

CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH

[Việt Nam / Bất động sản]

Mã Bloomberg (DXG VN) | Mã Reuters (DXG.HM)

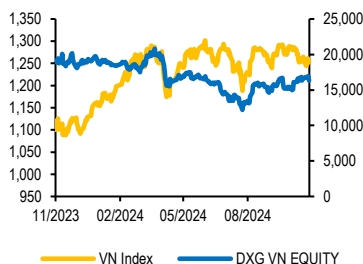
MUA

Báo cáo Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 19,400**Giá hiện tại (31/03/25) **VND 15,800**Suất sinh lời **22.8%**

VNINDEX	1,306
P/E thị trường (24F, x)	10.5
Vốn hóa (tỷ VND)	14,369
SLCP đang lưu hành (triệu)	871
SLCP tự do giao dịch (triệu)	723
52 tuần cao/thấp (VND)	20,000/11,560
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	13.13
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	179
Sở hữu nước ngoài (%)	20.4

Ban lãnh đạo và BLQ	17.7		
Cổ đông lớn (%) CTCP Đầu tư NAV	4.5		
Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.5	5.5	-13.4
Tg đổi với VN-Index (%)	3.3	2.8	-16.8



Nguồn: Bloomberg

Trang Võ

(84-28) 6299-7751

trang.vo@shinhan.com

Ly Bui – Giám đốc phân tích

(84-28) 6299-8029

ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Tìm lại ánh hào quang

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 19,400 đồng

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) là doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn trong phân khúc trung cấp. Đồng thời, DXG còn sở hữu mảng môi giới BĐS chiếm thị phần đứng đầu cả nước (33%). Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua DXG với giá mục tiêu ở mức 19,400 đồng, với các luận điểm: (1) DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha; (2) Việc tái khởi động Privé (Datxanhhome Riverside) và Gem Sky World (GSW) kì vọng tạo đà tăng trưởng doanh số bán hàng cho DXG giai đoạn 2025-2026; và (3) Kì vọng mảng môi giới khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS.

DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha

DXG có hơn 15 năm kinh nghiệm trong việc phát triển các dự án trung cấp. Trong đó, nhiều dự án bán hết 100% trong năm mở bán đầu tiên. Hiện tại, DXG còn đang sở hữu quỹ đất lớn với hơn 100ha cho phát triển trung hạn. Đồng thời, doanh nghiệp vẫn đang tìm kiếm thêm quỹ đất mới bổ sung vào quỹ đất dài hạn. Chúng tôi kì vọng việc khai thác hiệu quả quỹ đất hiện tại và tiếp tục gia tăng quỹ đất trong dài hạn có thể góp phần duy trì doanh thu bền vững cho DXG.

Việc tái khởi động Privé và GSW kì vọng tạo đà tăng trưởng doanh số bán hàng cho DXG giai đoạn 2025-2026

Chúng tôi ước tính tổng giá trị kí bán năm 2025 đạt 8,768 tỷ đồng (Năm 2024 không có dự án mở bán) từ hai dự án Privé và GSW. Trong đó, Privé đã được cấp phép xây dựng trong Q3/2024 sau 6 năm bị ách tắc pháp lý. Chúng tôi kì vọng việc triển khai xây dựng phần móng sẽ hoàn thành vào giữa năm 2025, và việc mở bán bắt đầu từ đầu Q3/2025. Ngoài ra, dự án GSW giai đoạn tiếp theo (1,600 sản phẩm) đã hoàn tất hạ tầng xã hội và sẵn sàng mở bán từ năm 2025.

Kì vọng mảng môi giới khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS

CBRE dự báo thị trường BĐS căn hộ sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025. Sự phục hồi của thị trường dự kiến kéo theo sự gia tăng số lượng giao dịch, từ đó, thúc đẩy sự phục hồi của môi giới. Chúng tôi kì vọng mảng môi giới của DXG sẽ đón đầu sự phục hồi của ngành khi (1) sở hữu đội ngũ môi giới chuyên nghiệp và đông đảo (khoảng 5,000 người), sẵn sàng cho giai đoạn mới, (2) Việc chuyển đổi sang khách hàng nhỏ hơn và cung cấp dịch vụ trọn gói hỗ trợ biến gộp cho doanh nghiệp.

Rủi ro: (1) Tỷ lệ hấp thụ tại dự án Privé thấp hơn dự kiến do những quan ngại xoay quanh việc hủy hợp đồng nguyên tắc đã kí với khách hàng (từ năm 2018); (2) Rủi ro chậm triển khai lại dự án Gem Sky World; (3) Rủi ro chậm trễ thủ tục hành chính và áp dụng Luật mới; (4) Rủi ro huy động vốn gặp khó khăn vì việc sử dụng vốn không đúng mục đích.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	10,089	5,512	3,725	4,733	4,642
LN HKKD (tỷ VND)	2,712	830	734	1,152	1,204
LNST (tỷ VND)	1,594	534	151	455	469
EPS (đồng)	1,942	355	273	359	409
BPS (đồng)	14,548	15,000	15,263	14,435	14,255
Biên LN HKKD (%)	26.9	15.1	19.7	24.3	25.9
Biên LNST (%)	15.8	9.7	4.1	9.6	10.1
ROE (%)	11.9	3.8	1.1	3.0	2.7
PER (x)	6.9	53.4	54.3	47.3	47.4
PBR (x)	0.9	1.2	1.0	1.1	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3	Tổng quan doanh nghiệp
7	Quan điểm đầu tư
10	Dự phóng kết quả kinh doanh
11	Định giá và khuyến nghị
14	Rủi ro
15	Phụ lục: Báo cáo tài chính

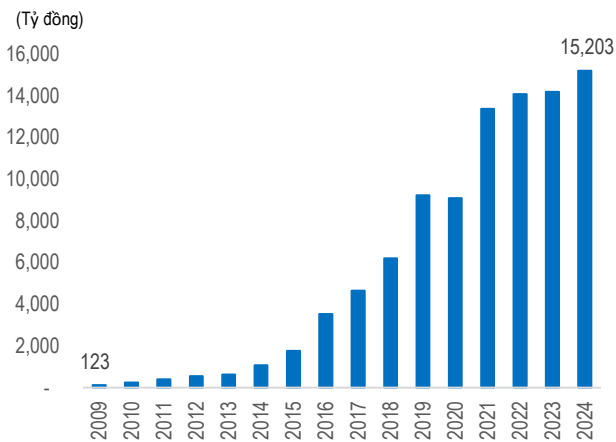
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển của DXG

CTCP Đất Xanh (HOSE: DXG) được thành lập năm 2003. Ban đầu, DXG hoạt động với vai trò là nhà phân phối dự án BĐS tại TP HCM, Bình Dương, Đồng Nai. Đến năm 2007, DXG thực hiện cổ phần hóa và mở rộng hoạt động sang mảng phát triển BĐS. Sau 2 năm cổ phần hóa, DXG chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán.

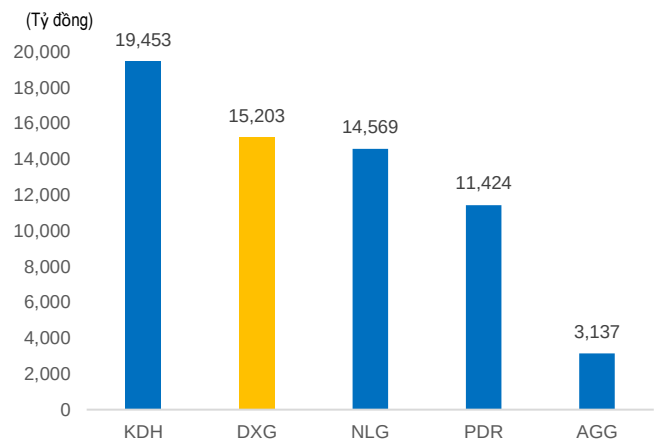
Đến nay, quy mô vốn chủ sở hữu (VCSH) đã tăng gần 124 lần so với ngày niêm yết và là một trong các doanh nghiệp BĐS niêm yết đứng đầu tại TP HCM. VCSH lớn cho phép doanh nghiệp thực hiện dự án quy mô và bài bản hơn khi Luật kinh doanh BĐS 2024 quy định tỷ lệ VCSH tối thiểu⁽¹⁾ từ 15-20% tổng mức đầu tư (tùy thuộc vào quy mô dự án).

