

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

MUA +25,3%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	05/12/2025
Giá hiện tại	19.150 VND
Giá mục tiêu	24.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	26.000 VND
TL tăng	+25,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+25,3%

GT vốn hóa	19,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	5,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	279,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành*	1,1 tỷ
Pha loãng *	1,1 tỷ

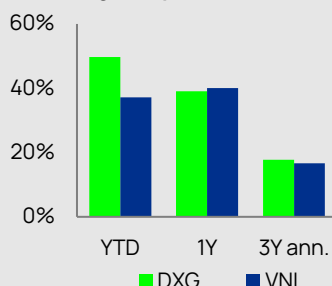
(*) bao gồm đợt phát hành riêng lẻ tháng 12/2025

	DXG	Peers	VNI
P/E (trung)	48,2x	40,9x	16,8x
P/B (ht)	1,6x	2,1x	2,1x
ROE	3,3%	5,4%	13,5%
ROA	1,2%	2,9%	2,0%

Tổng quan Công ty

DXG là chủ đầu tư BĐS nhà ở trung cấp với quỹ đất tập trung tại TP.HCM và Đồng Nai. Công ty con do DXG sở hữu 59% là CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh (HOSE: DXS) là công ty môi giới BĐS hàng đầu với khoảng 30% thị phần trên toàn quốc.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.795	3.741	5.794	11.016
% YoY	28,7%	-22,0%	54,9%	90,1%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.140	985	1.481	3.680
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	256	294	512	2.211
% YoY	48,8%	14,9%	74,3%	331,5%
EPS	23,0%	-7,0%	62,0%	341,8%
Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	200	10.400	19.800	12.100
Biên LN gộp	48,1%	55,8%	53,5%	58,0%
Biên LN từ HĐKD	23,8%	26,3%	25,6%	33,4%
Biên LN ròng	5,3%	7,9%	8,8%	20,1%
ROE	2,6%	2,4%	3,5%	13,9%
Nợ vay ròng/CSH	34,4%	12,3%	5,9%	0,7%
P/E	66,6x	71,7x	44,2x	10,0x
P/B	1,5x	1,5x	1,4x	1,3x

Dự án GSW và The Privé dẫn dắt đà tăng trưởng lợi nhuận năm 2026/27

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 8% giá mục tiêu đối với CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG) xuống 24.000 đồng/CP, nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA, do giá cổ phiếu DXG đã điều chỉnh khoảng 19% trong ba tháng qua.
- Việc điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu là do (1) Yếu tố pha loãng từ kế hoạch phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu (tương đương 9,18% số lượng cổ phiếu hiện hữu) với giá 18.600 đồng/CP; (2) Giả định WACC tăng lên mức 14,4% (từ mức 13,8% trước đây); và (3) Định giá mảng môi giới BĐS giảm (chi tiết tại [Báo cáo Cập nhật DXS](#), ngày 05/12/2025).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2025 đạt 71 tỷ đồng (-23% QoQ, -56% YoY), với doanh thu chủ yếu đến từ bàn giao theo kế hoạch tại dự án Gem Sky World (GSW) và mảng môi giới BĐS. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng +15% YoY, đạt 294 tỷ đồng.
- Trong năm 2026, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng mạnh 74% YoY, đạt 512 tỷ đồng, chủ yếu nhờ (1) việc tái khởi động hoạt động mở bán tại GSW và lượng bàn giao tại GSW tăng, và (2) mảng môi giới BĐS tiếp tục tăng trưởng.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 7%/8% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025/26, chủ yếu do kỳ vọng biên lợi nhuận ròng tăng nhẹ, phản ánh giả định mức thuế thấp hơn của chúng tôi và phù hợp với KQKD 9 tháng 2025.
- Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng doanh số bán hàng của DXG sẽ tăng mạnh, lần lượt đạt 10,4 nghìn tỷ đồng/19,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2025/26, từ mức thấp trong giai đoạn 2023-2024. Dự báo tích cực này được hỗ trợ bởi việc tái khởi động dự án The Privé vào giữa năm 2025 và dự án GSW vào năm 2026.
- Rủi ro: Mở bán các dự án mới chậm hơn dự kiến.

