

**CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)**

**KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP)**

**Bất động sản nhà ở**

Giá hiện tại	VND14.550
Cao nhất/ Thấp nhất 52T	VND24.200/VND10.513
Giá mục tiêu	VND20.500
Giá mục tiêu trước	VND18.200
Consensus	-12,7%
Tiềm năng tăng giá	41%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng mức sinh lời	41%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tiêu cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	618,4
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	8,4
Sở hữu NN (tr USD)	182,3
SLCP lưu hành (tỷ)	1,1
SLCP pha loãng (tỷ)	1,1

	DXG	VNI
P/E trượt 12T	9,1x	15,4x
P/B hiện tại	0,9x	2,2x
ROA	5,8%	2,4%
ROE	10,9%	14,8%

\*dữ liệu ngày 2/3/2026

**Diễn biến giá cổ phiếu**



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
DXG	-4%	-21%	4,4%
VNI	2%	8%	42%

**Cơ cấu sở hữu**

Lương Trí Thìn	15,5%
Victory Holding Investment Limited	5,9%
Lê Thị Tú	3,2%
Khác	4%

**Tổng quan doanh nghiệp**

CTCP Tập đoàn Đất Xanh, được thành lập năm 2003, khởi đầu là một doanh nghiệp môi giới bất động sản và dần phát triển thành nhà phát triển bất động sản tích hợp. Danh mục dự án chiến lược của DXG chủ yếu tập trung tại thị trường phía Nam, đặc biệt là ở TP.HCM và các khu đô thị vệ tinh lân cận.

**Chuyên viên phân tích:**

**Đỗ Thị Hương**

huong.do4@vndirect.com.vn

**Tiềm cận giai đoạn bứt phá lợi nhuận**

- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DXG từ TRUNG LẬP lên KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá +41%, tương đương giá mục tiêu 20.500 đồng
- Giá mục tiêu cao hơn phản ánh dự báo giá định giá bán trung bình dự án The Prive cao hơn so với dự phóng trước đó.
- Giá mục tiêu VND20.500 tương ứng P/B dự phóng 2026 là 1,4x, tương đương với mức P/B trung bình 5 năm của DXG.

**Tiêu điểm tài chính**

- Doanh thu 2026 dự báo tăng +19% svck, chủ yếu nhờ bàn giao tại dự án Gem Sky World (GSW) và đóng góp cao hơn ở mảng môi giới.
- LNST sau lợi ích CĐTT 2026 dự báo tăng +61% svck, nhờ mức tăng của lợi ích cổ đông không kiểm soát chậm lại, chủ yếu do đóng góp lợi nhuận ngày càng lớn từ GSW – dự án DXG sở hữu 100%.

**Luận điểm đầu tư**

**Tác động của môi trường tín dụng đến DXG**

Môi trường tín dụng thắt chặt gần đây phản ánh định hướng chính sách thận trọng hơn đối với lĩnh vực bất động sản. Cùng với mật bằng lãi suất gia tăng và nguồn cung thị trường mở rộng, có thể sẽ gây áp lực lên nhu cầu nhà ở trong ngắn hạn. Chúng tôi nhận thấy DXG đã điều chỉnh linh hoạt tiến độ mở bán một số tháp tại dự án The Prive nhằm ứng phó với tâm lý người mua nhà đang thận trọng hơn. Dù các rủi ro ngắn hạn của ngành có thể vẫn tiếp diễn, chúng tôi cho rằng dòng tiền cải thiện cùng cấu trúc vốn lành mạnh hơn sẽ giúp DXG duy trì khả năng chống chịu tốt trong bối cảnh hiện tại

**Bước ngoặt lợi nhuận từ 2027 nhờ dự án The Prive**

Việc tái khởi động dự án The Prive trong Q3/2025 đánh dấu bước ngoặt lớn đối với DXG sau 1 thời gian dài không có nguồn cung mới. Tọa lạc tại Khu Đông TP.HCM, khu vực dẫn dắt đà phục hồi của thị trường bất động sản phía Nam, đợt mở bán đầu tiên với 1.024 căn đã được hấp thụ nhanh chóng với giá bán bình quân khoảng 125 triệu đồng/m2. Nhờ quỹ đất có chi phí thấp, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của dự án đạt trên 60%, qua đó tạo mức lợi nhuận vượt trội cho DXG trong giai đoạn 2027-2029, trong kịch bản điều kiện thị trường cải thiện hơn từ nửa sau 2026.

**Danh mục dự án gắn với hạ tầng**

DXG sở hữu danh mục dự án lớn tại các khu vực được thúc đẩy bởi phát triển hạ tầng, phù hợp với xu hướng dịch chuyển của ngành sang phát triển đô thị gắn với hạ tầng và mô hình TOD. Các dự án này sẽ định hình động lực tăng trưởng của DXG, xoay quanh các trục chính, bao gồm 1) cụm sân bay Long Thành, với dự án GSW, và 2) các hành lang kinh tế trọng điểm, bao gồm Opal Citiview, DXH Park View và DXH Park City,... dự kiến ra mắt trong giai đoạn 2026-2027

**Định giá vẫn ở mức chiết khấu**

DXG đang giao dịch tại P/B dự phóng 2026 khoảng 1,1 lần, thấp hơn mức trung bình ba năm 1,5 lần và mật bằng ngành khoảng 1,3 lần. Dù định giá khá hấp dẫn, tâm lý với nhóm bất động sản vẫn yếu do lo ngại lãi suất tăng và định hướng tín dụng với ngành BĐS thắt chặt hơn. Vì vậy, nhà đầu tư nên cân nhắc thời điểm giải ngân để hạn chế biến động ngắn hạn của thị trường.

Chỉ số chính	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu (%)	27.1%	-12.0%	19.0%	108.3%
Tăng trưởng LNST sau CĐTS (%)	46.9%	-9.4%	61.3%	582.3%
Biên LN gộp (%)	48.3%	58.0%	50.2%	58.7%
Biên LN ròng (%)	9.6%	13.8%	16.5%	30.5%
P/E (x)	45.8	77.9	48.3	7.1
P/B (x)	1.7	1.3	1.2	1.1
ROAE (%)	1.6%	1.7%	1.9%	6.1%
D/E (x)	50%	7%	9%	-15%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## KQKD Q4/25: Chi phí BH & QLDN tăng cao gây áp lực lên KQKD 4Q25

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q4/2025

(Tỷ đồng)	Q4/25	Q4/24	%svck	2025	2024	%svck
Doanh thu	1.437	1.592	-10%	4.164	4.795	-13%
Kinh doanh bất động sản	1.110	1.088	2%	2.492	3.261	-24%
Khác	327	503	-35%	1.672	1.535	9%
LN gộp	840	789	6%	2.416	2.306	5%
<i>% Biên LN gộp</i>	<i>58.4%</i>	<i>50%</i>	<i>+8,9đ %</i>	<i>58%</i>	<i>48%</i>	<i>+9,9đ %</i>
Chi phí BH&QLDN	731	391	87%	1.557	1.165	34%
LN từ hoạt động kinh doanh	109	399	-73%	859	1.140	-25%
Thu nhập tài chính ròng	60	6	939%	(56)	9	-703%
Chi phí tài chính	70	133	-47%	314	470	-33%
LN trước thuế	91	308	-70%	710	730	-3%
LN sau thuế	63	209	-70%	574	453	27%
LN sau thuế công ty mẹ	6	161	-96%	229	256	-11%
<i>% Biên LN ròng</i>	<i>0%</i>	<i>10%</i>	<i>-9,7đ %</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>+0,2đ %</i>

Nguồn: DXG, VNDIRECT RESEARCH

### Chi phí SG&A tạo áp lực lên kết quả kinh doanh Q4/25

DXG ghi nhận doanh thu 4Q/25 đạt 1,4 nghìn tỷ, -10% svck, nhờ tiếp tục bàn giao tại dự án Gem Sky World (GSW). Tuy nhiên, chi phí SG&A tăng mạnh 89% svck, chủ yếu do chi phí môi giới tăng 82% svck và chi phí trích lập dự phòng tăng 138% svck, khiến LNST-CĐTTS chỉ đạt 6 tỷ đồng, giảm 96% svck. Lũy kế cả năm 2025, DXG ghi nhận doanh thu đạt 4,2 nghìn tỷ đồng (-13% svck) và LNST-CĐTTS đạt 229 tỷ đồng (-11% svck), chủ yếu do ghi nhận tiến độ bàn giao thấp trong năm 2025.

### Biên LN gộp cải thiện nhờ việc bàn giao các sản phẩm có biên cao hơn

Biên LN gộp Q4/25 tăng lên 58,4% (+8,9 điểm % svck, +2,4 điểm % sv quý trước), nhờ biên lợi nhuận mảng kinh doanh bất động sản tăng đáng kể lên mức 66,3% (+30,7 điểm % svck, +16,7 điểm % sv quý trước). Chúng tôi cho rằng mức cải thiện này đến từ việc bàn giao các sản phẩm thấp tầng có biên cao hơn tại dự án GSW và 1 số dự án của Regal Group.

