

Năm giữ (giữ nguyên)

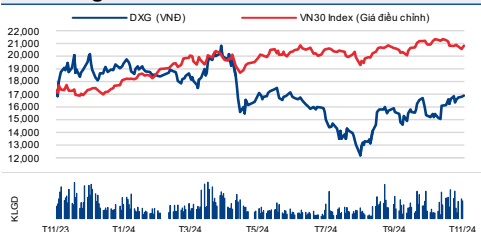
Giá mục tiêu: VNĐ17,200 (từ VNĐ16,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/11/2024)	16,900
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,200-20,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,817
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,180
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	480
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	11.2	31.0	(2.20)
So với chỉ số	11.7	23.4	(18.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	192	178	7.7
2025F	354	325	8.9
2026F	489	564	(13.3)

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

KQKD Q3/2024 sát với dự báo, nhưng tăng dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với DXG nhưng tăng 7,5% giá mục tiêu lên 17.200đ (tiềm năng tăng giá 1,8%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá.
- HSC tăng lần lượt 6,3% và 16,6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 lên 121 tỷ đồng (năm 2023 lỗ từ HĐKD cốt lõi 90 tỷ đồng) và 224 tỷ đồng (tăng trưởng 84,6%) nhờ đóng góp của DXS, công ty con hoạt động trong lĩnh vực môi giới BĐS. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 16% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 do giả định số lượng căn hộ được bàn giao tại dự án Gem Sky World thấp.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 31% trong 3 tháng qua do có thông tin tích cực về việc dự án DXHR được cấp giấy phép xây dựng, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,6% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 40,2%.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

HSC cập nhật lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với DXG sau khi KQKD Q3/2024 được công bố và việc xem xét lại triển vọng. Lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt 31 tỷ đồng – giảm 54,9% so với cùng kỳ và 6,7% so với quý trước, sát với dự báo của chúng tôi – nhờ hoạt động bàn giao dự án Opal Skyline và doanh thu môi giới cao của DXS (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 6.600đ, DXG nắm giữ 60,3% cổ phần). Không có khoản mục không thường xuyên đáng kể nào được ghi nhận trong quý.

Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm 2024 đã hoàn thành lần lượt 81,5% và 83% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần cho cả năm 2024 của chúng tôi, cũng như hoàn thành 86% và 55,2% KHKD BLĐ đề ra.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025, giảm cho năm 2026

Chúng tôi tăng lần lượt 6,3% và 16,6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 lên 121 tỷ đồng (năm 2023 lỗ từ HĐKD cốt lõi 90 tỷ đồng) và 224 tỷ đồng (tăng trưởng 84,6%), nhưng giảm 16% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 do số lượng căn hộ bàn giao tại dự án Gem Sky World thấp.

Dự báo mới của chúng tôi – cao hơn 8-9% so với bình quân dự báo của thị trường năm 2024-2025 và thấp hơn 13% so với bình quân dự báo của thị trường năm 2026 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 ở mức 20,7%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 31% trong 3 tháng qua sau khi có thông tin tích cực về việc dự án DXHR được cấp giấy phép xây dựng, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,6% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 40,2%. HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với DXG nhưng tăng 7,5% giá mục tiêu lên 17.200đ (tiềm năng tăng giá 1,8%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá.

Chúng tôi hiểu rằng hoạt động mở bán dự án DXH Riverside mang lại triển vọng tích cực cho DXG (đóng góp 28,1% vào RNAV ước tính của DXG). Tuy nhiên, rủi ro quản trị doanh nghiệp tại DXG trong giai đoạn Công ty đang chịu nhiều áp lực về dòng tiền để tài trợ vốn cho dự án DXHR cũng như giải quyết các vấn đề pháp lý tại dự án Gem Sky World vẫn làm chúng tôi lo ngại.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	874	768	785 ▲	1,020 ▲	1,389 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	215	235	121 ▲	224 ▲	310 ▼
EPS ĐC (đồng)	332	367	192 ▲	354 ▲	489 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	15,155	13,053	14,627	14,929	14,344
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.4	22.4	21.1	17.4	13.7
P/E ĐC (lần)	50.9	46.0	88.2	47.8	34.6
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.12	1.29	1.16	1.13	1.18
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(83.5)	10.6	(47.8)	84.6	38.2
ROAE (%)	2.39	2.52	1.22	2.11	2.94

