

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

KHẢ QUAN +19,5%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	11/02/2025
Giá hiện tại	14.650 VND
Giá mục tiêu*	17.500 VND
GMT gần nhất	17.800 VND
TL tăng	+19,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+19,5%

GT vốn hóa	12,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	105 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành*	870,8 tr
Pha loãng*	870,8 tr

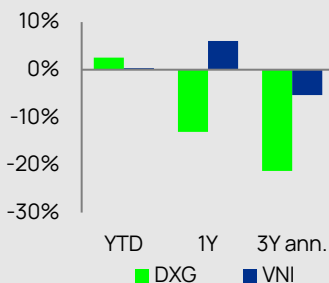
(* bao gồm phát hành quyền (ngày giao dịch không hưởng quyền là 06/01/2025), giả sử toàn bộ quyền mua được thực hiện đầy đủ

	DXG	Peers	VNI
P/E (trượt)	44,2x	40,1x	13,8x
P/B (hiện tại)	1,0x	1,5x	1,7x
ROE	2,5%	5,3%	13,8%
ROA	1,6%	2,3%	2,4%

Tổng quan công ty

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

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh

Chuyên viên cao cấp
anh.pham@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.149

Luu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp
hong.luu@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.120

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.733	4.439	5.745	7.519
% YoY	27,1%	-6,2%	29,4%	30,9%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.153	1.152	1.615	2.586
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	253	265	438	922
% YoY	46,9%	4,9%	65,1%	110,8%
EPS	21,2%	-13,2%	65,1%	112,7%
Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	200	5.700	6.800	7.300
Biên LN gộp	48,3%	52,8%	53,1%	58,2%
Biên LN từ HĐKD	24,3%	26,0%	28,1%	34,4%
Biên LN ròng	5,3%	6,0%	7,6%	12,3%
ROE	2,5%	2,3%	3,4%	6,9%
Nợ vay ròng/CSH	34,4%	22,6%	16,2%	16,6%
P/E	44,2x	50,9x	30,8x	14,5x
P/B	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x

Doanh số bán hàng dự kiến tăng mạnh trong năm 2025 nhờ tái khởi động dự án GR, GSW

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG), đồng thời giảm nhẹ 1,7% giá mục tiêu còn 17.500 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do số dư nợ vay ròng cao hơn vào cuối năm 2024, phần lớn được bù đắp bằng mức định giá cao hơn cho mảng môi giới (vui lòng xem thêm thông tin chi tiết trong [Báo cáo cập nhật DXS](#), ngày 11/02/2025).
- Chúng tôi tăng 6%/11% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025/26, chủ yếu do (1) biên lợi nhuận gộp cao hơn tương ứng với KQKD năm 2024 của công ty, và (2) chi phí lãi vay ròng thấp hơn sau khi bao gồm đợt phát hành quyền mua (ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 06/01/2025).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS đạt 265 tỷ đồng (+5% YoY) trong năm 2025 và đạt 438 tỷ đồng (+65% so với năm 2025) trong năm 2026. Các dự báo này chủ yếu được hỗ trợ bởi (1) mảng môi giới bất động sản cải thiện, và (2) doanh số bán hàng và bàn giao tại Gem Sky World (GSW) tăng mạnh trong giai đoạn 2025-26, khi hoạt động bàn giao đã bắt đầu trở lại từ quý 4/2024.
- Chúng tôi chưa bao gồm trong mô hình dự báo về kế hoạch phát hành riêng lẻ đã được thông qua tại ĐHCĐ tháng 4/2024 của DXG (93,5 triệu cổ phiếu, tương đương 10,7% tổng lượng cổ phiếu lưu hành; giá phát hành tối thiểu là 18.600 đồng/cổ phiếu; chủ yếu để tăng vốn điều lệ và tỷ lệ sở hữu tại các công ty con của DXG).
- Rủi ro: Mở bán dự án mới chậm hơn dự kiến; rủi ro pha loãng từ các kế hoạch huy động vốn.

