vẫn là thành viên HĐQT, đồng thời là Chủ tịch Hội đồng Chiến lược mới được thành lập. Hội đồng này có trách nhiệm hoạch định và thực hiện các chiến lược cho HĐQT cũng như các quyết định quan trọng của DXG.

HSC nhận thấy việc bổ nhiệm ông Huy diễn ra khá nhanh chóng, báo hiệu cho giai đoạn chuyển giao tương đối suôn sẻ trong công tác điều hành tại DXG. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiến triển trong việc xây dựng niềm tin của NĐT và những cải thiện trong HĐKD liên quan đến việc thay đổi lãnh đạo có thể sẽ được nhìn thấy trong trung hạn, vì Công ty cần thời gian để chứng tỏ đã đạt được sự ổn định ở BLĐ.

Chúng tôi cho rằng việc chủ tịch từ chức trong bối cảnh thị trường BĐS suy yếu và các khuôn khổ pháp lý vẫn chưa ổn định tạo ra sự bất lợi cho sự ổn định của DXG. Các luật mới (Luật Nhà ở sửa đổi, Luật Kinh doanh BĐS sửa đổi, Luật Đất đai sửa đổi) chính thức có hiệu lực từ ngày 1/8/2024 sẽ tạo ra những bất ổn trong ngắn hạn đối với các nhà phát triển BĐS như DXG khi các công ty này phải tìm cách thích ứng với môi trường pháp lý mới.

Cập nhật các HĐKD chính

Các dự án đang triển khai

Do quy trình phê duyệt dự án tại TP.HCM chậm (theo quan sát của chúng tôi) và những bất ổn mà các chủ đầu tư gặp phải trong quá trình thích ứng với khung pháp lý mới (Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực từ ngày 1/8/2024), đặc biệt là đối với các chủ đầu tư nhỏ và thiếu năng lực trong việc xin phê duyệt dự án. HSC có quan điểm thận trọng trong việc đánh giá doanh thu bán nhà tại các dự án trọng điểm của DXG như Gem Sky World (GSW) và Datxanhhomes Riverside (DXHR).

- **Gem Sky World (Đồng Nai):** Chúng tôi lùi dự báo thời điểm mở bán dự án sang năm 2025 từ năm 2024 (BLĐ đặt mục tiêu mở bán vào Q4/2024) sau khi nhận thấy thị trường ở các tỉnh vẫn chưa phục hồi, không thuận lợi cho DXG mở bán dự án. Chúng tôi lưu ý rằng 60% của dự án, tương đương khoảng 2.300 căn hộ đã được bán ra, trong đó 40% đã được bàn giao. Khoảng 1.700 căn còn lại dự kiến sẽ được mở bán trở lại nếu thị trường phục hồi mạnh.
- **DXH Riverside (Thành phố Thủ Đức):** Chúng tôi lùi dự báo thời điểm mở bán dự án Datxanhhomes Riverside (DXHR) sang năm 2026 (so với dự báo trước đây của chúng tôi là vào năm 2025). Chúng tôi hiểu rằng CĐT đã hoàn tất thanh toán tiền sử dụng đất bổ sung cho dự án và đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng cũng như các phê duyệt liên quan.
- Tuy nhiên, hoạt động mở bán chỉ có thể được triển khai khi phần móng của công trình được hoàn thành. Do quy trình phê duyệt ở TP.HCM diễn ra chậm (theo quan sát của chúng tôi) và các luật mới cần nhiều thời gian để thích ứng, chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn trong việc dự báo thời gian chính thức mở bán dự án này do chúng tôi dự báo việc phê duyệt dự án sẽ diễn ra chậm hơn dự báo trước đó.
- Dự án này ban đầu được thiết kế với 8 lô chung cư (khoảng 2.100 căn hộ) và Công ty đã bán khoảng 1.000 căn hộ với giá bán bình quân là 37-39 triệu đồng/m² tính tại thời điểm năm 2018. Sau đó, BLĐ thay đổi thiết kế tổng thể thành 12 lô chung cư (khoảng 3.175 căn hộ) và hoãn việc mở bán để chờ giấy chứng nhận đầu tư và giấy phép xây dựng.