Mở bán lại GSW và bàn giao The Privé dự kiến thúc đẩy lợi nhuận giai đoạn 2026-27: Chúng tôi kỳ vọng GSW (khoảng 4.000 căn thấp tầng và đất nền; khoảng 60% đã bán và khoảng 50% đã bàn giao tính đến cuối quý 3/2025; tại tỉnh Đồng Nai) sẽ mở bán trở lại vào năm 2026, được hỗ trợ bởi sự phát triển của Sân bay Quốc tế Long Thành, dự kiến đi vào hoạt động vào giữa năm 2026. Chúng tôi ước tính giá trị backlog chưa ghi nhận của GSW vào cuối năm 2025 vào khoảng 400 căn, tương đương khoảng 1.400 tỷ đồng. Đối với The Privé (khoảng 3.200 căn hộ tại Phường Bình Trưng, TP.HCM), chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được bán hết trong giai đoạn 2025-2026, và bắt đầu bàn giao từ năm 2027. Chúng tôi dự báo GSW và The Privé sẽ đóng góp lần lượt khoảng 41% và 64% vào tổng doanh thu các năm 2026/2027 (so với khoảng 20% trong năm 2025).

Danh mục dự án quy mô lớn hỗ trợ doanh số bán hàng dài hạn: Ngoài The Privé và GSW, DXG có kế hoạch phát triển các dự án Đất Xanh Homes Park View (5 ha; TP.HCM), Ngọc Khánh (khoảng 1 ha; TP.HCM) và Opal Luxury (khoảng 8,6 ha, TP.HCM) trong trung hạn. Chúng tôi kỳ vọng Đất Xanh Homes Park View sẽ mở bán từ năm 2027, trong khi Ngọc Khánh và Opal Luxury chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi.

Mảng môi giới tiếp tục phục hồi trong năm 2025/2026: Chúng tôi dự phóng doanh thu môi giới của DXG sẽ tăng trưởng 51%/30% YoY trong năm 2025/26, nhờ vào sự gia tăng khối lượng giao dịch BĐS từ mức thấp của giai đoạn 2023–2024.

Triển vọng năm 2025: Bàn giao tại GSW và tăng trưởng mảng môi giới BĐS thúc đẩy lợi nhuận quý 4; doanh số bán hàng khả quan từ đợt mở bán The Privé

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới/KQ 2024	Dự báo 2025 mới/cũ	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	4.795	4.275	3.741	-22%	-13%	
– Đầu tư BĐS	3.319	2.403	1.624	-51%	-32%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 32% dự báo doanh thu phát triển BĐS năm 2025, chủ yếu do mức giảm 50% doanh thu dự phóng từ việc bàn giao tại Gem Sky World (GSW; khoảng 4.000 căn thấp tầng; khoảng 60% đã bán và khoảng 50% đã bàn giao tính đến cuối quý 3/2025). * Theo DXG (trong cuộc họp gặp gỡ HĐQT đầu tháng 11), công ty đang tập trung bàn giao khoảng 116 sản phẩm trong giai đoạn quý 4/2025 – quý 1/2026 (khoảng 50 căn đã được bàn giao) tại GSW.
– Môi giới BĐS	1.191	1.558	1.802	51%	16%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu môi giới năm 2025, phản ánh giả định khối lượng giao dịch cao hơn nhờ hiệu quả bán hàng gia tăng.
– Khác	286	314	314	10%	0%	
Lợi nhuận gộp	2.306	2.329	2.088	-9%	-10%	
– Đầu tư BĐS	1.335	1.067	854	-36%	-20%	
– Môi giới BĐS	858	1.139	1.171	37%	3%	
– Khác	112	123	63	-44%	-49%	
Chi phí SG&A	-1.165	-1.094	-1.103	-5%	1%	
LN từ HĐKD	1.140	1.235	985	-14%	-20%	
Thu nhập tài chính	48	90	128	167%	41%	
Chi phí tài chính	-470	-426	-319	-32%	-25%	
Thu nhập ròng từ CTLK	-38	0	0	N.M.	0%	
Thu nhập/lỗ ròng khác	51	38	23	-55%	-40%	
LNST	453	609	653	44%	7%	* Mặc dù lợi nhuận từ HĐKD năm 2025 dự kiến giảm so với cùng kỳ, chúng tôi vẫn dự báo LNST tăng trưởng so với cùng kỳ, được thúc đẩy bởi (1) chi phí tài chính thấp hơn và (2) thuế suất thực tế trở lại mức bình thường 20% (so với giả định 35% trước đó của chúng tôi), phù hợp với KQKD 9T 2025.
Lợi ích CĐTS	-197	-335	-359	82%	7%	
LNST sau lợi ích CĐTS	256	274	294	15%	7%	
Biên LN gộp	48,1%	54,5%	55,8%			
– Đầu tư BĐS	40,2%	44,4%	52,6%			
– Môi giới BĐS	72,1%	73,1%	65,0%			
Biên LN từ HĐKD	23,8%	28,9%	26,3%			
Biên LN ròng	5,3%	6,4%	7,9%			

