

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

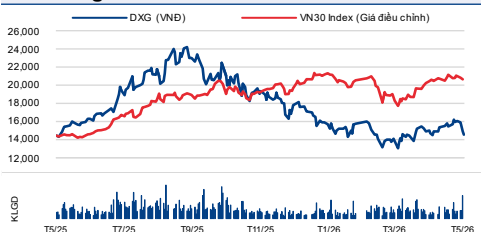
Giá mục tiêu: VNĐ19,000 (từ VNĐ18,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 30.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/5/2026)	14,550
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,050-24,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,338
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,185
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	614
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,112
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	556
Slg CP NN được mua (tr.đv)	292
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.7%
Tỷ lệ freefloat	72.6%
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	(1.02)	(7.62)	0.73
So với chỉ số	(2.02)	(8.02)	(29.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	206	1,084	(81.0)
2027F	1,550	3,592	(56.9)
2028F	2,302	3,592	(35.9)

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.

Kỳ vọng lợi nhuận bứt phá trong năm 2027; nâng k/n lên Mua vào

- HSC tăng 3,3% giá mục tiêu cho cổ phiếu của Tập đoàn Bluemarq (trước đây là Tập đoàn Đất Xanh; mã chứng khoán vẫn giữ nguyên là DXG) lên 19.000đ/cp, dựa trên tác động trái chiều từ việc giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 và việc lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027. Với tiềm năng tăng giá 31% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DXG lên Mua vào.
- Chúng tôi giảm lần lượt 12% và 21% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 dựa trên kỳ vọng doanh thu tại dự án trọng điểm Gem Sky World sẽ giảm khi dự án này mở bán trở lại vào năm 2027, trong bối cảnh tâm lý thị trường đối với phân khúc đất nền tại thị trường tỉnh còn yếu.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 54,1% so với ước tính RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44,9%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 76,2 lần, cao hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 65,8 lần.

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2026 và tổ chức ĐHCĐ

DXG đã tổ chức ĐHCĐ vào ngày 17/4/2026, với tất cả các tờ trình đã được thông qua. Những thông tin chính tại đại hội bao gồm KHKD năm 2026 và công bố chiến lược tái định vị thương hiệu công ty thành Tập đoàn Bluemarq, nhằm chuyển dịch mô hình từ một công ty thuần dịch vụ sang một tập đoàn đầu tư và quản lý tài sản đa ngành lớn hơn. Công ty công bố KQKD Q1/2026 đáng thất vọng – với lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do tỷ suất lợi nhuận thấp hơn dự báo và khoản khấu trừ lợi ích cổ đông thiếu số cao hơn dự kiến.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027

HSC giảm lần lượt 12% và 21% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 và 2027 xuống 237 tỷ đồng (tăng trưởng 2%) và 1.777 tỷ đồng (vẫn tăng trưởng mạnh 6,5 lần, nhờ ghi nhận doanh thu từ hoạt động bán giao căn hộ tại dự án The Privé). Dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm dựa trên kỳ vọng doanh thu từ hoạt động mở bán trở lại dự án Gem Sky World vào năm 2027 sẽ giảm do tâm lý thị trường đối với phân khúc đất nền tại các thị trường tỉnh vẫn sẽ tiếp tục suy yếu. Trong khi đó, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến đạt 2.640 tỷ đồng (tăng trưởng 49%) trên doanh thu 14.119 tỷ đồng (tăng trưởng 29%), nhờ ghi nhận doanh thu từ các dự án The Privé và Gem Sky World. Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2028 – vốn thấp hơn nhiều so với mức dự báo thấp và chậm điều chỉnh của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức 125,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 54,1% so với ước tính RNAV (tăng 3,3%), lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 44,9%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 76,2 lần, cao hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 65,8 lần. HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 19.000đ nhằm phản ánh tác động hỗn hợp từ việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và việc chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). Với tiềm năng tăng giá 31% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DXG lên Mua vào. Bên cạnh dự án The Privé, danh mục dự án Gem Sky World khai của DXG có nhiều dự án tại Thành phố Hồ Chí Minh (trước đây thuộc Bình Dương) – bao gồm DXH Park View và Opal City View – hiện đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục phê duyệt pháp lý, tạo ra nền tảng vững chắc cho các đợt mở bán trong nhiều năm tới. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, lợi nhuận thuần của công ty dự kiến sẽ tiếp tục chịu áp lực do tỷ lệ hấp thụ của sản phẩm thấp tầng tại tổ hợp dự án Gem Sky World sẽ giảm.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,155	900	752 ▼	2,827 ▼	3,951
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	253	229	237 ▼	1,777 ▼	2,640
EPS ĐC (đồng)	79.7	199	206 ▼	1,550 ▼	2,302
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	14,484	12,790	12,996	14,546	16,848
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.7	19.5	24.7	5.81	4.36
P/E ĐC (lần)	182	73.0	70.5	9.39	6.32
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.00	1.14	1.12	1.00	0.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	219	150	3.41	652	48.6
ROAE (%)	2.54	1.85	1.65	11.6	15.1