### Dòng tiền từ khách hàng tăng mạnh nhờ dự án The Prive

Người mua trả tiền trước tăng mạnh trong Q4/2025, đạt 6,2 nghìn tỷ đồng, gấp 2,1x sv quý trước và 5,8x svck, cho thấy tiến độ thu tiền tích cực tại dự án The Prive. Nhắc lại, giai đoạn 1 mở bán của The Prive (tháp 5-8, tổng 1.024 căn hộ) đã bán hết nhanh chóng với giá bán bình quân 125-130 triệu đồng/m<sup>2</sup> (chưa bao gồm VAT). Theo thông tin mở bán mới nhất, tháp 9, 10 và 11 của giai đoạn 2 hiện đang được mở bán với giá bán bình quân cao hơn giai đoạn 1 khoảng 5%.

### Đòn bẩy tài chính cải thiện

Trong Q4/25, DXG đã huy động thành công 1,7 nghìn tỷ thông qua phát hành riêng lẻ, tương đương khoảng 9,3% quy mô vốn điều lệ. Cùng với dòng tiền kinh doanh cải thiện nhờ hoạt động bán hàng tích cực, đã giúp tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu (net D/E) giảm còn 0.2x trong Q4/25, thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành là 0.5x và mức 0.4x tại Q4/24 của DXG

## Triển vọng 2026: The Prive là động lực dòng tiền giai đoạn 2025–2027

### Tác động của môi trường lãi suất hiện tại đến DXG

#### Định hướng chính sách thận trọng hơn đối với bất động sản có thể tạo áp lực ngắn hạn

Năm 2025, thị trường bất động sản ghi nhận sự phục hồi rõ nét về nguồn cung nhờ những tiến triển trong quá trình tháo gỡ các vướng mắc pháp lý. Tuy nhiên, Chính phủ cũng đề xuất một loạt biện pháp nhằm kiểm soát rủi ro tăng trưởng nóng, qua đó định hướng thị trường phát triển theo hướng bền vững và cân bằng hơn.

**Hình 2: Các đề xuất nhằm nâng cao tính minh bạch của thị trường và hạn chế đầu cơ.**

Định hướng chính sách	Nội dung chính
Thành lập trung tâm giao dịch bất động sản	Nâng cao tính minh bạch và rút ngắn thời gian xử lý giao dịch; nghiên cứu cải cách thuế chuyển nhượng bất động sản sau khi cơ sở dữ liệu đất đai quốc gia được hoàn thiện.
Triển khai mã định danh điện tử cho bất động sản	Số hóa dữ liệu sở hữu nhằm quản lý chính xác hơn, tạo nền tảng kỹ thuật cho việc áp dụng thuế trong tương lai.
Áp hạn mức tín dụng đối với khoản vay mua nhà thứ hai trở lên (không bao gồm nhà ở xã hội)	Bộ Xây dựng đề xuất người mua nhà thứ hai chỉ được vay tối đa 50% giá trị hợp đồng, nhằm hạn chế đầu cơ và kiểm soát giá nhà.
Thúc đẩy phát triển nhà ở xã hội / nhà ở thương mại giá hợp lý	Cải thiện khả năng tiếp cận nhà ở cho nhóm thu nhập thấp.
Sửa đổi các luật về Đất đai, Nhà ở và Kinh doanh BĐS	Chuẩn hóa khung pháp lý, tăng cường bảo vệ người mua và nâng cao tính minh bạch của thị trường.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đầu năm nay, chỉ đạo của Ngân hàng Nhà nước (SBV) về việc giới hạn tăng trưởng tín dụng bất động sản phù hợp với tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của toàn hệ thống cho thấy định hướng chính sách thận trọng hơn đối với lĩnh vực này. Việc siết tín dụng, cùng với mặt bằng lãi suất gia tăng và nguồn cung thị trường mở rộng, được kỳ vọng sẽ gây áp lực lên nhu cầu bất động sản trong ngắn hạn. Trong bối cảnh đó, các chủ đầu tư tập trung vào phân khúc bất động sản thấp tầng và căn hộ cao cấp – đặc biệt là những dự án có kết nối hạ tầng chưa thực sự thuận lợi – có thể chịu áp lực lớn hơn so với các dự án thuộc phân khúc vừa túi tiền đến trung cấp, vốn được hỗ trợ nhiều hơn bởi nhu cầu ở thực.

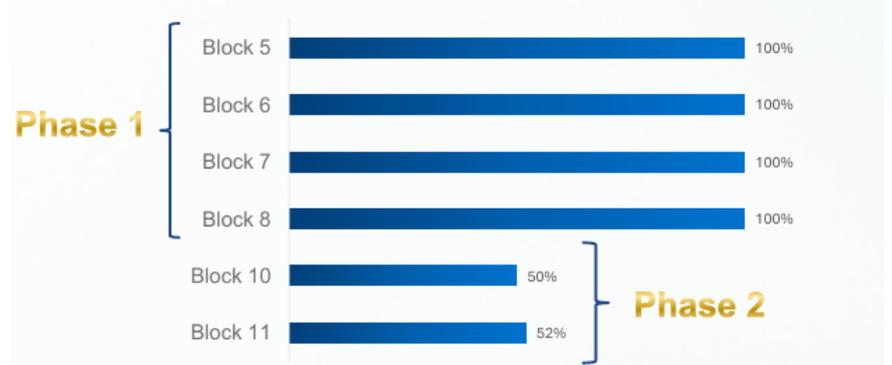
Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi cho rằng các biện pháp này sẽ giúp hình thành một chu kỳ phát triển lành mạnh và bền vững hơn cho thị trường bất động sản, khi dòng tín dụng được định hướng vào các dự án chất lượng, có pháp lý đầy đủ và phục vụ nhu cầu ở thực. Chúng tôi kỳ vọng áp lực lãi suất và thanh khoản thắt chặt hơn có thể kéo dài trong nửa đầu năm 2026, trước khi dần cải thiện trong nửa sau 2026.

#### Tiến độ mở bán chậm lại trong bối cảnh ngành trở nên thách thức hơn

The Prive là dự án trọng điểm và cũng là dự án duy nhất mở bán của DXG ở thời điểm hiện tại. Giai đoạn 1 (các tháp 5–8; tổng cộng 1.024 căn) đã được hấp thụ nhanh chóng trong Q3/25 với giá bán trung bình khoảng 125 triệu đồng /m<sup>2</sup> (chưa bao gồm VAT), nhờ điều kiện thị trường thuận lợi. Giai đoạn 2 (các tháp 9–12; tổng cộng 1.020 căn) ban đầu dự kiến mở bán trong Q4/25. Tuy nhiên, theo chúng tôi được biết, tháp 10 và 11 đã được hấp thụ khoảng 50%, trong khi

việc mở bán block 9 và 12 được dời sang sau kỳ nghỉ Tết. Chúng tôi cho rằng đây là động thái thận trọng của chủ đầu tư trong bối cảnh lãi suất vay mua nhà, đặc biệt tại các ngân hàng quốc doanh, đã tăng lên từ cuối năm ngoái, qua đó phần nào ảnh hưởng đến tâm lý người mua nhà.

**Hình 3: Tiến độ bán hàng của các tháp đã mở bán của dự án The Prive**



Nguồn: DXG, VNDIRECT RESEARCH

Người mua nhà của dự án The Prive được vay từ nhiều đối tác ngân hàng lớn, bao gồm MB Bank, TPBank, LienVietPostBank, OCB, MBV, VietinBank và BIDV. Các ngân hàng này hiện cung cấp các gói vay mua nhà với lãi suất ưu đãi cố định trong 12–24 tháng đầu, dao động khoảng 8–10%/năm. Để tăng khả năng hấp thụ cho dự án, DXG cũng đã nâng mức hỗ trợ lãi suất lên khoảng 8.6%-9%, qua đó hỗ trợ cho người mua nhà.

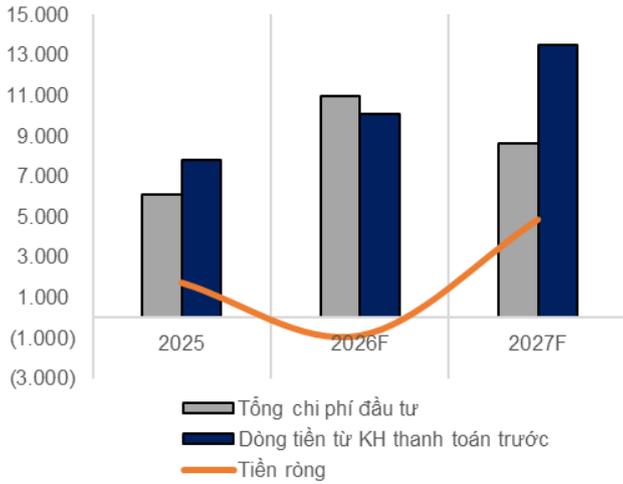
### **Cấu trúc vốn lành mạnh hơn giúp DXG giảm thiểu biến động lãi suất**

Trong năm 2025, DXG đã huy động thành công 3,54 nghìn tỷ đồng qua kết hợp phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu và phát hành riêng lẻ, tương đương khoảng 50% vốn điều lệ tại cuối 2024. Nguồn vốn này giúp củng cố nền tảng tài chính của DXG, qua đó giảm đòn bẩy bằng cân đối kế toán và hoàn tất các nghĩa vụ tài chính còn lại nhằm đảm bảo dự án The Prive đủ điều kiện đưa vào kinh doanh. Quan trọng hơn, dòng tiền lớn từ dự án này được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể năng lực tài trợ nội bộ, qua đó hỗ trợ triển khai danh mục dự án hiện hữu cũng như mở rộng quỹ đất trong thời gian tới.