Nguồn: Báo cáo tài chính của DXG, dự báo của Vietcap

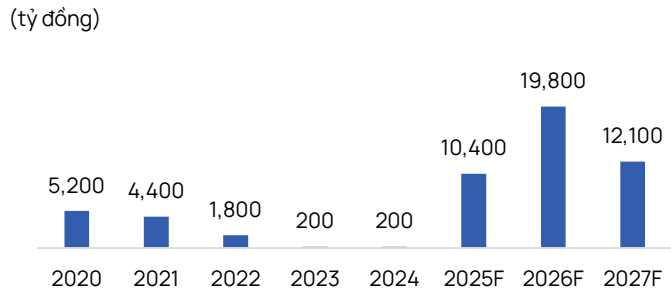
Triển vọng năm 2026: Mở bán lại GSW và đà tăng trưởng mảng môi giới được duy trì sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

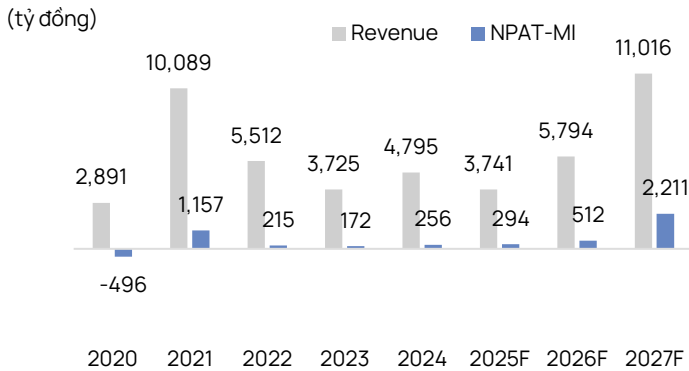
Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026	Dự báo 2026/dự báo 2025	Giả định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	4.795	3.741	5.794	55%	
– Đầu tư BĐS	3.319	1.624	3.106	91%	* Chúng tôi dự báo doanh thu phát triển BĐS năm 2026 sẽ tăng mạnh 91% so với dự báo năm 2025, chủ yếu được thúc đẩy bởi kế hoạch mở bán lại dự kiến tại GSW và sản lượng bàn giao dự kiến tăng so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng chung của thị trường BĐS và tiến độ phát triển của Sân bay Quốc tế Long Thành – dự kiến đi vào hoạt động giữa năm 2026 – sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các đợt mở bán lại tại GSW.
– Môi giới BĐS	1.191	1.802	2.343	30%	* Chúng tôi dự báo doanh thu môi giới năm 2026 sẽ tăng trưởng 30% so với dự báo năm 2025, dựa trên kỳ vọng của chúng tôi về sự tăng trưởng chung của giao dịch môi giới bất động sản.
– Khác	286	314	346	10%	
Lợi nhuận gộp	2.306	2.088	3.099	48%	
– Đầu tư BĐS	1.335	854	1.417	66%	
– Môi giới BĐS	858	1.171	1.546	32%	
– Khác	112	63	136	116%	
Chi phí SG&A	-1.165	-1.103	-1.618	47%	
LN từ HĐKD	1.140	985	1.481	50%	
Thu nhập tài chính	48	128	152	19%	
Chi phí tài chính	-470	-319	-352	10%	
Thu nhập ròng từ CTLK	-38	0	0	N.M.	
Thu nhập/lỗ ròng khác	51	23	0	-100%	* Chúng tôi dự báo không ghi nhận thu nhập ròng khác bất thường trong năm 2026.
LNST	453	653	1.025	57%	
Lợi ích CĐTS	-197	-359	-512	43%	* Chúng tôi giả định lợi ích CĐTS sẽ tăng trưởng chậm hơn so với LNST, chủ yếu do mức đóng góp lợi nhuận cao hơn từ GSW, dự án do DXG sở hữu 100%.
LNST sau lợi ích CĐTS	256	294	512	74%	
Biên LN gộp	48,1%	55,8%	53,5%		
– Đầu tư BĐS	40,2%	52,6%	45,6%		
– Môi giới BĐS	72,1%	65,0%	66,0%		
Biên LN từ HĐKD	23,8%	26,3%	25,6%		
Biên LN ròng	5,3%	7,9%	8,8%		