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

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

Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 125%; nâng k/n lên Mua vào

HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Mua vào (từ Nắm giữ) và tăng 3,3% giá mục tiêu lên 19.000đ (tiềm năng tăng giá là 31%) nhằm phản ánh tác động hỗn hợp từ việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và việc chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). Mặc dù giảm nhẹ dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, các dự báo mới của chúng tôi (bao gồm dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028) vẫn cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt mức rất cao là 125%, nhờ hoạt động bàn giao tại dự án The Privé. Trong trung và dài hạn, lợi nhuận của công ty có thể sẽ tiếp tục nhận được sự hỗ trợ tích cực từ danh mục dự án chưa triển khai tại TP.HCM và các khu đô thị vệ tinh mới mở rộng.

KQKD Q1/2026 thấp hơn kỳ vọng do tỷ suất lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng

KQKD Q1/2026 của DXG cho thấy lợi nhuận thuần đạt 38 tỷ đồng (giảm 21,6% so với cùng kỳ; hoàn thành 14% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của HSC) trên doanh thu 1.353 tỷ đồng (tăng 46,2% so với cùng kỳ; hoàn thành 27% dự báo trước đây cho cả năm 2026). Doanh thu thuần gần như sát với dự báo, nhưng lợi nhuận lại thấp hơn dự báo do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp: Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 46,9%, thu hẹp đáng kể so với mức 55,2% trong Q1/2025 và 58,4% trong Q4/2025 do tỷ suất lợi nhuận mảng kinh doanh BĐS suy yếu. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy cơ cấu lợi nhuận của các mảng kinh doanh trong lợi nhuận chung có sự khác biệt so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi.

Lợi nhuận mảng dịch vụ môi giới vượt dự báo, đạt 604 tỷ đồng (tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ và tăng 26,6% so với quý trước) với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 69,8% (so với mức 65,1% trong Q1/2025 và 73,7% trong Q4/2025). Mức lợi nhuận vượt dự báo này chủ yếu đến từ công ty con DXS (DXG sở hữu 60,3% cổ phần; Mua vào, giá mục tiêu là 11.000đ/cp), đơn vị có doanh thu môi giới đạt 733 tỷ đồng, tăng gấp 4 lần so với cùng kỳ và cao hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi. Vui lòng xem báo cáo '[Q1/2026: Doanh thu chưa ghi nhận thúc đẩy KQKD, khối lượng giao dịch vẫn yếu](#)' để có thông tin chi tiết.

Doanh thu từ mảng kinh doanh BĐS thấp hơn dự báo, chỉ đạt 860 tỷ đồng (tăng 29,1% so với cùng kỳ), với tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh xuống còn 37,9% từ mức 55,9% trong cả Q1/2025 và Q4/2025. Mặc dù doanh thu tiếp tục đến từ hoạt động bàn giao tại dự án Gem Sky World, KQKD trong quý đã phải gánh chịu một khoản giảm trừ doanh thu trị giá 115 tỷ đồng, liên quan đến các căn hộ đã bán tại chính dự án Gem Sky World này. Khoản giảm trừ này phát sinh từ việc công ty phải hoàn trả tiền đặt cọc cho một số khách hàng do tiến độ hoàn thiện hồ sơ pháp lý dự án bị chậm tiến độ – một rủi ro kỹ thuật mà chúng tôi đã từng lưu ý và phân tích chi tiết trong các báo cáo trước đây.