Chúng tôi ước tính tổng dòng tiền ròng từ hai dự án trọng điểm năm 2026 - The Prive và GSW sẽ đạt khoảng 6 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và 9,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2027. Sau khi bàn giao The Prive, tỷ lệ D/E của DXG dự kiến giảm xuống khoảng 0,15x vào cuối 2027, từ 0,3x vào cuối 2025.

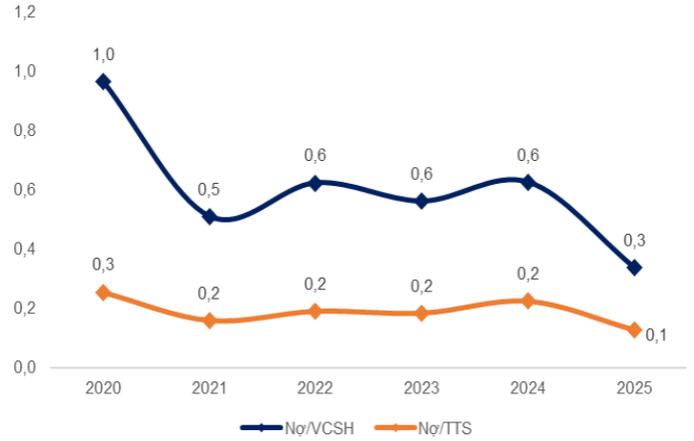
Bên cạnh đó, cấu trúc vốn được cải thiện, nhờ nguồn tiền presales chi phí thấp tăng lên và đòn bẩy tài chính giảm, sẽ tạo ra một bộ đệm thanh khoản quan trọng, giúp DXG ứng phó tốt hơn với rủi ro chi phí vốn và thanh khoản của ngành trong giai đoạn hiện nay, theo quan điểm của chúng tôi.

**Hình 4: Ước tính nhu cầu vốn đầu tư và dòng tiền thu từ các dự án (tỷ đồng)**



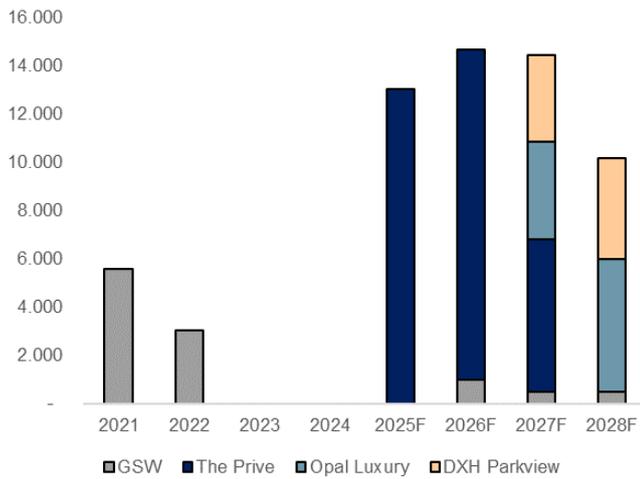
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Chỉ số đòn bẩy tài chính của DXG**



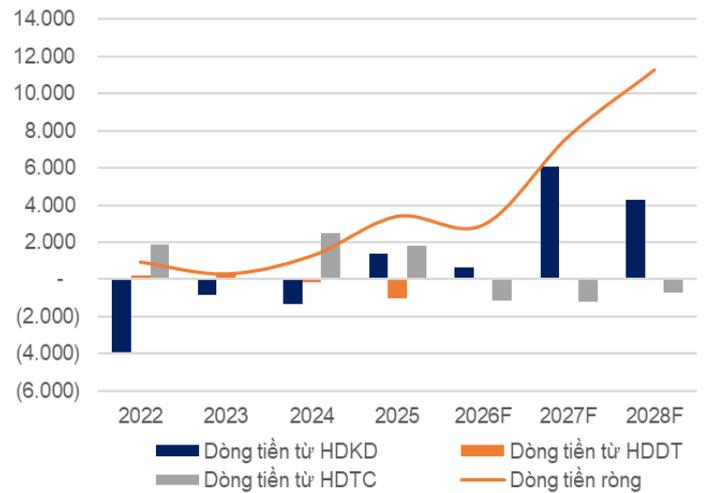
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Dự phóng cơ cấu pre-sales giai đoạn 2025–2028 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Dòng tiền dự phóng giai đoạn 2026–2028**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Dự án The Prive - Bước ngoặt lợi nhuận quan trọng của DXG

#### Khu Đông TP.HCM dẫn dắt đà phục hồi của thị trường bất động sản phía Nam

Nhờ động lực từ các dự án hạ tầng trọng điểm, khu Đông của TP.HCM đang nổi lên như động lực tăng trưởng chính cho sự phục hồi của thị trường bất động sản phía Nam.

Theo dữ liệu từ CBRE, tỷ lệ hấp thụ tại TP.Thủ Đức được ước tính vượt 80% trong năm 2025, cao hơn đáng kể so với mức trung bình của toàn TP.HCM là 73%, đồng thời ghi nhận động lực tăng giá rõ rệt cùng với thanh khoản thị trường cải thiện. Việc triển khai đồng thời nhiều dự án hạ tầng quy mô lớn, bao gồm Vành đai 3, Sân bay Quốc tế Long Thành, cao tốc Bến Lức – Long Thành, Metro số 1 và nút giao An Phú, đang cải thiện đáng kể khả năng kết nối khu vực, qua

đó định vị khu Đông TP.HCM trở thành trung tâm giao thông và kinh tế chiến lược trong vùng kinh tế trọng điểm phía Nam.

Khu Đông cũng đang ghi nhận sự nâng hạng rõ rệt về phân khúc, chuyển dịch từ khu vực nhà ở trung cấp thành khu bất động sản cao cấp của TP. Thủ Đức. Sự tham gia của các chủ đầu tư hàng đầu như Keppel Land và Gamuda Land góp phần củng cố định vị cao cấp của khu vực cũng như khả năng hấp thụ của thị trường. Theo đó, mặt bằng giá đã được tái định giá đáng kể, tăng từ khoảng 2.500–3.000 USD/m<sup>2</sup> cách đây 5 năm lên khoảng 5.000–8.000 USD/m<sup>2</sup> hiện nay.

**Hình 8: Giá bán các dự án trong khu vực ở mức cao nhờ lợi thế kết nối hạ tầng.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Dự án The Prive – động lực dòng tiền giai đoạn 2025-2027

Tọa lạc tại khu Đông TP.HCM, việc tái khởi động dự án The Prive trong Q3/25 đánh dấu bước ngoặt quan trọng đối với DXG sau giai đoạn dài thiếu nguồn cung mới. Giai đoạn 1 (các tháp 5–8; tổng cộng 1.024 căn) đã được bán hết nhanh chóng với giá bán bình quân khoảng 125 triệu đồng (4.800 USD)/m<sup>2</sup> (chưa bao gồm VAT). Giai đoạn 2 (các tháp 9–12; tổng cộng 1.020 căn) bắt đầu ghi nhận presales từ Q4/25. Theo chúng tôi được biết, tháp 10 và 11 đã được presale khoảng 50%, với giá bán ước tính cao hơn khoảng 5–15% so với giai đoạn 1.

Chúng tôi ước tính dự án có thể mang lại tổng doanh thu khoảng 33 nghìn tỷ đồng và dòng tiền ròng khoảng 13 nghìn tỷ đồng, qua đó tạo nền tảng tài chính đủ mạnh để DXG triển khai danh mục dự án hiện hữu.

Nhờ quỹ đất có chi phí thấp cùng vị trí đắc địa giúp duy trì mức giá bán cao, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp (GPM) của dự án vượt 60%, qua đó tạo nền tảng lợi nhuận cao hơn cho DXG khi dự án bước vào giai đoạn bàn giao trong 2027-2029

Giai đoạn bàn giao bắt đầu từ năm 2027 được kỳ vọng sẽ đánh dấu bước cải thiện mạnh về chất lượng lợi nhuận và hiệu quả sử dụng vốn của DXG. Chúng tôi dự báo ROE/ROA sẽ tăng từ khoảng 3%/1% trong giai đoạn 2022–2026 lên khoảng 24%/11% trong 2027–2028, qua đó đưa DXG vào nhóm các nhà phát triển bất động sản nhà ở có mức sinh lời cao trong ngành, tương đương với các doanh nghiệp dẫn đầu như VHM và KDH.