Nguồn: Báo cáo tài chính của DXG, dự báo của Vietcap

Hình 3: Dự báo doanh số bán hàng của DXG



Hình 4: Dự báo doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS cho DXG



Các dự án chính (% dự báo doanh số bán hàng)	2024	2025F	2026F	2027F
Gem Sky World	100%	0%	14%	33%
The Privé	0%	100%	86%	0%
Park View	0%	0%	0%	54%
Opal CityView	0%	0%	0%	13%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Các dự án chính (% dự báo doanh thu)	2024	2025F	2026F	2027F
Gem Sky World	15%	20%	41%	27%
The Privé	0%	0%	0%	38%
Mảng dịch vụ môi giới	25%	48%	40%	27%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 5: Kế hoạch thi công và bàn giao các dự án chính của DXG

Dự án	Diện tích & Vị trí	Số căn hộ ⁽¹⁾ (Doanh số %)	Thời điểm mở bán	Giai đoạn mở bán ⁽²⁾	Giai đoạn bàn giao ⁽²⁾	Tình trạng pháp lý hiện tại
Gem Sky World	92 ha; Đồng Nai	4.000 căn thấp tầng (60%)	Q2 2020	2020-2027F	2021-2028F	- Đã bán khoảng 60% và bàn giao 50% tính đến cuối quý 3/2025. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ mở bán lại trong năm 2026.
The Privé	4,3 ha; Phường Bình Trưng, TP.HCM	3.200 căn hộ (khoảng 30%)	2025 ⁽²⁾	2018/ 2025- 2026F	2027-2029F	- Đã bán hết toàn bộ Giai đoạn 1 (khoảng 1.000 căn), được mở bán vào tháng 8. - Việc bàn giao Giai đoạn 1 dự kiến diễn ra trong năm 2027.
Park View	5,0 ha; TP.HCM	6.800 căn hộ (0%)	2027 ⁽²⁾	2027-2029F	2029-2032F	- Đã hoàn thành quy hoạch 1/500. - Đang thực hiện thủ tục đóng tiền sử dụng đất.
Opal Cityview	1,0 ha; TP.HCM	1.600 căn hộ (0%)	2027 ⁽²⁾	2027-2029F	2029-2030F	- Đã hoàn thành quy hoạch 1/500. - Đang thực hiện thủ tục đóng tiền sử dụng đất.
Park City	10,5 ha; TP.HCM	6.900 căn hộ (0%)	2028 ⁽²⁾	2028-2031F	2030-2033F	- Đã hoàn tất phê duyệt đầu tư.
Opal City	6,1 ha; TP.HCM	2.100 căn hộ (0%)	2029 ⁽²⁾	2029-2031F	2031-2032F	- Đang thực hiện thu gom quỹ đất và lập quy hoạch 1/500.
Gem Premium	15,0 ha; TP.HCM	Khoảng 6.000 căn hộ (0%)	2029 ⁽²⁾	2029-2031F	2031-2032F	- Công tác đền bù giải phóng mặt bằng gần hoàn tất; đang chuẩn bị trình quy hoạch 1/500.
Opal Luxury ⁽³⁾	8,6 ha; TP.HCM	3.400 căn hộ (0%)	2026G	N/A	N/A	- Đã hoàn thành quy hoạch 1/500; đang thực hiện thủ tục đóng tiền sử dụng đất.
Ngoc Khanh ⁽³⁾	Khoảng 1 ha; TP.HCM	Khoảng 1.300 căn hộ (0%)	2026G	N/A	N/A	- Đã hoàn tất phê duyệt đầu tư và quy hoạch 1/500.
Saigon Riverfront ⁽³⁾	2,3 ha; TP.HCM	Khoảng 3.000 căn hộ (0%)	2027G	N/A	N/A	- Đã hoàn tất phê duyệt đầu tư và quy hoạch 1/500.
Opal Central Park ⁽³⁾	1,2 ha; TP.HCM	1.400 căn hộ (0%)	N/A	N/A	N/A	- Đang thực hiện tích thu gom quỹ đất.

