

Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ16,600 (từ VNĐ15,831)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/4/2025)	15,950
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,705-19,332
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,923
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	543
Slg CP lưu hành (tr.đv)	873
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	436
Slg CP NN được mua (tr.đv)	203
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	(2.15)	5.89	(20.1)
So với chỉ số	(3.60)	3.30	(25.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	295	283	4.4
2026F	350	450	(22.2)
2027F	498	1,040	(52.1)

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

Tăng 5% giá mục tiêu, nhưng thông tin tích cực đã được phản ánh vào giá cổ phiếu

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với DXG nhưng tăng 5% giá mục tiêu lên 16.600đ (tiềm năng tăng giá: 4%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và thay đổi các giả định định giá.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 19% và 2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 266 tỷ đồng (tăng trưởng 5,3%) và 315 tỷ đồng (tăng trưởng 18,5%) nhờ doanh thu doanh thu ghi nhận từ dự án Gem Sky World cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng mạnh 42%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 42,8% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 45,6%.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD năm 2024

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với DXG sau khi Công ty công bố KQKD năm 2024. Trong giai đoạn này, lợi nhuận thuần thực tế cao hơn nhiều so với dự báo (cao hơn 109%) nhờ hoạt động bán giao căn hộ tại dự án Gem Sky World (GSW) cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi tin rằng quá trình giải quyết những vướng mắc về pháp lý được đẩy nhanh trong Q4/2024 đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc ghi nhận doanh thu.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 18,5% và 1,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 266 tỷ đồng (tăng trưởng 5,3%) và 315 tỷ đồng (tăng trưởng 18,5%) nhờ đẩy mạnh hoạt động bán giao tại dự án Gem Sky World. Chúng tôi dự báo DXG sẽ ghi nhận doanh thu từ toàn bộ khoảng 600 căn hộ còn lại (trên tổng cộng khoảng 2.400 căn hộ đã được bán) trong năm 2025 (so với dự báo trước đó là Công ty sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2025-2026), trong khi đó doanh thu năm 2026 dự kiến được hỗ trợ bởi các căn hộ đã được bán trước trong năm 2025 tại dự án Gem Sky World. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo cho năm 2027, với doanh thu đạt 6,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 21,2% và lợi nhuận thuần đạt 448 tỷ đồng, tăng trưởng 42,4%, nhờ ghi nhận doanh thu mới từ dự án The Prive (tên cũ: Datxanhhomes Riverside) và tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án GSW.

Nhìn chung, dự báo mới – cao hơn 4% so với bình quân dự báo thị trường cho năm 2025, nhưng thấp hơn 22-52% bình quân dự báo thị trường giai đoạn 2026-2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 21,1%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 42,8% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 45,6%. HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với DXG nhưng tăng 4,9% giá mục tiêu lên 16.600đ (tiềm năng tăng giá 4,1%).

Chúng tôi nhận thấy việc mở bán dự án The Prive (đóng góp 25,3% ước tính RNAV của chúng tôi) thể hiện triển vọng tích cực đối với DXG. Tuy nhiên, thông tin tích cực liên quan đến việc mở bán này, hoạt động bán giao tại dự án Gem Sky World và mức đóng góp cao hơn từ công ty con Dat Xanh Services (DXS, Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 8.500đ; DXG sở hữu 60,3% cổ phần) có vẻ đã được phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu. Chúng tôi đang chờ thông tin chi tiết và rõ ràng hơn về tình hình phê duyệt pháp lý cho các dự án khác đang trong quá trình triển khai, điều này có thể dẫn đến rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo. Đáng lưu ý, tình hình quản trị doanh nghiệp của DXG, xuất phát từ các vấn đề pháp lý trước đây với người mua nhà, có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ khi mở bán hai dự án trọng điểm trong năm 2025 và điều này vẫn làm chúng tôi lo ngại.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	768	1,150	1,093 ▲	1,276 ▼	1,638
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	167	213	266 ▲	315	448
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	295 ▼	350 ▼	498
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	15,377	14,478	14,353	14,703 ▲	15,202
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.2	14.6	18.1	15.6	11.7
P/E ĐC (lần)	N/a	1,067	54.0	45.6	32.0
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.04	1.10	1.11	1.08	1.05
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,877	18.5	42.4
ROAE (%)	1.79	2.14	2.31	2.48	3.44