Tái khởi động GSW và Gem Riverside sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng phục hồi trong giai đoạn 2025-26

2025-26: Chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán hàng sẽ tăng mạnh lên 5,7 nghìn tỷ đồng/6,8 nghìn tỷ đồng trong năm năm 2025/26, so với mức thấp trong giai đoạn 2023-24. Động lực chính đến từ việc tái khởi động dự án GSW (tổng cộng khoảng 4.000 căn thấp tầng/căn trên đất nền; khoảng 60% đã bán trước và khoảng 45% đã bàn giao tính đến cuối năm 2024; tỉnh Đồng Nai) và Gem Riverside (GR; 4,3 ha; TP Thủ Đức, TP.HCM). Sau khi nhận giấy phép xây dựng cho GR vào tháng 9/2024, DXG đang chuẩn bị khởi công và đặt mục tiêu nhận giấy phép bán hàng trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu mở bán vào năm 2025 và bàn giao từ năm 2027. Ngoài ra, chúng tôi dự báo dự án GSW sẽ được tái khởi động trong năm 2025, hưởng lợi từ sự phát triển của Sân bay Quốc tế Long Thành.

Mảng môi giới sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025: Chúng tôi dự báo doanh thu môi giới của DXG sẽ tăng 31%/30% YoY trong năm 2025/26, nhờ kỳ vọng lượng giao dịch bất động sản và hoạt động môi giới tăng từ mức thấp của giai đoạn 2023-24, cũng như từ việc tái khởi động các dự án tự phát triển của DXG và DXS. Chúng tôi kỳ vọng DXS (công ty con do DXG sở hữu 59%) sẽ duy trì vị thế dẫn đầu trong mảng môi giới (khoảng 30-35% thị phần vào năm 2024).

Các dự án tại Bình Dương hỗ trợ triển vọng dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng quỹ đất của DXG tại Bình Dương (bao gồm Opal Luxury: 8,4 ha, Park View: 5 ha, Park City: 10 ha và Opal City View: 1,0 ha) sẽ đóng góp vào tăng trưởng dài hạn của DXG. Trong số các dự án này, DXG dự kiến hoàn tất nghĩa vụ tài chính tiền sử dụng đất cho Opal Luxury và Park View trong năm 2025. Ngoài ra, Opal City View đang chờ phê duyệt quy hoạch tổng thể 1/500, còn Park City đang trong quá trình xin chấp thuận chủ trương đầu tư (IPA).

Nhìn lại năm 2024: Sự phục hồi của mảng môi giới và bàn giao tại GSW và Opal Skyline thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: KQKD năm 2024

Tỷ đồng	2023	2024	% Tăng trưởng YoY	% Dự báo	Những nhận định của Vietcap đối với KQKD năm 2024
Doanh thu thuần	3.725	4.733	27%	114%	
Đầu tư BĐS	2.819	3.261	16%	118%	* Doanh thu từ mảng đầu tư BĐS năm 2024 cao hơn dự kiến chủ yếu nhờ bàn giao khoảng 150 căn hộ tại Gem Sky World (GSW; khoảng 4.000 căn thấp tầng; khoảng 60% đã bán trước và khoảng 45% đã bàn giao vào cuối năm 2024). * Doanh thu từ mảng đầu tư BĐS tăng 16% YoY, chủ yếu nhờ kế hoạch bàn giao các căn hộ đã bán tại GSW và Opal Skyline (đã bán và bàn giao toàn bộ vào cuối quý 4/2024).
Môi giới BĐS	602	1.191	98%	108%	* Doanh thu từ mảng môi giới tăng mạnh YoY khi lượng giao dịch môi giới của DXS (công ty con DXG sở hữu 59%) gần như tăng gấp đôi lên khoảng 13.000-14.000 căn.
Khác	304	282	-7%	93%	
Lợi nhuận gộp	1.710	2.285	34%	121%	
Đầu tư BĐS	1.255	1.318	5%	123%	
Môi giới BĐS	408	858	110%	115%	
Khác	48	109	128%	179%	
Chi phí G&A	-977	-1.132	16%	112%	
LN từ HĐKD	734	1.153	57%	132%	
Thu nhập tài chính	409	48	-88%	148%	* Thu nhập tài chính năm 2023 là mức cao bất thường nhờ khoản lãi tài chính từ việc bán lô đất (1 ha) tại dự án Gem Premium.
Chi phí tài chính	-593	-470	-21%	111%	* Giảm YoY chủ yếu do môi trường lãi suất thấp hơn.
Thu nhập ròng từ CTLK	-112	-38	-66%	126%	
Thu nhập/lỗ ròng khác	16	36	127%	90%	
LNST	150	454	202%	143%	
LNST sau lợi ích CĐTS	172	253	47%	199%	
Biên LN gộp	45,9%	48,3%			
Đầu tư BĐS	44,5%	40,4%			
Môi giới BĐS	67,8%	72,1%			
Biên LN từ HĐKD	19,7%	24,3%			
Biên LN ròng	4,6%	5,3%			