Hình 9: Phối cảnh dự án The Prive



- Vị trí: Phường An Phú, TP.HCM
- Kết nối hạ tầng: Cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây và nút giao An Phú
- Tổng diện tích dự án: 6,7 ha
- Tổng số căn: 3.175 căn
- Cấu phần chính: Căn hộ cao cấp
- Thời gian triển khai: 2024 – 2028

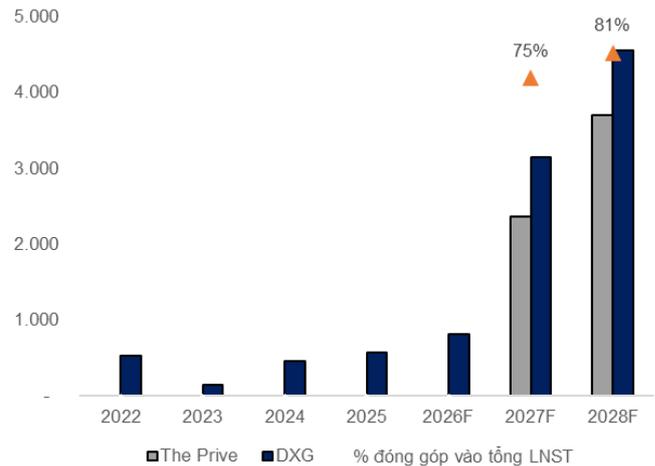
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DXG

Hình 10: Cập nhật tiến độ xây dựng



Nguồn: DXG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Dự phóng đóng góp của dự án The Prive vào LNST của DXG giai đoạn 2027–2028 (tỷ đồng)



Nguồn: DXG, VNDIRECT RESEARCH

## Danh mục dự án gắn với động lực phát triển hạ tầng

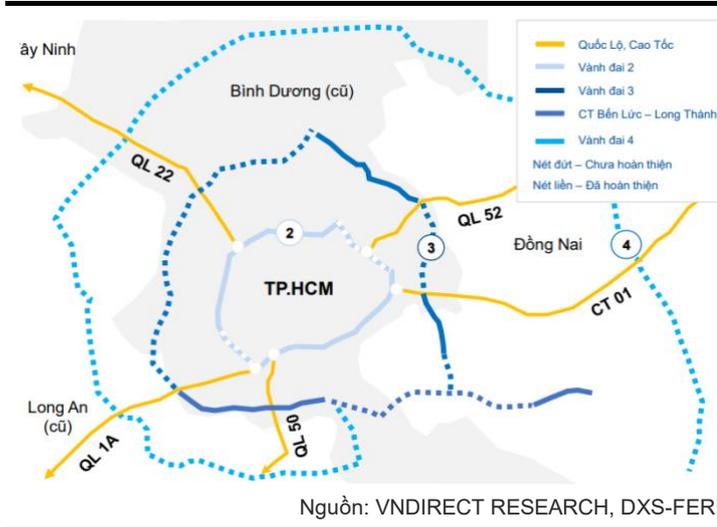
### Sự phát triển hạ tầng tái định hình quá trình mở rộng đô thị

Nhiều dự án hạ tầng trọng điểm tại khu vực phía Nam dự kiến sẽ hoàn thành trong giai đoạn 2026–2027, bao gồm Vành đai 3, Metro số 1, và cao tốc Bến Lức – Long Thành. Những dự án này được kỳ vọng sẽ mở rộng không gian đô thị sang các khu vực vệ tinh có kết nối giao thông thuận lợi như Bình Dương (khu vực cũ), Bà Rịa – Vũng Tàu và Đồng Nai, qua đó tạo nền tảng cho xu hướng phát triển đô thị định hướng giao thông công cộng (TOD). Cùng với việc mô hình TOD ngày càng được áp dụng rộng rãi và khả năng kết nối liên vùng được cải thiện, các khu vực nằm dọc theo các hành lang giao thông chiến lược được kỳ vọng sẽ thu hút mạnh mẽ sự phát triển của các dự án nhà ở và thương mại.

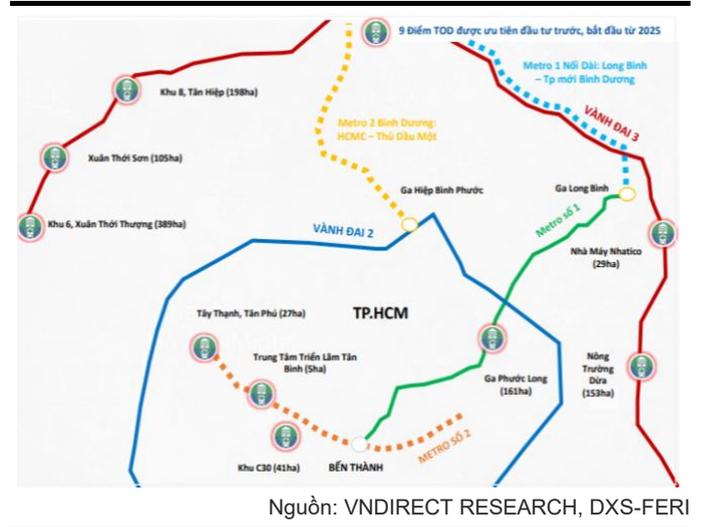
Ngày 15/01/2025 đánh dấu một cột mốc quan trọng đối với hạ tầng khu vực phía Nam khi hàng loạt dự án quy mô lớn được khởi công, với tổng vốn đầu tư cam kết vượt 230 nghìn tỷ đồng. Các dự án tiêu biểu bao gồm Metro số 2 (Bến

Thành – Tham Lương), cầu Cần Giờ, cầu Phú Mỹ 2 và cầu Cát Lái. Bên cạnh đó, nhiều dự án theo định hướng phát triển đô thị sinh thái và phát triển đô thị định hướng giao thông công cộng (TOD) cũng được ưu tiên triển khai, qua đó cho thấy cam kết chiến lược của Chính phủ trong việc thúc đẩy đô thị hóa bền vững và phát triển hệ thống giao thông công cộng tích hợp.

**Hình 12: Các dự án hạ tầng trọng điểm khu vực phía Nam**



**Hình 13: Mô hình TOD đang tái định hình thị trường theo hướng gắn kết chặt chẽ hơn với hệ thống giao thông công cộng.**



**Danh mục dự án của DXG hưởng lợi từ xu hướng phát triển TOD**

Bên cạnh The Prive, DXG còn sở hữu danh mục dự án quy mô lớn tại các vị trí chiến lược gắn với sự phát triển của hạ tầng, phù hợp với xu hướng chuyển dịch mang tính cấu trúc của ngành bất động sản theo hướng phát triển dựa trên hạ tầng và mô hình TOD. Các dự án này được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của DXG, xoay quanh hai trục chính: (1) Cụm sân bay quốc tế Long Thành, với dự án Gem Sky World (92ha; Long Thành, Đồng Nai); và (2) Các hành lang kinh tế trọng điểm, bao gồm Opal Luxury (8,6ha; Dĩ An, Bình Dương), Opal City View (9,7ha; Thủ Dầu Một, Bình Dương), DXH Park View (5,1ha; Thuận An, Bình Dương) và DXH Park City (7,4ha; Thuận An, Bình Dương), nơi ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tích cực và lợi suất cho thuê ở mức hấp dẫn.

**Hình 14: Danh mục các dự án trọng điểm của DXG**

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Số căn	Thời điểm mở bán	Tình trạng
Gem Sky World	Đồng Nai	9,2	4.026	Q2/2020	- Đã bán khoảng 60% số căn, trong đó 50% tổng số căn đã được bàn giao - Dự kiến mở bán trở lại vào nửa cuối năm 2026
The Prive	TP.HCM	6,7	3.175	Q3/2025	- Giai đoạn 1 (1.024 căn) đã bán hết - Giai đoạn 2 đang mở bán - Dự kiến bàn giao năm 2027
Opal Luxury	TP.HCM	8,6	3.400	2026E	- Đã hoàn tất quy hoạch 1/500 - Đang hoàn tất nghĩa vụ tiền sử dụng đất
DXH park View	TP.HCM	5,1	6.800	2027E	- Đã hoàn tất quy hoạch 1/500 - Đang hoàn tất nghĩa vụ tiền sử dụng đất
Opal City View	TP.HCM	9,7	1,583	2027E	- Đã hoàn tất quy hoạch 1/500 - Đang hoàn tất nghĩa vụ tiền sử dụng đất
DXH park City	TP.HCM	10,5	6,900	2028E	- Đã hoàn tất chấp thuận chủ trương đầu tư
Gem Premium	TP.HCM	6,7	2,630	2028E	- Đang chờ quy hoạch 1/500
Ngoc Khanh	TP.HCM	1,0	1,300	2026E	- Đã hoàn tất quy hoạch 1/500 và chấp thuận chủ trương đầu tư

