

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

KHẢ QUAN +16,2%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	29/10/2024
Giá hiện tại	16.350 VND
Giá mục tiêu	19.000 VND
GMT gần nhất	17.000 VND
TL tăng	+16,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+16,2%

GT vốn hóa	11,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	237,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	720,7 tr
Pha loãng	720,7 tr

	DXG	Peers	VNI
P/E (trượt)	62,3x	50,1x	15,4x
P/B (ht)	1,1x	1,7x	1,7x
ROE	1,2%	4,6%	12,0%
ROA	0,6%	1,7%	1,8%

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

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.725	4.161	4.493	5.593
% YoY	-32,4%	11,7%	8,0%	24,5%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	734	870	1.123	1.576
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	172	127	249	394
% YoY	-20,0%	-26,4%	97,0%	57,9%
EPS			97,0%	57,9%
% YoY	-20,0%	-35,8%		
Doanh số (tỷ đồng)	200	200	5.700	6.800
Biên LN gộp	45,9%	45,2%	49,8%	51,2%
Biên LN từ HĐKD	19,7%	20,9%	25,0%	28,2%
Biên LN ròng	4,6%	3,0%	5,6%	7,0%
ROE	1,8%	1,3%	2,3%	3,5%
Nợ vay ròng/CSH	34,7%	25,2%	26,9%	25,2%
P/E	59,8x	93,1x	47,2x	29,9x
P/B	1,1x	1,1x	1,1x	1,0x

GSW và GR được tái khởi động sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng phục hồi trong năm 2025/26

- Chúng tôi tăng 12% giá mục tiêu lên 19.000 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị cho Tập đoàn Đất Xanh (DXG) từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) mức tăng 39% trong định giá của chúng tôi cho dự án Gem Riverside (GR; tại TP.HCM) do giá định giá bán ròng trung bình cao hơn và số lượng căn hộ còn có thể bán tăng sau khi dự án này nhận được giấy phép xây dựng và chấm dứt các hợp đồng mua bán trong giai đoạn 2018-2019, và (2) chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ giữa năm 2025 sang cuối năm 2025, bị ảnh hưởng một phần bởi định giá thấp hơn cho mảng môi giới (vui lòng tham khảo thêm thông tin chi tiết trong [Báo cáo Cập nhật DXS](#) ngày 29/10/2024).
- Chúng tôi giảm 37%/27%/17% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024/25/26, chủ yếu do lượng bàn giao tại Gem Sky World (GSW) dự kiến thấp hơn vì doanh số bán hàng trong 9 tháng đầu năm 2024 không đạt kỳ vọng của chúng tôi, cũng như lợi nhuận từ mảng môi giới dự kiến thấp hơn so với dự báo trước đây.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS đạt 127 tỷ đồng (-26% YoY) trong năm 2024 và đạt 249 tỷ đồng (tăng gấp đôi so với năm 2024) trong năm 2025. Các dự báo này chủ yếu được hỗ trợ bởi (1) sự cải thiện trong mảng môi giới bất động sản, và (2) tái khởi động lại việc bán hàng và bàn giao tại GSW (tổng cộng khoảng 3.900 căn thấp tầng/lô đất nền; khoảng 60% đã bán và khoảng 40% đã bàn giao tính đến cuối quý 3/2024; tại Đồng Nai) từ cuối năm 2024.
- Tại ĐHCĐ tháng 4/2024 của DXG, cổ đông đã phê duyệt kế hoạch (1) phát hành quyền mua 150,1 triệu cổ phiếu (tương đương 20,8% số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại) với giá tối thiểu là 12.000 đồng/cổ phiếu để thanh toán trái phiếu, tăng vốn lưu động cho DXG và chi trả nợ cho Hà An (công ty con mà DXG sở hữu 100% và là chủ đầu tư của GSW), và (2) phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu (13,0% số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại) với giá tối thiểu là 18.600 đồng/cổ phiếu để tăng vốn điều lệ và quyền sở hữu tại các công ty con của DXG. Chúng tôi chưa đưa các kế hoạch này vào định giá và dự báo của chúng tôi cho DXG.
- Rủi ro: Mở bán dự án mới chậm hơn dự kiến; rủi ro pha loãng từ các kế hoạch huy động vốn.