Và kết quả, trong dự báo cho năm 2024, chúng tôi không ghi nhận doanh số bán nhà đối với DXG, đồng thời giảm 58,1% và 32,6% dự báo doanh số bán nhà năm 2025-2026 xuống 2,1 nghìn tỷ đồng và 6,9 nghìn tỷ đồng. Kết quả này sẽ có tác động đáng kể đến triển vọng lợi nhuận của DXG trong những năm tiếp theo.

Ngoài ra, chúng tôi cũng lùi dự báo thời điểm mở bán dự án Opal Luxury và Gem Premium sang năm 2027 (từ năm 2026) do nhận thấy quy trình phê duyệt dự án có thể mất nhiều thời gian hơn dự báo trước đó. Chúng tôi cho rằng thị trường chỉ phục

hồi tại các thành phố lớn như TP.HCM và Hà Nội, trong khi các tỉnh như Bình Dương và Đồng Nai cần nhiều thời gian hơn để thị trường phục hồi rõ nét hơn.

Thông tin chi tiết về dự án được trình bày dưới đây.

Bảng 2: Các dự án trọng điểm trong giai đoạn 2024-2026, DXG

STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Địa điểm	Diện tích (m2)	Loại sản phẩm	Tiến độ
1	Gem Sky World	100%	Đồng Nai	922,000	Nhà ở cao tầng	Dự kiến sẽ mở bán lại trong năm 2025
2	Opal Skyline	100%	Bình Dương	11,003	Nhà ở cao tầng	Đang bàn giao, hoàn thành khoảng 90%
3	Datxanhhomes Riverside	100%	Quận 2, TP.HCM	67,143	Nhà ở cao tầng	Đang xin giấy phép xây dựng. Dự kiến sẽ mở bán trong năm 2026
4	Opal Luxury	100%	Bình Dương	86,834	Nhà ở cao tầng	Dự kiến sẽ mở bán trong năm 2027
5	Gem Premium	38%	Thủ Đức	67,211	Nhà ở cao tầng	Dự kiến sẽ mở bán trong năm 2027

Nguồn: HSC ước tính

Công ty môi giới trực thuộc (DXS): Giảm 44% giá mục tiêu, giảm mạnh dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC thảo luận về DXS (DXG sở hữu 60,3% cổ phần) trong các báo cáo được phát hành gần đây [Thách thức ngày càng gia tăng; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng](#), vốn là một phần trong báo cáo ngành [Thị trường tiếp tục đà phục hồi, nhưng lợi thế cạnh tranh giảm](#). DXS là một phần quan trọng của DXG, đóng góp bình quân 38% doanh thu cho Công ty trong 5 năm qua, cũng như đóng góp một tỷ lệ lớn hơn vào lợi nhuận hợp nhất của Công ty.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Giảm tỷ trọng, với rủi ro giảm giá 9,5% xuống giá mục tiêu mới là 5.000đ sau khi giảm 44% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 (giảm lần lượt 37% và 27%. Thông tin chi tiết trong Bảng 3).

Chúng tôi giữ quan điểm thị trường BĐS đang phục hồi trên diện rộng, nhưng mảng môi giới cốt lõi của DXS vẫn bị cản trở bởi tình hình tài chính yếu kém, ảnh hưởng đến khả năng đặt cọc cho các nhà phát triển BĐS và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành, dẫn đến thị phần của Công ty ngày càng giảm.

Cập nhật về kế hoạch phát hành

Công ty có kế hoạch phát hành 150,1 triệu cổ phiếu (tương đương 20,8% trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với tỷ lệ 24:5 cho cổ đông hiện hữu với giá 12.000đ/cp. Với kế hoạch phát hành này, Công ty dự kiến huy động được 1.802 tỷ đồng vốn mới và kế hoạch có thể được phê duyệt vào tháng 10/2024. Trong đó, 443 tỷ đồng sẽ được dùng cho việc thanh toán trái phiếu và tăng vốn điều lệ cho DXG, trong khi đó 1.359 tỷ đồng sẽ được dùng để trả nợ cho công ty Hà An (DXG sở hữu 100% cổ phần), CĐT dự án Gem Sky World.

Phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu (tương đương 13% trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với giá 18.600đ/cp để tăng tỷ lệ sở hữu tại DXS. Tối đa 68,2 triệu cổ phiếu DXS sẽ được chuyển nhượng (tương đương 11,78% vốn điều lệ của DXS). Thời gian và giá chuyển nhượng chưa được công bố.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024, giảm năm 2025-2026

HSC giữ nguyên dự báo KQKD cho năm 2024, với lợi nhuận thuần đạt 114 tỷ đồng (giảm 35,2% so với cùng kỳ), nhờ bàn giao 50% số căn hộ còn lại tại dự án Opal Skyline và Gem Sky World. Chúng tôi dự báo trong năm 2024, Công ty sẽ có chuyển biến lợi nhuận từ lỗ HĐKD cốt lõi 90 tỷ đồng trong năm 2023 (loại trừ khoảng thu nhập không thường xuyên 266 tỷ đồng từ việc bán dự án).

Chúng tôi giảm nhẹ lần lượt 9% và 5,1% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 xuống 192 tỷ đồng (tăng trưởng 68,4%) và 353 tỷ đồng (tăng trưởng 83,5%) do giả định mức đóng góp vào doanh thu chung của DXS giảm. Lợi nhuận trong giai đoạn này chủ yếu được thúc đẩy bởi dự án Gem Sky World (hiện đang được ưu tiên giải quyết mọi vấn đề còn tồn đọng liên quan đến khách hàng và ngân hàng).

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 26%. Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 3-4.

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận, DXG

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	CAGR 2023-26
Tổng doanh thu	3,706	3,930	6.1%	4,136	-7.2%	5.2%	6,080	-6.6%	47.0%	17.9%
Lợi nhuận gộp	1,693	1,728	2.1%	1,992	-4.6%	15.3%	3,076	-1.5%	54.4%	22.0%
LNST	155	198	28.3%	348	-24.6%	75.5%	765	-2.3%	119.9%	70.5%
Lợi nhuận thuần	176	114	-35.2%	192	-9.0%	68.4%	353	-5.1%	83.5%	26.0%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	266	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(90)	114	N/m	192	-9.0%	68.4%	353	-5.1%	83.5%	N/m

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, DXS

Tỷ đồng	2023	2024F	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%	2,155	-27.1%	6.8%	2,791	-27.6%	29.5%	12.2%
Lợi nhuận gộp	691	919	33.0%	1,145	-28.0%	24.5%	1,625	-26.9%	41.9%	33.0%
LNST	(160)	131	N/m	244	-37.5%	86.1%	485	-28.0%	98.9%	-244.7%
Lợi nhuận thuần	(168)	78	N/m	147	-37.0%	87.7%	292	-27.3%	98.9%	-220.2%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị: Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

Kết luận

HSC hạ khuyến nghị đối với DXG xuống Giảm tỷ trọng và giảm 35,8% giá mục tiêu xuống 12.400đ (rủi ro giảm giá 9,5%) do khi giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định chiết khấu so với RNAV lên 50% (từ 30%) do rủi ro quản trị doanh nghiệp tăng và lợi cạnh tranh ở mảng kinh doanh cốt lõi giảm.

Sau khi có sự thay đổi lãnh đạo cấp cao và vụ kiện thanh toán trái phiếu, chúng tôi tỏ ra lo ngại về tình hình quản trị doanh nghiệp tại DXG, như đã được thảo luận trong báo cáo [Giá cổ phiếu giảm sau vụ kiện của chủ sở hữu trái phiếu](#). Ngoài ra, dự kiến việc triển khai dự án sẽ bị trì hoãn do các vấn đề pháp lý và tâm lý thị trường kém dẫn đến triển vọng lợi nhuận của DXG không mấy hấp dẫn.

