

Nắm giữ (giữ nguyên)

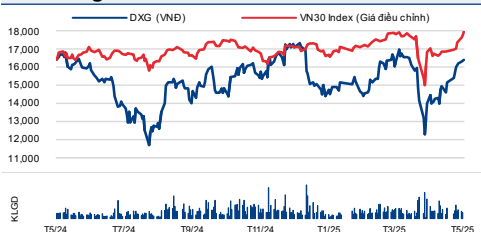
Giá mục tiêu: VNĐ17,000 (từ VNĐ16,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/5/2025)	16,400
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,705-17,317
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,367
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,315
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	552
Slg CP lưu hành (tr.đv)	873
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	436
Slg CP NN được mua (tr.đv)	240
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.5%
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	13.5	12.7	(0.03)
So với chỉ số	7.65	8.09	(8.66)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	293	297	(1.2)
2026F	352	418	(15.7)
2027F	934	762	22.6

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

Giá bán cao hơn kỳ vọng tại dự án The Prive; duy trì khuyến nghị Nắm giữ

- HSC tăng 2,4% giá mục tiêu đối với DXG lên 17.000đ (tiềm năng tăng giá 3,7%) sau khi cập nhật dự báo lợi nhuận mới và điều chỉnh các giả định định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ với tiềm năng tăng giá 3,7%.
- HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2025-2026 nhưng tăng mạnh 87,4% dự báo cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 840 tỷ đồng (tăng trưởng 165,1%) nhờ tăng giả định tỷ lệ hấp thụ tại thời điểm mở bán cũng như tăng giả định giá bán bình quân cho dự án The Prive (tên cũ: Datxanhhomes Riverside) lên 99 triệu đồng/m².
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 3 tháng qua, DXG đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 46%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dốc 1 năm là 51 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần. HSC cho rằng đây là mức định giá hợp lý.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q1/2025 và thông tin ĐHCĐ

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với DXG sau khi Công ty công bố KQKD Q1/2025. KQKD Q1/2025 sát với dự báo của chúng tôi với lợi nhuận thuần đạt 48 tỷ đồng, tăng 54,6% so với cùng kỳ nhưng giảm 69,3% so với quý trước, tương đương 18% dự báo cho cả năm 2025. DXG không ghi nhận khoản mục không thường xuyên đáng kể nào trong quý.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo năm 2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025-2026 với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 264 tỷ đồng (tăng trưởng 4,6%) và 317 tỷ đồng (tăng trưởng 20,1%) nhờ doanh thu doanh thu ghi nhận từ dự án Gem Sky World. 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 ra) trong năm 2025 sau khi các vướng mắc pháp lý được tháo gỡ trong Q4/2024 trong khi các căn mở bán trong năm 2025 sẽ được ghi nhận doanh thu trong năm 2026. Tuy nhiên, cho năm 2027, chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh 87,4% dự báo lợi nhuận thuần lên 840 tỷ đồng (tăng trưởng 165,1%) và tăng mạnh 48,6% dự báo doanh thu lên 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 80,2%) chủ yếu nhờ tăng giả định giá bán bình quân và tỷ lệ hấp thụ tại thời điểm mở bán dự án The Prive.

Dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn 1-16% bình quân dự báo của thị trường năm 2025-2026 và cao hơn 23% bình quân dự báo của thị trường năm 2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 49,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 3 tháng qua, DXG đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 46%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dốc 1 năm là 51 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần. HSC cho rằng đây là mức định giá hợp lý. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với DXG nhưng tăng 2,4% giá mục tiêu lên 17.000đ (tiềm năng tăng giá 3,7%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá.

HSC cho rằng hoạt động mở bán dự án The Prive mang lại triển vọng tích cực cho DXG (khi dự án này đóng góp tới 33,4% tổng RNAV ước tính của DXG). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng do các vấn đề về quản trị doanh nghiệp tại DXG còn chưa đồng đều, đặc biệt là các vướng mắc pháp lý xoay quanh dự án The Prive và Gem Sky World – những yếu tố có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ tại thời điểm mở bán. Dù vậy, nếu tỷ lệ hấp thụ thực tế tốt hơn kỳ vọng hoặc giá bán cao hơn giả định, điều này sẽ là yếu tố hỗ trợ tăng cho dự báo lợi nhuận của chúng tôi trong thời gian tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	768	1,150	1,095	1,296	2,389 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	167	213	264	317	840 ▲
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	293	352	934 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	15,377	14,478	14,351	14,704	15,638
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.6	14.9	19.0	15.3	7.50
P/E ĐC (lần)	N/a	1,097	55.9	46.5	17.6
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.07	1.13	1.14	1.12	1.05
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,864	20.1	165
ROAE (%)	1.79	2.14	2.30	2.50	6.35