Việc tái mở bán các dự án GSW và GR sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng trong giai đoạn 2025-26 so với mức doanh số bán tối thiểu trong giai đoạn 2023-24: Đối với GR, dự án đã nhận được giấy phép xây dựng vào tháng 9/2024, chúng tôi dự kiến DXG sẽ bắt đầu mở bán vào năm 2025F sau khi hoàn tất xây dựng phần móng và nhận được giấy phép bán hàng. Đối với GSW, ưu tiên hiện tại của công ty là hoàn thiện bàn giao và ký kết hợp đồng mua bán với các khách hàng hiện có; chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ tăng vào năm 2025, nhờ sự cải thiện của cơ sở hạ tầng trong khu vực và tác động tiềm năng của Sân bay Quốc tế Long Thành trong tương lai đối với sự phát triển của khu vực.

Phân khúc môi giới sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025: Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng môi giới của DXG sẽ tăng trưởng mạnh vào năm 2024/25, lần lượt tăng 83%/45% YoY và đóng góp 26%/36% vào tổng doanh thu dự báo của chúng tôi trong các năm này, khi các hoạt động môi giới và giao dịch bất động sản phục hồi từ mức thấp trong năm 2023.

Các dự án đã được quy hoạch tại Bình Dương sẽ hỗ trợ triển vọng dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng quỹ đất tại Bình Dương (bao gồm Opal Luxury: 8,4 ha, Park View: 5 ha, và Park City: 10 ha) sẽ thúc đẩy triển vọng tăng trưởng dài hạn của DXG. Chúng tôi hiện chưa đưa các dự án này vào dự báo của chúng tôi.

Triển vọng năm 2024: Việc bàn giao các backlog chưa ghi nhận tại GSW và sự phục hồi của mảng môi giới sẽ hỗ trợ lợi nhuận quý 4

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 điều chỉnh	Dự báo 2024 đc/2023	Dự báo 2024 đc/cũ	Những nhận định/dự báo của Vietcap cho năm 2024
Doanh thu thuần	3.725	4.628	4.161	12%	-10%	
- Đầu tư BĐS	2.819	3.223	2.756	-2%	-14%	* Chúng tôi giảm 14% dự báo doanh thu mảng đầu tư BĐS năm 2024 của chúng tôi, chủ yếu do việc bàn giao tại GSW diễn ra chậm hơn dự kiến, với doanh số và lượng bàn giao tính từ đầu năm 2024 đến nay được ghi nhận ở mức thấp hơn so với dự báo. Tính đến cuối quý 3/2024, lượng backlog chưa ghi nhận tại GSW vẫn duy trì ở mức xấp xỉ 700 căn. * Chúng tôi dự báo dự án Opal Skyline và GSW sẽ lần lượt đóng góp 58% và 16% vào dự báo doanh thu mảng đầu tư BĐS năm 2024 của chúng tôi.
- Môi giới BĐS	602	1.101	1.101	83%	0%	* Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên dự báo doanh thu mảng môi giới BĐS của chúng tôi, vì đã phục hồi diễn ra trong 9 tháng đầu năm 2024 nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- Khác	304	304	304	0%	0%	
Lợi nhuận gộp	1.710	2.063	1.882	10%	-9%	
Đầu tư BĐS	1.255	1.237	1.075	-14%	-13%	
Môi giới BĐS	408	765	746	83%	-3%	
Khác	48	61	61	28%	0%	
Chi phí G&A	-977	-1.028	-1.012	4%	-2%	
LN từ HĐKD	734	1.035	870	19%	-16%	
Thu nhập tài chính	409	35	32	-92%	-7%	* Chúng tôi tiếp tục dự báo rằng DXG sẽ không ghi nhận thêm khoản thu nhập tài chính bất thường cho DXG trong năm 2024, trái với khoản lãi bất thường từ việc bán đất nền (1-ha) tại dự án Gem Premium trong quý 2/2023.
Chi phí tài chính	-593	-461	-425	-28%	-8%	
Thu nhập ròng từ CTLK	-112	-30	-30	N.M.	0%	
Thu nhập/chi phí ròng khác	16	40	40	2,5x	0%	
Lợi ích CĐTS	150	402	317	111%	-21%	
LNST sau lợi ích CĐTS	172	201	127	-26%	-37%	
Biên LN gộp	45,9%	44,6%	45,2%			
Đầu tư BĐS	44,5%	38,4%	39,0%			
Môi giới BĐS	67,8%	69,5%	67,8%			
Biên LN từ HĐKD	19,7%	22,4%	20,9%			
Biên LN ròng	4,6%	4,3%	3,0%			