Doanh thu HĐ tài chính tăng vọt 295,9% so với cùng kỳ lên mức 46 tỷ đồng, chủ yếu nhờ thu nhập từ lãi các khoản cho vay. Khoản tiền DXG cho đối tác vay đã tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ, đạt mức 3.305 tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2026. Trong khi đó, **chi phí tài chính** giảm 43,9% so với cùng kỳ đạt 78 tỷ đồng do số dư nợ giảm.

Bảng CĐKT: Cải thiện nhờ dự án The Privé

Vị thế tiền mặt thuần của DXG đạt 789 tỷ đồng, cải thiện rõ rệt so với số dư nợ thuần lên đến 2.384 tỷ đồng tại thời điểm Q1/2025 và vị thế tiền mặt thuần 234 tỷ đồng vào cuối năm 2025, nhờ vào số dư tiền mặt tăng.

Trong khi đó, **tiền đặt cọc của khách hàng** tăng gấp 4 lần so với cùng kỳ và tăng 11,5% so với quý trước lên 6.933 tỷ đồng nhờ tích cực đẩy mạnh hoạt động mở bán dự án The Privé. **Hàng tồn kho** cũng tăng 18% so với cùng kỳ và 0,9% so với quý trước lên 16 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do triển khai dự án The Privé.

Bảng 1: KQKD Q1/2026, DXG

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	Dự báo cũ 2026 - HSC	% hoàn thành dự báo cũ
Doanh thu thuần	925	1,353	46.2%	26.8%	27.1%
Lợi nhuận gộp	510	634	24.3%		
Thu nhập tài chính	12	46	295.9%		
Chi phí tài chính	(139)	(78)	-43.9%		
Chi phí BH&QL	225	353	56.5%		
LNST	79	214	173.0%		
Lợi nhuận thuần	48	38	-21.6%	14.3%	14.2%

Nguồn: DXG, HSC

Những thông tin chính tại ĐHCĐ: Tái định vị thương hiệu thành Tập đoàn Bluemarq

DXG đã tổ chức ĐHCĐ vào ngày 17/4. Tất cả các tờ trình đều được thông qua với những nội dung chính như sau:

KHKD năm 2026 kỳ vọng lợi nhuận thuần đạt 268 tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ) và doanh thu đạt 5 nghìn tỷ đồng (tăng 19,3% so với cùng kỳ) – cả hai con số này đều sát với dự báo trước đây của chúng tôi. Công ty không công bố mục tiêu doanh thu và lợi nhuận theo từng mảng kinh doanh, nhưng chúng tôi cho rằng mục tiêu của công ty có thể sẽ có sự khác biệt so với dự báo. Mức đóng góp từ mảng môi giới hiện đang cao hơn so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi (mục tiêu lợi nhuận thuần và doanh thu năm 2026 của công ty con DXS đang cao hơn lần lượt 64,2% và 54,5% so với kỳ vọng của chúng tôi). Do đó, chúng tôi tin rằng mục tiêu doanh thu từ mảng kinh doanh BĐS của DXG sẽ thấp hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi.

HSC hiểu rằng doanh thu và lợi nhuận năm 2026 của DXG chủ yếu đến từ hoạt động bàn giao các căn hộ đã được bán tại dự án Gem Sky World (Đồng Nai), trong khi KQKD của mảng môi giới chủ yếu đến từ DXS.

Tái định vị thương hiệu thành Tập đoàn Bluemarq DXG chính thức đổi tên thương hiệu thành CTCP Tập đoàn Bluemarq từ ngày 6/5/2026. Việc tái định vị thương hiệu đánh dấu sự tái định vị chiến lược từ một đơn vị phát triển/môi giới BĐS thuần túy trở thành một tập đoàn chuyên về đầu tư và quản lý tài sản, vận hành dựa trên bốn trụ cột cốt lõi: đầu tư, phát triển dự án, quản lý tài sản và cung cấp dịch vụ.