Quy mô vốn chủ tăng gần 124 lần so với ngày niêm yết



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

VCSH của một số DN niêm yết thực hiện dự án tại miền Nam (trừ VHM)

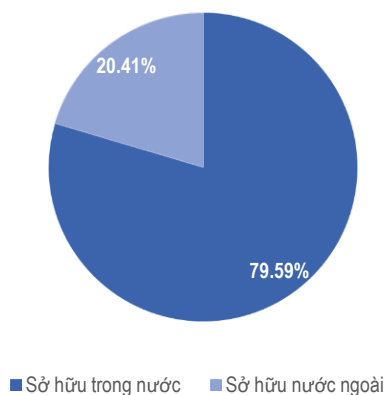


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Cơ cấu cổ đông

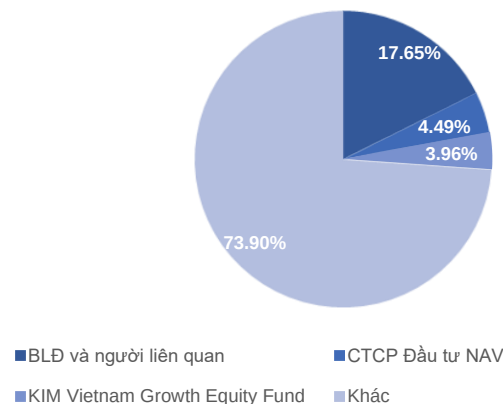
Ở góc độ tổ chức, tỷ lệ sở hữu của cổ đông ngoại tại DXG chỉ ở mức 20.4%, thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành như NLG và KDH và đã giảm so với mức 48.2% tháng 1 năm 2019. Hiện tại, Ông Lương Trí Thìn – cổ đông sáng lập và chủ tịch hội đồng chiến lược - là cổ đông nắm tỷ trọng cổ phiếu cao nhất (16.98%), tiếp đến là các quỹ đầu tư trong và ngoài nước.

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 25/3/2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu ngày 25/3/2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

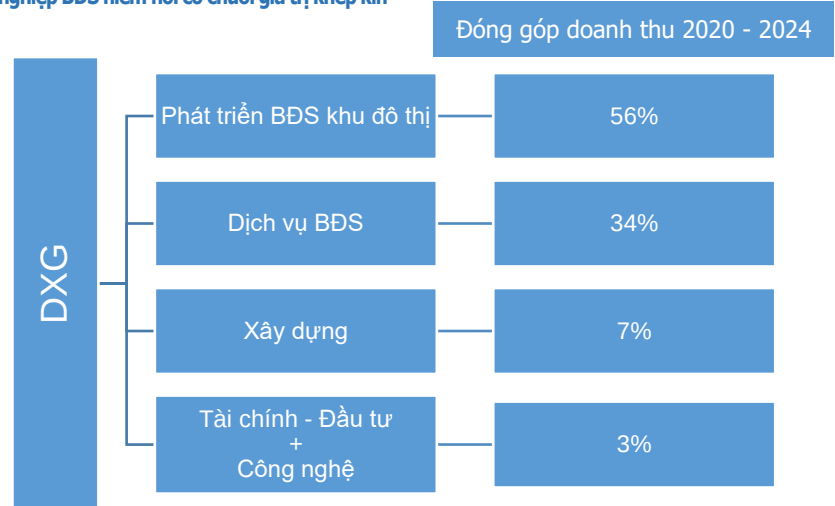
(1) Luật KDBDS 2014 chỉ quy định vốn pháp định tối thiểu 20 tỷ. Do đó, nhiều doanh nghiệp có cơ cấu nợ vay rất cao để thực hiện dự án quy mô lớn. Năm 2022, ND 02/2022/ND-CP quy định dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20ha phải có vốn tối thiểu 20% tổng mức đầu tư [...], nhưng chỉ quy định ở cấp ND.

3. Hoạt động chính

Năm 2021, DXG đề ra chiến lược phát triển 10 năm với việc hoạt động ở 5 lĩnh vực chính: Phát triển BĐS khu đô thị, Dịch vụ BĐS, Xây dựng, Tài chính Đầu tư và Công nghệ. Trong đó, mảng cốt lõi của doanh nghiệp tập trung vào phát triển BĐS và cung cấp dịch vụ BĐS (môi giới,...).

Nhìn chung, DXG là một trong những doanh nghiệp BĐS hiếm hoi có chuỗi giá trị khép kín. Do đó, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng lớn bởi chu kỳ của ngành BĐS. Chúng tôi kì vọng, sự phục hồi của ngành BĐS trong giai đoạn 2024-2026 có thể hỗ trợ cho sự phục hồi của DXG.

DXG là doanh nghiệp BĐS hiếm hoi có chuỗi giá trị khép kín



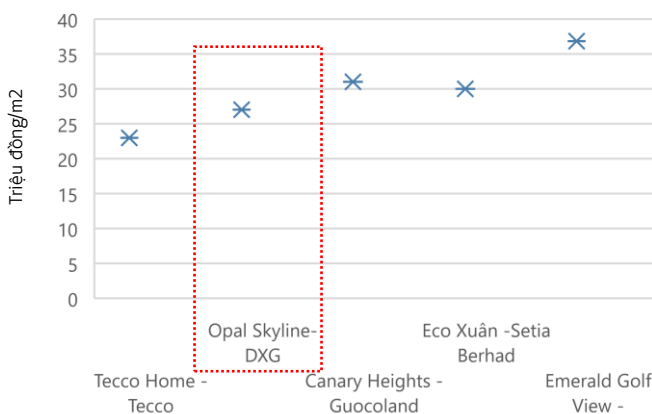
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

3.1 DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp

DXG đã có hơn 15 năm kinh nghiệm trong phát triển BĐS với gần 20 dự án. Trong đó, nổi bật là loạt dự án trung cấp với thương hiệu Opal như Opal Riverside, Opal Garden, Opal Skyline,... Ngoài ra, DXG cũng thành công trong triển khai dự án cao cấp như St.Moritz. **Tỷ lệ hấp thụ của các dự án luôn ở mức cao** nhờ vào:

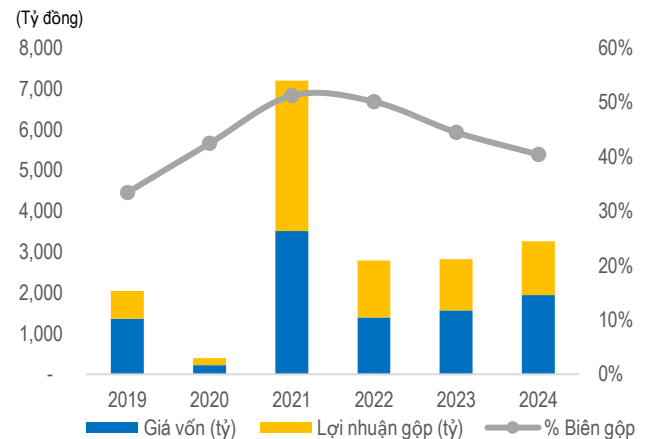
- ❖ Giá bán hấp dẫn so với các dự án trung cấp khác cùng khu vực.
- ❖ Vị trí dự án thuận lợi. Trong đó, nhiều dự án nằm ở các trục đường lớn như Phạm Văn Đồng, trục quốc lộ 13 (Bình Dương), thuận lợi cho di chuyển đến TPHCM trong khi giá bán hấp dẫn hơn so với các căn hộ trong nội thành TPHCM.

Giá bán căn hộ của DXG hấp dẫn so với các dự án cùng khu vực



Nguồn: angialand.com (giá sơ cấp 2022-2023), batdongsan.com, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu từ phát triển bất động sản biến động mạnh



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tuy vậy, doanh thu từ phát triển bất động sản của DXG biến động mạnh trong 5 năm qua. Trong đó, doanh thu đạt đỉnh cao nhất trong 5 năm rơi vào năm 2021 nhờ bàn giao thành công dự án Opal Boulevard (Bình Dương) và một phần dự án Gem Sky World (GSW - Đồng Nai). Chúng tôi kì vọng với sự phục hồi của thị trường bất động sản cùng với sự triển khai, mở bán trở lại hai dự án Privé cùng GSW, DXG có thể phục hồi doanh thu từ phát triển BĐS từ năm 2026-2027.