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

Tăng dự báo lợi nhuận/giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị Nắm giữ do định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với DXG nhưng tăng 4,9% giá mục tiêu lên 16.600đ (tiềm năng tăng giá 5%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và thay đổi các giả định định giá. Thông tin tích cực liên quan đến việc mở bán các dự án The Prive và Gem Sky World, cũng như tâm lý thị trường BĐS cải thiện hỗ trợ công ty con hoạt động trong lĩnh vực môi giới DXS đa phần đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Trong khi đó, chúng tôi vẫn lo ngại về tình hình quản trị doanh nghiệp của Công ty, liên quan đến các vấn đề pháp lý trước đây với khách mua nhà.

The Prive: Công tác xây dựng đã được triển khai; dự kiến mở bán trong nửa cuối năm 2025

HSC dự báo trong năm 2025, DXG sẽ mở bán 2 dự án mới, The Prive và Gem Sky World (khoảng 1.700 căn hộ còn lại). Các dự án đang trong giai đoạn triển khai trong ngắn hạn Opal Parkview, Opal Park City, Opal City View và Opal Luxury (thông tin chi tiết trong Bảng 1) đang trong quá trình xin phê duyệt pháp lý và dự kiến sẽ mở bán trong năm 2026-2027, theo KHKD của Công ty.

Đáng lưu ý, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng trong việc đưa ra dự báo thời gian chính thức mở bán những dự án này sau khi nhận thấy quá trình phê duyệt pháp lý vẫn còn khá chậm do phải chờ luật mới (được triển khai trong năm 2024) được điều chỉnh hoàn toàn. Tính đến thời điểm hiện tại, chúng tôi dự báo hoạt động mở bán sẽ diễn ra từ năm 2028 trở đi.

Chúng tôi dự báo doanh số bán nhà từ dự án Gem Sky World và The Prive trong giai đoạn 2025-2027 sẽ đạt 3,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, 6,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng 67,2% so với cùng kỳ) và 7,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (tăng 20,7% so với cùng kỳ). Xin nhắc lại, chúng tôi cho rằng DXG không ghi nhận doanh số bán nhà trong năm 2024.

Thông tin chi tiết hơn về các dự án:

- **Gem Sky World (Đồng Nai):** Dự án được thiết kế với khoảng 4.000 căn hộ, trong đó 60% số căn hộ đã được bán. 46% trong tổng số căn hộ (khoảng 1.800 căn) đã được bàn giao. Khoảng 1.700 căn hộ dự kiến sẽ được mở bán trở lại trong năm nay. Mặc dù BLĐ đặt mục tiêu bán 500 lô đất nền và 200-300 căn nhà phố trong năm 2025, HSC vẫn thận trọng dự báo khoảng 400 lô đất nền được bán trong năm nay do thị trường tại miền Nam phục hồi chậm hơn miền Bắc, đặc biệt là tại thị trường cấp tỉnh như Đồng Nai.
- **The Prive (tên cũ: DXH Riverside (Thành phố Thủ Đức))** có 12 lô chung cư cao tầng với khoảng 3.175 căn hộ. Tiến độ xây dựng đang được đẩy mạnh (xem Hình 2-3) và dự kiến nhận được giấy phép mở bán trong tháng 4/2025. Dự án có thể được mở bán chính thức khi hoàn thiện xong phần móng. Chúng tôi dự báo dự án sẽ được mở bán vào nửa cuối năm 2025 với giá bán bình quân dự kiến là 90 triệu đồng/m².
- 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. BLĐ sau đó thay đổi thiết kế tổng thể như hiện tại và hoãn việc mở bán để chờ giấy chứng nhận đầu tư và giấy phép xây dựng. DXG vẫn đang đàm phán với khách mua nhà liên quan đến các căn hộ đã được bán trước.