Phương án chi trả cổ tức: DXG có kế hoạch chi trả cổ tức năm 2026 với tỷ lệ 20% (chi trả bằng tiền mặt hay cổ phiếu chưa được công bố) và đề xuất không trả cổ tức cho KQKD năm 2025.

Kế hoạch phát hành: Cổ đông đã thông qua kế hoạch phát hành 155,7 triệu cổ phiếu thưởng (tương đương khoảng 14% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) nhằm tăng vốn điều lệ từ nguồn vốn CSH, nguồn vốn được trích từ LNST chưa phân phối và thặng dư vốn cổ phần. Đợt phát hành này dự kiến sẽ được thực hiện trong năm 2026, tùy thuộc vào tiến độ phê duyệt của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Sau khi hoàn tất, tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty sẽ tăng từ 1.112,4 triệu cổ phiếu lên khoảng 1.268,1 triệu cổ phiếu.

Bảng 2: Kế hoạch kinh doanh năm 2026, DXG

Tỷ đồng	2025	KH 2026	Tăng trưởng	HSC dự báo 2026	Tăng trưởng	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu	4,192	5,000	19.3%	5,052	20.5%	-1.0%
Lợi nhuận thuần	231	268	16.0%	266	15.1%	0.8%

Nguồn: DXG, HSC

Bảng 3: Kế hoạch kinh doanh năm 2026, DXS

Tỷ đồng	2025	KH 2026	Tăng trưởng	HSC dự báo 2026	Tăng trưởng	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu	3,966	5,300	33.6%	3,431	-13.5%	54.5%
Lợi nhuận thuần	352	527	49.7%	321	-8.8%	64.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh ngành: Giảm dự báo doanh số bán nhà năm 2026-2027

Sau khi xem xét lại các giả định, HSX tiếp tục tin rằng dự án The Privé vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính cho doanh số bán nhà của DXG trong năm 2026. Công ty được kỳ vọng sẽ mở bán dự án Gem Sky World trong năm 2027, tiếp theo là dự án Opal City View tại Bình Dương vào năm 2028, dự án hiện đã nhận được phê duyệt quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500.

Mặc dù giữ nguyên dự báo về thời gian mở bán trong năm 2026-2027, chúng tôi vẫn thận trọng giảm 20% dự báo doanh số bán nhà xuống còn 6,9 nghìn tỷ đồng (giảm 47,5% so với cùng kỳ) cho năm 2026 và giảm 11,9% dự báo cho năm 2027 xuống còn 8,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27,9%), nhằm phản ánh tỷ lệ hấp thụ tại dự án The Privé và Gem Sky World suy yếu trong bối cảnh tâm lý thị trường yếu kém do mặt bằng lãi suất tăng cao. Chúng tôi nhận thấy dự án Gem Sky World đặc biệt chịu nhiều rủi ro trong môi trường này, vì phân khúc BĐS thấp tầng tại các thị trường tỉnh thường dễ bị tổn thương hơn khi tâm lý thị trường trầm lắng, do phân khúc này phụ thuộc nhiều vào nhu cầu đầu tư hơn là ở thực.

Những nội dung đáng chú ý bao gồm:

The Privé (TP.HCM): DXG đã mở bán khoảng 1.700 căn hộ tại dự án The Privé với giá bán bình quân 135 triệu đồng/m². Khoảng 76% số lượng căn hộ mở bán đã được bán thành công.

Mặc dù vậy, số lượng căn hộ được bán có dấu hiệu suy yếu trong năm 2026, khi hai block căn hộ mới nhất được mở bán (khoảng 500 căn) chỉ ghi nhận tỷ lệ hấp thụ chỉ hơn 60% – thấp hơn nhiều so với tỷ lệ hấp thụ 100% của Giai đoạn 1. Chúng tôi cho rằng sự giảm tốc này chủ yếu đến từ tâm lý người mua nhà suy yếu trong bối cảnh lãi suất vay mua nhà tăng cao, đi kèm với áp lực cạnh tranh gay gắt từ các dự án lân cận, đặc biệt là đại đô thị The Global City của Masterise Homes.