Nguồn: DXG, Vietcap. Lưu ý: (1) Tổng số căn hộ của dự án, số liệu được làm tròn đến hàng chục; (2) nhận định và dự báo của Vietcap; (3) Các dự án này vẫn chưa được đưa vào dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Hình 6: Dự án Gem Sky World (GSW)

- Chủ đầu tư: Công ty Cổ phần Đầu tư Kinh doanh Bất động sản Hà An (DXG sở hữu 99%).
- Vị trí: Tỉnh Đồng Nai, cách Sân bay Quốc tế Long Thành dự kiến khoảng 10 km và nằm gần các khu công nghiệp lớn.
- Diện tích: 92 ha. Tổng cộng bao gồm khoảng 4.000 căn thấp tầng/căn trên đất nền.
- DXG đã mua lại dự án này vào quý 4/2019 thông qua đấu giá công khai.
- Dự án mở bán lần đầu vào tháng 7/2020 với khoảng 700 căn đã được bán.
- Tính đến cuối quý 3/2025, tổng số căn đã bán tại GSW là khoảng 2.400 căn, và tổng số căn đã bàn giao là khoảng 2.000 lô đất và nhà phố, dẫn đến lượng backlog chưa ghi nhận là khoảng 400 căn, với tổng trị giá rơi vào khoảng 1,4 nghìn tỷ đồng (theo ước tính của chúng tôi).
- Chúng tôi dự báo các căn còn lại tại dự án GSW sẽ đóng góp tổng cộng khoảng 6,7 nghìn tỷ đồng vào doanh số bán hàng của DXG trong giai đoạn 2026-2027, và việc bàn giao dự án này dự kiến sẽ được hoàn tất vào năm 2028.



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Hình 7: Dự án The Privé (trước đây là Gem Riverside)

- Chủ đầu tư: CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)
- Vị trí: TP.HCM. Dự án nằm dọc theo mặt tiền của cao tốc Long Thành - Dầu Giây và có 3 mặt giáp sông
- Diện tích: 4,3 ha, bao gồm khoảng 3.200 căn hộ cao tầng.
- DXG đã mua lại dự án này từ Keppel Land và mở bán lần đầu vào năm 2018 với giá bán trung bình rơi khoảng 33-38 triệu đồng/m². Tuy nhiên, do các vấn đề phức tạp về thủ tục pháp lý, dự án đã bị trì hoãn và chỉ mới được cấp phép xây dựng vào tháng 9/2024. Hiện tại, DXG đã hoàn tất thi công phần móng của dự án.
- Giai đoạn 1 (khoảng 1.000 căn tại các Block 5-8) đã chính thức được mở bán từ 22-24/08/2025 và được bán hết hoàn toàn, theo DXG. Hoạt động mở bán Giai đoạn 2 (các Block 9-12) đã bắt đầu vào quý 4/2025; DXG hiện chưa công bố số liệu booking/bán hàng tính đến thời điểm hiện tại.
- Chúng tôi dự báo The Privé sẽ đóng góp tổng cộng 27,5 nghìn tỷ đồng vào doanh số bán hàng của DXG trong giai đoạn 2025-2026, với việc bàn giao dự kiến sẽ diễn ra trong giai đoạn 2027-2029.



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu 1 năm cho DXG tại mức **24.000 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp định giá RNAV, phương pháp mà theo quan điểm của chúng tôi là phù hợp nhất để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của DXG. Chúng tôi đã đưa vào định giá toàn bộ quỹ đất đã xác định đối với các dự án đang xây dựng và phát triển bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), thực hiện chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) ước tính về cuối năm 2025.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 8% giá mục tiêu xuống còn 24.000 đồng/cổ phiếu (từ mức 26.000 đồng/cổ phiếu), chủ yếu phản ánh:

- Tác động pha loãng từ đợt phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu (tương đương 9,18% số lượng cổ phiếu lưu hành trước phát hành) tại mức giá 18.600 đồng/cổ phiếu, với thời gian thanh toán dự kiến từ ngày 01-08/12/2025.
- Giá định WACC đối với DXG tăng lên 14,4% từ mức 13,8% do chúng tôi điều chỉnh hệ số beta từ 1,2 lên 1,3.
- Mức định giá thấp hơn đối với mảng môi giới (DXS).

Các tác động tiêu cực này một phần được bù đắp bởi:

- Việc chuyển thời điểm định giá mục tiêu sang cuối năm 2026 (thay vì giữa năm 2026).
- Tiến độ bán hàng dự kiến nhanh hơn tại dự án Park View, nhờ nguồn vốn bổ sung của đợt phát hành riêng lẻ.