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DXG

**Chúng tôi điều chỉnh doanh thu và lợi nhuận ròng như sau:**

Hình 15: Dự phóng lợi nhuận 2026

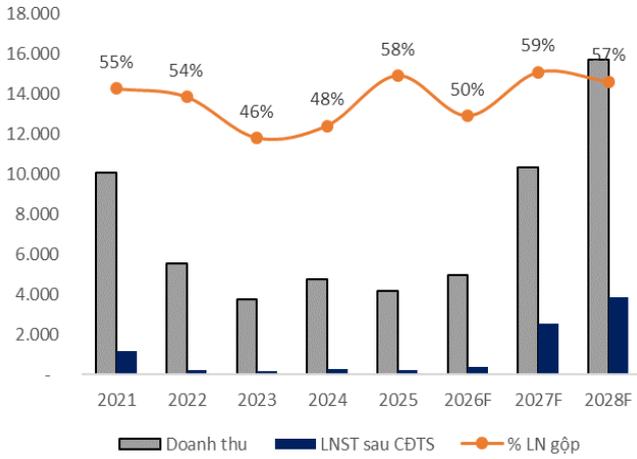
	2025A	Old 2026F	New 2026F	% Change	New 2027F	Comments
<b>Doanh thu</b>	<b>4.164</b>	<b>5.146</b>	<b>4.954</b>	<b>-4%</b>	<b>10.318</b>	Chúng tôi giảm dự báo doanh thu năm 2026 khoảng 4%, chủ yếu do doanh thu kỳ vọng từ dự án GSW thấp hơn nhẹ so với giả định trước đó. Doanh thu năm 2027 dự kiến tăng gấp đôi, chủ yếu nhờ ghi nhận bàn giao từ dự án The Prive.
LN gộp	2.416	2.533	2.487	-2%	6.053	
% Biên LN gộp	58,0%	49,2%	50,2%	+1,0% pts		
Chi phí BH&QLDN	1.557	1.339	1.333	-0,5%	2.057	Chúng tôi giữ nguyên dự báo chi phí SG&A năm 2026, phản ánh chính sách bán hàng và marketing cho dự án GSW. Điều này chủ yếu do cơ cấu sản phẩm của GSW nghiêng về các sản phẩm thấp tầng (đất nền và nhà liền thổ), với tốc độ hấp thụ dự kiến chậm hơn trong bối cảnh lãi suất ở mức cao và nguồn cung trên thị trường gia tăng.
<b>EBIT</b>	<b>859</b>	<b>1.194</b>	<b>1.154</b>	<b>-3,3%</b>	<b>3.996</b>	
Doanh thu tài chính	151	132	128	-3,0%	148	
Chi phí tài chính	314	396	288	-27,3%	233	Chúng tôi điều chỉnh giảm 27% dự báo chi phí tài chính năm 2026, phản ánh giả định dư nợ vay thấp hơn.
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>695</b>	<b>930</b>	<b>995</b>	<b>6,9%</b>	<b>3.911</b>	
Thu nhập khác	15	22	30	36,4%	21	
LN trước thuế	710	953	1.025	7,5%	3.932	Lợi nhuận năm 2026 dự kiến chủ yếu đến từ bàn giao tại GSW và mảng dịch vụ môi giới.
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>229</b>	<b>492</b>	<b>369</b>	<b>-25,0%</b>	<b>2.517</b>	Chúng tôi điều chỉnh giảm 25% dự báo LNST sau lợi ích CĐTT năm 2026, song vẫn kỳ vọng tăng trưởng 61% svck, chủ yếu do lợi ích cổ đông không kiểm soát tăng lên nhờ đóng góp mạnh hơn từ mảng môi giới. Đối với năm 2027, LNST sau lợi ích CĐTT dự kiến tăng mạnh 6,8 lần, nhờ DXG nắm giữ 100% lợi ích kinh tế tại dự án The Prive.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% dự phóng doanh thu năm 2026, chủ yếu phản ánh tiến độ bàn giao tại GSW chậm hơn so với giả định trước đây.
  - Chúng tôi dự báo doanh thu mảng phát triển dự án năm 2026 sẽ tăng 51% svck, chủ yếu được thúc đẩy bởi GSW. Tính đến cuối Q3/2025, khoảng 60% tổng số sản phẩm tại GSW đã được bán trước, trong đó khoảng 50% đã được bàn giao. Với hạ tầng trọng điểm của dự án đã cơ bản hoàn thiện, chúng tôi kỳ vọng GSW sẽ được tái khởi động mở bán trong nửa sau 2026, sau khi Sân bay Quốc tế Long Thành đi vào vận hành.
  - Chúng tôi dự báo doanh thu môi giới năm 2026 tăng 30% svck, nhờ vị thế dẫn đầu của DXS trong bối cảnh khối lượng giao dịch bất động sản gia tăng.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 25% dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 so với giả định trước đó, nhưng vẫn kỳ vọng tăng trưởng 61% Svck, chủ yếu do tỷ trọng lợi ích cổ đông thiểu số cao hơn khi đóng góp từ mảng môi giới tăng mạnh.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027 đạt lần lượt 10,3 nghìn tỷ đồng và 2,5 nghìn tỷ đồng, tương ứng tăng 2 lần và 6,8 lần svck, chủ yếu nhờ The Prive bước vào giai đoạn bàn

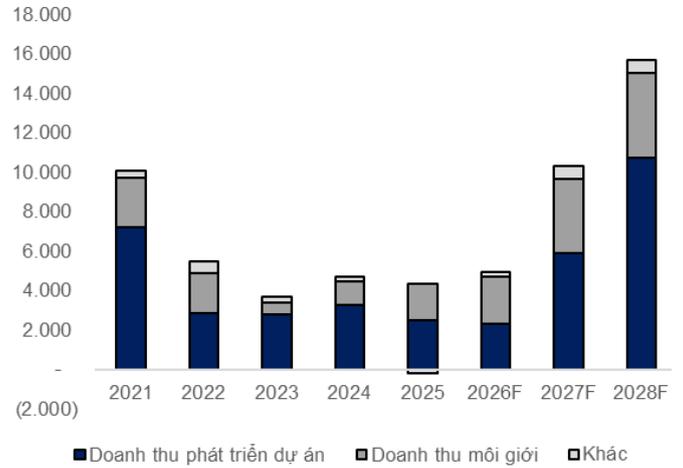
giao. Chúng tôi ước tính The Prive sẽ đóng góp khoảng 5,3 nghìn tỷ đồng doanh thu và 2,3 nghìn tỷ đồng LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2027, qua đó khẳng định vai trò động lực lợi nhuận chủ chốt của DXG.

**Hình 16: Dự phóng lợi nhuận của DXG giai đoạn 2026–2028 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Cơ cấu doanh thu theo mảng hoạt động**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá: Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là **20,500 đồng/cp**

### Định giá

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DXG từ **TRUNG LẬP** lên **KHẢ QUAN** và điều chỉnh tăng giá mục tiêu 12 tháng lên 20.500 đồng/cp, dựa trên phương pháp định giá RNAV.

Mặc dù vẫn duy trì quan điểm tích cực về triển vọng bán hàng của DXG, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định WACC lên 14,5% (so với 13,0% trước đây) nhằm phản ánh môi trường lãi suất cao cũng như các rủi ro đang hiện hữu của ngành, cùng với những tác động tiềm tàng đến tỷ lệ hấp thụ dự án và tình hình tài chính của DXG. Các giả định của chúng tôi bao gồm lãi suất phi rủi ro 3,6% và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu 8,66% (điều chỉnh theo ước tính của NYU Stern). Đồng thời, chúng tôi cũng áp dụng các giả định thận trọng hơn đối với tiến độ bán hàng và bàn giao, nhằm phản ánh nhu cầu bất động sản ngắn hạn còn tương đối yếu đối với danh mục dự án hiện tại của DXG.

Theo đó, chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 13,2%, từ 18.200 đồng lên 20.500 đồng/cp, chủ yếu nhờ giả định giá bán trung bình (ASP) cao hơn tại dự án The Prive, qua đó làm tăng giá trị NPV của dự án trong mô hình định giá.

**Hình 18: Định giá**

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị (tỷ đồng)
Gem Sky World	RNAV	100%	1.363
The Prive	RNAV	100%	13.422
Opal Luxury	RNAV	100%	1.594
DXH Park View	RNAV	100%	1.359
DXH Park City	RNAV	100%	1.187
Ngoc Khanh	RNAV	100%	369
Opal City view	RNAV	100%	419
DXS	P/B	59%	4.483
Tổng giá trị các dự án			24.195
<b>Cộng:</b>			
Tiền & tương đương tiền			2.317
<b>Trừ:</b>			
Nợ			(3.662)
<b>RNAV</b>			<b>22.850</b>
Tổng số cổ phần			1.112
Giá mục tiêu (đồng/cp)			20.500
<b>P/B 2026 (x)</b>			<b>1,40</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 19: Giả định về chi phí vốn**

<b>Giả định WACC</b>	
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	8,7%
Lãi suất phi rủi ro	3,6%
Chi phí vốn	14,9%
Chi phí nợ	10,5%
Thuế thu nhập DN	20,0%
<b>WACC</b>	<b>14,5%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DXG đã giảm khoảng 24% trong ba tháng qua trong bối cảnh tâm lý thị trường suy yếu trước áp lực lãi suất tăng và các biện pháp kiểm soát nhằm hạ nhiệt giá nhà. Hiện cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/B 1,14x và 1,11x P/B dự phóng năm 2026, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ba năm là 1,5x cũng như mức trung bình hiện tại của ngành là 1,3x. Theo chúng tôi, mức định giá này khá hấp dẫn, đặc biệt trong bối cảnh triển vọng cơ bản của doanh nghiệp đang dần cải thiện và khả năng được tái định giá P/B khi thị trường bắt đầu sẵn bước vào chu kỳ tăng trưởng mới.