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

Triển vọng năm 2025: Việc bàn giao dự án Gem Sky World và sự phục hồi của mảng môi giới sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng

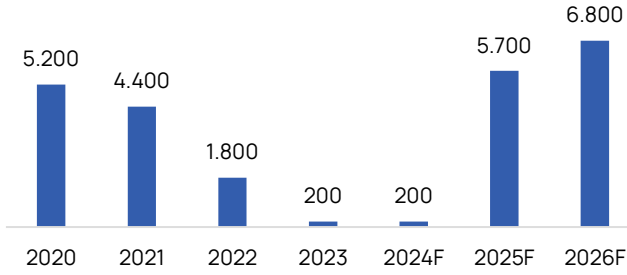
Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 điều chỉnh	Dự báo 2025	Dự báo 2025 s/v dự báo 2024	Những nhận định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	3.725	4.161	4.493	8%	
- Đầu tư BĐS	2.819	2.756	2.562	-7%	* Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao dự án GSW. * Chúng tôi kỳ vọng việc mở bán lại tại dự án GSW sẽ diễn ra suôn sẻ hơn, nhờ sự phục hồi dự kiến của thị trường BĐS và phát triển cơ sở hạ tầng tại khu vực xung quanh Sân bay Quốc tế Long Thành.
- Môi giới BĐS	602	1.101	1.597	45%	* Chúng tôi dự báo việc thị trường BĐS tiếp tục phục hồi trong năm 2025 sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của mảng môi giới BĐS.
- Khác	304	304	334	10%	
Lợi nhuận gộp	1.710	1.882	2.237	19%	
Đầu tư BĐS	1.255	1.075	1.056	-2%	
Môi giới BĐS	408	746	1.114	49%	
Khác	48	61	67	10%	
Chi phí G&A	-977	-1.012	-1.114	10%	
LN từ HĐKD	734	870	1.123	29%	
Thu nhập tài chính	409	32	51	58%	
Chi phí tài chính	-593	-425	-476	12%	* Chúng tôi dự báo chi phí tài chính sẽ tăng 12%, chủ yếu do tổng nợ vay tăng 11%, đạt 5,4 nghìn tỷ đồng.
Thu nhập ròng từ CTLK	-112	-30	0	N.M.	
Thu nhập/chi phí ròng khác	16	40	0	-100%	
Lợi ích CĐTS	150	317	453	43%	
LNST sau lợi ích CĐTS	172	127	249	2,0x	
Biên LN gộp	45,9%	45,2%	49,8%		* Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ tăng so với cùng kỳ năm trước, được thúc đẩy bởi mức tăng dự kiến của biên lợi nhuận gộp mảng đầu tư BĐS nhờ sự gia tăng trong tỷ trọng đóng góp của dự án GSW và sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp mảng môi giới BĐS khi thị trường phục hồi.
Đầu tư BĐS	44,5%	39,0%	41,2%		
Môi giới BĐS	67,8%	67,8%	69,8%		
Biên LN từ HĐKD	19,7%	20,9%	25,0%		
Biên LN ròng	4,6%	3,0%	5,6%		