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

Tăng 2% giá mục tiêu nhưng giá đã sát giá trị hợp lý

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với DXG nhưng tăng 2,4% giá mục tiêu lên 17.000đ (tiềm năng tăng giá 3,7%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2027 và thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2025-2026 nhưng tăng mạnh 87,4% dự báo cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 840 tỷ đồng (tăng trưởng 165,1%) nhờ giá bán bình quân cao hơn và tỷ lệ hấp thụ cao hơn tại thời điểm mở bán dự án The Prive. Dù vậy, các vấn đề về quản trị doanh nghiệp tại DXG cùng với vướng mắc pháp lý xoay quanh hai dự án The Prive và Gem Sky World vẫn là yếu tố khiến chúng tôi thận trọng, nhất là về khả năng hấp thụ sản phẩm khi mở bán. Xét trong bối cảnh triển vọng và rủi ro hiện hữu, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là hợp lý.

Công bố KQKD Q1/2025 và thông tin ĐHCĐ

KQKD Q1/2025: Sát với dự báo của HSC

DXG đã công bố KQKD Q1/2025 với lợi nhuận thuần đạt 48 tỷ đồng (tăng 54,6% so với cùng kỳ nhưng giảm 69,3% so với quý trước). Công ty không ghi nhận khoản mục không thường xuyên đáng kể nào trong quý.

Doanh thu và lợi nhuận thuần Q1/2025 đạt lần lượt 18,7% và 18,2% dự báo cả năm 2025 của HSC – chúng tôi đánh giá là sát dự báo – đồng thời hoàn thành lần lượt 13,2% và 13,1% kế hoạch HĐKD cả năm do BLĐ Công ty đề ra.

Doanh thu mảng kinh doanh BĐS giảm 38,7% so với quý trước và 18,8% so với cùng kỳ đạt 666 tỷ đồng, chủ yếu đến từ việc ghi nhận doanh thu tại dự án Gem Sky World. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 55,9%, cải thiện đáng kể so với mức 39,4% ghi nhận trong Q2/2024 và 35,5% trong Q4/2024.

Doanh thu mảng dịch vụ môi giới BĐS đạt 196 tỷ đồng (tăng 3,3% so với cùng kỳ nhưng giảm 46% so với quý trước). Chúng tôi tin rằng mức giảm theo quý đến từ yếu tố mùa vụ sau kỳ nghỉ Tết. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 61,5%, giảm so với mức 85,9% trong Q4/2024 và 76,9% trong Q1/2024 do tỷ trọng giao dịch môi giới truyền thống tăng cao hơn trong quý.

Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH trong Q1/2025 giảm xuống chỉ còn 0,14 lần, so với 0,34 lần trong Q4/2024 và 0,25 lần trong Q1/2024, nhờ số dư tiền mặt tăng gấp 4 lần mặc dù tổng dư nợ tăng 15,5% lên 7,6 nghìn tỷ đồng. HSC cho rằng phần tăng này đến từ khoản tiền khách hàng ứng trước để giữ chỗ dự án The Prive. Chúng tôi đang chờ thêm thông tin chi tiết tại buổi họp về KQKD sắp tới.

Bảng 1: KQKD Q1/2025, DXG

Tỷ đồng	Q1/24	Q4/24	Q1/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	% dự báo 2025 - HSC
Doanh thu thuần	1,065	1,529	925	-13.1%	-39.5%	18.7%
Lợi nhuận gộp	472	769	510	8.0%	-33.6%	
Thu nhập tài chính	8	22	12	39.0%	-46.2%	
Chi phí tài chính	(125)	(133)	(139)	10.9%	4.4%	
Chi phí BH&QL	218	358	225	3.6%	-36.9%	
LNST	78	210	79	1.2%	-62.6%	
Lợi nhuận thuần	31	158	48	54.6%	-69.3%	18.2%

Nguồn: HSC

Bảng 2: Kế hoạch kinh doanh công ty năm 2025, DXG

Tỷ đồng	2024A	KH 2025	Tăng trưởng	Dự báo HSC	Tăng trưởng	Kế hoạch so với dự báo
Doanh thu	4,795	7,000	46.0%	4,941	3.1%	41.7%
Lợi nhuận thuần	256	368	43.8%	264	3.2%	39.3%