Gem Sky World (Đồng Nai): HSC dự báo dự án này sẽ được mở bán trở lại trong năm 2027. Hơn 1.700 căn hộ còn lại dự kiến sẽ được mở bán trở lại. Các căn hộ tại dự án này đã được cấp sổ hồng và thủ tục pháp lý đã được hoàn thiện. Dự án được thiết kế với khoảng 4 nghìn căn hộ, trong đó 60% căn hộ đã được bán. Tính đến Q2/2025, 50% trong tổng số căn hộ (khoảng 1.800 căn) đã được bàn giao.

Dự án Opal City View (quy mô 0,97 ha): Tọa lạc trên Quốc lộ 13 (Thành phố Hồ Chí Minh, trước đây thuộc Bình Dương), dự án bao gồm khoảng 1.583 căn hộ cao tầng. Dự án hiện đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500, thời gian mở bán dự kiến vào năm 2028.

Bảng 4: Tiến độ các dự án trong ngắn hạn, DXG

Stt	Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Tổng sp	Số sp chưa bán	Loại hình	Tiến độ
1	Gem Sky World	Đồng Nai	92.2	4,000	1,700	Thấp tầng	Đã bàn giao 50%; khoảng 1.700 căn dự kiến sẽ được mở bán trở lại vào năm 2027
2	The Privé	TP.HCM	6.7	3,200	3,200	Cao tầng	Đã mở bán khoảng 1.750 căn
3	Opal City View	Bình Dương	1.0	1,500	1,500	Cao tầng	Đã được phê duyệt QH 1/500
4	Datxanhhomes Parkview	Bình Dương	5.1	6,800	6,800	Cao tầng	Đã được phê duyệt QH 1/500; hoàn tất quyết toán sử dụng đất
5	Opal Luxury	Bình Dương	8.7	3,400	3,400	Cao tầng	Đã được phê duyệt QH 1/500; hoàn tất quyết toán sử dụng đất T6-2026

Nguồn: DXG, HSC

Bảng 5: Dự án The Prive của DXG

Đã mở bán các tòa 5, 6, 7, 8, 9, 10 và 11



Nguồn: DXG, HSC

DXS: Tăng 7,8% giá mục tiêu sau khi tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá

HSC tăng 7,8% giá mục tiêu đối với DXS lên 11.000đ/cp sau khi tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 và lùi thời điểm định giá đến giữa năm 2027 (Thông tin chi tiết: [Môi giới BĐS: Cơ hội mang tính chu kỳ](#)). DXS là một phần quan trọng của DXG, đóng góp bình quân 29,4% 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.

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC giảm 11,7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 xuống còn 237 tỷ đồng (tăng trưởng 2,4%) sau khi giảm 14,8% dự báo doanh thu xuống còn 4.306 tỷ đồng (tăng trưởng 2,7%) dựa trên việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho DXS và giảm giả định doanh thu ghi nhận được từ dự án Gem Sky World (Đồng Nai). Chúng tôi giảm 20,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 1.777 tỷ đồng (tăng trưởng gấp 6,5 lần) trên doanh thu 10.949 tỷ đồng (sau khi được điều chỉnh giảm 7,4%; tăng trưởng 154,3%). Điều này phản ánh kỳ vọng doanh thu ghi nhận được tại đợt mở bán trở lại của dự án Gem Sky World vào năm 2027 sẽ suy yếu – phù hợp với việc giảm giả định doanh số bán nhà của chúng tôi. Hoạt động bàn giao ban đầu của Giai đoạn 1 dự án The Prive (khoảng 1.250 căn hộ) sẽ tiếp tục dẫn dắt tổng doanh thu.