Bảng 1: Các dự án trọng điểm trong, DXG

Stt	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Diện tích (m2)	Tổng số sp	Số sản phẩm chưa bán	Loại hình	Tiến độ
1	Gem Sky World	100%	Đồng Nai	922,000	4,000	1,700	Thấp tầng	Đã bàn giao 46%, dự kiến mở bán lại khoảng 1.700 căn trong năm 25
2	The Prive	100%	TP.HCM	67,143	3,175	3,175	Cao tầng	Đã được cấp phép xây dựng, dự kiến khởi công lại vào năm 2025
3	Opal Parkview	100%	Bình Dương	51,000	6,800	6,800	Cao tầng	Đã có QH 1/500, chờ tính tiền sử dụng đất (LUR)
4	Opal Park City	100%	Bình Dương	100,000	7,400	7,400	Cao tầng	Giai đoạn thủ tục pháp lý
5	Opal City View	100%	Bình Dương	9,700	1,500	1,500	Cao tầng	Đang nộp hồ sơ xin cấp 1/500, dự kiến hoàn thành năm 2025
6	Opal Luxury	100%	Bình Dương	86,834	3,400	3,400	Cao tầng	Đang chờ tính toán tiền sử dụng đất, dự kiến hoàn thành vào tháng 6-25

Nguồn: DXG, HSC

Hình 2: Công trường dự án The Prive, DXG



Nguồn: HSC

Hình 3: Công trường dự án The Prive, DXG



Nguồn: HSC

Công ty môi giới (DXS): Giữ nguyên giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu 8.500đ (tiềm năng tăng giá: 19,9%) đối với công ty con hoạt động trong lĩnh vực môi giới DXS (DXG sở hữu 60,3% cổ phần) trong báo cáo được phát hành trong thời gian gần đây [‘Earnings prospects still strong; retain Add’](#) và Báo cáo ngành môi giới BĐS [‘Realtors: 1Q25 off to a good start’](#). DXS là một phần quan trọng của DXG, đóng góp bình quân 47,1% 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 nhận thấy giá trị trong hoạt động môi giới BĐS mạnh mẽ của tập đoàn, vốn dự kiến sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra tại thị trường BĐS nhà ở.

Tăng dự báo năm 2025-2026; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

Lưu ý, lợi nhuận thuần thực tế của năm 2024 cao hơn so với dự báo (cao hơn 109%) nhờ hoạt động bàn giao căn hộ tại dự án Gem Sky World (GSW) tốt hơn kỳ vọng. Doanh thu đạt 4,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27,7%), cũng cao hơn 13% so với dự báo. Chúng tôi tin rằng DXG không ghi nhận doanh số bán nhà trong năm 2024 và tin rằng quá trình giải quyết những vướng mắc về pháp lý được đẩy nhanh trong Q4/2024 đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc ghi nhận doanh thu.

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 18,5% và 1,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 266 tỷ đồng (tăng trưởng 5,3%) và 315 tỷ đồng (tăng trưởng 18,5%) nhờ KQKD năm 2024 cao hơn dự báo sau khi doanh thu ghi nhận tại dự án Gem Sky World cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi tin rằng quá trình giải quyết những vướng mắc về pháp lý được đẩy nhanh trong Q4/2024 đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc ghi nhận doanh thu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng DXG có thể ghi nhận doanh thu đối với khoảng 600 căn hộ còn lại (trong tổng số khoảng 2.400 căn hộ đã được bán) trong năm 2025 (so với dự báo trước đó cho việc ghi nhận doanh thu năm 2025-2026). Trong khi đó, doanh thu năm 2026 dự kiến sẽ được đóng góp từ những căn hộ đã được bán trước tại dự án Gem Sky World trong năm 2025.