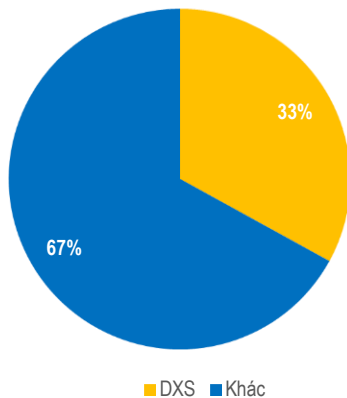
3.2 DXG cũng sở hữu một trong những doanh nghiệp môi giới hàng đầu tại Việt Nam

Bên cạnh phát triển dự án, mảng dịch vụ đóng góp trung bình 34% doanh thu cho DXG. **DXS – công ty con của DXG còn đứng đầu cả nước trong môi giới sơ cấp với thị phần lên đến khoảng 33%.** Trong đó, thị phần tại thị trường miền Bắc lên đến 45-50%. DXS cung cấp hai sản phẩm môi giới chính là môi giới truyền thống và môi giới trọn gói (cung cấp dịch vụ từ tư vấn xây dựng dự án, tư vấn tài chính, thiết kế, marketing, dịch vụ hậu mãi,...).

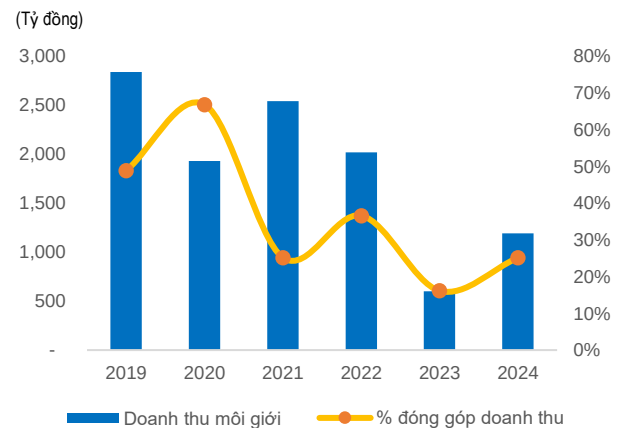
Chúng tôi nhận định mảng **môi giới trọn gói tạo nên lợi thế cạnh tranh cho Đất Xanh so với các đối thủ cùng ngành khi tham gia sâu vào quá trình triển khai dự án của khách hàng.** Điều này được hỗ trợ bởi đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp và đồng đạo. Tính đến Q3/2024, số lượng nhân viên môi giới tính cả liên kết (affiliate) lên đến khoảng 5,000 người, trải dài khắp Bắc – Trung – Nam. Từ đó cho phép doanh nghiệp kịp thời bắt kịp sự phục hồi của thị trường.

Đồng thời, **vị thế của mảng môi giới còn được củng cố nhờ việc phát triển và áp dụng Proptech vào kinh doanh.** Trong đó, nền tảng iHouzz (được phát triển bởi công ty con của DXS) có khả năng xử lý giao dịch lên đến hàng nghìn sản phẩm trong một buổi mở bán. Đây còn là nền tảng tiên phong trong việc bán hàng trực tuyến. Chúng tôi nhận định đây là bước tạo đà để DXG đẩy mạnh phát triển thị trường thứ cấp, từ đó, tạo động lực cho tăng trưởng doanh thu từ mảng môi giới trong tương lai.

Thị phần môi giới sơ cấp của DXS đứng đầu cả nước



Đóng góp của mảng môi giới vào doanh thu của DXG sụt giảm



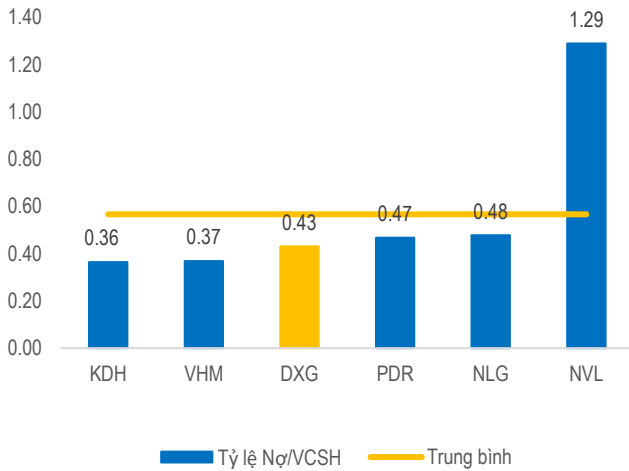
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

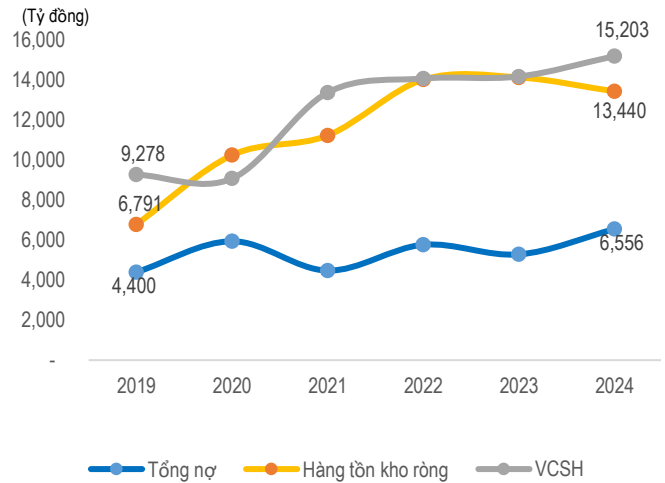
Cùng với sự khó khăn của thị trường BĐS giai đoạn 2019 – 2023, doanh thu mảng môi giới bị sụt giảm mạnh. Tuy vậy, chúng tôi kì vọng sự hồi phục của thị trường bất động sản giai đoạn 2024 – 2025 sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng mảng môi giới của DXS nói riêng và DXG nói chung thông qua sự hồi phục của mảng môi giới trọn gói với mức phí cao hơn.

3.3 Bức tranh tài chính kém khả quan nhưng kì vọng được cải thiện trong giai đoạn tới

So với các doanh nghiệp lớn trong ngành, DXG vẫn giữ cơ cấu nợ ròng/VCSH thấp hơn so mức trung bình. Cụ thể, tỷ lệ này của DXG đạt 0.43x, thấp hơn so với trung bình các doanh nghiệp bất động sản lớn (~0.57x).

Tỷ lệ nợ/ VCSH của DXG thấp hơn so với mức trung bình ngành

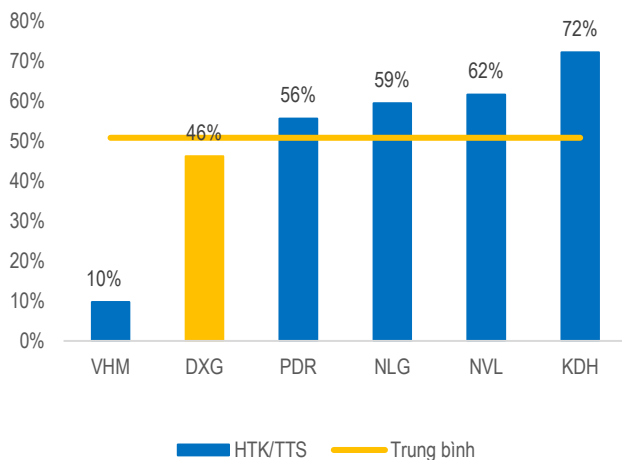
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nợ vay của DXG không biến động nhiều qua các năm