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận, DXG

Tỷ đồng	2025A	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	4,192	-22.5%	-11.4%	4,306	-14.8%	2.7%	10,949	-7.4%	154.3%	14,119	29.0%
Phát triển dự án	1,751	-48.7%	-46.2%	2,334	-7.4%	33.2%	8,742	-3.0%	274.6%	11,659	33.4%
DXS	1,844	15.4%	54.8%	1,511	-29.5%	-18.1%	1,729	-28.2%	14.5%	1,965	13.6%
Doanh thu khác	597	50.1%	138.4%	461	19.1%	-22.7%	478	16.8%	3.5%	496	3.8%
Lợi nhuận gộp	2,289	-16.5%	0.2%	2,136	-10.4%	-6.7%	5,388	-15.7%	152.2%	6,987	29.7%
LNST	595	-24.1%	31.0%	485	-23.1%	-18.6%	2,126	-27.6%	339.5%	3,119	46.7%
Lợi nhuận thuần	231	-26.0%	-8.5%	237	-11.4%	2.7%	1,777	-20.9%	651.5%	2,640	48.6%

Nguồn: HSC ước tính

Trong khi đó, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến đạt 2.640 tỷ đồng (tăng trưởng 48,6%) trên doanh thu 14.119 tỷ đồng (tăng trưởng 29%), nhờ ghi nhận doanh thu từ các dự án The Prive và Gem Sky World.

Chúng tôi dự báo không có các khoản mục không thường xuyên đáng kể trong giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 125,3%.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với DXG và tăng 3,3% giá mục tiêu lên 19.000đ (tiềm năng tăng giá là 31%) nhằm phản ánh tác động hỗn hợp từ việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và việc chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). Chúng tôi nhận thấy đà tăng trưởng lợi nhuận của DXG sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng rõ nét và bền vững hơn kể từ năm 2027. Điểm tựa cốt lõi cho xu hướng này đến từ hoạt động bàn giao tại hai dự án trọng điểm là tổ hợp căn hộ The Privé và khu đô thị Gem Sky World. Nhìn về dài hạn, triển vọng phát triển của tập đoàn tiếp tục được củng cố nhờ danh mục dự án chưa triển khai dồi dào, sẵn sàng cho các đợt mở bán trên khắp Thành phố Hồ Chí Minh và các đô thị vệ tinh mở rộng, mang lại tầm nhìn rõ ràng về lộ trình mở bán và bàn giao sản phẩm trong nhiều năm tới.

Liên quan đến phương pháp định giá, chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp SoTP để xác định RNAV/cp ở mức 31.600đ (cao hơn so với mức 30.700đ trước đó). Chúng tôi phản ánh DXS (với giá mục tiêu mới) vào mô hình định giá. DXS hiện đóng góp 17,8% tổng ước tính RNAV của DXG. Trong khi đó, WACC hiện tại giảm xuống còn 16,3% (từ mức 16,5% trước đó), và hệ số beta được giảm xuống mức 1,4 lần (từ 1,5 lần trước đó) (dựa trên dữ liệu từ Bloomberg); các giả định của chúng tôi về lãi suất phi rủi ro ở mức 4% và phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 10,25% (sau khi cộng thêm 1,5 điểm phần trăm vào phần bù phụ trội tiêu chuẩn của chúng tôi là 8,75%) đều được giữ nguyên.

Chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV ở mức 40%, khá sát với mức chiết khấu bình quân 3 năm của cổ phiếu là 44,9%.

Bảng 7: Định giá SOTP, DXG

Tỷ đồng	RNAV (giữa năm-2027)	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	29,471	Giá mục tiêu là 11.000 T5/2026
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60,3%)	6,237	
Tổng giá trị tài sản thuần	35,709	
Nợ/tiền thuần	(892)	
Điều chỉnh đối với DXS	654	
Nợ/tiền thuần, điều chỉnh	(488)	
RNAV	35,220	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,112.4	
RNAV/cổ phiếu (đồng)	31,700	
Chiết khấu	40%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	19,000	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định (đồng), DXG

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10.25%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
	3.0%	20,300	19,900	19,500	19,100	18,800
	3.5%	20,000	19,600	19,200	18,800	18,500
	4.0%	19,700	19,300	19,000	18,600	18,200

	4.5%	19,500	19,000	18,700	18,300	17,900
	5.0%	19,100	18,800	18,400	18,000	17,700

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV, DXG

Giả định chiết khấu	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	25,400	22,200	19,000	15,900	12,700
Tiềm năng tăng/giảm giá	74.6%	52.6%	30.6%	9.3%	-12.7%