Phương pháp định giá

Liên quan đến phương pháp định giá, chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá trị hợp lý (RNAV) trên mỗi cổ phiếu ở mức 40.200đ (giảm 10% từ mức 27.600đ) (Bảng 5). Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi đưa DXS, với giá mục tiêu được điều chỉnh giảm xuống 5.000đ, vào mô hình dự báo. DXS đóng góp 20% tổng RNAV ước tính cho DXG.
- Lãi suất phi rủi ro giả định ở mức 4% (không thay đổi), hệ số beta 1,6 lần (từ 1,49 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 16,9% từ mức 15,4%.

HSC tóm tắt chi tiết và giả định định giá mới trong Bảng 4- 5.

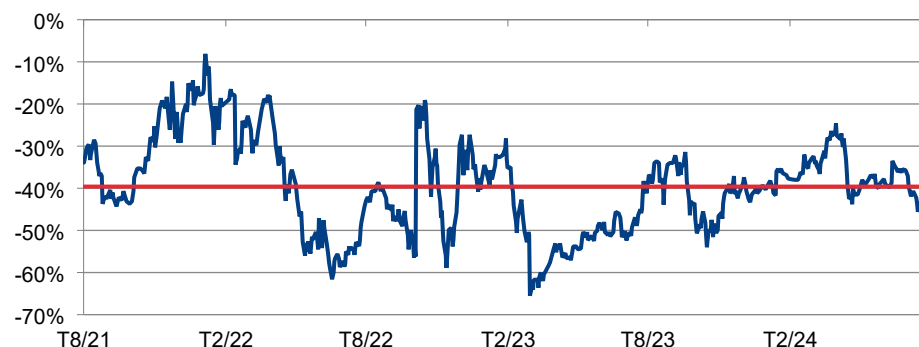
Bảng 5: Định giá theo phương pháp SOTP, DXG

Tỷ đồng	Giữa năm 2025	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	16,718	
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60,3%)	4,174	Tại giá mục tiêu là 5.000đ
Tổng giá trị tài sản thuần	20,892	
Nợ/tiền thuần	(4,670)	
Điều chỉnh đối với DXS	1,919	
Nợ/tiền thuần, điều chỉnh	(2,966)	
RNAV	17,927	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	720.7	
RNAV/cổ phiếu (đồng)	24,800	
Chiết khấu	50%	
Giá mục tiêu (đồng)	12,400	

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, DXG

DXG đang giao dịch với chiết khấu 44,8% so với RNAV, cao hơn giá trị chiết khấu bình quân 3 năm qua là 39,6%



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14,4% trong 1 tháng qua sau khi có thông tin tiêu cực về vụ kiện thanh toán trái phiếu, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 44,8% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39,6%.

Do nhu cầu suy yếu kéo dài tại thị trường tỉnh, vốn không có lợi cho việc mở bán dự án mới của DXG (Gem Sky World, tỉnh Đồng Nai), cùng với rủi ro quản trị doanh nghiệp, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DXG xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng), với rủi ro giảm giá 9,5%.

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi như sau:

- Công ty đạt được sự ổn định trong việc thay đổi lãnh đạo cấp cao, giúp cải thiện tình hình quản trị doanh nghiệp.
- Những vấn đề liên quan đến pháp lý tại các dự án trọng điểm DXHR và GSW của DXG được giải quyết nhanh hơn dự kiến, do tân chủ tịch Lương Ngọc Huy dự kiến sẽ tập trung đẩy nhanh tiến độ giải quyết các vướng mắc này.
- Đóng góp lợi nhuận từ công ty môi giới DXS tăng mạnh hơn dự báo.