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

Hình 3: Dự báo doanh số bán của DXG

(tỷ đồng)

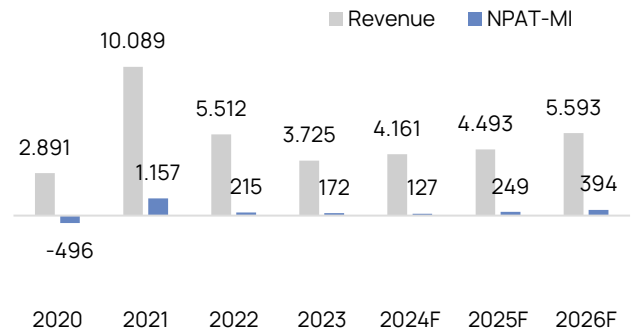


Các dự án chính (% dự báo doanh số bán)	2024F	2025F	2026F
Gem Sky World	100%	38%	40%
Gem Riverside	0%	62%	60%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

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

(tỷ đồng)



Các dự án chính (% of Revenue forecasts)	2024F	2025F	2026F
Gem Sky World	11%	49%	50%
Gem Riverside	0%	0%	0%
Opal Skyline	38%	0%	0%
Mảng dịch vụ môi giới	26%	36%	37%

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	2023-2024	<ul style="list-style-type: none"> Đã bán 100% và bàn giao 95% tính đến cuối quý 3/2024. Việc bàn giao dự kiến sẽ hoàn tất vào cuối quý 4/2024.
Gem Sky World	92 ha; Đồng Nai	3.900 căn thấp tầng (60%)	Quý 2/2020	2020-2027	2021-2027	<ul style="list-style-type: none"> Đã bán khoảng 60% và bàn giao 40% tính đến cuối quý 3/2024. 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/ 2025-2029	2027-2030	<ul style="list-style-type: none"> 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⁾	2027-2030	2029-2030	<ul style="list-style-type: none"> 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⁾	2027-2030	2029-2031	<ul style="list-style-type: none"> 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⁾	2028-2030	2030-2031	<ul style="list-style-type: none"> 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⁾	2028-2030	2029-2031	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Hiện đang thu gom quỹ đất và tiến hành thanh toán tiền sử dụng đất. 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	<ul style="list-style-type: none"> Hiện đang lập 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	<ul style="list-style-type: none"> 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 (khoảng 300 căn vào cuối quý 3/2024) 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 3.900 căn thấp tầng/căn trên đất nền.
- DXG đã mua lại dự án này vào quý 4/2019 thông qua đấu giá công khai.
- Dự án mở bán lần đầu vào tháng 7/2020 với khoảng 700 căn đã được bán.
- Tính đến cuối quý 3/2024, tổng số căn đã bán tại GSW là khoảng 2.300 căn (theo DXG), và số căn đã bàn giao lũy kế là khoảng 1.600 lô đất và nhà phố (theo ước tính của chúng tôi), dẫn đến lượng backlog chưa ghi nhận là khoảng 700 căn, với tổng trị giá rơi vào khoảng 2,1 nghìn tỷ đồng.
- 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 của DXG trong giai đoạn 2025-2027, và việc bàn giao dự án này dự kiến sẽ được hoàn tất vào năm 2027.



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 ba 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 hiện đang thảo luận giải pháp với khách hàng cho các căn đã bán (~300 căn tính đến cuối quý 3/2024) 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 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

Hình 8: Những thay đổi chính đối với các nhận định/dự báo của chúng tôi đối với dự án GR