Nguồn: HSC

ĐHCD tổ chức ngày 9/5; tất cả tờ trình đều được thông qua

Cho năm 2025, DXG đặt kế hoạch lợi nhuận thuần đạt 368 tỷ đồng (tăng trưởng 45,7%) trên doanh thu 7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 47,9%). Các kế hoạch này cao hơn lần lượt 41,7% và 38,4% so với dự báo của HSC. Chúng tôi cho rằng sự chênh lệch giữa kế hoạch HĐKD của BLĐ với dự báo của chúng tôi chủ yếu đến từ đóng góp cao hơn đáng kể từ mảng dịch vụ môi giới BĐS (DXS). Dựa trên kết quả phục hồi ấn tượng trong năm 2024 – được thúc đẩy bởi đà hồi phục của thị trường BĐS, đặc biệt là sự sôi động tại thị trường Hà Nội với 130 dự án được DXS phân phối trong năm, cùng với mạng lưới môi giới rộng khắp cả nước – HSC cho rằng BLĐ có cơ sở hợp lý để kỳ vọng vào đà phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi lựa chọn duy trì dự báo hiện tại dựa trên quan điểm thận trọng hơn về tốc độ phục hồi của thị trường, đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung và mặt bằng giá trên thị trường có dấu hiệu chững lại trong Q1/2025.

Phương án phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu (tương đương 10,7% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với giá 18.600đ/cp nhằm tăng tỷ lệ sở hữu tại DXS đã được thông qua. Dù kế hoạch này đã được phê duyệt tại ĐHCD năm 2024 nhưng việc triển khai vẫn chưa được thực hiện do tiến độ chậm trễ của đợt phát hành quyền mua trong năm 2024. DXG hiện có kế hoạch đẩy nhanh việc phát hành riêng lẻ này trong năm 2025. Kế hoạch phát hành này, được phê duyệt lần đầu tại ĐHCD năm 2023, bao gồm việc phát hành 57 triệu cổ phiếu với giá 15.000đ/cp. BLĐ đã xác nhận rằng không có kế hoạch phát hành quyền mua nào trong giai đoạn 2025-2027.

Cập nhật các HĐKD chính

The Prive: Tổ chức sự kiện ra mắt, giá bán đạt 99 triệu đồng/m²

HSC dự báo trong năm 2025, DXG sẽ mở bán 2 dự án mới, gồm The Prive và phần còn lại (khoảng 1.700 căn hộ) của Gem Sky World. Sự kiện ra mắt The Prive đã được tổ chức vào ngày 9/5. Giá bán dự kiến đạt 99 triệu đồng/m², cao hơn mức kỳ vọng trước đó của chúng tôi là 90 triệu đồng/m². Dự kiến dự án sẽ được mở bán vào tháng 6/2025.

Theo đó, HSC điều chỉnh tăng giả định giá bán cho The Prive từ 90 triệu đồng/m² lên 99 triệu đồng/m², đồng thời nâng tỷ lệ hấp thụ tại thời điểm mở bán từ 10% lên 22%. Điều này dẫn đến mức doanh số bán nhà cao hơn trong giai đoạn 2025-2027. Cụ thể, chúng tôi dự báo doanh số bán nhà đạt lần lượt 6,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, 10,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 48,4%) và 10,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 1,6%).

Các dự án gần triển khai khác như Opal Parkview, Opal Park City, Opal City View và Opal Luxury (chi tiết trong Bảng 3) hiện đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý và theo kế hoạch của Công ty, dự kiến sẽ mở bán trong năm 2026-2027. Tuy nhiên, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng khi dự báo thời điểm mở bán chính thức của những dự án này sau khi nhận thấy quá trình phê duyệt pháp lý vẫn còn khá chậm vì cần thời gian đáng kể để các quy định pháp luật mới (được triển khai từ năm 2024) thực sự đi vào thực tiễn. Do đó, ở thời điểm hiện tại, chúng tôi dự báo hoạt động mở bán sẽ diễn ra từ năm 2028 trở đi.