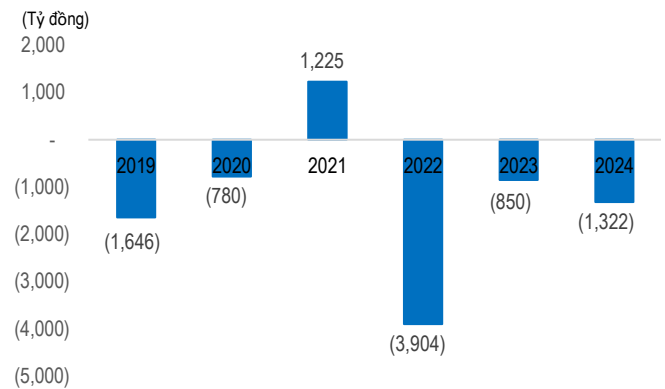
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, tổng nợ vay của doanh nghiệp không có nhiều biến động qua các năm. Điều này cũng một phần cho thấy DXG gặp khó khăn trong việc huy động vốn từ các nguồn bên ngoài như vay ngân hàng và trái phiếu để tài trợ cho dự án. Để giảm áp lực tài chính, trong 2 năm gần đây, doanh nghiệp đã thực hiện các đợt phát hành cổ phiếu để cơ cấu lại nợ và bổ sung vốn lưu động. Trong 2 tháng đầu năm 2025, DXG đã phát hành thành công 150 triệu cổ phiếu nhằm góp vốn vào công ty con (để thanh toán nợ) và thanh toán cho nhà cung cấp, với tổng số tiền thu được từ đợt phát hành là khoảng 1,802 tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá việc huy động vốn từ phát hành cổ phiếu là cần thiết nhằm duy trì hoạt động cho DXG khi (2) doanh nghiệp gặp khó khăn khi huy động tiền từ nguồn bên ngoài và (2) dòng tiền từ hoạt động âm trong nhiều năm. Điều này xuất phát từ việc trì hoãn triển khai và mở bán các dự án do ách tắc pháp lý và thị trường bất động sản gặp khó khăn. Trong đó, trừ dự án GSW, các dự án còn lại của DXG đều cần thời gian để hoàn thiện pháp lý, triển khai xây dựng và mở bán thu tiền.

Tỷ lệ HTK/TTS của DXG thấp hơn so với mức trung bình ngành

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dòng tiền hoạt động kinh doanh thuần âm trong nhiều năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tuy vậy, chúng tôi kì vọng việc triển khai xây dựng lại dự án Privé (từ cuối năm 2024) cũng như mở bán lại dự án tại Gem Sky World sẽ góp phần tích lũy và hoàn thiện hàng tồn kho cho doanh nghiệp. Từ đó làm cơ sở cho việc mở bán và cải thiện dòng tiền từ năm 2025.

Quan điểm đầu tư

1. DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha cho phát triển trung hạn.

Với hơn 15 kinh nghiệm trong phát triển dự án, đến nay, DXG đã thực hiện được loạt các dự án trung cấp như Sunview 1&2, Gold Hill, Lux Garden, nhóm dự án thương hiệu Opal (Opal Riverside, Opal Garden),...Trong đó, nhiều dự án bán hết 100% trong năm mở bán đầu tiên.

Quỹ đất lớn hiện hữu dự kiến duy trì nguồn doanh thu bền vững cho DXG nếu được đưa vào khai thác hiệu quả. Bên cạnh hai dự án trọng điểm là Gem Sky World (GSW - Đồng Nai) và Privé (TPHCM), DXG hiện đang thực hiện các thủ tục pháp lý để triển khai thêm các dự án tại Bình Dương. Tổng quỹ đất có thể khai thác trong trung hạn đạt hơn 100 ha. Theo ban lãnh đạo, DXG cũng đang thực hiện tìm kiếm thêm các quỹ đất mới để bổ sung vào quỹ đất hiện hữu.

Kế hoạch phát triển dự án của DXG

	Dự án	Sản phẩm	Vị trí	Quỹ đất (ha)	Sở hữu	Kế hoạch phát triển dự án dự kiến ⁽²⁾					
						2024	2025	2026	2027	Từ 2028	Tình trạng pháp lý
1	Opal Skyline	Căn hộ	Bình Dương	10.2	100%						Dự án đã bán hết 100% và bắt đầu bàn giao từ tháng 9/2023. Đến Q4/2024, dự án đã bàn giao được 99%.
2	Gem Skyworld	KĐT	Đồng Nai	92.2	100%						Mở bán từ tháng 7/2020. Đến Q4/2024, DXG đã bán 2,300 căn giai đoạn 1 và đã bàn giao lũy kế được 80%. Giai đoạn 2 đã cơ bản hoàn thiện hạ tầng. DXG dự kiến mở bán giai đoạn tiếp theo vào giữa cuối năm 2025, với khoảng 500 lô đất nền và 200-300 căn nhà liền thổ.
4	Privé (DabxanhHomes Riverside)	Căn hộ	TP.HCM	6.7	100%						Đã nhận giấy phép xây dựng vào Q3/2024 và làm lễ khởi công vào tháng 10/2024. DXG đã và đang đàm phán với 300 khách hàng đã ký hợp đồng nguyên tắc mua nhà từ năm 2018 để (1) điều chỉnh giá bán hoặc (2) DXG trả lại tiền đã thanh toán kèm lãi suất 15%/năm. DXG dự kiến hoàn thành việc thương lượng và việc xây dựng phần móng trong Q1/2025. Sau đó thực hiện mở bán cùng năm.
3	DabxanhHomes Parkview	Căn hộ	Bình Dương	5.1	100%						Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
6	Opal City View	Căn hộ	Bình Dương	0.9	100%						Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
8	Opal Luxury	Căn hộ	Bình Dương	8.6	100%						Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
9	DabxanhHomes ParkCity	Căn hộ	Bình Dương	10.5	100%						Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
Tổng				134.2							

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

(2) Ước tính thời gian từ lúc xây dựng đến bàn giao

2. Việc tái khởi động Privé và Gem Sky World (GSW) kì vọng tạo đà tăng trưởng doanh số bán hàng cho DXG giai đoạn 2025-2026

Dự án Privé là một trong hai dự án trọng điểm của DXG trong ngắn – trung hạn. Dự án được ra mắt từ năm 2018 với giá bán từ 38 – 40 triệu/m². Tuy vậy, đến Q3/2024, Privé mới được tháo gỡ vướng mắc pháp lý và được cấp phép xây dựng. Đến tháng 10/2024, doanh nghiệp đã làm lễ khởi công xây dựng.

Chúng tôi ước tính việc xây dựng phần móng sẽ hoàn thành vào giữa năm 2025 và doanh nghiệp có thể bắt đầu mở bán từ Q3/2025. Chúng tôi kì vọng tỷ lệ hấp thụ khi mở bán sẽ khả quan khi:

- ❖ TPHCM vẫn trong tình trạng khan hiếm nguồn cung. Trong năm 2024, nguồn cung căn hộ tại TPHCM chỉ đạt 5,050 căn (-40% YoY). Dự kiến năm 2025, số căn hộ đạt 9,000 căn (tăng gần 2 lần năm 2024 nhưng chỉ bằng 1/2 nguồn cung mới năm 2022).
- ❖ Vị trí thuận lợi tạo điều kiện cho DXG triển khai dự án cao cấp. Cụ thể, Privé nằm ở khu Đông TPHCM, cạnh 2 trục đường lớn là Song Hành và đường Mai Chí Thọ - Tiềm lợi cho việc di chuyển vào các quận trung tâm và về hướng Đông. Hiện giá bán tại các dự án trong khu vực dao động trung bình quanh mức 100 – 150 triệu/m². Điều đó tạo điều kiện cho doanh nghiệp mở bán với mức giá cao hơn năm 2018 (dự kiến hơn 100 triệu/m²).