Các nhận định/dự báo của Vietcap đối với dự án GR	Trước	Hiện tại	Nhận định của Vietcap về các thay đổi
Giá định giá bán ròng trung bình (triệu đồng/m ²)	68,8	104,4	Phù hợp với mức giá cao của các dự án mới tại khu vực - Eaton Park Giai đoạn 2 và giai đoạn căn hộ của Global City – hiện đang trong giai đoạn đặt chỗ, với giá khu vực xung quanh rơi vào khoảng 5.000-6.000 USD/m ² .
Tổng diện tích sàn ('000 m ²)	354	337	Theo giấy phép xây dựng được phê duyệt vào tháng 9/2024.
Tổng doanh thu	18,6 nghìn tỷ đồng	24,6 nghìn tỷ đồng	Do giá định giá bán ròng trung bình cao hơn và số lượng căn còn lại để bán tăng do việc chấm dứt các hợp đồng mua bán gần đây trong giai đoạn 2018-2019. Chúng tôi cho rằng DXG sẽ thu hồi toàn bộ các căn đã bán trước đây và bán lại với giá cao hơn.
Biên lợi nhuận gộp (%)	53,9%	61,4%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	31,1%	37,2%	
Giai đoạn mở bán	2025-2028	2025-2029	
Giai đoạn bàn giao	2027-2030	2027-2030	
Giá trị hiện tại ròng (NPV)	4,2 nghìn tỷ đồng	5,9 nghìn tỷ đồng	

Nguồn: Vietcap

Định giá

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu một năm cho DXG là **19.000 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), phương pháp dòng tiền tự do (DTTD) để ước tính đến cuối năm 2024.

Mức tăng 12% trong giá mục tiêu của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) mức tăng 39% trong định giá cho dự án Gem Riverside nhờ giả định giá bán trung bình cao hơn và số lượng căn còn lại để bán tăng lên sau việc chấm dứt các hợp đồng mua bán gần đây trong giai đoạn 2018-2019, và (2) việc chúng tôi cập nhật thời hạn giá mục tiêu từ giữa năm 2025 sang cuối năm 2025. Tuy nhiên, những yếu tố tích cực này sẽ bị ảnh hưởng bởi mức định giá thấp hơn của mảng môi giới (xem chi tiết trong Báo cáo cập nhật DXS ngày 29/10/2024 của chúng tôi).

Hình 9: Tóm tắt định giá đối với DXG

Dự án	Phương pháp	Sở hữu	NPV cho DXG (tỷ đồng)
Gem Sky World	CKDT	100%	2.701
Gem Riverside	CKDT	100%	5.884
Gem Premium	CKDT	75%	1.701
Opal City	CKDT	100%	885
Opal Cityview	CKDT	100%	509
Park View	Giá trị sổ sách	100%	600
Khác	CKDT	100%	1.611
Tổng NAV dự án			13.891
Dịch vụ môi giới (DXS)	CKDT & P/E	59%	2.255
(+)Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn			312
(-)Tổng nợ			-2.753
NAV			13.705
Pha loãng (triệu)			720,7
Giá mục tiêu (GMT)			19.000
Giá hiện tại			16.350
Tổng mức sinh lời			+16,2%
P/E dự phóng năm 2025 tại GMT			54,9x
P/B dự phóng năm 2025 tại GMT			1,24x
P/E dự phóng năm 2026 tại GMT			34,8x
P/B dự phóng năm 2026 tại GMT			1,20x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi vẫn chưa đưa kế hoạch phát hành quyền và phát hành riêng lẻ đã được thông qua tại ĐHCHĐ tháng 4/2024 của DXG vào định giá của chúng tôi.

Hình 10: Tóm tắt WACC

	Trước	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 %	70,0%	70,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	13,8%	13,8%

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi hiện chưa đưa các kế hoạch phát hành riêng lẻ và phát hành quyền mua đã được thông qua tại ĐHCĐ tháng 4/2024 vào định giá của chúng tôi. Dự kiến, các đợt phát hành này sẽ được diễn ra trong giai đoạn 2024-25 hoặc thời gian thực hiện sẽ được xác định sau khi có sự chấp thuận của các cơ quan có thẩm quyền.