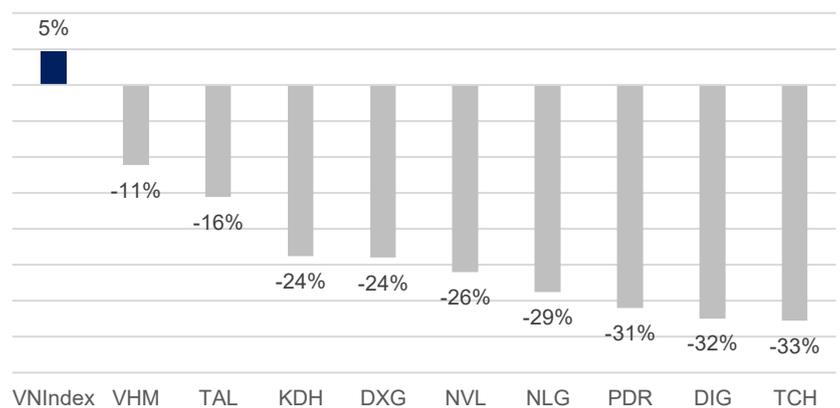
**Rủi ro đối với định giá**

Các rủi ro chính đối với định giá của chúng tôi bao gồm: (1) Môi trường lãi suất duy trì ở mức cao trong thời gian dài, cùng với điều kiện tín dụng thắt chặt hơn đối với các chủ đầu tư bất động sản; (2) Lãi suất vay mua nhà ở mức cao có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ của các dự án nếu duy trì trên ngưỡng 9,5%–10%; và (3) Các biện pháp điều tiết của Chính phủ nhằm ổn định giá nhà có thể khiến môi trường định giá đối với các dự án nhà ở thương mại trở nên kém thuận lợi hơn.

**Quan điểm đầu tư**

Phần lớn cổ phiếu bất động sản đã điều chỉnh mạnh so với đỉnh gần nhất trong Q4/25, chủ yếu do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước các tín hiệu siết chặt quản lý đối với ngành. Cụ thể: (1) Quy định tăng trưởng tín dụng bất động sản không được vượt quá tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của từng tổ chức tín dụng, điều này có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ dự án cũng như kế hoạch mở bán của các chủ đầu tư; (2) Rủi ro lãi suất tăng, có thể tác động đến khả năng chi trả của người mua nhà và tiến độ triển khai dự án; và (3) Triển vọng giá bất động sản có thể hạ nhiệt trong bối cảnh nguồn cung đang có sự thay đổi. Trong bối cảnh này, chúng tôi cho rằng dòng tín dụng vào lĩnh vực bất động sản sẽ ngày càng mang tính chọn lọc, ưu tiên các chủ đầu tư có pháp lý dự án rõ ràng, năng lực triển khai tốt và danh mục dự án đáp ứng nhu cầu ở thực.

**Hình 20: Cổ phiếu bất động sản đã ghi nhận mức điều chỉnh mạnh trong 3 tháng qua (dữ liệu tính đến ngày 4/3/2026).**



Nguồn: Fiiipro, VNDIRECT RESEARCH

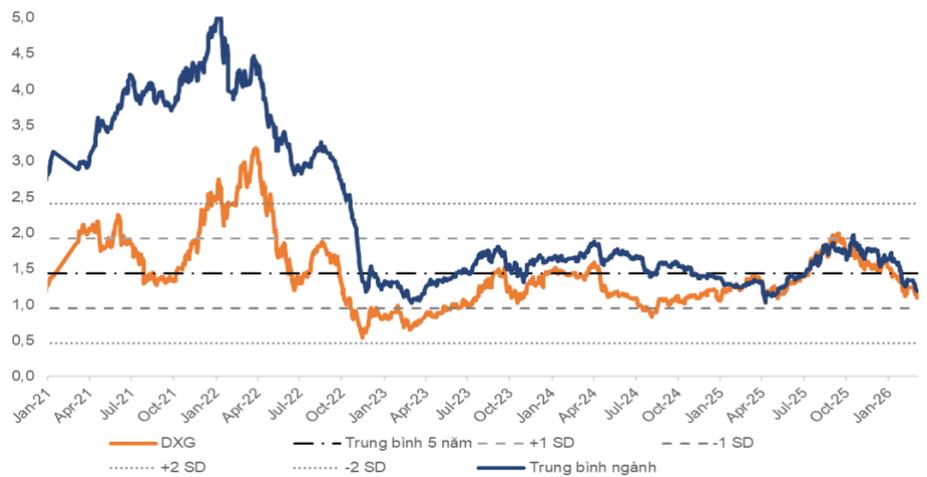
Dù biến động ngắn hạn vẫn còn, chúng tôi cho rằng đây là nhịp điều chỉnh lành mạnh đối với cả cổ phiếu bất động sản và thị trường nhà ở về dài hạn, qua đó giúp ngành dịch chuyển sang một chu kỳ tăng trưởng bền vững hơn, dựa trên các dự án thực và nhu cầu ở thực.

Xét về định giá, chúng tôi cho rằng mặt bằng định giá của ngành đã quay về mức hấp dẫn, với P/B trung bình hiện khoảng 1,3 lần, tương đương vùng thấp

của chu kỳ tăng trưởng trước (2017–2019). Theo quan điểm của chúng tôi, đây là cơ hội tích lũy hấp dẫn cho nhà đầu tư, khi triển vọng lợi nhuận đang dần trở nên rõ ràng hơn nhờ các dự án từng bước được mở bán trở lại và những vướng mắc pháp lý cũng đang được tháo gỡ dần.

Tuy nhiên, tâm lý chung đối với ngành bất động sản vẫn còn khá thận trọng. Do đó, thời điểm giải ngân cần được cân nhắc kỹ nhằm hạn chế rủi ro biến động ngắn hạn của thị trường. Chúng tôi cho rằng tâm lý thị trường có thể tiếp tục chịu áp lực trong nửa đầu năm 2026, trước khi dần cải thiện trong nửa cuối năm 2026 khi mặt bằng lãi suất ổn định hơn và chính sách tín dụng có khả năng trở nên hỗ trợ hơn nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng GDP cao. Trong bối cảnh đó, cổ phiếu bất động sản có thể bước vào một nhịp tái định giá đáng kể, nhờ niềm tin của nhà đầu tư phục hồi và tỷ lệ hấp thụ dự án cải thiện, theo quan điểm của chúng tôi.

**Hình 21: Biên độ P/B của DXG**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 22: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tính đến ngày 4/3/2026)**

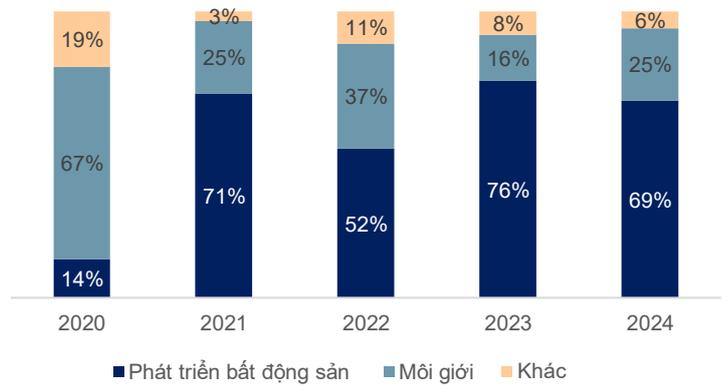
Doanh nghiệp	Mã BB	Vốn hóa triệu USD	Doanh thu triệu USD	Nợ/VCSH %	EV/EBITDA (x)	ROE %	ROA %	P/E (x)	P/B (x)
Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh	<b>DXG VN</b>	<b>607</b>	<b>160</b>	<b>4,7</b>	<b>25,4</b>	<b>1,9</b>	<b>0,7</b>	<b>62,0</b>	<b>1,1</b>
Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long	NLG VN	488	217	(17,8)	11,0	5,9	2,5	18,0	1,0
Công ty Cổ phần Vinhomes	VHM VN	14.931	5.927	37,9	12,4	18,7	6,1	9,5	1,7
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH VN	1.173	180	34,9	18,8	5,5	3,2	31,3	1,7
Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	579	51	41,6	43,3	4,4	2,0	29,9	1,2
Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư Novaland	NVL VN	971	268	106,6	28,0	4,1	0,7	N/A	0,6
Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Phát triển	DIG VN	428	182	(12,9)	10,7	7,5	3,5	16,1	0,9
<b>Trung bình</b>		<b>2.739</b>	<b>998</b>	<b>27,9</b>	<b>21,4</b>	<b>6,8</b>	<b>2,7</b>	<b>27,8</b>	<b>1,2</b>