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

Cổ phiếu có giá trị hợp lý trong bối cảnh áp lực dòng tiền và rủi ro quản trị doanh nghiệp

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với DXG nhưng tăng 7,5% giá mục tiêu lên 17.200đ (tiềm năng tăng giá 1,8%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi tăng 6-17% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025, nhưng giảm 16% dự báo lợi nhuận năm 2026 do số lượng căn hộ bàn giao tại dự án Gem Sky World dự kiến giảm. Mặc dù việc đẩy nhanh kế hoạch phát triển dự án DXH Riverside có thể giúp cải thiện triển vọng lợi nhuận của DXG, áp lực dòng tiền nhằm tài trợ cho dự án cũng như giải quyết các vấn đề pháp lý tại dự án Gem Sky World vẫn làm chúng tôi lo ngại.

KQKD Q3/2024 sát với dự báo, được thúc đẩy bởi hoạt động bàn giao tại dự án Opal Skyline

DXG công bố KQKD Q3/2024 kém khả quan, với 31 tỷ đồng lợi nhuận thuần (giảm 54,9% so với cùng kỳ và 6,7% so với quý trước), sát với dự báo của HSC, trên doanh thu 1.015 tỷ đồng (giảm 16,4% so với cùng kỳ và 9,9% so với quý trước). Không có khoản mục không thường xuyên đáng kể nào được ghi nhận trong quý.

Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm 2024 đã hoàn thành lần lượt 81,5% và 83% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần cho cả năm 2024 của chúng tôi, cũng như hoàn thành 86% và 55,2% KHKD BLĐ đề ra.

- **Doanh thu mảng kinh doanh BDS** giảm 21% so với quý trước và 41,1% so với cùng kỳ đạt 595 tỷ đồng, do doanh thu ghi nhận tại dự án Opal Skyline giảm. DXG đã bàn giao hầu hết căn hộ tại dự án này trong nửa đầu năm 2024 và đã hoàn tất việc bàn giao những căn hộ còn lại trong Q3/2024. Do đó, theo ước tính của chúng tôi, doanh số bán nhà chưa ghi nhận doanh thu còn lại không đáng kể. Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc này đạt 54,6%, thấp hơn mức 72,9% ghi nhận trong Q2/2024 và 76,5% trong Q3/2023.
- **Doanh thu môi giới** đạt 353 tỷ đồng (tăng 22,9% so với quý trước hoặc 156,7% so với cùng kỳ), nhờ khối lượng giao dịch tăng trên cả nước, đặc biệt là tại thị trường Hà Nội, giúp cải thiện niềm tin của người mua nhà và nhà đầu tư. Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc này tăng lên 76,5% từ mức 72,5% trong Q3/2022 và 62,5% trong Q2/2023 nhờ đóng góp của các giao dịch môi giới truyền thống.

Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH Q3/2024 giảm xuống còn 0,27 lần, cải thiện từ mức 0,34 lần trong Q3/2023 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 đóng thuế cho CTCP Đầu tư Bất động sản Hà An (DXG nắm giữ 100% cổ phần), chủ đầu tư dự án Gem Sky World.