Tính đến cuối năm 2024, 46% căn hộ tại dự án Gem Sky World đã được bàn giao, cao hơn khoảng 18% so với dự báo cho năm 2024 của HSC. Chúng tôi dự báo DXG sẽ ghi nhận doanh thu từ phần diện tích đã được bán – khoảng 60% dự án tại thời điểm cuối năm 2024 (sát với dự báo) – trong năm 2025, sau đó sẽ ghi nhận doanh thu từ các căn được mở bán trở lại trong năm 2026.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo cho năm 2027, với doanh thu đạt 6,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 21,2% và lợi nhuận thuần đạt 448 tỷ đồng, tăng trưởng 42,4%, nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Gem Sky World Và ghi nhận doanh thu mới từ dự án The Prive.

Nhìn chung, dự báo mới – cao hơn 4% so với bình quân dự báo thị trường cho năm 2025, nhưng thấp hơn nhiều 22-52% so với bình quân dự báo thị trường giai đoạn 2026-2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 21,1%. Chúng tôi dự báo không có các khoản mục không thường xuyên trong giai đoạn này.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 4-5.

Bảng 4: Dự báo doanh thu bán nhà, DXG

Gem Sky World và The Prive tiếp tục đóng góp vào doanh thu giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2024E	2025F	2026F	2027F
Doanh thu chưa ghi nhận – tổng	-	3,750	6,100	7,361
Gem Sky World	-	1,521	1,597	1,677
The Prive	-	2,229	4,502	5,684
Opal Parkview	-	-	-	-
Opal Park City	-	-	-	-
Opal City View	-	-	-	-
Opal Luxury	-	-	-	-
Doanh thu - tổng	2,378	2,213	2,892	3,620
Gem Sky World	1,249	2,213	2,892	1,391
The Prive	-	-	-	2,229
Opal Parkview	-	-	-	-
Opal Park City	-	-	-	-
Opal City View	-	-	-	-
Opal Luxury	-	-	-	-
Opal Skyline	1,130	-	-	-

Nguồn: DXG, HSC ước tính

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, DXG

Dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với CARG 3 năm là 21,1%

Tỷ đồng	2024A	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Đb mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Đb mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Đb mới 2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	4,733	13%	27.7%	4,941	6.7%	4.4%	5,368	1.9%	8.6%	6,509	21.2%
Doanh thu phát triển dự án	3,257	3%	16.3%	3,240	-1.1%	-0.5%	3,797	3.9%	17.2%	4,612	21.5%
DXS	1,191	70%	98.1%	1,345	28.6%	12.9%	1,298	6.3%	-3.5%	1,574	21.3%
Khác	250	-29%	-17.9%	357	15.6%	42.4%	274	-30.1%	-23.1%	323	17.7%
Lợi nhuận gộp	2,285	30%	35.0%	2,330	13.2%	2.0%	2,542	4.5%	9.1%	3,205	26.1%
LNST	454	88%	193.9%	484	11.4%	6.6%	616	3.9%	27.3%	907	47.2%
Lợi nhuận thuần	253	109%	43.2%	266	18.5%	5.3%	315	1.6%	18.5%	448	42.4%

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 4,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 16.600đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 5% do hiệu ứng trái chiều từ việc (1) tăng/đưa ra dự báo lợi nhuận mới và (2) giảm giả định WACC.

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 27.700đ (tăng 4,9% từ mức 26.400đ) (Bảng 7). Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- HSC phản ánh DXS (DXG nắm giữ 60,3% cổ phần; Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu là 7.500đ) vào mô hình dự báo. DXS đóng góp 18,5% tổng RNAV ước tính của DXG.
- Chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% và tiếp tục áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 9% sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 7,5%. Hệ số beta là 1,4 lần (từ 1,5 lần) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 14,3% (giảm từ mức 15,4%).

Chúng tôi tiếp tục sử dụng mức chiết khấu so với ước tính RNAV – nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm, sát với dự báo các yếu tố cơ bản của thị trường BĐS đang có xu hướng cải thiện – để xác định giá mục tiêu mới. Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu trong Bảng 7.