Hình 8: Tóm tắt định giá đối với DXG

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NPV cho DXG (tỷ đồng)
Gem Sky World	CKDT	100%	2.484
The Privé (trước đây là Gem Riverside)	CKDT	100%	10.824
Gem Premium	CKDT	75%	2.114
Opal City	CKDT	100%	1.032
Opal Cityview	CKDT	100%	794
Park View	CKDT	100%	2.635
Park City	CKDT	100%	1.694
Khác	CKDT	100%	1.415
Tổng NAV của các dự án			22.993
Dịch vụ môi giới (DXS)	CKDT & P/E	59%	4.646
(+) Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn*			3.010
(-) Tổng nợ vay			3.925
Giá trị tài sản ròng (NAV)			26.723
Số lượng cổ phiếu pha loãng (triệu)*			1.112
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			24.000
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)			19.150
Tổng mức sinh lời dự phóng			+25,3%
P/E dự phóng các năm 2025/26/27 tại giá mục tiêu			89,8x/55,4x/12,5x
P/B dự phóng các năm 2025/26/27 tại giá mục tiêu			1,9x/1,8x/1,6x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: * Chúng tôi đã đợt phát hành riêng lẻ tháng 12/2025 vào mô hình định giá.

Hình 9: Tóm tắt WACC

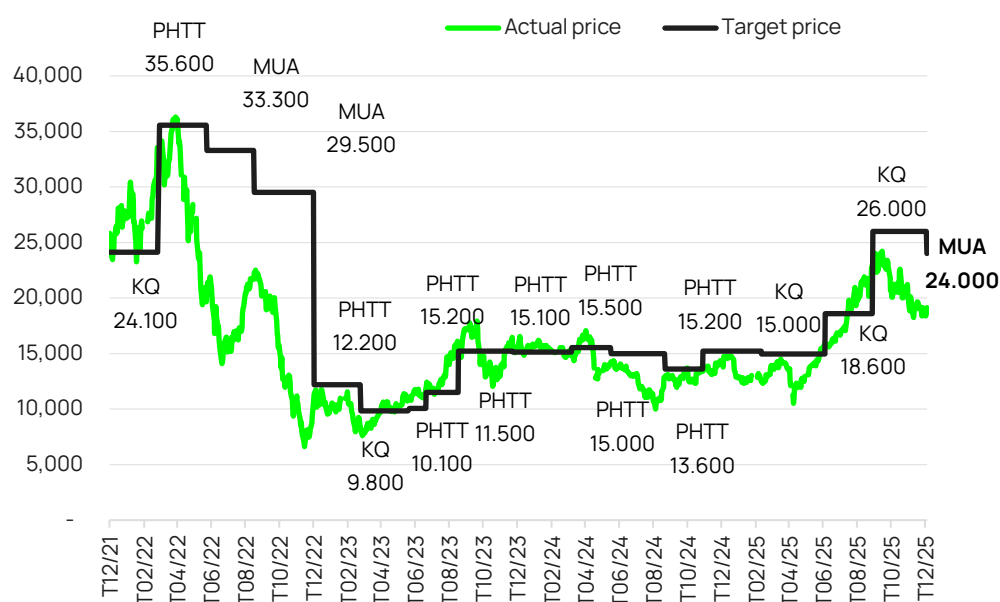
	Cũ	Mới
Beta	1,2	1,3
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%
Chi phí vốn CSH %	15,6%	16,4%
Chi phí nợ vay %	12,0%	12,0%
% Nợ vay	30,0%	30,0%
% Vốn CSH	70,0%	70,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	13,8%	14,4%

Nguồn: Vietcap

Theo ĐHCĐ của DXS, các cổ đông đã thông qua việc DXG nhận chuyển nhượng cổ phiếu đang lưu hành của DXS mà không cần thực hiện thủ tục chào mua công khai. Theo phương án này, DXG sẽ nhận chuyển nhượng khoảng 68,2 triệu cổ phiếu, tương đương 11,78% số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện tại của DXS, từ 5 cổ đông: Victory Holding Investment Limited, Hanoi Investments Holdings Limited, Norges Bank, DC Developing Markets Strategies Public Limited Company và Danang Investments Limited. Giá chuyển nhượng sẽ do các bên tham gia thỏa thuận và dự kiến sẽ nằm ngoài biên độ giao dịch của DXS tại thời điểm thực hiện giao dịch. Chúng tôi chưa phản ánh giao dịch tiềm năng này vào dự báo và định giá của chúng tôi.