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

## Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

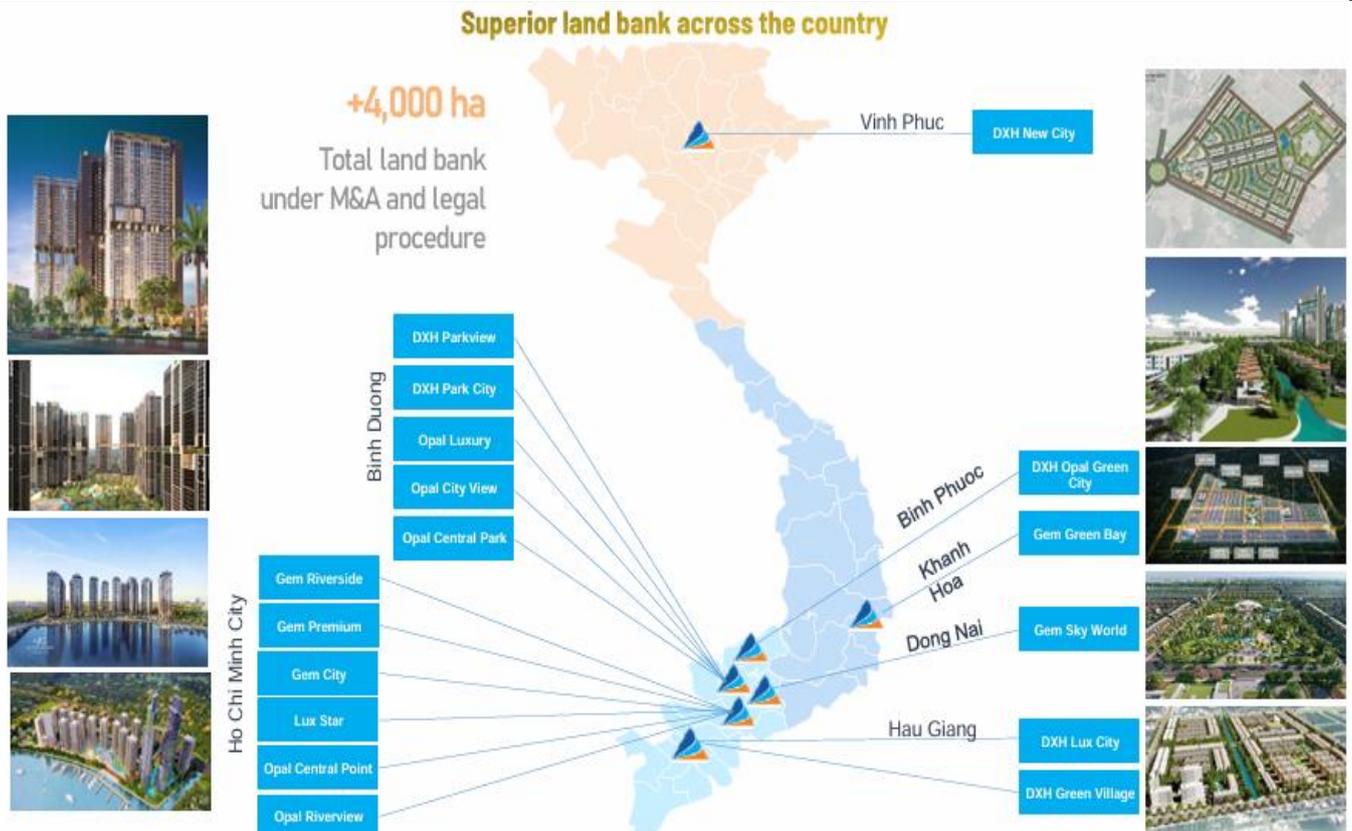
CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG) được thành lập năm 2003, ban đầu hoạt động trong lĩnh vực môi giới bất động sản trước khi mở rộng và trở thành nhà phát triển bất động sản tích hợp hàng đầu. Công ty niêm yết trên HOSE vào năm 2009. DXG tập trung chủ yếu vào các dự án nhà ở phân khúc trung cấp đến cận cao cấp, với địa bàn hoạt động chính tại TP.HCM và các tỉnh vệ tinh như Bình Dương và Đồng Nai. Bên cạnh đó, công ty cũng mở rộng có chọn lọc sang một số địa phương có tiềm năng tăng trưởng cao như Vĩnh Phúc, Thanh Hóa và Hậu Giang. Ngoài mảng phát triển dự án, DXG còn duy trì vị thế mạnh trong lĩnh vực môi giới bất động sản thông qua mạng lưới phân phối rộng khắp trên toàn quốc, với thị phần môi giới dẫn đầu khoảng 33%.

**Hình 23: Cơ cấu doanh thu theo từng mảng kinh doanh**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 24: Các dự án hiện tại của DXG**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DXG

## Phụ lục 2: Các dự án chính được DXG phát triển giai đoạn 2025 – 2028

Hình 10: Dự án Gem Sky World



- Vị trí: Dự án được phát triển tại xã Long Đức, huyện Long Thành, tỉnh Đồng Nai. Dự án hưởng lợi từ tiềm năng phát triển cơ sở hạ tầng của tỉnh Đồng Nai với khả năng kết nối linh hoạt với nhiều tuyến đường huyết mạch, trong đó có đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây đi TP.HCM, nằm ở phía Bắc sân bay Long Thành (dự kiến đi vào hoạt động năm 2025).
- Tổng diện tích: 92,2ha
- Mật độ xây dựng: 50,5%
- Sản phẩm chính: Nhà phố thương mại / Nhà phố
- / Đất nền
- Thời gian phát triển: 2020 - 2027

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Dự án The Prive



- Vị trí: Dự án tọa lạc tại vị trí đắc địa tại phường An Phú, TP Thủ Đức, ngay cạnh trục đường kết nối cao tốc Long Thành – Dầu Giây, thuận tiện di chuyển về các khu vực trung tâm TP.HCM.
- Tổng diện tích: 6,7ha
- Số sản phẩm: ~3.175 căn hộ
- Mật độ xây dựng: 34%
- Sản phẩm chính: Căn hộ cao cấp
- Thời gian phát triển: 2024-2028

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Dự án Opal Luxury



- Vị trí: Dự án nằm gần Quốc lộ 1A, cách đại lộ Phạm Văn Đồng chưa đến 1km, kết nối thuận tiện đến TP.HCM.
- Tổng diện tích: 86,8ha
- Tổng sản phẩm: 3.400 căn hộ
- Mật độ xây dựng: 28%
- Sản phẩm chính: Căn hộ, văn phòng.
- Thời gian phát triển: 2027 - 2029

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: DXH Park View



- Vị trí: Thành phố Thuận An, Tỉnh Bình Dương.
- Tổng diện tích: 5,1ha
- Tổng sản phẩm: ~6.500 căn hộ
- Sản phẩm chính: 12 khối căn hộ cao cấp
- Tổng giá trị phát triển: 21.728 tỷ đồng
- Thời gian phát triển: 2027 - 2030

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY*

Hình 14: DXH Park City



- Vị trí: Thành phố Thuận An, Tỉnh Bình Dương.
- Tổng diện tích: 9,5ha
- Tổng sản phẩm: ~6.500 căn hộ
- Sản phẩm chính: 8 khối căn hộ cao cấp
- Tổng giá trị phát triển: 17.612 tỷ đồng
- Thời gian phát triển: 2027 - 2030