Nguồn: HSC ước tính

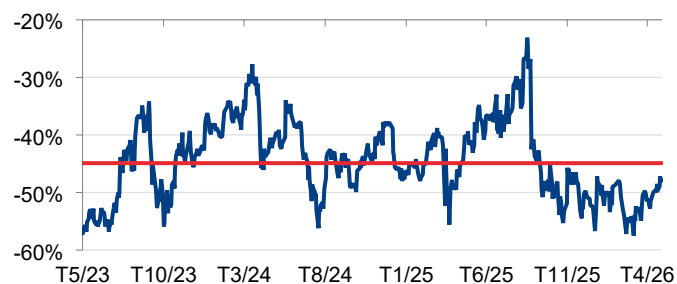
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 54,1% so với ước tính RNAV (tăng 3,3%), lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 44,9%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 76,2 lần, cao hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 65,8 lần.

Chúng tôi tin rằng việc ghi nhận doanh thu từ dự án The Privé sẽ thúc đẩy triển vọng lợi nhuận của DXG, đặc biệt từ năm 2027 trở đi. Dựa trên yếu tố này, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Bảng 10: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, DXG

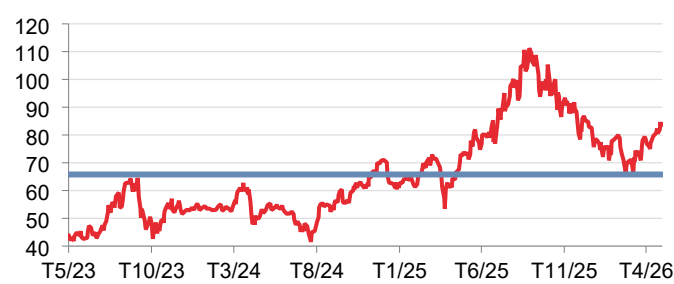
DXG hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 54,1% so với ước tính RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 44,9%.



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, DXG

P/E trượt dự phóng 1 năm là 76,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 65,8 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	4,733	4,164	4,306	10,949	14,119
Lợi nhuận gộp	2,285	2,416	2,136	5,388	6,987
Chi phí BH&QL	(1,132)	(1,557)	(1,519)	(2,666)	(3,157)
Thu nhập khác	0.44	1.34	0	0	0
Chi phí khác	(56.1)	(27.1)	0	0	0
EBIT	1,097	833	617	2,722	3,829
Lãi vay thuần	(367)	(143)	(18.7)	(93.4)	26.0
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(38.4)	(0.21)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	35.9	20.2	0	0	0
LNTT	728	710	598	2,628	3,855
Chi phí thuế TNDN	(273)	(136)	(114)	(502)	(737)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(202)	(346)	(247)	(349)	(478)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	253	229	237	1,777	2,640
Lợi nhuận thuần ĐC	49.1	222	229	1,724	2,561
EBITDA ĐC	1,155	900	752	2,827	3,951
EPS (đồng)	410	206	213	1,598	2,374
EPS ĐC (đồng)	79.7	199	206	1,550	2,302
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	616	1,112	1,112	1,112	1,112
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	722	1,112	1,112	1,112	1,112
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	727	1,117	1,117	1,117	1,117