- Cổ đông đã thông qua kế hoạch phát hành quyền cho 150,1 triệu cổ phiếu (20,8% lượng cổ phiếu đang lưu hành) với mức giá tối thiểu là 12.000 đồng/cổ phiếu để thanh toán trái phiếu, tăng vốn lưu động tại DXG và thanh toán chi phí nợ vay tại Hà An (công ty con thuộc sở hữu 100% của DXG và là chủ đầu tư của dự án GSW).
- Cổ đông cũng đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu (13,0% lượng cổ phiếu đang lưu hành) với mức giá tối thiểu là 18.600 đồng/cổ phiếu nhằm tăng vốn điều lệ và tỷ lệ sở hữu tại các công ty con của DXG.

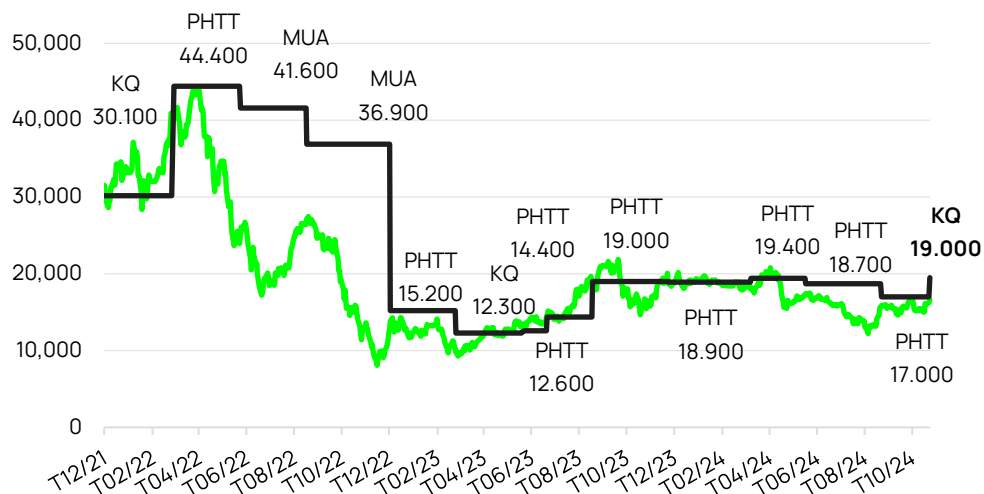
Hình 11: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của chúng tôi trong mối tương quan với kế hoạch huy động vốn với giả định rằng các kế hoạch này sẽ được đăng ký mua toàn bộ

		[A]	[B]
Kế hoạch huy động vốn		Phát hành quyền đối với 150,1 triệu cổ phiếu với giá phát hành dự kiến là 12.000 đồng/cp	Phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu với giá 18.600 đồng/cp
Mục đích phát hành		Chủ yếu để thanh toán chi phí thuế và nợ vay cho Hà An (công ty con thuộc sở hữu 100% của DXG và là chủ đầu tư của dự án GSW	Chúng cho rằng số tiền thu được chủ yếu sẽ được dùng cho mục đích tăng vốn lưu động tại DXG
	Hiện tại	Yếu tố [A]	Yếu tố [A] + [B]
Ước tính RNAV của chúng tôi (tỷ đồng)	13.705	15.506	17.245
Pha loãng (triệu)	720,7	870,8	964,3
Giá CP điều chỉnh (đồng/cp)	16.350	15.600	15.600
Giá mục tiêu (đồng/cp)	19.000	17.800	17.900