Vị trí thuận lợi của dự án tạo điều kiện cho DXG triển khai phân khúc cao cấp



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Giá của các dự án trung và cao cấp trong khu vực ở mức cao

Dự án	Giá giao dịch (triệu/m ²)
Eaton Park	~145
Lumiere Riverside	95 - 140
Gateway	100 - 120
Diamond Island	77 - 150
Zeit Thủ Thiêm	156 - 262
Masteri Grand View (The Global City)	100 - 140
The River Thủ Thiêm	>120

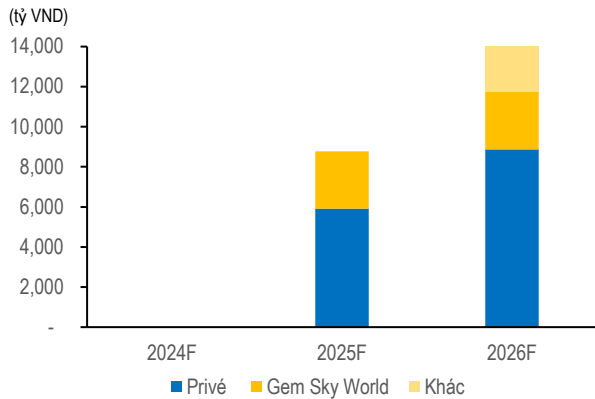
Nguồn: Batdongsan.com, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi kì vọng dự án trọng điểm còn lại trong kế hoạch ngắn – trung hạn của DXG là GSW cũng sẽ tái mở bán vào năm 2025. Dự án được mở bán lần đầu năm 2020. Tính đến nay, 2,300 sản phẩm (trong tổng số 3,900 sản phẩm) đã bán thành công và khoảng 1,800 sản phẩm được bàn giao và ghi nhận doanh thu. Theo cập nhật từ DXG, doanh nghiệp kì vọng tập trung bàn giao các sản phẩm còn lại và mở bán giai đoạn tiếp theo vào năm 2025.

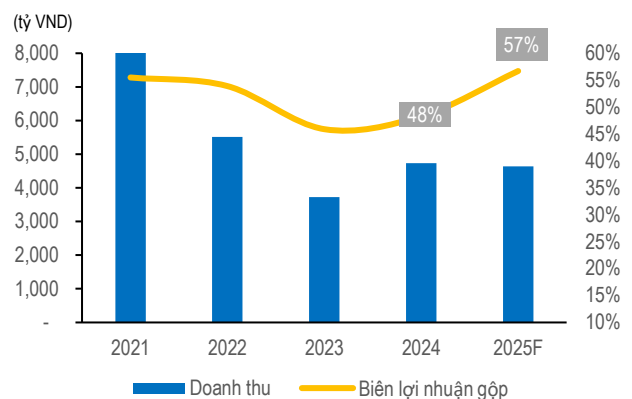
Chúng tôi đánh giá kế hoạch mở bán lại vào năm 2025 khả thi khi:

- ❖ Tình hình thị trường BĐS đã qua giai đoạn khó khăn nhất
- ❖ DXG đã hoàn tất các hạ tầng xã hội tại GSW để sẵn sàng mở bán tiếp giai đoạn tiếp theo
- ❖ DXG cần thu hồi nguồn lực để tái phân bổ cho các dự án doanh nghiệp đang thực hiện

Chúng tôi nhận định việc triển khai dự án đã tồn đọng qua nhiều năm giúp mở khóa dòng tiền cho doanh nghiệp từ năm 2025. Chúng tôi ước tính tổng giá trị kí bán năm 2025 đạt 8,768 tỷ đồng so với năm 2024 không mở bán dự án nào. Trong đó, Privé đạt 5,914 tỷ đồng và GSW đạt 2,854 tỷ đồng.

**Dự phóng giá trị kí bán của DXG**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

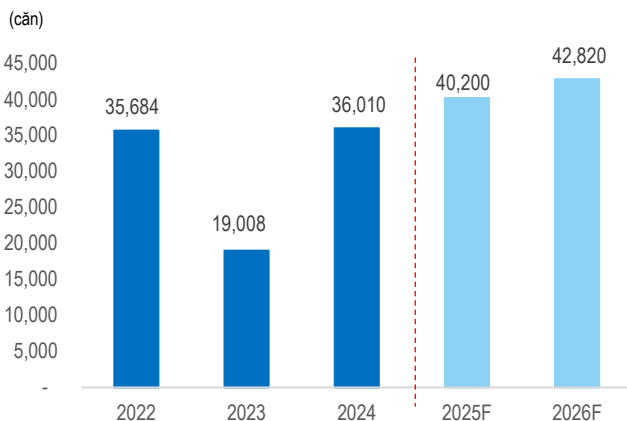
Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của DXG

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

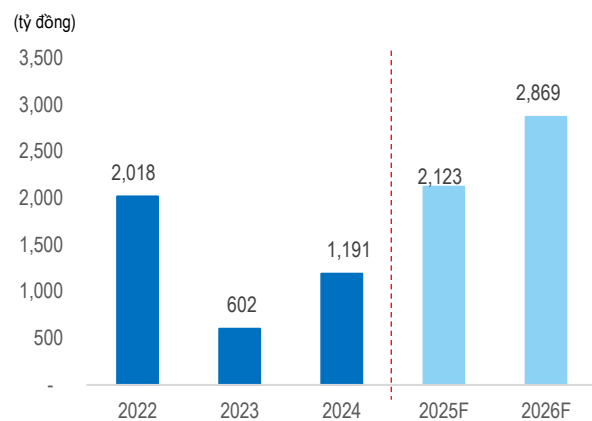
3. Kỳ vọng mảng môi giới BĐS khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS

Trong năm 2024, doanh thu từ môi giới có sự phục hồi so với cùng kỳ năm 2023. Cụ thể, tổng doanh thu môi giới BĐS đạt 1,191 tỷ đồng (+98.0% YoY). Trong đó, hơn 50% doanh thu của mảng môi giới (DXS) đến từ thị trường Hà Nội nhờ cung cấp dịch vụ môi giới truyền thống cho các khách hàng lớn. Tuy vậy, DXG dự kiến thay đổi chiến lược sang tìm kiếm và phục vụ các khách hàng nhỏ hơn. Chiến lược chuyển đổi này nhằm tối ưu hóa phí môi giới (cao hơn khoảng 2.5% so với khách hàng lớn) nhờ cung cấp dịch vụ toàn diện hơn. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược này sẽ khả thi khi thị trường hồi phục mạnh mẽ hơn.

Năm 2025, CBRE dự báo lượng căn hộ sơ cấp tiếp tục phục hồi tại hai thị trường lớn là TPHCM và Hà Nội. Theo đó, cung sơ cấp của cả hai thị trường dự kiến đạt 40,200 căn (+11.6% YoY). Chúng tôi kỳ vọng sự gia tăng của nguồn cung kéo theo sự gia tăng của số lượng giao dịch. Từ đó tạo điều kiện cho các doanh nghiệp môi giới có sự chuẩn bị nguồn lực tiếp tục tăng trưởng.

Tổng cung căn hộ tại Hà Nội và TPHCM dự kiến phục hồi từ 2024

Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Kỳ vọng doanh thu từ dịch vụ môi giới của DXG tiếp tục phục hồi

Nguồn: Bộ Xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi kỳ vọng mảng môi giới của Đất Xanh có thể tiếp tục hưởng lợi khi thị trường BĐS khởi sắc, nhờ sự cộng hưởng của các yếu tố:

- ❖ DXS là doanh nghiệp môi giới hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp lên đến 5,000 nhân viên. Luật Kinh doanh Bất động sản 2024 siết chặt quy định trong lĩnh vực môi giới nhằm nâng cao tính chuyên nghiệp – minh bạch của thị trường. Theo đó, môi giới bất động sản phải có chứng chỉ hành nghề, hoạt động trong sàn giao dịch (hoặc doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ môi giới). Từ đó làm giảm hoạt động của các môi giới không chuyên (chiếm khoảng 60% thị trường – VARS) và tạo cơ hội cho các sàn chuyên nghiệp gia tăng thị phần.
- ❖ Đất Xanh chuyển đổi chiến lược sang tìm kiếm các khách hàng nhỏ hơn và cung cấp các giải pháp

toàn diện hơn để gia tăng phí môi giới/khách hàng. Chúng tôi nhận định chiến lược này có thể thực hiện tốt khi thị trường phục hồi mạnh mẽ với (1) các dự án dần được tháo gỡ pháp lý và (2) nhà đầu tư nhỏ đến trung bình sẵn sàng quay lại thị trường.

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ dịch vụ môi giới đóng góp cho DXG trong năm 2025 và 2026 đạt lần lượt là 2,123 tỷ đồng (+78.3% YoY) và 2,869 tỷ đồng (+35.1% YoY).