Nguồn: Báo cáo tài chính quý 4/2024 của DXG, dự báo của Vietcap

Triển vọng năm 2025: Hoạt động bàn giao tại GSW sẽ tăng tốc trong khi mảng môi giới tiếp tục phục hồi

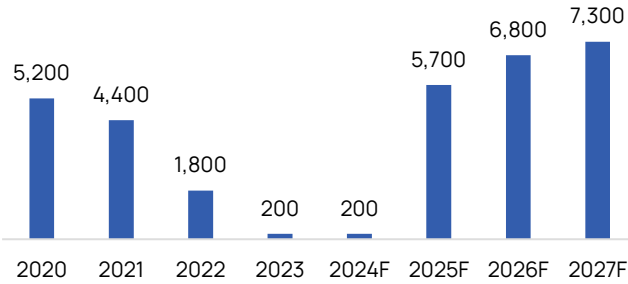
Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 trước đây	Dự báo 2025 điều chỉnh	Dự báo 2025 điều chỉnh s/v 2024	Dự báo 2025 điều chỉnh s/v trước đây	Những nhận định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	4.733	4.493	4.439	-6%	-1%	
Đầu tư BĐS	3.261	2.562	2.570	-21%	0%	* Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng đầu tư BĐS năm 2025 sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao khoảng 500 căn hộ tại GSW. * Chúng tôi kỳ vọng quá trình tái khởi động tại GSW sẽ diễn ra thuận lợi hơn, được hỗ trợ bởi sự phục hồi dẫn của thị trường bất động sản và sự phát triển liên tục của Sân bay Quốc tế Long Thành.
Môi giới BĐS	1.191	1.597	1.558	31%	-2%	* Chúng tôi dự báo nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ của ngành BĐS sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu từ mảng môi giới.
Khác	282	334	310	10%	-7%	
Lợi nhuận gộp	2.285	2.237	2.342	3%	5%	
Đầu tư BĐS	1.318	1.056	1.084	-18%	3%	
Môi giới BĐS	858	1.114	1.139	33%	2%	
Khác	109	67	119	10%	79%	
Chi phí G&A	-1.132	-1.114	-1.190	5%	7%	
LN từ HĐKD	1.153	1.123	1.152	0%	3%	
Thu nhập tài chính	48	51	56	17%	10%	
Chi phí tài chính	-470	-476	-467	-1%	-2%	
Thu nhập ròng từ CTLK	-38	0	0	N.M.	0%	
Thu nhập/lỗ ròng khác	36	0	0	N.M.	0%	
LNST	454	453	482	6%	6%	
LNST sau lợi ích CĐTS	253	249	265	5%	6%	
Biên LN gộp	48,3%	49,8%	52,8%			* Chúng tôi điều chỉnh giả định biên lợi nhuận gộp chủ yếu do biên lợi nhuận gộp năm 2024 cao hơn dự kiến trong cả mảng đầu tư BĐS và mảng môi giới.
Đầu tư BĐS	40,4%	41,2%	42,2%			
Môi giới BĐS	72,1%	69,8%	73,1%			
Biên LN từ HĐKD	24,3%	25,0%	26,0%			
Biên LN ròng	5,3%	5,6%	6,0%			