Diễn biến khuyến nghị

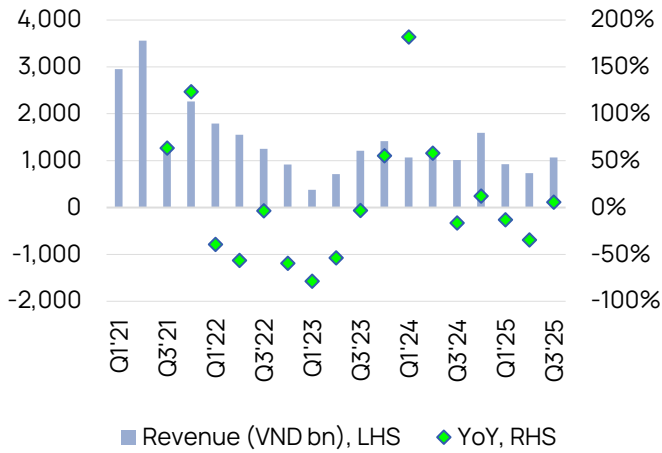
Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Giá mục tiêu lịch sử đã được điều chỉnh theo các thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

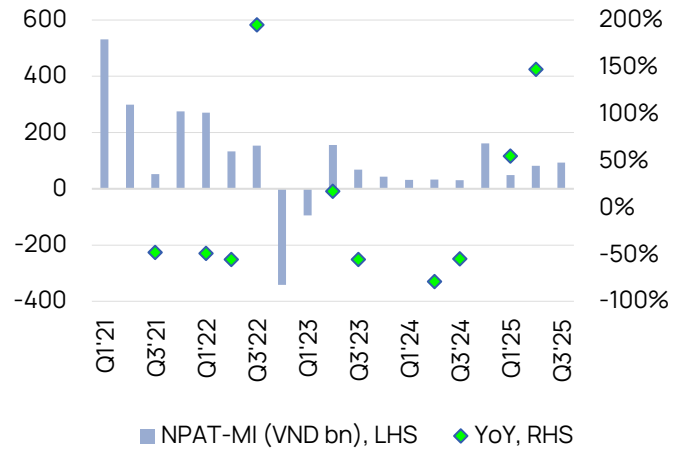
KQKD hàng quý

Hình 11: Doanh thu



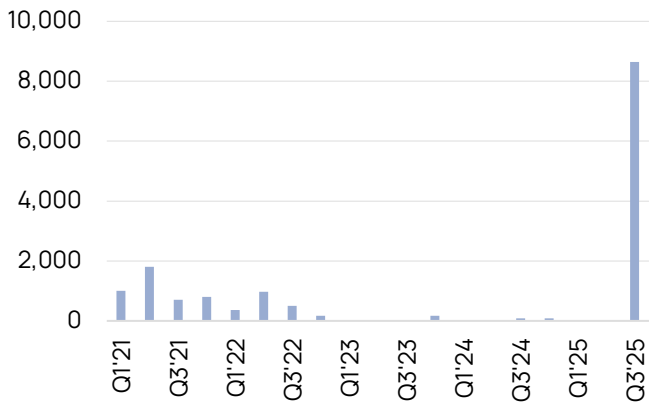
Nguồn: DXG, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS



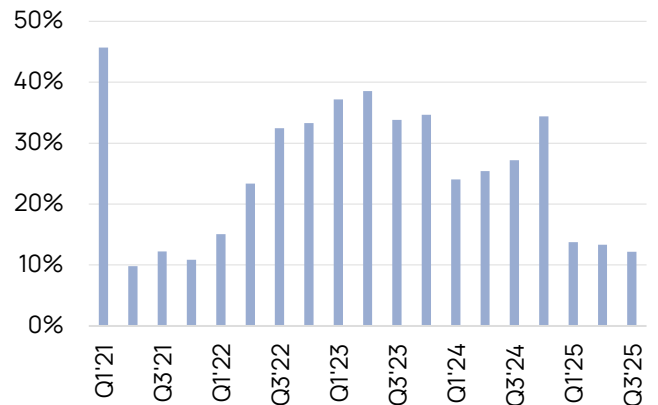
Nguồn: DXG, Vietcap

Hình 13: Doanh số bán hàng (tỷ đồng)



Nguồn: DXG, Vietcap (không bao gồm các dự án phát triển BĐS của DXS)

Hình 14: Nợ vay ròng/VCSH (%)