Bảng 1: KQKD Q3/2024, DXG

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/24	% sv cùng kỳ	9T23	9T24	% sv cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,214	1,013	-16.5%	2,306	3,204	38.9%
Lợi nhuận gộp	594	505	-14.9%	1,050	1,516	44.4%
Lợi nhuận HĐ tài chính	(144)	(92)	-36.4%	(94)	(311)	231.1%
Chi phí BH&QL	(264)	(271)	2.6%	(643)	(775)	20.4%
LNST	110	73	-33.4%	150	244	63.4%
Lợi nhuận thuần	68	31	-54.9%	129	95	-26.6%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	-	-	-	252	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	68	31	-54.9%	(123)	95	-177.3%

Nguồn: DXG, HSC

Cập nhật các HĐKD chính

Cập nhật các dự án đang triển khai

HSC tiếp tục dự báo DXG không ghi nhận doanh số bán nhà trong năm nay, trong khi doanh số bán nhà năm 2025-2026 sẽ đến từ dự án Gem Sky World (GSW) Datxanhhomes Riverside (DXHR).

- **Datxanhhomes Riverside:** Chúng tôi dự báo dự án này sẽ được mở bán trong năm 2025 sau khi Công ty nhận được giấy phép xây dựng cho 12 tòa chung cư (3.175 căn) trong tháng 10/2024. Dự án đóng góp 28,1% RNAV dự phóng của DXG.

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. DXG đã thu hồi khoảng 700 căn hộ, và khoảng 300 căn còn lại đang trong quá trình thương lượng với khách mua nhà và dự kiến sẽ được giải quyết trong Q4/2024.

- **Gem Sky World (Đồng Nai):** HSC dự báo thời điểm mở bán trở lại trong năm 2025 (BLĐ đặt mục tiêu mở bán trong Q4/2024) sau khi nhận thấy thị trường ở các tỉnh vẫn chưa phục hồi. Chúng tôi lưu ý rằng 60% dự án, tương đương khoảng 2.300 căn hộ đã được bán ra, trong đó 40% đã được bàn giao. Khoảng 1.700 căn hộ còn lại dự kiến sẽ được mở bán trở lại nếu thị trường phục hồi mạnh hơn.
- **Opal Luxury:** Dự án tập trung vào phân khúc trung cấp với 3.400 căn hộ. Chúng tôi dự báo dự án này sẽ mở đặt chỗ trong năm 2027, với giá bán bình quân khoảng 38 triệu đồng/m².

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

ST T	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	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 mở bán lại trong năm 2025
2	Opal Skyline	100%	Bình Dương	11,003	Nhà ở cao tầng	Đang bàn giao, hoàn thành khoảng 95%
3	Datxanh Homes 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 2025
4	Opal Luxury	100%	Bình Dương	86,834	Nhà ở cao tầng	Dự kiến sẽ mở bán trong năm 2027

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, DXG

Tỷ đồng	2023	DB mới 2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,978	2,422	20.0%	22.4%	2,916	35.3%	20.4%	3,206	14.9%	9.9%
Lợi nhuận gộp	691	1,019	10.8%	47.4%	1,378	20.3%	35.2%	1,637	0.7%	18.8%
LNST	(160)	187	42.6%	N/m	330	35.4%	76.7%	507	4.5%	53.5%
Lợi nhuận thuần	(168)	112	42.6%	N/m	199	35.4%	78.2%	305	4.5%	53.5%

Nguồn: HSC ước tính

Công ty môi giới (DXS): Tăng 10% giá mục tiêu gần đây, tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC thảo luận về DXS (DXG sở hữu 60,3% cổ phần) trong báo cáo được phát hành gần đây [‘Downside risk mitigated, upgrade to Add’](#) một phần trong báo cáo ngành [‘Realtors: 3Q24 in-line; new ‘upcycle’ reaffirmed’](#). 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.

HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 10% giá mục tiêu lên 6.600đ (tiềm năng tăng giá 15,6%). Chúng tôi dự báo dịch vụ môi giới trọn gói của DXS sẽ cải thiện trong năm 2025 vì phần lớn doanh thu dịch vụ môi giới trọn gói của Công ty môi giới này đến từ doanh thu bán nhà của công ty mẹ, dự kiến sẽ được hỗ trợ tích cực từ hoạt động mở bán trở lại của dự án Datxanhhomes

Riverside. Cùng với đà phục hồi của thị trường, các công ty môi giới có thương hiệu và thành tích tốt như DXS sẽ hưởng lợi. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo do DXS đang cung cấp dịch vụ môi giới truyền thống cho các nhà phát triển BĐS lớn, vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp nhưng ít rủi ro liên quan đến các khoản phải thu khó đòi. Chúng tôi thể hiện những thay đổi trong dự báo lợi nhuận gần đây trong Bảng 3.