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

Hình 3: Dự báo doanh số bán hàng của DXG

(tỷ đồng)

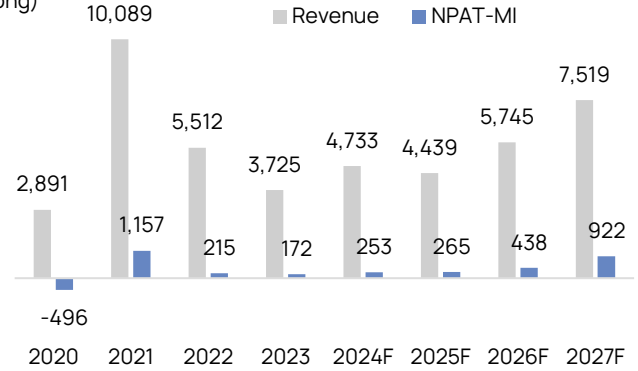


Các dự án chính (% dự báo doanh số bán hàng)	2024	2025F	2026F	2027F
Gem Sky World	100%	38%	40%	16%
Gem Riverside	0%	62%	60%	84%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

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

(tỷ đồng)



Các dự án chính (% dự báo doanh thu)	2024	2025F	2026F	2027F
Gem Sky World	12%	48%	51%	29%
Gem Riverside	0%	0%	0%	26%
Opal Skyline	34%	0%	0%	0%
Mảng dịch vụ môi giới	25%	35%	35%	34%

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
Opal Skyline	1,0 ha; Thuận An, Bình Dương	1.500 căn hộ (100%)	Quý 3/2020	2020-2021	2023-2024F	– Đã bán và bàn giao 100% tính đến cuối năm 2024.
Gem Sky World	92 ha; Đồng Nai	4.000 căn thấp tầng (60%)	Quý 2/2020	2020-2028F	2021-2028F	– Đã bán khoảng 60% và bàn giao 45% tính đến cuối năm 2024. – Hiện đang hoàn tất bàn giao và ký hợp đồng mua bán với các khách hàng hiện hữu.
Gem Riverside	4,3 ha; TP. Thủ Đức, TP. HCM	3.200 căn hộ (~0%*)	2025 ⁽²⁾	2018/2025-2029F	2027-2030F	– Đã nhận giấy phép xây dựng vào tháng 9/2024.
Opal City	6,1 ha; TP. Thủ Đức, TP. HCM	2.100 căn hộ (0%)	2027 ⁽²⁾	2028-2030F	2029-2030F	– Hiện đang thu gom quỹ đất và lập quy hoạch 1/500.
Gem Premium	15,0 ha; TP. Thủ Đức, TP. HCM	2.600 căn hộ (0%)	2027 ⁽²⁾	2028-2030F	2029-2031F	– Hiện đang thu gom quỹ đất và tiến hành phê duyệt đầu tư.
Opal Central Park	1,2 ha; Thuận An, Bình Dương	1.400 căn hộ (0%)	2028 ⁽²⁾	2028-2030F	2030-2031F	– Hiện đang thu gom quỹ đất và lập quy hoạch 1/500.
Opal Cityview	1,0 ha; Thủ Dầu Một, Bình Dương	1.500 căn hộ (0%)	2028 ⁽²⁾	2028-2030F	2029-2031F	– Hiện đang lập quy hoạch 1/500.
Opal Luxury ⁽³⁾	8,4 ha; Dĩ An, Bình Dương	3.400 căn hộ (0%)	N/A	N/A	N/A	– Hiện đang tiến hành thanh toán tiền sử dụng đất, dự kiến trong năm 2025. – Đã lập xong quy hoạch 1/500.
Park View ⁽³⁾	5,0 ha; Thuận An, Bình Dương	6.800 căn hộ (0%)	N/A	N/A	N/A	– Hiện đang tiến hành thanh toán tiền sử dụng đất, dự kiến trong năm 2025. – Đã lập xong quy hoạch 1/500.
Park City ⁽³⁾	10,5 ha; Thuận An, Bình Dương	7.400 căn hộ (0%)	N/A	N/A	N/A	– Hiện đang chờ phê duyệt đầu tư.