Cập nhật KQKD và dự phóng năm 2025

Khoản mục	2024 (Tỷ đồng)	%YoY	2025F (Tỷ đồng)	%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	4,733	27.1%	4,642	-1.9%	Chúng tôi kì vọng lợi nhuận gộp và biên gộp trong năm 2025 sẽ cải thiện so với năm 2024 khi trọng tâm bàn giao 2025 là đất nền tại dự án GSW (trong khi năm 2024 bàn giao căn hộ Opal Skyline với biên gộp kì vọng thấp hơn). Đồng thời sự phục hồi của mảng môi giới bất động sản cũng kì vọng hỗ trợ biên lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp.
Lợi nhuận gộp	2,285	33.5%	2,630	15.1%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	48.3		56.7		
Chi phí bán hàng và QLDN	-1,133	16.0%	-1,426	25.9%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1,152	56.9%	1,204	4.5%	
<i>Doanh thu tài chính</i>	48	-88.3%	231	381.3%	Doanh thu tài chính năm 2024 giảm 88.3% YoY do trong kì 2023 có thanh lý khoản đầu tư tại Công ty TNHH REIC.
<i>Thu nhập/(lỗ) khác</i>	36	125.0%	26	-27.8%	
<i>Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết</i>	-38	-66.1%	-75	97.4%	
<i>Chi phí tài chính</i>	-470	-20.7%	-689	46.6%	
Lợi nhuận trước thuế	728	60.4%	697	-4.3%	
LNST	454	202.7%	469	3.3%	
LNST của công ty mẹ	253	47.1%	356	40.7%	

Tính cả năm 2024, doanh thu đạt 4,733 tỷ đồng (+27.1% YoY) và vượt 21.4% so với kế hoạch đặt ra nhờ (1) tiếp tục bàn giao hai dự án GSW và phần còn lại của Opal Skyline và (2) mảng môi giới hưởng lợi từ sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường miền Bắc. Kết thúc năm 2024, NPAT-PreMi đạt 454 tỷ đồng (+202.7% YoY).

Năm 2025F, chúng tôi kì vọng giá trị kí bán đạt 8,768 tỷ đồng chủ yếu đến từ việc (1) mở bán lại dự án Gem Sky World tại Long Thành (đã hoàn thiện hạ tầng xã hội và sẵn sàng cho mở bán từ Q3/2024) và (2) mở bán lại dự án Privé dự kiến từ đầu Q3/2025. Tính cả năm, doanh thu dự kiến đạt 4,642 tỷ đồng (-1.9% YoY) do bù trừ giữa (1) doanh thu từ dịch vụ môi giới tăng 78.3% với kì vọng thị trường BĐS tiếp tục phục hồi và (2) DXG sụt giảm doanh thu từ bàn giao dự án (chỉ còn dự án GSW với khoảng 500 sản phẩm chưa được bàn giao). NPAT-PreMi đạt 469 tỷ đồng (+3.3% YoY).

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 19,400 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Tập đoàn Đất Xanh với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 19,400 đồng tương ứng với mức tăng 22.8% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, DXG là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

- 1) DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha cho phát triển trung hạn;
- 2) Việc tái khởi động Privé và Gem Sky World (GSW) kì vọng tạo đà tăng trưởng doanh số bán hàng cho DXG giai đoạn 2025-2026;
- 3) Kì vọng mảng môi giới khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS.

Phương pháp định giá

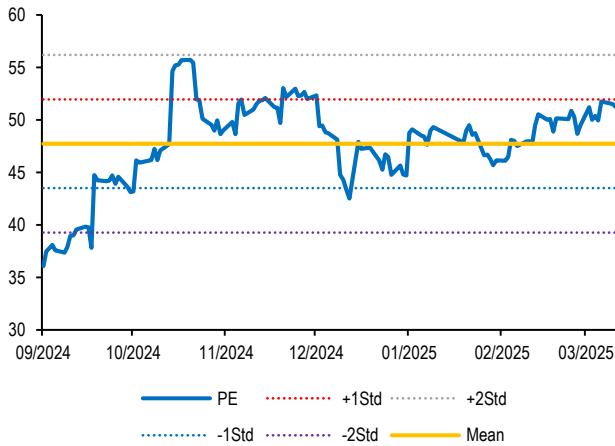
Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để định giá DXG. Trong đó, các dự án có kế hoạch cụ thể, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF; các dự án chưa triển khai nhưng hoàn thiện pháp lý, chúng tôi dùng phương pháp giá thị trường (MV); với các dự án chưa có kế hoạch (thông tin rõ ràng) chúng tôi sử dụng BV.

Chúng tôi sử dụng WACC ở mức 18%, giá mục tiêu theo phương pháp RNAV của DXG được định giá ở mức 19,400 đồng.

Mô hình định giá RNAV của DXG				
Dự án	Tổng NPV (Tỷ đồng)	% sở hữu	NPV thuộc DXG (Tỷ đồng)	Phương pháp
Gem Sky World	3,039	100%	3,039	DCF
Privé	8,235	100%	8,235	DCF
Dự án khác	2,450	100%	2,450	BV & DCF
Dịch vụ môi giới	4,788	56%	2,681	DCF
Tổng			16,405	
(+) Tiền và tương đương tiền			1,895	
(-) Nợ			1,556	
Giá trị tài sản ròng			16,858	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)			0.871	
Giá mục tiêu (VND)			19,400	

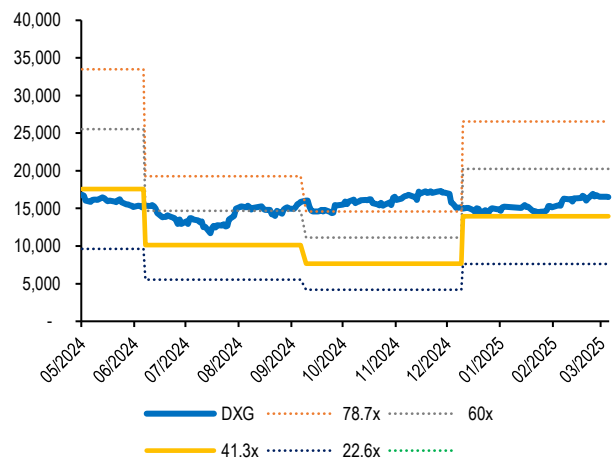
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của DXG



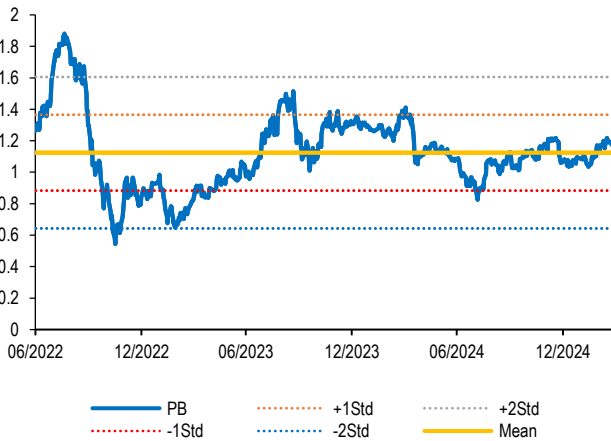
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của DXG



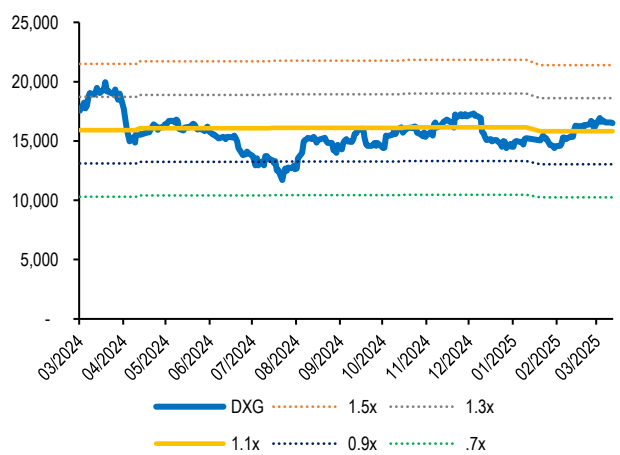
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của DXG