Bảng 6: Định giá SOTP, DXG

Tỷ đồng	RNAV cuối năm 2025	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	23,575	
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60,3%)	5,346	At VND7,500 Mar 2025 TP
Tổng giá trị tài sản thuần	28,921	
Nợ/tiền thuần	(5,229)	
Điều chỉnh đối với DXS	682	
Nợ/tiền thuần, điều chỉnh	(4,758)	
RNAV	24,164	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	872.9	
RNAV/cổ phiếu (đồng)	27,700	
Chiết khấu	40%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	16,600	

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV, DXG

Giả định chiết khấu	20%	30%	40%	50%	60%
Giả định chiết khấu	22,200	19,400	16,600	13,900	11,100
Giá mục tiêu (đồng)	40.1%	22.4%	4.1%	-12.3%	-30.0%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 8: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, DXG

DXG đang giao dịch với chiết khấu 42,8% so với RNAV, so với giá trị chiết khấu bình quân 3 năm qua ở mức 45,6%



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 42,8% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 45,6% (Biểu đồ 9).

HSC hiểu rằng hoạt động mở bán dự án The Prive mang lại triển vọng tích cực cho DXG (đóng góp 25,3% tổng RNAV ước tính của DXG). Tuy nhiên, thông tin tích cực liên quan đến (1) việc mở bán trở lại các dự án The Prive và Gem Sky World và (2) đóng góp cao hơn từ DXS, phần lớn đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Chúng tôi chờ có thông tin rõ ràng hơn về việc xin phê duyệt phá lý cho các dự án khác đang trong giai đoạn triển khai vì những dự án này có thể mang lại rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo. Ở mức giá hiện tại, tình hình quản trị doanh nghiệp của DXG liên quan đến các vấn đề pháp lý trước đó làm chúng tôi lo ngại.

Rủi ro

- Các rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo như sau:
- Tỷ lệ hấp thụ và giá bán cao hơn khi mở bán dự án The Prive.
- 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 The Prive được mở bán và ghi nhận tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự báo.
- Hoạt động mở bán các dự án Gem Sky World và The Prive tiếp tục bị trì hoãn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,706	4,733	4,941	5,368	6,509
Lợi nhuận gộp	1,693	2,285	2,330	2,542	3,205
Chi phí BH&QL	(955)	(1,132)	(1,260)	(1,301)	(1,615)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	(51.8)	(61.3)	(56.5)	(56.5)	(58.1)
EBIT	686	1,091	1,013	1,185	1,532
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(408)	(414)	(398)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	(112)	(38.4)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	332	35.9	0	0	0
LNTT	448	688	605	771	1,134
Chi phí thuế TNDN	(303)	(273)	(121)	(154)	(227)
Lợi ích cổ đông thiểu số	21.8	(202)	(218)	(301)	(459)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	167	213	266	315	448
Lợi nhuận thuần ĐC	(40.9)	9.21	258	306	435
EBITDA ĐC	768	1,150	1,093	1,276	1,638
EPS (đồng)	273	345	305	361	514
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	295	350	498
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	612	616	873	873	873
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	612	723	873	873	873
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	617	728	878	878	878