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; (*) Các căn đã bán trước đó dự kiến sẽ được DXG thu hồi toàn bộ để bán trong tương lai.

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 100%).
- 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 năm 2024, tổng số căn đã bán tại GSW là khoảng 2.400 căn, và số căn đã bàn giao lũy kế là khoảng 1.800 lô đất và nhà phố (theo ước tính của chúng tôi), dẫn đến lượng backlog chưa ghi nhận là khoảng 600 căn, với tổng trị giá rơi vào khoảng 2,2 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 2025-2028, và việc bàn giao dự án này dự kiến sẽ được hoàn tất vào năm 2028.



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Hình 7: Dự án Gem Riverside (GR)

- Chủ đầu tư: CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)
- Vị trí: trung tâm thành phố Thủ Đức, 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
- DXG đã mua lại dự án từ Keppel Land và mở bán vào năm 2018 với giá bán trung bình rơi vào khoảng từ 33-38 triệu đồng/m². Tuy nhiên, do các thủ tục pháp lý phức tạp, dự án đã phải đối mặt với tình trạng chậm trễ và chỉ mới nhận được giấy phép xây dựng vào tháng 9/2024. DXG đang chuẩn bị khởi công xây dựng và đặt mục tiêu nhận được giấy phép bán hàng trong nửa đầu năm 2025.
- DXG hiện đang thảo luận giải pháp với khách hàng cho các căn đã bán theo các hợp đồng mua bán trong giai đoạn 2018-2019.
- Chúng tôi dự báo dự án GR sẽ đóng góp tổng cộng 24,6 nghìn tỷ đồng vào doanh số bán hàng của DXG trong giai đoạn 2025-2029, và dự kiến sẽ bắt đầu tiến hành bàn giao trong giai đoạn 2027-2030.



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Định giá

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho DXG là **17.500 đồng/cổ phiếu** bằng phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV), mà theo quan điểm của chúng tôi là phù hợp nhất để đánh giá tiềm năng tăng trưởng dài hạn của DXG. Chúng tôi đã tính vào toàn bộ quỹ đất đã được xác định cho các dự án đang trong quá trình xây dựng và phát triển, thông qua phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) ước tính đến cuối năm 2024.

Chúng tôi giảm nhẹ 1,7% giá mục tiêu còn 17.500 đồng/cổ phiếu so với giá mục tiêu trước đây là 17.800 đồng/CP (điều chỉnh theo đợt phát hành quyền (ngày giao dịch không hưởng quyền là 06/01/2025), giả sử toàn bộ quyền mua được thực hiện đầy đủ) chủ yếu do số dư nợ vay ròng cao hơn vào cuối năm 2024 (so với dự báo trước đây của chúng tôi), phần lớn được bù đắp bằng mức định giá cao hơn cho mảng môi giới (vui lòng xem thêm thông tin chi tiết trong Báo cáo cập nhật DXS, ngày 11/02/2025).

Chúng tôi chưa bao gồm trong mô hình dự báo về kế hoạch phát hành riêng lẻ đã được thông qua tại ĐHCĐ tháng 4/2024 của DXG (93,5 triệu cổ phiếu, tương đương 10,7% tổng lượng cổ phiếu lưu hành; chủ yếu để tăng vốn điều lệ và tỷ lệ sở hữu tại các công ty con của DXG, dự kiến sẽ diễn ra trong năm 2025 hoặc sẽ được xác định sau khi được chính quyền phê duyệt).