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 đưa ra kế hoạch bán 500 lô đất nền và 200-300 căn nhà phố trong năm 2025, HSC vẫn thận trọng dự báo số lượng tiêu thụ đạt khoảng 400 sản phẩm trong năm nay do tốc độ phục hồi tại các tỉnh miền Nam chậm hơn so với khu vực miền Bắc, đặc biệt là tại các địa phương như tỉnh Đồng Nai.
- **The Prive (tên cũ: DXH Riverside) (Thành phố Thủ Đức)** có 12 tòa chung cư cao tầng với khoảng 3.175 căn hộ. Chúng tôi dự báo dự án sẽ được mở bán vào nửa cuối năm 2025 với giá bán bình quân dự kiến là 99 triệu đồng/m².

Bảng 3: Tiến độ các dự án của 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

Chúng tôi ghi nhận rằng dự án này ban đầu được thiết kế gồm 8 tòa chung cư với khoảng 2.100 căn hộ, trong đó Công ty đã bán khoảng 1.000 căn với giá bán bình quân là 37-39 triệu đồng/m² tại thời điểm năm 2018. Sau đó, BLĐ đã điều chỉnh quy hoạch tổng thể sang cấu trúc hiện tại và hoãn mở bán để hoàn tất các thủ tục pháp lý liên quan đến giấy chứng nhận đầu tư và giấy phép xây dựng. DXG hiện vẫn đang tiến hành đàm phán với các khách hàng đã mua trước các căn hộ này.

Công ty môi giới (DXS): Giữ nguyên dự báo, giảm 10,6% giá mục tiêu sau khi áp dụng giả định định giá mới

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 10,6% giá mục tiêu xuống 7.600đ (tiềm năng tăng giá 14,5%) đối với DXS – công ty môi giới do DXG sở hữu 60,3% cổ phần – trong báo cáo mới công bố “[Improving trends look intact; reiterate Add](#)”. DXS là một mảng rất quan trọng trong hệ sinh thái DXG; đóng góp bình quân 45,3% doanh thu của DXG trong 5 năm qua và đóng góp tỷ trọng lớn hơn trong lợi nhuận hợp nhất. Chúng tôi đánh giá cao giá trị của mảng môi giới BĐS mạnh mẽ của DXS, vốn được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra của thị trường BĐS nhà ở.

Duy trì dự báo cho năm 2025-2026 & tăng dự báo cho năm 2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025-2026 với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 264 tỷ đồng (tăng trưởng 4,6%) và 317 tỷ đồng (tăng trưởng 20,1%) nhờ doanh thu doanh thu ghi nhận từ dự án Gem Sky World. 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 ra) trong năm 2025 sau khi các vướng mắc pháp lý được tháo gỡ trong Q4/2024 trong khi các căn mở bán trong năm 2025 sẽ được ghi nhận doanh thu trong năm 2026.

Chúng tôi một lần nữa lưu ý rằng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với kế hoạch HKKD vừa được công bố của Công ty. Tuy nhiên, chúng tôi lựa chọn duy trì dự báo hiện tại dựa trên quan điểm thận trọng hơn về tốc độ phục hồi của thị trường, đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung và mặt bằng giá trên thị trường có dấu hiệu chững lại trong Q1/2025.

Cho năm 2027, chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh 87,4% dự báo lợi nhuận thuần lên 840 tỷ đồng (tăng trưởng 165,1%) và tăng mạnh 48,6% dự báo doanh thu lên 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 80,2%) chủ yếu nhờ tăng giả định giá bán bình quân và tỷ lệ hấp thụ tại thời điểm mở bán dự án The Prive.

Chúng tôi không đưa vào mô hình dự báo bất kỳ khoản mục không thường xuyên đáng kể nào trong giai đoạn 2025-2027. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 49,3%.

Chi tiết về thay đổi dự báo được trình bày trong Bảng 4- 5:

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, DXG

HSC dự báo lợi nhuận mới của DXG sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 29,3%

Tỷ đồng	2024A	Tăng trưởng	Dự báo mới 2025	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026	Tăng trưởng	Dự báo mới 2027	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	4,733	27.7%	4,941	4.4%	5,368	8.6%	9,674	48.6%	80.2%
Doanh thu phát triển dự án	3,257	16.3%	3,240	-0.5%	3,797	17.2%	7,777	68.6%	104.8%
DXS	1,191	98.1%	1,345	12.9%	1,298	-3.5%	1,574	0.0%	21.3%
Doanh thu khác	250	-17.9%	357	45.3%	274	-23.1%	323	0.0%	17.7%
Lợi nhuận gộp	2,285	35.0%	2,330	2.0%	2,542	9.1%	4,866	51.8%	91.4%
LNST	454	193.9%	483	6.2%	619	28.2%	1,509	66.3%	144.0%
Lợi nhuận thuần	253	43.2%	264	4.6%	317	20.1%	840	87.4%	165.1%