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	276	1,249	857	811	1,508
Đầu tư ngắn hạn	97.2	77.9	77.9	77.9	77.9
Phải thu khách hàng	11,428	11,006	11,554	10,993	10,685
Hàng tồn kho	14,139	13,440	14,781	16,119	18,236
Các tài sản ngắn hạn khác	294	315	315	315	315
Tổng tài sản ngắn hạn	26,234	26,087	27,584	28,315	30,822
TSCĐ hữu hình	310	299	305	311	318
TSCĐ vô hình	61.9	71.0	68.6	65.6	62.0
Bất động sản đầu tư	110	153	204	267	342
Đầu tư dài hạn	25.4	25.9	25.9	25.9	25.9
Đầu tư vào Cty LD,LK	369	417	417	417	417
Tài sản dài hạn khác	1,684	2,084	2,191	2,310	2,379
Tổng tài sản dài hạn	2,561	3,050	3,212	3,396	3,544
Tổng cộng tài sản	28,795	29,137	30,796	31,711	34,366
Nợ ngắn hạn	2,591	3,159	3,272	3,661	4,626
Phả trả người bán	767	626	508	475	461
Nợ ngắn hạn khác	5,718	4,910	4,172	3,756	3,382
Tổng nợ ngắn hạn	11,628	10,348	9,646	10,247	13,032
Nợ dài hạn	2,699	3,396	3,474	3,181	2,158
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	150	187	187	187	187
Nợ dài hạn khác	128	2.83	2.83	2.83	2.83
Tổng nợ dài hạn	2,976	3,586	3,664	3,370	2,347
Tổng nợ phải trả	14,604	13,934	13,310	13,618	15,379
Vốn chủ sở hữu	9,408	10,464	12,529	12,834	13,269
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,783	4,739	4,958	5,259	5,718
Tổng vốn chủ sở hữu	14,191	15,203	17,487	18,094	18,987
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,795	29,137	30,796	31,711	34,366
BVPS (đ)	15,377	14,478	14,353	14,703	15,202
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,013	5,307	5,889	6,031	5,276

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	686	1,091	1,013	1,185	1,532
Khấu hao	(81.8)	(58.3)	(79.5)	(91.3)	(105)
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(408)	(414)	(398)
Thuế TNDN đã nộp	(184)	(458)	(121)	(154)	(227)
Thay đổi vốn lưu động	(1,206)	(1,704)	(2,731)	(553)	6.88
Khác	46.8	84.4	107	39.5	45.6
LCT thuần từ HKKD	(1,131)	(1,322)	(2,249)	15.4	939
Đầu tư TS dài hạn	(129)	(62.5)	(135)	(157)	(184)
Góp vốn & đầu tư	(17.4)	(732)	0	0	0
Thanh lý	800	1.50	0	0	0
Khác	(104)	612	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	550	(181)	(135)	(157)	(184)
Cổ tức trả cho CSH	(76.0)	(10.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	29.0	1,226	1,802	0	0
Tăng/giảm nợ	(14.3)	1,260	190	95.8	(58.3)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(61.4)	2,476	1,992	95.8	(58.3)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	919	276	1,249	857	811
LCT thuần trong kỳ	(643)	973	(392)	(46.1)	696
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	276	1,249	857	811	1,508
Dòng tiền tự do	(1,261)	(1,384)	(2,384)	(142)	755

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	45.7	48.3	47.1	47.3	49.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	24.3	22.1	23.8	25.2
Tỷ suất LNT (%)	4.51	4.49	5.38	5.87	6.89
Thuế TNDN hiện hành (%)	67.6	39.8	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(32.8)	27.7	4.40	8.64	21.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(12.1)	49.7	(4.95)	16.8	28.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(327)	123	2,701	18.5	42.4
Tăng trưởng EPS (%)	(25.0)	26.5	(11.8)	18.5	42.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,877	18.5	42.4
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.79	2.14	2.31	2.48	3.44
ROACE (%)	3.89	6.07	5.07	5.56	7.16
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.16	0.16	0.17	0.20
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(1.65)	(1.21)	(2.22)	0.01	0.61
Số ngày tồn kho	2,564	2,004	2,066	2,082	2,015
Số ngày phải thu	2,072	1,641	1,615	1,420	1,181
Số ngày phải trả	139	93.3	71.0	61.4	51.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	71.9	61.6	56.0	60.7	69.4
Nợ/tài sản (%)	24.5	26.4	25.6	27.1	31.2
EBIT/lãi vay (lần)	1.50	2.72	2.48	2.86	3.85
Nợ/EBITDA (lần)	9.17	6.69	7.20	6.74	6.54
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.26	2.52	2.86	2.76	2.37
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.99	3.56	4.01	3.72	2.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.2	14.6	18.1	15.6	11.7
P/E (lần)	58.4	46.2	52.4	44.2	31.0
P/E ĐC (lần)	N/a	1,067	54.0	45.6	32.0
P/B (lần)	1.04	1.10	1.11	1.08	1.05
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