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,249	3,392	2,877	3,778	1,998
Đầu tư ngắn hạn	77.9	423	423	423	423
Phải thu khách hàng	11,006	14,270	12,204	11,955	13,187
Hàng tồn kho	13,440	15,658	22,158	26,186	28,918
Các tài sản ngắn hạn khác	315	251	251	251	251
Tổng tài sản ngắn hạn	26,087	33,994	37,912	42,592	44,777
TSCĐ hữu hình	299	312	311	318	326
TSCĐ vô hình	71.0	64.6	65.6	62.0	57.8
Bất động sản đầu tư	153	179	267	342	433
Đầu tư dài hạn	25.9	0.36	0.38	0.38	0.38
Đầu tư vào Cty LD,LK	417	334	334	334	334
Tài sản dài hạn khác	2,084	3,219	3,357	3,413	3,452
Tổng tài sản dài hạn	3,050	4,109	4,335	4,470	4,603
Tổng cộng tài sản	29,137	38,102	42,247	47,062	49,380
Nợ ngắn hạn	3,159	2,225	3,253	3,020	2,058
Phải trả người bán	626	817	530	496	291
Nợ ngắn hạn khác	4,910	4,628	3,350	4,229	4,699
Tổng nợ ngắn hạn	10,348	14,480	18,696	22,473	21,759
Nợ dài hạn	3,396	2,571	2,023	988	981
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	187	152	152	152	152
Nợ dài hạn khác	2.83	37.8	37.8	37.8	37.8
Tổng nợ dài hạn	3,586	2,761	2,212	1,178	1,171
Tổng nợ phải trả	13,934	17,240	20,908	23,651	22,929
Vốn chủ sở hữu	10,464	14,227	14,456	16,181	18,742
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,739	6,635	6,882	7,231	7,709
Tổng vốn chủ sở hữu	15,203	20,862	21,339	23,411	26,451
Tổng nợ phải trả và VCSH	29,137	38,102	42,247	47,062	49,380
BVPS (đ)	14,484	12,790	12,996	14,546	16,848
Nợ thuần/(tiền mặt)	5,307	1,404	2,399	231	1,041

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,097	833	617	2,722	3,829
Khấu hao	(58.3)	(67.0)	(135)	(105)	(121)
Lãi vay thuần	(367)	(143)	(18.7)	(93.4)	26.0
Thuế TNDN đã nộp	(458)	(375)	(114)	(502)	(737)
Thay đổi vốn lưu động	(1,704)	1,038	(1,167)	188	(3,847)
Khác	78.8	186	152	134	240
LCT thuần từ HKKD	(1,322)	1,390	(772)	2,352	(595)
Đầu tư TS dài hạn	(62.5)	(106)	(223)	(184)	(216)
Góp vốn & đầu tư	(732)	(1,457)	0.48	0	0
Thanh lý	1.50	1,599	0	0	0
Khác	612	(1,098)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(181)	(1,062)	(223)	(184)	(216)
Cổ tức trả cho CSH	(10.4)	(99.6)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	1,226	3,678	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,260	(1,764)	480	(1,268)	(969)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,476	1,815	480	(1,268)	(969)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	276	1,249	3,391	2,877	3,778
LCT thuần trong kỳ	973	2,142	(514)	901	(1,780)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,249	3,391	2,877	3,778	1,998
Dòng tiền tự do	(1,384)	1,284	(995)	2,168	(811)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	48.3	58.0	49.6	49.2	49.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	24.4	21.6	17.5	25.8	28.0
Tỷ suất LNT (%)	5.34	5.49	5.49	16.2	18.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	37.6	19.1	19.1	19.1	19.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	27.7	(12.0)	3.40	154	29.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	50.5	(22.1)	(16.5)	276	39.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	220	352	3.41	652	48.6
Tăng trưởng EPS (%)	50.2	(49.8)	3.41	652	48.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	219	150	3.41	652	48.6
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.54	1.85	1.65	11.6	15.1
ROACE (%)	6.10	3.93	2.61	11.3	14.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.16	0.12	0.11	0.25	0.29
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(1.21)	1.67	(1.25)	0.86	(0.16)
Số ngày tồn kho	2,004	3,269	3,727	1,719	1,480
Số ngày phải thu	1,641	2,980	2,053	785	675
Số ngày phải trả	93.3	171	89.2	32.5	14.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	61.6	53.6	92.3	88.4	80.4
Nợ/tài sản (%)	26.4	28.9	38.4	38.4	34.6
EBIT/lãi vay (lần)	2.99	5.83	33.0	29.2	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	6.66	12.2	21.6	6.40	4.32
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.52	2.35	2.03	1.90	2.06
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.34	4.22	4.32	1.50	1.22
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.7	19.5	24.7	5.81	4.36
P/E (lần)	35.5	70.8	68.4	9.11	6.13
P/E ĐC (lần)	182	73.0	70.5	9.39	6.32
P/B (lần)	1.00	1.14	1.12	1.00	0.86
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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