Nguồn: HSC
Bảng 5: 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	-	6,915	10,264	10,431
Gem Sky World	-	1,521	1,597	1,677
The Prive	-	5,394	8,667	8,754
Doanh thu	1,249	2,213	2,892	6,758
Gem Sky World	1,249	2,213	2,892	1,391
The Prive	-	-	-	5,394

Nguồn: DXG, HSC

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 2,4% giá mục tiêu lên 17.000đ (tiềm năng tăng giá 3,7%), do tác động kết hợp của việc (1) tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2027 và (2) chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025) đã bù lại cho việc (3) giả định WACC tăng sau khi tăng phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 10,25% (từ 9% trước đó) theo thay đổi gần đây của phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ.

HSC cho rằng hoạt động mở bán dự án The Prive mang lại triển vọng tích cực cho DXG (khi dự án này đóng góp tới 28,1% tổng RNAV ước tính của DXG). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng do các vấn đề về quản trị doanh nghiệp tại DXG còn thiếu nhất quán, đặc biệt là các vướng mắc pháp lý xoay quanh dự án The Prive và Gem Sky World – những yếu tố có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ tại thời điểm mở bán.

Liên quan đến phương pháp định giá, chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá trị hợp lý (RNAV) trên mỗi cổ phiếu ở mức 28.300đ (tăng 2% từ mức 27.700đ trước đó) (Bảng 6). Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- Đưa DXS vào định giá với mức giá mục tiêu mới, DXS hiện đóng góp 16,8% tổng RNAV ước tính của DXG.
- Tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% (không đổi) nhưng điều chỉnh phần bù rủi ro vốn CSH xuống 9% (từ 10% trước đó), sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (tăng từ 7,5% trước đó). Hệ số beta là 1,4 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 15,3% (giảm từ mức 14,3%).
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Bảng 6: Định giá SOTP, DXG

Tỷ đồng	RNAV giữa năm 2026	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	25,203	At VND7,800 Mar 2025 TP
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60,3%)	5,105	
Tổng giá trị tài sản thuần	30,308	
Nợ/tiền thuần	(5,917)	
Điều chỉnh đối với DXS	553	
Nợ/tiền thuần, điều chỉnh	(5,579)	
RNAV	24,728	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	872.9	
RNAV/cổ phiếu (đồng)	28,300	
Chiết khấu	40%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	17,000	

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV, 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%

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	18,400	18,000	17,500	17,200	16,800
	3.5%	18,100	17,700	17,200	16,900	16,500
	4.0%	17,800	17,400	17,000	16,700	16,300
	4.5%	17,500	17,200	16,700	16,400	16,000
	5.0%	17,200	16,900	16,500	16,200	15,800

Nguồn: HSC

Bảng 8: 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)	22,700	19,800	17,000	14,200	11,300
Tiềm năng tăng/giảm giá	38.4%	20.7%	3.7%	-13.4%	-31.1%

Nguồn: HSC

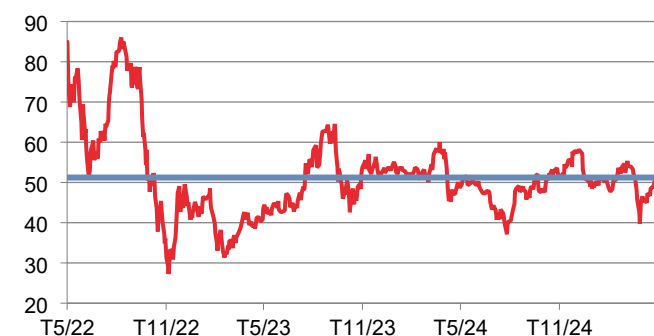
Chúng tôi tiếp tục sử dụng mức chiết khấu 40% trên RNAV dự phóng – nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 46%, phù hợp với quan điểm rằng các yếu tố cơ bản của ngành BĐS đang dần cải thiện – để xác định giá mục tiêu mới. Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu trong Bảng 8.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 3 tháng qua, DXG đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 46%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 51 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần.

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, CRE

CP đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 51 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần



Nguồn: HSC

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

DXG đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 46%.