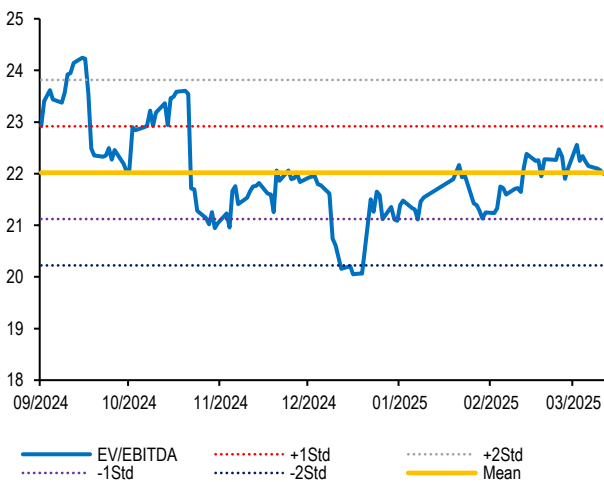
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của DXG



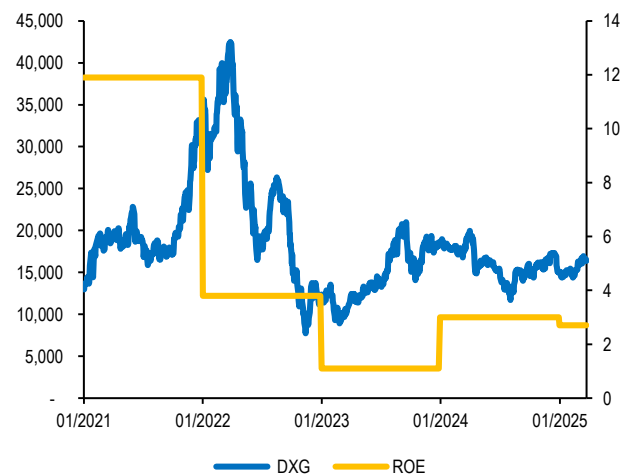
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của DXG



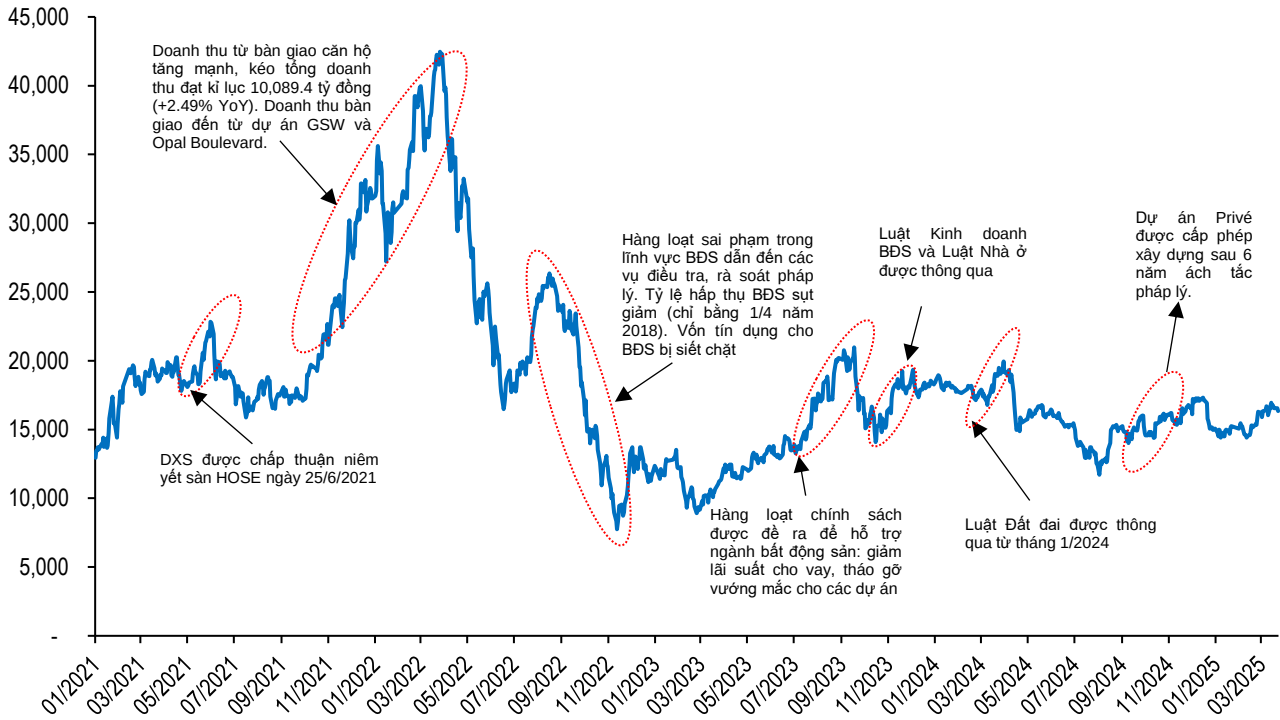
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE của DXG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của DXG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Tỷ lệ hấp thụ tại dự án Privé thấp hơn dự kiến do những quan ngại xoay quanh việc hủy hợp đồng nguyên tắc đã kí với khách hàng (từ năm 2018)

Năm 2017, DXG chấp thuận nhận chuyển nhượng Dự án Privé từ Công ty TNHH Nam Rạch Chiếc. Ban đầu dự án có tên là Gem Riverside và dự kiến xây dựng căn hộ trung cấp. Theo quy hoạch ban đầu, khu này gồm 2 phần khu CC1 và CC5 với tổng số căn hộ là 2,302 căn (8 tháp), dân số khoảng 9,209 người.

Từ quý 4/2018 đến 2019, DXG mở đặt cọc và kí hợp đồng nguyên tắc với khách hàng nhằm đảm bảo quyền mua căn hộ trong tương lai (số tiền đặt mua tương ứng là 250 triệu). Giá bán dự án tại thời điểm này khoảng 38 - 40 triệu/m². Đồng thời đến tháng 9/2018, UBND Q2 phê duyệt điều chỉnh căn hộ lên 3,175 căn (12 tháp). Sau những thay đổi này, DXG bắt đầu thu hồi lại các slot dự án đã bán. Đồng thời, dự án liên tục bị ách tắc pháp lý dẫn đến trì hoãn việc triển khai đến năm 2024.

Đến Q3/2024, các vấn đề pháp lý được giải quyết và DXG được cấp phép xây dựng. Giá bán được kì vọng rơi vào khoảng 100 triệu/m². Ngoài ra, DXG cũng thông báo chấm dứt hợp đồng nguyên tắc đã kí trước đó. Đồng thời đưa ra 2 phương án cho khách hàng:

- (1) Nhận lại tiền đặt cọc đã đặt với lãi suất 15%/năm; hoặc
- (2) Tiếp tục mua nhưng với giá mới và được chiết khấu trên giá mới.

Đến giữa cuối tháng 10, DXG đã đàm phán được với 200/300 khách hàng để chọn phương án chấm dứt hợp đồng. DXG dự kiến hoàn tất đàm phán trong quý 1/2025.

Chúng tôi quan ngại những vấn đề trên có thể tác động lên tâm lý người mua nhà và có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ của dự án khi được mở bán lại (dự kiến) từ giữa năm 2025.

Rủi ro chậm triển khai lại dự án Gem Sky World

Dự án GSW (tổng 3,900 sản phẩm) đã được mở bán từ năm 2020 và đã bán hết 2,300 sản phẩm. Tuy vậy, hiện mới chỉ bàn giao được khoảng 1,800 sản phẩm. Hiện DXG đang tập trung hoàn thiện và bàn giao cho các khách hàng đã mua sản phẩm trước đó và kì vọng mở bán các sản phẩm tiếp theo vào năm 2025.

Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy vẫn có rủi ro DXG trì hoãn việc mở bán giai đoạn cho đến khi tình hình BĐS tại khu vực Long Thành ổn định hơn.

Rủi ro chậm trễ thủ tục hành chính và áp dụng Luật mới và thay đổi chính sách

Từ ngày 1/8/2024, ba Luật liên quan đến Bất động sản đồng loạt được thi hành. Các văn bản hướng dẫn cơ bản đã được hoàn thiện. Tuy vậy, địa phương và doanh nghiệp cũng cần thời gian để hiểu và áp dụng luật. Vì thế, các dự án có thể bị đình trệ trong giai đoạn đầu khi áp dụng Luật mới.

Thêm vào đó, việc phê duyệt dự án vẫn có thể chậm trễ khi các cơ quan hành chính đang được tinh gọn và tái cơ cấu.