Cập nhật về kế hoạch phát hành của DXG

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 dự dự kiến được phê duyệt trong tháng 12/2024 (chậm hơn so với kế hoạch trước đó là 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), chủ đầu tư của dự án Gem Sky World.

Trong khi đó, kế hoạch 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 dự kiến sẽ được phê duyệt vào tháng 2/2025. 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.

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2024-2025, nhưng giảm dự báo cho năm 2026

Chúng tôi tăng lần lượt 6,3% và 16,6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 lên 121 tỷ đồng (năm 2023 lỗ HĐKD cốt lõi 90 tỷ đồng, loại trừ 266 tỷ đồng lợi nhuận không thường xuyên từ hoạt động bán dự án) và 224 tỷ đồng (tăng trưởng 84,6%) nhờ đóng góp của DXS, công ty con hoạt động trong lĩnh vực môi giới BĐS. 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).

Trong khi đó, HSC điều chỉnh giảm 15,8% dự báo lợi nhuận năm 2026 xuống 310 tỷ đồng (tăng trưởng 38,2%) trên doanh thu 5.269 tỷ đồng (tăng trưởng 13,8%) do doanh thu đóng góp từ dự án Gem Sky World giảm. Do các vấn đề pháp lý của dự án này có tiến triển rất chậm (theo quan sát của chúng tôi) và tâm lý thị trường tại thị trường cấp tỉnh vẫn đang cải thiện, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn trong việc dự báo tỷ lệ hấp thụ khi mở bán dự án, dẫn đến việc giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2026.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với mức bình quân chậm điều chỉnh của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 20,7%. Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 4.

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, DXG

Tỷ đồng	2023	Dự báo mới 2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	3,706	4,201	6.9%	13.4%	4,631	12.0%	10.2%	5,269	-21.7%	13.8%
Lợi nhuận gộp	1,693	1,755	1.5%	3.6%	2,059	3.3%	17.3%	2,431	-27.9%	18.1%
LNST	155	241	21.7%	56.1%	435	25.0%	80.2%	593	-24.0%	36.4%
Lợi nhuận thuần	176	121	6.3%	-31.1%	224	16.6%	84.6%	310	-15.8%	38.2%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	266	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(90)	121	6.3%	N/m	224	16.6%	84.6%	310	-15.8%	38.2%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị: Duy trì khuyến nghị Nắm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với DXG nhưng tăng 7,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 17.200đ (tiềm năng tăng giá 1,8%) dựa trên tác động trái chiều của (1) dự báo lợi nhuận thuần mới, (2) giảm giả định WACC sau khi giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 9% (từ 10% trước đó) do có thay đổi liên quan đến tiêu chuẩn nội bộ gần đây, và (3) việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).

Chúng tôi hiểu rằng hoạt động mở bán dự án DXH Riverside mang lại triển vọng tích cực cho DXG (đóng góp 28,1% tổng RNAV ước tính của DXG). Tuy nhiên, rủi ro quản trị doanh nghiệp tại DXG trong giai đoạn Công ty đang chịu nhiều áp lực về dòng tiền để tài trợ vốn cho dự án DXHR cũng như giải quyết các vấn đề pháp lý tại dự án Gem Sky World vẫn làm chúng tôi lo ngại.

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 28.700đ (tăng 7,5% từ mức 27.600đ) (Bảng 5). Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi phản ánh DXS (DXG nắm giữ 60,3% cổ phần; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu là 6.600đ) vào mô hình dự báo. DXS đóng góp 22,3% tổng RNAV ước tính của DXG.
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% (không đổi) nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 9% (từ 10% trước đó), vẫn sử dụng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm để có được phần bù rủi ro vốn CSH mới thấp hơn ở mức 7,5% (so với 8,5% trước đó)). Hệ số beta là 1,5 lần (từ 1,6 lần) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 15,4% (giảm từ mức 16,9%).

HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV dự phóng để xác định giá mục tiêu mới. Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá trong Bảng 6.

Bảng 5: Định giá theo phương pháp SOTP, DXG

Tỷ đồng	RNAV 2025	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	18,075	
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60,3%)	5,190	Tại giá mục tiêu 6.600 vào T11/2024
Tổng giá trị tài sản thuần	23,265	
Nợ/tiền thuần	(4,310)	
Điều chỉnh đối với DXS	1,961	
Nợ/tiền thuần, điều chỉnh	(2,567)	
RNAV	20,698	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	720.7	
RNAV/cổ phiếu (đồng)	28,700	
Chiết khấu	40%	
Giá mục tiêu (đồng)	17,200	

Nguồn: HSC ước tính

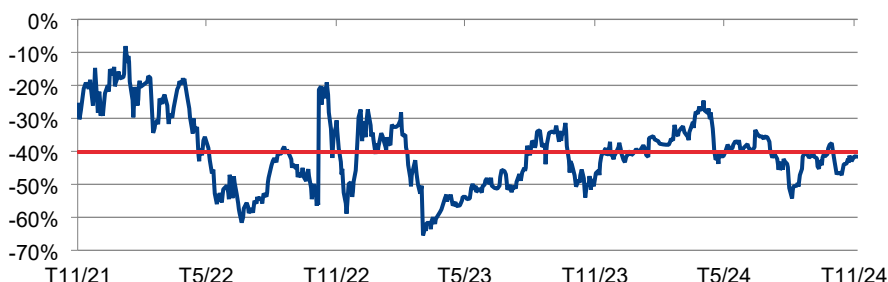
Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV, DXG

	20%	30%	40%	50%	60%
Giá định chiết khấu					
Giá mục tiêu (đồng)	23,000	20,100	17,200	14,400	11,500

Nguồn: HSC

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

DXG đang giao dịch với chiết khấu 41,6% so với RNAV, cao hơn giá trị chiết khấu bình quân 3 năm qua ở mức 40,2%



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 31% trong 3 tháng nhờ có thông tin tích cực về việc dự án DXHR được cấp giấy phép xây dựng, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 41,6% so với RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 40,2% (Biểu đồ 7).

Rủi ro

- Các rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo như sau:
- BLĐ ổn định và tăng cường quản trị doanh nghiệp.
- Dự án DXH Riverside được mở bán và ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao hơn.
- Đóng góp lợi nhuận từ công ty môi giới DXS tăng mạnh hơn dự báo.

Trong khi đó, rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng là do:

- Dự án DXH Riverside được mở bán và ghi nhận tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến.
- Hoạt động mở bán các dự án Gem Sky World and DXH Riverside tiếp tục bị trì hoãn.