Nguồn: DXG, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	4.795	3.741	5.794	11.016
Giá vốn hàng bán	-2.490	-1.652	-2.696	-4.629
Lợi nhuận gộp	2.306	2.088	3.099	6.387
Chi phí bán hàng	-735	-662	-971	-1.624
Chi phí quản lí DN	-431	-441	-647	-1.083
LN từ HĐKD	1.140	985	1.481	3.680
Doanh thu tài chính	48	128	152	166
Chi phí tài chính	-470	-319	-352	-391
Trong đó, chi phí lãi vay	-420	-290	-320	-356
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-38	0	0	0
Thu nhập ròng khác	51	23	0	0
LNTT	730	817	1.281	3.455
Thuế TNDN	-277	-163	-256	-691
LNST trước CĐTS	453	653	1.025	2.764
Lợi ích CĐ thiểu số	-197	-359	-512	-553
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	256	294	512	2.211
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	256	294	512	2.211
EBITDA	1.139	1.013	1.501	3.697
EPS báo cáo, VND	287	267	433	1.913
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	28,7%	-22,0%	54,9%	90,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	55,4%	-13,6%	50,3%	148,5%
Tăng trưởng LNTT	61,1%	11,8%	56,9%	169,7%
TT EPS báo cáo	23,0%	-7,0%	62,0%	341,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	48,1%	55,8%	53,5%	58,0%
Biên LN từ HĐ %	23,8%	26,3%	25,6%	33,4%
Biên EBITDA	23,8%	27,1%	25,9%	33,6%
Biên LNST-CĐTS	5,3%	7,9%	8,8%	20,1%
ROE %	2,6%	2,4%	3,5%	13,9%
ROA %	1,6%	2,0%	2,6%	6,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	2.019	3.161	2.336	1.662
Số ngày phải thu	857	1.199	883	499
Số ngày phải trả	823	1.082	605	306
TG luân chuyển tiền	2.053	3.278	2.615	1.855
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,5x	3,1x	2,4x	2,2x
CS thanh toán nhanh	1,2x	1,7x	1,2x	1,1x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,4x	0,3x	0,2x
Nợ/Tài sản	22,5%	17,6%	13,4%	10,0%
Nợ/Vốn	30,1%	23,3%	20,6%	16,3%
Nợ/Vốn CSH	34,4%	12,3%	5,9%	0,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,7x	3,4x	4,6x	10,4x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	1.249	3.703	4.242	4.447
Đầu tư TC ngắn hạn	78	78	78	78
Các khoản phải thu	11.090	13.478	14.556	15.559
Hàng tồn kho	13.406	15.218	19.292	22.862
TS ngắn hạn khác	311	451	586	732
Tổng TS ngắn hạn	26.133	32.927	38.754	43.677
TS cố định (nguyên giá)	586	628	684	756
- Khấu hao lũy kế	-216	-244	-264	-281
TS cố định (ròng)	370	384	421	475
Đầu tư TC dài hạn	443	443	443	443
TS dài hạn khác	2.237	2.237	2.237	2.237
Tổng TS dài hạn	3.050	3.065	3.101	3.156
Tổng Tài sản	29.183	35.992	41.855	46.833
Phải trả ngắn hạn	5.209	4.590	4.343	3.407
Nợ vay ngắn hạn	3.230	1.938	1.841	1.749
Nợ ngắn hạn khác	2.027	3.974	10.053	14.390
Tổng nợ ngắn hạn	10.466	10.503	16.237	19.547
Nợ vay dài hạn	3.325	4.403	3.764	2.944
Nợ dài hạn khác	189	189	189	189
Tổng nợ	13.981	15.095	20.190	22.680
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	7.225	11.144	11.144	11.144
Thặng dư vốn cổ phần	283	1.108	1.108	1.108
Lợi nhuận giữ lại	1.487	578	1.090	3.302
Vốn khác	1.472	1.472	1.472	1.472
Lợi ích CĐTS	4.735	6.594	6.851	7.127
Vốn chủ sở hữu	15.202	20.896	21.665	24.153
Tổng nguồn vốn	29.183	35.992	41.855	46.833
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	843	1.112	1.112	1.112

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	276	1.249	3.703	4.242
Thu nhập ròng	256	294	512	2.211
Khấu hao	-1	27	20	17
Thay đổi vốn lưu động	-741	-3.011	543	-1.316
Điều chỉnh khác	-836	0	0	0
LCTT từ HĐ kinh doanh	-1.322	-2.690	1.076	912
Vốn đầu tư XDCB, ròng	3	-42	-56	-72
Đầu tư, ròng	-184	0	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-181	-42	-56	-72
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	1.309	3.541	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	640	-1.292	-97	-92
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	627	1.078	-640	-820
Khác	-100	1.859	256	276
LCTT từ HĐ tài chính	2.476	5.186	-480	-636
Lưu chuyển tiền thuần	973	2.454	539	205
Tiền cuối năm	1.249	3.703	4.242	4.447

Nguồn: DXG, dự báo của Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Phạm Nhật Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.