Rủi ro huy động vốn gặp khó khăn vì việc sử dụng vốn không đúng mục đích

Cuối năm 2024, DXG bị UBCK phạt vì sử dụng vốn không đúng mục đích. Cụ thể, DXG đã sử dụng 36.5 tỷ đồng (trong 1,220 tỷ đồng) tiền thu được từ chào bán chứng khoán ra công chúng để trả nợ vay cho công ty con là BĐS Hà An nhưng không thông qua Đại hội cổ đông.

Chúng tôi quan ngại việc này có thể ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn trong tương lai của công ty.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Tổng tài sản	28,254	30,321	28,787	29,137	35,857
Tài sản ngắn hạn	25,255	27,371	26,230	26,087	32,657
Tiền và tương đương tiền	2,738	919	276	1,249	2,582
Đầu tư TC ngắn hạn	286	181	97	78	136
Các khoản phải thu	10,796	11,948	11,423	11,006	13,035
Hàng tồn kho	11,238	14,031	14,139	13,440	16,622
Tài sản ngắn hạn khác	197	292	295	314	282
Tài sản dài hạn	2,999	2,950	2,557	3,050	3,200
Tài sản cố định	427	394	372	370	308
Chi phí xây dựng cơ bản	663	711	723	727	748
Tài sản dài hạn khác	2,572	2,556	2,185	1,953	2,144
Tổng nợ	14,873	16,236	14,600	13,934	18,603
Nợ ngắn hạn	13,257	12,255	11,618	10,348	14,290
Khoản phải trả	849	1,149	767	626	898
Người mua trả tiền trước	2,187	2,383	1,751	1,134	3,351
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,963	2,023	2,591	3,159	2,924
Khác	7,258	6,700	6,509	5,429	7,117
Nợ dài hạn	1,616	3,981	2,983	3,586	4,313
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	1,517	3,748	2,699	3,396	4,123
Khác	99	233	284	190	190
Vốn chủ sở hữu	13,381	14,085	14,186	15,203	17,254
Vốn góp chủ sở hữu	5,978	6,118	6,118	7,225	9,027
Thặng dư vốn	11	80	80	283	283
Vốn khác	111	739	1,469	1,472	1,481
Lợi nhuận giữ lại	2,669	2,308	1,736	1,484	1,611
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	4,612	4,840	4,783	4,739	4,852
*Nợ vay	4,480	5,771	5,290	6,555	7,047
*Nợ ròng (tiền)	1,456	4,671	4,917	5,228	4,329

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Tiền từ HĐKD	1,224	(3,904)	(851)	(1,322)	(978)
Lợi nhuận ròng	2,516	768	453	728	697
Khấu hao TSCĐ	69	86	82	58	(22)
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(332)	(418)	(295)	(9)	-
Thay đổi vốn lưu động	(857)	(4,065)	(921)	(1,705)	(639)
Thay đổi khác	(172)	(275)	(170)	(394)	(1,014)
Tiền từ HĐ đầu tư	10	238	269	(181)	17
Thay đổi tài sản cố định	(35)	(142)	(109)	(54)	75
Thay đổi tài sản đầu tư	(200)	(170)	(414)	527	(58)
Khác	245	550	792	(654)	-
Tiền từ HĐ tài chính	(277)	1,848	(61)	2,476	2,294
Thay đổi vốn cổ phần	1,482	417	29	1,226	1,802
Tiền đi vay/(trả) nợ	(1,459)	1,769	(14)	1,260	492
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(300)	(338)	(76)	(10)	-
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	957	(1,818)	(643)	973	1,333
Tổng tiền đầu năm	1,780	2,738	919	276	1,249
Thay đổi trong kỳ giá	1	(1)	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	2,738	919	276	1,249	2,582

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

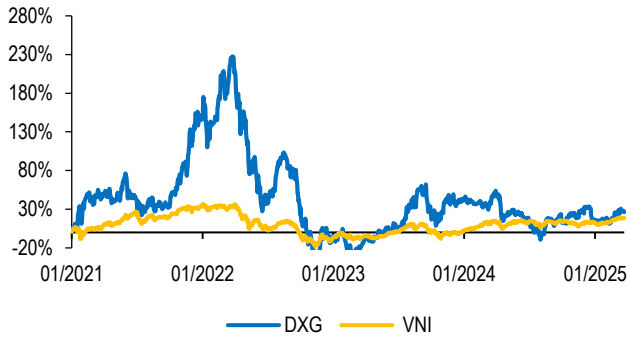
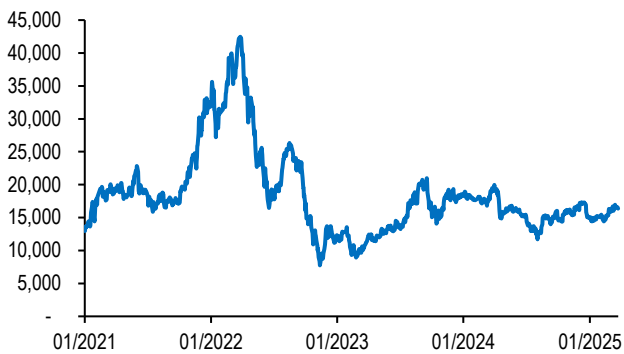
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	10,089	5,512	3,725	4,733	4,642
Tăng trưởng (%)	249.0	-45.4	-32.4	27.1	-1.9
Giá vốn hàng bán	(4,492)	(2,542)	(2,014)	(2,448)	(2,012)
Lợi nhuận gộp	5,597	2,970	1,711	2,285	2,630
Biên lợi nhuận gộp (%)	55.5	53.9	45.9	48.3	56.7
Chi phí BH & QLDN	(2,885)	(2,140)	(977)	(1,133)	(1,426)
LN từ HĐKD	2,712	830	734	1,152	1,204
Tăng trưởng (%)	242.6	-69.4	-11.7	57.2	4.5
Biên LN từ HĐKD (%)	26.9	15.1	19.7	24.3	25.9
LN khác	(197)	(62)	(280)	(424)	(507)
Thu nhập tài chính	353	464	409	48	231
Chi phí tài chính	(544)	(521)	(593)	(470)	(689)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(468)	(462)	(537)	(420)	(634)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(6)	(5)	(96)	(2)	(49)
LN TT	2,515	768	454	728	697
Thuế TNDN	(921)	(234)	(303)	(273)	(228)
LNST	1,594	534	151	454	469
Tăng trưởng (%)	N/A	(66.5)	(71.9)	202.7	3.3
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.8	9.7	4.1	9.6	10.1
LNST cổ đông công ty mẹ	1,157	215	172	253	356
Lợi ích CĐTTS	437	319	(21)	202	113
LN trước thuế và lãi vay	2,984	1,230	990	1,148	1,331
Tăng trưởng (%)	788.1	(58.8)	(19.5)	16.0	15.9
Biên LN (%)	29.6	22.3	26.6	24.3	28.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	3,053	1,316	1,072	1,206	1,309
Tăng trưởng (%)	676.8	(56.9)	(18.5)	12.5	8.5
Biên LN (%)	30.3	23.9	28.8	25.5	28.2

Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
EPS (đồng)	1,942	355	273	359	409
BPS (đồng)	14,548	15,000	15,263	14,435	14,255
PER (x)	6.9	53.4	54.3	47.3	47.4
PBR (x)	0.9	1.2	1.0	1.1	1.4
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	30.3	23.9	28.8	25.5	28.2
Biên LN từ HĐKD (%)	26.9	15.1	19.7	24.3	25.9
Biên LNST (%)	15.8	9.7	4.1	9.6	10.1
ROA (%)	5.6	1.8	0.5	1.6	1.3
ROE (%)	11.9	3.8	1.1	3.0	2.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	33.5	41.0	37.3	43.1	40.8
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	47.7	354.9	458.7	433.5	330.7
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	22.8	9.0	3.2	12.8	19.0
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	6.4	2.7	1.8	2.7	2.1
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	785	873	2,053	2,292	866
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	873	1,814	2,553	2,056	2,727
Số ngày khoản phải thu (ngày)	326	753	1,145	865	945

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG VN)**Giá cổ phiếu****Giá mục tiêu**

Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
31/3/2025 (BC lần đầu)	MUA	19,400	19.8	-2.9/39.7

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam**Cổ phiếu**

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Trang Vo

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: DXG VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599