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	4,201	4,631	5,269
Lợi nhuận gộp	2,970	1,693	1,755	2,059	2,431
Chi phí BH&QL	(2,140)	(955)	(1,023)	(1,081)	(1,109)
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	670	921	1,266
Lãi vay thuần	(380)	(389)	(368)	(377)	(524)
Lãi/lỗ 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	302	544	741
Chi phí thuế TNDN	(234)	(303)	(60.3)	(109)	(148)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(319)	21.8	(120)	(211)	(283)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	215	235	121	224	310
Lợi nhuận thuần ĐC	204	226	118	218	301
EBITDA ĐC	874	768	785	1,020	1,389
EPS (đồng)	359	381	169	311	430
EPS ĐC (đồng)	332	367	192	354	489
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	598	616	721	721	721
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	610	721	721	721	721
Slg 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	258	468	1,822
Đầu tư ngắn hạn	181	97.2	97.2	97.2	97.2
Phải thu khách hàng	11,948	11,428	11,573	10,193	9,873
Hàng tồn kho	14,031	14,139	13,747	15,776	17,410
Các tài sản ngắn hạn khác	292	294	294	294	294
Tổng tài sản ngắn hạn	27,371	26,234	25,969	26,828	29,496
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	1,812	1,952
Tổng tài sản dài hạn	2,950	2,561	2,945	3,394	4,109
Tổng cộng tài sản	30,321	28,795	28,913	30,223	33,605
Nợ ngắn hạn	2,023	2,591	2,776	2,722	3,697
Phải trả người bán	1,149	767	661	822	784
Nợ ngắn hạn khác	5,956	5,718	4,814	4,745	3,932
Tổng nợ ngắn hạn	12,255	11,628	11,301	10,730	12,648
Nợ dài hạn	3,748	2,699	1,889	3,342	4,945
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	3,620	5,223
Tổng nợ phải trả	16,236	14,604	13,468	14,350	17,871
Vốn chủ sở hữu	9,245	9,408	10,542	10,760	10,338
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,840	4,783	4,903	5,113	5,397
Tổng vốn chủ sở hữu	14,085	14,191	15,445	15,873	15,734
Tổng nợ phải trả và VCSH	30,321	28,795	28,913	30,223	33,605
BVPS (đ)	15,155	13,053	14,627	14,929	14,344
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,852	5,013	4,407	5,596	6,819

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	788	686	670	921	1,266
Khấu hao	(85.7)	(81.8)	(116)	(99.7)	(123)
Lãi vay thuần	(380)	(389)	(368)	(377)	(524)
Thuế TNDN đã nộp	(485)	(184)	(60.3)	(109)	(148)
Thay đổi vốn lưu động	(4,065)	(1,206)	(273)	(1,130)	(369)
Khác	352	46.8	24.0	(26.0)	22.5
LCT thuần từ HĐKD	(3,904)	(1,131)	59.3	(738)	198
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)	1,399	2,578
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,848	(61.4)	392	1,399	1,856
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,738	919	276	258	468
LCT thuần trong kỳ	(1,819)	(643)	(18.6)	210	1,355
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	919	276	258	468	1,822
Dòng tiền tự do	(4,052)	(1,261)	(411)	(1,189)	(501)

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	41.8	44.5	46.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.8	20.7	18.7	22.0	26.4
Tỷ suất LNT (%)	3.90	6.33	2.89	4.84	5.88
Thuế TNDN hiện hành (%)	30.5	58.7	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(45.4)	(32.8)	13.4	10.2	13.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(67.8)	(12.1)	2.29	29.9	36.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(81.4)	10.6	(47.8)	84.6	38.2
Tăng trưởng EPS (%)	(83.3)	6.02	(55.8)	84.6	38.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(83.5)	10.6	(47.8)	84.6	38.2
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.39	2.52	1.22	2.11	2.94
ROACE (%)	4.77	3.89	3.85	4.96	6.26
Vòng quay tài sản (lần)	0.19	0.13	0.15	0.16	0.17
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(4.96)	(1.65)	0.09	(0.80)	0.16
Số ngày tồn kho	2,015	2,564	2,051	2,239	2,239
Số ngày phải thu	1,716	2,072	1,726	1,446	1,270
Số ngày phải trả	165	139	98.6	117	101
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	78.3	71.9	62.0	65.3	96.7
Nợ/tài sản (%)	26.9	24.5	23.5	24.8	35.2
EBIT/lãi vay (lần)	2.07	1.76	1.82	2.44	2.41
Nợ/EBITDA (lần)	9.33	9.17	8.65	7.34	8.51
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.23	2.26	2.30	2.50	2.33
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.75	4.64	3.95	3.84	3.61
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.4	22.4	21.1	17.4	13.7
P/E (lần)	47.0	44.4	100	54.3	39.3
P/E ĐC (lần)	50.9	46.0	88.2	47.8	34.6
P/B (lần)	1.12	1.29	1.16	1.13	1.18
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