Nguồn: HSC

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Các tiềm năng dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo gồm:

- 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	9,674
Lợi nhuận gộp	1,693	2,285	2,330	2,542	4,866
Chi phí BH&QL	(955)	(1,132)	(1,258)	(1,281)	(2,524)
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	1,015	1,205	2,284
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(412)	(432)	(369)
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	603	773	1,915
Chi phí thuế TNDN	(303)	(273)	(121)	(155)	(406)
Lợi ích cổ đông thiểu số	21.8	(202)	(218)	(301)	(669)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	167	213	264	317	840
Lợi nhuận thuần ĐC	(40.9)	9.21	256	308	815
EBITDA ĐC	768	1,150	1,095	1,296	2,389
EPS (đồng)	273	345	303	363	963
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	293	352	934
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	612	616	873	873	873
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	612	723	873	873	873
Sig 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	545	1,266	2,677
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	16,351	19,030	21,248
Các tài sản ngắn hạn khác	294	315	315	315	315
Tổng tài sản ngắn hạn	26,234	26,087	28,843	31,681	35,004
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	2,193	2,310	2,376
Tổng tài sản dài hạn	2,561	3,050	3,213	3,396	3,541
Tổng cộng tài sản	28,795	29,137	32,055	35,077	38,545
Nợ ngắn hạn	2,591	3,159	3,951	4,276	4,638
Phả trả người bán	767	626	508	475	461
Nợ ngắn hạn khác	5,718	4,910	4,172	3,756	3,802
Tổng nợ ngắn hạn	11,628	10,348	11,275	14,328	17,141
Nợ dài hạn	2,699	3,396	3,107	2,466	1,636
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	3,296	2,656	1,826
Tổng nợ phải trả	14,604	13,934	14,571	16,983	18,967
Vốn chủ sở hữu	9,408	10,464	12,527	12,835	13,650
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,783	4,739	4,958	5,259	5,928
Tổng vốn chủ sở hữu	14,191	15,203	17,485	18,094	19,578
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,795	29,137	32,055	35,077	38,545
BVPS (đ)	15,377	14,478	14,351	14,704	15,638
Nợ thuần/(tiền mặt)	5,013	5,307	6,512	5,477	3,597

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	686	1,091	1,015	1,205	2,284
Khấu hao	(81.8)	(58.3)	(79.5)	(91.3)	(105)
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(412)	(432)	(369)
Thuế TNDN đã nộp	(184)	(458)	(121)	(155)	(406)
Thay đổi vốn lưu động	(1,206)	(1,704)	(3,352)	620	527
Khác	46.8	84.4	107	17.7	52.1
LCT thuần từ HKKD	(1,131)	(1,322)	(2,873)	1,192	2,065
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	502	(315)	(469)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(61.4)	2,476	2,303	(315)	(469)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	919	276	1,249	545	1,266
LCT thuần trong kỳ	(643)	973	(704)	720	1,412
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	276	1,249	545	1,266	2,677
Dòng tiền tự do	(1,261)	(1,384)	(3,007)	1,035	1,880

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	50.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	24.3	22.2	24.1	24.7
Tỷ suất LNT (%)	4.51	4.49	5.34	5.91	8.69
Thuế TNDN hiện hành (%)	67.6	39.8	20.0	20.0	21.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(32.8)	27.7	4.40	8.64	80.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(12.1)	49.7	(4.78)	18.4	84.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(327)	123	2,682	20.1	165
Tăng trưởng EPS (%)	(25.0)	26.5	(12.4)	20.1	165
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,864	20.1	165
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.79	2.14	2.30	2.50	6.35
ROACE (%)	3.89	6.07	5.13	5.80	10.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.16	0.16	0.16	0.26
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.65)	(1.21)	(2.83)	0.99	0.90
Số ngày tồn kho	2,564	2,004	2,285	2,458	1,613
Số ngày phải thu	2,072	1,641	1,615	1,420	811
Số ngày phải trả	139	93.3	71.0	61.4	35.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	71.9	61.6	68.5	83.3	82.1
Nợ/tài sản (%)	24.5	26.4	28.5	34.1	36.0
EBIT/lãi vay (lần)	1.50	2.72	2.46	2.79	6.18
Nợ/EBITDA (lần)	9.17	6.69	8.34	9.23	5.81
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.26	2.52	2.56	2.21	2.04
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.06	3.63	4.21	3.69	1.85
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.6	14.9	19.0	15.3	7.50
P/E (lần)	60.1	47.5	54.2	45.1	17.0
P/E ĐC (lần)	N/a	1,097	55.9	46.5	17.6
P/B (lần)	1.07	1.13	1.14	1.12	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