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%	2.678
Gem Riverside	CKDT	100%	5.939
Gem Premium	CKDT	75%	1.715
Opal City	CKDT	100%	926
Opal Cityview	CKDT	100%	530
Others	CKDT/Giá trị sổ sách	100%	2.647
Tổng NAV dự án			14.434
Dịch vụ môi giới (DXS)	CKDT & P/E	59%	2.528
(+) Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn*			2.635
(-) Tổng nợ vay			-4.343
Giá trị tài sản ròng (NAV)			15.254
Số lượng cổ phiếu pha loãng (triệu)*			870,8
Giá mục tiêu (GMT)			17.500
Giá hiện tại			14.650
Tổng mức sinh lời			+19,5%
P/E dự phóng năm 2025 tại GMT			60,8x
P/B dự phóng năm 2025 tại GMT			1,2x
P/E dự phóng năm 2026 tại GMT			36,8x
P/B dự phóng năm 2026 tại GMT			1,2x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi vẫn chưa đưa kế hoạch phát hành riêng lẻ đã được thông qua tại ĐHCĐ tháng 4/2024 của DXG vào định giá của chúng tôi; (*) Đã bao gồm đợt phát hành quyền (ngày giao dịch không hưởng quyền là 06/01/2025) với giá phát hành là 12.000 đồng/cổ phiếu, giả sử toàn bộ quyền mua được thực hiện đầy đủ.

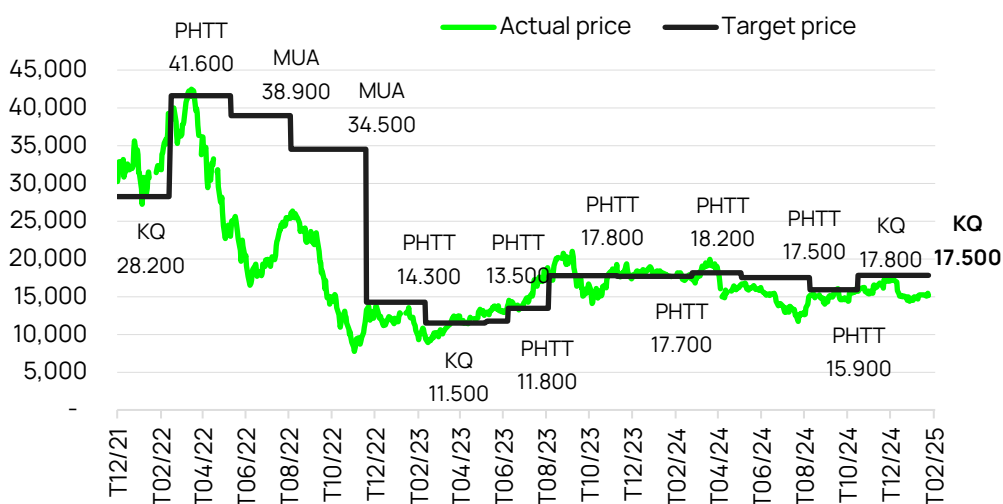
Hình 9: Tóm tắt WACC

	Trước đây	Điều chỉnh
Hiệu số BETA	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	6,0%	6,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	8,0%	8,0%
Chi phí VCSH %	15,6%	15,6%
Chi phí nợ vay %	12,0%	12,0%
Nợ vay %	30,0%	30,0%
Vốn chủ sở hữu %	70,0%	70,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	13,8%	13,8%

Nguồn: Vietcap

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.

Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	4.733	4.439	5.745	7.519
Giá vốn hàng bán	-2.448	-2.097	-2.692	-3.146
Lợi nhuận gộp	2.285	2.342	3.053	4.372
Chi phí bán hàng	-731	-714	-863	-1.072
Chi phí quản lí DN	-402	-476	-575	-715
LN thuần HĐKD	1.153	1.152	1.615	2.586
Doanh thu tài chính	48	56	54	65
Chi phí tài chính	-470	-467	-445	-468
Trong đó, chi phí lãi vay	-420	-425	-405	-425
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-38	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	36	0	0	0
LNTT	728	741	1.224	2.183
Thuế TNDN	-273	-259	-428	-764
LNST trước CĐTS	454	482	796	1.419
Lợi ích CĐ thiểu số	-202	-217	-358	-497
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	253	265	438	922
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	253	265	438	922
EBITDA	1.176	1.179	1.634	2.602
EPS báo cáo, VND	332	288	475	1.010
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	27,1%	-6,2%	29,4%	30,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	57,1%	0,0%	40,2%	60,1%
Tăng trưởng LNTT	60,6%	1,9%	65,1%	78,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	21,2%	-13,2%	65,1%	112,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	48,3%	52,8%	53,1%	58,2%
Biên LN từ HĐ %	24,3%	26,0%	28,1%	34,4%
Biên EBITDA	24,9%	26,6%	28,4%	34,6%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	5,3%	6,0%	7,6%	12,3%
ROE %	2,5%	2,3%	3,4%	6,9%
ROA %	1,6%	1,6%	2,6%	4,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	2.056	2.416	1.985	1.813
Số ngày phải thu	865	924	744	593
Số ngày phải trả	833	925	762	686
TG luân chuyển tiền	2.088	2.415	1.968	1.719
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,5x	2,8x	2,5x	2,6x
CS thanh toán nhanh	1,2x	1,3x	1,2x	1,2x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	22,5%	16,0%	13,1%	13,3%
Nợ/Vốn	30,1%	21,8%	18,8%	19,1%
Nợ/Vốn CSH	34,4%	22,6%	16,2%	16,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,7x	2,7x	4,0x	6,1x

Nguồn: DXG, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	1.249	831	1.175	1.260
Đầu tư TC ngắn hạn	78	78	78	78
Các khoản phải thu	11.006	11.477	11.955	12.457
Hàng tồn kho	13.440	14.311	14.973	16.287
TS ngắn hạn khác	315	390	506	633
Tổng TS ngắn hạn	26.087	27.087	28.687	30.715
TS dài hạn (gộp)	611	671	744	831
- Khấu hao lũy kế	-241	-267	-286	-302
TS dài hạn (ròng)	370	404	458	529
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	3.084	3.138	3.209
Tổng Tài sản	29.137	30.170	31.825	33.924
Phải trả ngắn hạn	5.158	5.474	5.757	6.074
Nợ ngắn hạn	3.159	2.054	1.848	1.756
Nợ ngắn hạn khác	2.031	2.292	3.724	3.971
Tổng nợ ngắn hạn	10.348	9.820	11.330	11.801
Nợ dài hạn	3.396	2.783	2.312	2.768
Nợ dài hạn khác	189	189	189	189
Tổng nợ	13.934	12.792	13.831	14.759
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	7.225	8.726	8.726	8.726
Thặng dư vốn cổ phần	283	583	583	583
Lợi nhuận giữ lại	1.484	1.749	2.186	3.109
Vốn khác	1.472	1.472	1.472	1.472
Lợi ích CĐTS	4.739	4.848	5.027	5.275
Vốn chủ sở hữu	15.203	17.378	17.995	19.165
Tổng nguồn vốn	29.137	30.170	31.825	33.924
CP lưu hành cuối năm (tr)	721	871	871	871

LIU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	276	1.249	831	1.175
Lợi nhuận sau thuế	253	265	438	922
Khấu hao	24	26	19	16
Thay đổi vốn lưu động	-742	-839	459	-1.379
Điều chỉnh khác	-856	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-1.322	-548	915	-441
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-21	-61	-73	-87
Đầu tư, ròng	-160	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-181	-61	-73	-87
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	1.309	1.802	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	569	-1.106	-205	-92
Tăng (giảm) nợ dài hạn	698	-614	-471	457
Tiền từ các hoạt động TC khác	-100	108	179	248
Tiền từ hoạt động TC	2.476	191	-497	613
Tổng lưu chuyển tiền tệ	973	-418	344	85
Tiền cuối năm	1.249	831	1.175	1.260

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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 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

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

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
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

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 Thục, Chuyên viên, 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 116
- 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
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+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.