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	4,136	6,080
Lợi nhuận gộp	2,970	1,693	1,728	1,992	3,076
Chi phí BH&QL	(2,140)	(955)	(1,051)	(1,130)	(1,590)
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	806	1,429
Lãi vay thuần	(380)	(389)	(368)	(371)	(472)
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	435	957
Chi phí thuế TNDN	(234)	(303)	(49.6)	(87.0)	(191)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(319)	21.8	(84.0)	(156)	(412)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	215	235	114	192	353
Lợi nhuận thuần ĐC	204	226	111	187	343
EBITDA ĐC	874	768	732	906	1,552
EPS (đồng)	359	381	159	267	490
EPS ĐC (đồng)	332	367	180	304	557
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	143	202	138
Đầu tư ngắn hạn	181	97.2	97.2	97.2	97.2
Phải thu khách hàng	11,948	11,428	11,311	10,027	10,071
Hàng tồn kho	14,031	14,139	14,970	15,459	15,787
Các tài sản ngắn hạn khác	292	294	294	294	294
Tổng tài sản ngắn hạn	27,371	26,234	26,814	26,080	26,387
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	1,930
Tổng tài sản dài hạn	2,950	2,561	2,945	3,391	4,088
Tổng cộng tài sản	30,321	28,795	29,759	29,471	30,475
Nợ ngắn hạn	2,023	2,591	2,776	2,722	3,599
Phả trả người bán	1,149	767	625	730	742
Nợ ngắn hạn khác	5,956	5,718	4,753	3,708	3,741
Tổng nợ ngắn hạn	12,255	11,628	12,190	10,429	10,698
Nợ dài hạn	3,748	2,699	1,889	3,019	3,723
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	3,297	4,001
Tổng nợ phải trả	16,236	14,604	14,357	13,727	14,698
Vốn chủ sở hữu	9,245	9,408	10,535	10,722	10,342
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,840	4,783	4,867	5,023	5,435
Tổng vốn chủ sở hữu	14,085	14,191	15,402	15,744	15,777
Tổng nợ phải trả và VCSH	30,321	28,795	29,759	29,471	30,475
BVPS (đ)	15,155	13,053	14,618	14,877	14,350
Nợ thuần/(tiền mặt)	4,852	5,013	4,522	5,539	7,183

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	788	686	616	806	1,429
Khấu hao	(85.7)	(81.8)	(116)	(99.7)	(123)
Lãi vay thuần	(380)	(389)	(368)	(371)	(472)
Thuế TNDN đã nộp	(485)	(184)	(49.6)	(87.0)	(191)
Thay đổi vốn lưu động	(4,065)	(1,206)	(336)	(878)	(992)
Khác	352	46.8	15.6	(30.9)	15.6
LCT thuần từ HKKD	(3,904)	(1,131)	(55.4)	(566)	(224)
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)	1,076	1,580
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,848	(61.4)	392	1,076	858
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,738	919	276	143	202
LCT thuần trong kỳ	(1,819)	(643)	(133)	59.7	(64.4)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	919	276	143	202	138
Dòng tiền tự do	(4,052)	(1,261)	(525)	(1,017)	(922)

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	48.2	50.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.8	20.7	18.6	21.9	25.5
Tỷ suất LNT (%)	3.90	6.33	2.91	4.65	5.81
Thuế TNDN hiện hành (%)	30.5	58.7	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(45.4)	(32.8)	6.06	5.24	47.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(67.8)	(12.1)	(4.70)	23.8	71.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(81.4)	10.6	(50.9)	68.4	83.5
Tăng trưởng EPS (%)	(83.3)	6.02	(58.4)	68.4	83.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(83.5)	10.6	(50.9)	68.4	83.5
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.39	2.52	1.15	1.81	3.35
ROACE (%)	4.77	3.89	3.55	4.40	7.36
Vòng quay tài sản (lần)	0.19	0.13	0.13	0.14	0.20
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(4.96)	(1.65)	(0.09)	(0.70)	(0.16)
Số ngày tồn kho	2,015	2,564	2,481	2,632	1,918
Số ngày phải thu	1,716	2,072	1,875	1,707	1,223
Số ngày phải trả	165	139	104	124	90.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	78.3	71.9	72.5	72.7	84.5
Nợ/tài sản (%)	26.9	24.5	26.2	27.1	29.1
EBIT/lãi vay (lần)	2.07	1.76	1.67	2.17	3.03
Nợ/EBITDA (lần)	9.33	9.17	10.6	8.83	5.72
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.23	2.26	2.20	2.50	2.47
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.40	4.02	3.66	3.73	2.81
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.1	19.4	19.7	17.0	11.0
P/E (lần)	38.1	36.0	86.4	51.3	28.0
P/E ĐC (lần)	41.2	37.3	76.0	45.1	24.6
P/B (lần)	0.90	1.05	0.94	0.92	0.95
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