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: 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)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	3.725	4.161	4.493	5.593
Giá vốn hàng bán	-2.014	-2.279	-2.256	-2.730
Lợi nhuận gộp	1.710	1.882	2.237	2.863
Chi phí bán hàng	-586	-607	-668	-772
Chi phí quản lí DN	-391	-405	-446	-514
LN thuần HĐKD	734	870	1.123	1.576
Doanh thu tài chính	409	32	51	65
Chi phí tài chính	-593	-425	-476	-539
Trong đó, chi phí lãi vay	-537	-386	-433	-490
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-112	-30	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	16	40	0	0
LNTT	453	487	698	1.102
Thuế TNDN	-303	-170	-244	-386
LNST trước CĐTS	150	317	453	716
Lợi ích CĐ thiểu số	22	-190	-204	-322
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	172	127	249	394
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	172	127	249	394
EBITDA	776	912	1.153	1.599
EPS báo cáo, VND	273	176	346	547
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-32,4%	11,7%	8,0%	24,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	-11,6%	18,6%	29,1%	40,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-41,0%	7,5%	43,3%	57,9%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-20,0%	-35,8%	97,0%	57,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	45,9%	45,2%	49,8%	51,2%
Biên LN từ HĐ %	19,7%	20,9%	25,0%	28,2%
Biên EBITDA	20,8%	21,9%	25,7%	28,6%
Biên LNST-CĐTS điều chỉnh	4,6%	3,0%	5,6%	7,0%
ROE %	1,8%	1,3%	2,3%	3,5%
ROA %	0,5%	1,1%	1,6%	2,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	2.552	2.225	2.278	2.037
Số ngày phải thu	1.145	998	935	775
Số ngày phải trả	1.144	938	937	799
TG luân chuyển tiền	2.553	2.285	2.275	2.012
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,3x	2,5x	2,6x	2,5x
CS thanh toán nhanh	1,0x	1,2x	1,2x	1,1x
CS thanh toán tiền mặt	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ/Tài sản	18,4%	17,0%	18,1%	17,5%
Nợ/Vốn	27,2%	23,7%	25,3%	25,4%
Nợ/Vốn CSH	34,7%	25,2%	26,9%	25,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	1,4x	2,3x	2,6x	3,2x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	276	819	1.020	1.367
Đầu tư TC ngắn hạn	97	97	97	97
Các khoản phải thu	11.423	11.328	11.684	12.062
Hàng tồn kho	14.139	13.642	14.514	15.958
TS ngắn hạn khác	295	319	231	301
Tổng TS ngắn hạn	26.230	26.206	27.546	29.784
TS dài hạn (gộp)	590	620	664	721
- Khấu hao lũy kế	-217	-259	-289	-312
TS dài hạn (ròng)	372	361	375	409
Đầu tư TC dài hạn	394	455	455	455
TS dài hạn khác	1.790	1.491	1.491	1.491
Tổng TS dài hạn	2.557	2.307	2.321	2.355
Tổng Tài sản	28.786	28.513	29.867	32.139
Phải trả ngắn hạn	6.013	5.698	5.891	6.067
Nợ ngắn hạn	2.591	2.720	2.584	2.455
Nợ ngắn hạn khác	3.014	2.048	2.301	3.619
Tổng nợ ngắn hạn	11.618	10.466	10.776	12.141
Nợ dài hạn	2.699	2.134	2.828	3.179
Nợ dài hạn khác	284	284	284	284
Tổng nợ	14.600	12.885	13.888	15.605
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	6.118	7.225	7.225	7.225
Thặng dư vốn cổ phần	80	284	284	284
Lợi nhuận giữ lại	1.736	1.773	2.022	2.416
Vốn khác	1.469	1.469	1.469	1.469
Lợi ích CĐTS	4.783	4.878	4.980	5.141
Vốn chủ sở hữu	14.186	15.628	15.979	16.535
Tổng nguồn vốn	28.786	28.513	29.867	32.139
CP lưu hành cuối năm (tr)	610	721	721	721

LUU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	919	276	819	1.020
Lợi nhuận sau thuế	172	127	249	394
Khấu hao	42	42	30	22
Thay đổi vốn lưu động	-791	-714	-694	-397
Điều chỉnh khác	-273	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-850	-545	-414	19
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-13	-31	-44	-57
Đầu tư, ròng	282	238	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	268	208	-44	-57
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	1.310	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	568	130	-136	-129
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1.050	-564	693	352
Tiền từ các hoạt động TC khác	421	5	102	161
Tiền từ hoạt động TC	-61	880	659	384
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-643	543	201	346
Tiền cuối năm	276	819	1.020	1.367

Nguồn: DXG, Dự báo của Vietcap

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

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó 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

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, 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 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, 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

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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.