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY*

**Báo cáo KQKD**

(Tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	10.089	5.512	3.725	4.733	4.164	4.954	10.318
Giá vốn hàng bán	(4.492)	(2.542)	(2.014)	(2.448)	(1.748)	(2.467)	(4.265)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.598</b>	<b>2.970</b>	<b>1.710</b>	<b>2.285</b>	<b>2.416</b>	<b>2.487</b>	<b>6.053</b>
<b>Chi phí QLDN</b>	<b>(998)</b>	<b>(1.083)</b>	<b>(391)</b>	<b>(402)</b>	<b>(611)</b>	<b>(369)</b>	<b>(1.209)</b>
Chi phí bán hàng	(1.887)	(1.057)	(586)	(731)	(946)	(964)	(848)
LN hoạt động	2.713	830	734	1.153	859	1.154	3.996
Doanh thu từ hoạt động tài chính	353	464	409	48	151	128	148
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(76)</b>	<b>(59)</b>	<b>(57)</b>	<b>(50)</b>	<b>(22)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
LN khác	(6)	(7)	16	36	15	30	21
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.516</b>	<b>768</b>	<b>453</b>	<b>728</b>	<b>710</b>	<b>1.025</b>	<b>3.932</b>
Thuế TNDN	(921)	(234)	(303)	(273)	(136)	(205)	(786)
Lợi ích cổ đông thiểu số	438	319	(22)	202	346	451	629
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>1.157</b>	<b>215</b>	<b>172</b>	<b>253</b>	<b>229</b>	<b>369</b>	<b>2.517</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23A	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F
Tiền & Tương đương tiền	2.738	919	276	1.249	3.392	2.122	4.728
<b>Đầu tư tài chính ngắn hạn</b>	<b>286</b>	<b>181</b>	<b>97</b>	<b>78</b>	<b>423</b>	<b>195</b>	<b>198</b>
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.796	11.948	11.423	11.006	14.270	14.366	14.298
<b>Hàng tồn kho</b>	<b>11.238</b>	<b>14.031</b>	<b>14.139</b>	<b>13.440</b>	<b>15.658</b>	<b>24.661</b>	<b>29.060</b>
Tài sản ngắn hạn khác	197	292	295	315	251	297	619
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.999</b>	<b>2.950</b>	<b>2.557</b>	<b>3.050</b>	<b>4.109</b>	<b>5.250</b>	<b>6.693</b>
Tài sản cố định	427	394	372	370	377	383	395
<b>Tổng tài sản đầu tư</b>	<b>115</b>	<b>132</b>	<b>110</b>	<b>153</b>	<b>179</b>	<b>143</b>	<b>146</b>
Tài sản dài hạn khác	2.457	2.424	2.074	2.527	3.553	4.724	6.152
<b>Tổng tài sản</b>	<b>28.254</b>	<b>30.321</b>	<b>28.786</b>	<b>29.137</b>	<b>38.102</b>	<b>46.891</b>	<b>55.597</b>
Nợ vay ngắn hạn	2.963	2.023	2.591	3.159	2.225	2.333	1.464
<b>Phải trả người bán ngắn hạn</b>	<b>849</b>	<b>1.149</b>	<b>767</b>	<b>626</b>	<b>817</b>	<b>783</b>	<b>986</b>
Phải trả ngắn hạn khác	9.445	9.083	8.260	6.563	11.438	20.583	28.151
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>13.257</b>	<b>12.255</b>	<b>11.618</b>	<b>10.348</b>	<b>14.480</b>	<b>23.698</b>	<b>30.602</b>
Nợ vay dài hạn	1.616	3.981	2.982	3.586	2.761	1.516	1.172
<b>Phải trả dài hạn khác</b>	<b>99</b>	<b>232</b>	<b>284</b>	<b>189</b>	<b>190</b>	<b>186</b>	<b>198</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	5.978	6.118	6.118	7.225	11.141	11.141	11.141
<b>Lợi nhuận giữ lại</b>	<b>2.669</b>	<b>2.308</b>	<b>1.736</b>	<b>1.484</b>	<b>508</b>	<b>872</b>	<b>2.389</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.381</b>	<b>14.085</b>	<b>14.186</b>	<b>15.203</b>	<b>20.862</b>	<b>21.677</b>	<b>23.823</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.612	4.840	4.783	4.739	6.635	7.086	7.715
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>28.254</b>	<b>30.321</b>	<b>28.786</b>	<b>29.137</b>	<b>38.102</b>	<b>46.891</b>	<b>55.597</b>

<b>Báo cáo LCTT</b>							
<b>(Tỷ đồng)</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22A</b>	<b>12-23A</b>	<b>12-24A</b>	<b>12-25A</b>	<b>12-26F</b>	<b>12-27F</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.516</b>	<b>768</b>	<b>453</b>	<b>728</b>	<b>710</b>	<b>1.025</b>	<b>3.932</b>
<b>Khấu hao</b>	<b>69</b>	<b>86</b>	<b>82</b>	<b>58</b>	<b>67</b>	<b>27</b>	<b>28</b>
Thuế đã nộp	(921)	(234)	(303)	(273)	(136)	(205)	(786)
<b>Các khoản điều chỉnh khác</b>	<b>417</b>	<b>(459)</b>	<b>(161)</b>	<b>(130)</b>	<b>(300)</b>	<b>7</b>	<b>(7)</b>
Thay đổi vốn lưu động	(856)	(4.065)	(921)	(1.704)	1.060	(209)	2.880
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>1.225</b>	<b>(3.904)</b>	<b>(850)</b>	<b>(1.322)</b>	<b>1.402</b>	<b>645</b>	<b>6.047</b>
Đầu tư TSCĐ	(38)	(148)	(129)	(62)	(98)	19	(16)
<b>Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
Các khoản khác	48	385	398	(118)	(956)	-	-
<b>Thay đổi tài sản dài hạn khác</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>10</b>	<b>237</b>	<b>268</b>	<b>(181)</b>	<b>(1.055)</b>	<b>19</b>	<b>(16)</b>
<b>Thu từ PH CP, nhận góp VCSH</b>	<b>1.482</b>	<b>417</b>	<b>29</b>	<b>1.226</b>	<b>3.678</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	1	2	3	4	5	6
<b>Tiền vay ròng nhận được</b>	<b>(1.460)</b>	<b>1.769</b>	<b>(14)</b>	<b>1.260</b>	<b>(1.783)</b>	<b>(1.133)</b>	<b>(1.224)</b>
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	1	2	3	4	5	6
<b>Cổ tức</b>	<b>(300)</b>	<b>(338)</b>	<b>(76)</b>	<b>(10)</b>	<b>(100)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>(277)</b>	<b>1.848</b>	<b>(61)</b>	<b>2.476</b>	<b>1.795</b>	<b>(1.133)</b>	<b>(1.224)</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>1.780</b>	<b>2.738</b>	<b>919</b>	<b>276</b>	<b>1.249</b>	<b>3.392</b>	<b>2.922</b>
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	958	(1.819)	(643)	973	2.142	(469)	4.806
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2.738</b>	<b>919</b>	<b>276</b>	<b>1.249</b>	<b>3.392</b>	<b>2.922</b>	<b>7.728</b>

**Các chỉ số chính**

Chỉ số định giá	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (VND)	1.936	351	281	350	205	331	2.259
P/E	8,3	45,6	56,9	45,8	77,9	48,3	7,1
P/B	2,0	1,9	1,9	1,7	1,3	1,2	1,1
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Doanh thu (svck)	249,0%	-45,4%	-32,4%	27,1%	-12,0%	19,0%	108,3%
<b>LN gộp (svck)</b>	<b>198,6%</b>	<b>-46,9%</b>	<b>-42,4%</b>	<b>33,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>2,9%</b>	<b>143,4%</b>
LN ròng (svck)	-1016,3%	-66,5%	-71,8%	202,3%	26,5%	42,7%	283,8%
EPS (svck)	-303,1%	-81,9%	-20,0%	24,4%	-41,3%	61,3%	582,3%
<b>Chỉ số sinh lời</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Biên lợi nhuận gộp	55,5%	53,9%	45,9%	48,3%	58,0%	50,2%	58,7%
<b>Biên EBITDA</b>	<b>27,6%</b>	<b>16,6%</b>	<b>21,9%</b>	<b>25,6%</b>	<b>22,2%</b>	<b>23,8%</b>	<b>39,0%</b>
Biên LN hoạt động	25,0%	14,1%	11,7%	14,6%	16,7%	20,1%	37,9%
<b>Biên LN ròng</b>	<b>15,8%</b>	<b>9,7%</b>	<b>4,0%</b>	<b>9,6%</b>	<b>13,8%</b>	<b>16,5%</b>	<b>30,5%</b>
ROA	6,2%	1,8%	0,5%	1,6%	1,7%	1,9%	6,1%
<b>ROE</b>	<b>14,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>13,8%</b>
<b>Chỉ số đòn bẩy tài chính</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Khả năng trả lãi vay	5,8	1,8	1,4	2,7	2,9	4,9	21,8
<b>EBITDA / (CP lãi vay + Chi phí đầu</b>	<b>6,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>24,1</b>
Tổng nợ/vốn	0,7	0,9	0,9	0,9	0,4	0,3	0,2
<b>Tổng nợ/VCSH</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
Nợ ròng/VSH	0,2	0,5	0,5	0,5	0,1	0,1	(0,2)
<b>Chỉ số thanh khoản</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>
<b>Vòng quay tổng tài sản</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
Vòng quay khoản phải thu	390,6	791,2	1119,3	848,7	1302,3	1058,4	505,8
<b>Số ngày phải thu</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>
Vòng quay khoản phải trả	445	835	974	678	913	936	705
<b>Số ngày phải trả</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Vòng quay hàng tồn kho	913	2.015	2.562	2.004	3.269	3.649	2.487
<b>Số ngày tồn kho</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Hệ số thanh toán hiện hành	1,9	2,2	2,3	2,5	2,3	1,8	1,6
<b>Hệ số thanh toán nhanh</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

#### Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: [phuong.hoangviet@vndirect.com.vn](mailto:phuong.hoangviet@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng Công nghiệp – Bất động sản

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Đỗ Thị Hương – Chuyên viên phân tích

Email: [huong.do4@vndirect.com.vn](mailto:huong.do4@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>