

CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH

[Việt Nam / Bất động sản]

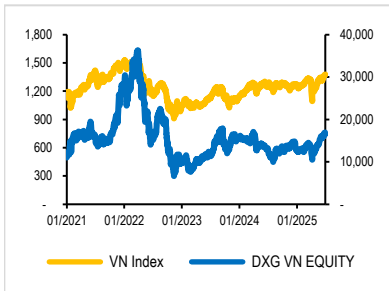
Mã Bloomberg (DXG VN) | Mã Reuters (DXG.HM)

MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 19,500**Giá hiện tại (01/07/2025) **VND 16,650**Suất sinh lời **17.1%**

VNINDEX	1,378
HINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	16,914
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,019
SLCP tự do giao dịch (triệu)	1,019
52 tuần cao/thấp (VND)	17,250/9,880
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	15.96
STGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	231
Sở hữu nước ngoài (%)	23.7
Ban lãnh đạo và BLQ	17.8
Cổ đông lớn	4.9
VN Enterprise Investments Ltd	
CTCP Đầu tư NAV	4.5
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	22.9 30.2 26.5
Tg đối với VN-Index (%)	4.6 8.5 10.6



Nguồn: Bloomberg

Kiến Trần

(84-28) 6299-7751

kien.tr@shinhan.com

Ly Bui – Giám đốc phân tích

(84-28) 6299-8029

ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Triển vọng hồi phục rõ ràng

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 19,500 đồng

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) là doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn trong phân khúc trung cấp và cao cấp. DXG đồng thời sở hữu mảng môi giới BĐS sơ cấp chiếm thị phần đứng đầu cả nước (33%) trong năm 2024. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua DXG với giá mục tiêu ở mức 19,500 đồng, với các luận điểm: (1) Thành công trong việc mở bán dự án chung cư cao cấp The Privé sẽ mang lại doanh số ký bán tăng trưởng mạnh giai đoạn 2025-2027; và (2) Kỳ vọng mảng môi giới khởi sắc nhờ lãi suất duy trì ổn định ở mức thấp kích thích nhu cầu thị trường BĐS, (3) Quỹ đất lớn phân khúc trung cấp tại Bình Dương sẽ là tiền đề cho tăng trưởng dài hạn của DXG với quy mô quỹ đất lên đến hơn 100ha. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua DXG với giá mục tiêu 19,500 đồng. Định giá ở mức hấp dẫn tương đương với tiềm năng tăng giá 17.1%.

Cập nhật mở bán Q2/2025

DXG đã mở booking cho dự án The Privé ngay trong Q2/2025 và nhận hơn 3,000 lượt booking cho 3,175 sản phẩm của dự án cho thấy nhu cầu lớn của thị trường và khả năng hấp thụ ấn tượng của dự án, dự kiến dự án sẽ mở bán trong nửa cuối 2025 sau khi hoàn thành xây dựng phần móng và nhận được giấy phép xây dựng (GPXD).

Trong Q1/2025, doanh thu (DT) thuần DXG đạt 925 tỷ đồng (-13% YoY) và lợi nhuận (LN) ròng đạt 48 tỷ đồng (+55% YoY) phần lớn được đóng góp từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng chưa được ghi nhận tại dự án Gem Sky World (GSW – dự án với nguồn cung 4,022 sản phẩm đã bán hơn 50% sản phẩm và bàn giao 40% trên tổng sản phẩm) và doanh thu mảng môi giới tiếp tục duy trì đà hồi phục đạt 196 tỷ (+3% YoY). Phân khúc thấp tầng dự án GSW và mảng môi giới có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với dự án Opal Skyline trong Q1/2024. Nhờ vậy, dù DT DXG giảm 13% YoY nhưng LN ròng có sự tăng trưởng 55% YoY.

Dự phóng năm 2025

Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu của DXG đạt 5,406 tỷ (+14.2% YoY) và LN ròng công ty (cty) mẹ đạt 311 tỷ (+23.0% YoY) nhờ (1) mở bán và bàn giao các sản phẩm giai đoạn tiếp theo của dự án Gem Sky World, (2) mảng môi giới tiếp tục có sự hồi phục rõ ràng của công ty con DXS cùng với các dự án do DXS tự phát triển như dự án Regal Legend, dự án Cara River Park. Chúng tôi dự phóng dự án trọng điểm The Privé sẽ bắt đầu mở bán vào nửa cuối 2025 và sẽ đóng góp vào lợi nhuận của DXG từ năm 2027.

Điều chỉnh định giá: Điều chỉnh theo (1) Số liệu tài chính và kinh doanh Q1/2025, (2) Lạc quan về thực tế mở booking trong Q2/2025 và tốc độ xây dựng của dự án The Privé với mức giá mở bán tốt đối với DXG, (3) Mảng môi giới có sự tăng trưởng và đóng góp ổn định trong các giai đoạn tới. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới là 19,500 VND/cp cho cổ phiếu DXG.

Rủi ro: (1) Các thủ tục pháp lý chậm trễ hơn so với kỳ vọng; (2) Rủi ro chậm triển khai giai đoạn tiếp theo của dự án Gem Sky World vì thị trường bất động sản tỉnh Đồng Nai phục hồi không đạt như kỳ vọng.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	5,512	3,725	4,733	5,406	6,062
LN HKKD (tỷ VND)	830	734	1,152	1,139	1,373
LN ròng cty mẹ (tỷ VND)	215	172	253	311	424
EPS (đồng)	359	273	359	356	487
BPS (đồng)	15,112	15,370	14,484	14,395	14,947
Biên LN HKKD (%)	15.1	19.7	24.3	21.1	22.6
Biên LN ST (%)	9.7	4.1	9.6	10.9	12.7
ROE (%)	3.8	1.1	3.0	2.8	3.2
PER (x)	53.4	54.3	47.0	46.9	34.3
PBR (x)	1.2	1.0	1.1	1.2	1.1

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.

Cập nhật KQKD năm 3T2025 và dự phóng 2025

Khoản mục	3T2025 (Tỷ đồng)	%YoY	2025F (Tỷ đồng)	%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	925	-13.2%	5,406	14.2%	Doanh thu 3T2025 đạt 925 tỷ đồng (-13.2% YoY) nhờ bàn giao các sản phẩm đã mở bán trước đó của dự án Gem Sky World (GSW) và doanh thu từ hoạt động môi giới của công ty con. Dự phóng 2025 nhờ đóng góp của mảng môi giới và dự án Gem Sky World giúp DXG phục hồi ổn định. Dù 2025-2026 chưa là năm bùng nổ về doanh thu và lợi nhuận của DXG, đây là năm bản lề quan trọng đánh dấu sự trở lại của các dự án quan trọng sau gần 8 năm trễ hẹn sẽ mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho trung hạn là dự án The Privé.
Phát triển BĐS	666	-18.8%	2,800	-15.6%	
Môi giới	196	3.4%	2,142	70.0%	
Xây dựng	1	-35.6%	3	-91.9%	
Cho thuê	62	17.0%	461	84.2%	
Lợi nhuận gộp	510	8.0%	2,599	13.8%	Biên LN gộp 3T2025 có sự cải thiện rõ rệt đạt 55.2% YoY chỉ đạt 44.2% nhờ bàn giao các sản phẩm thấp tầng dự án GSW và doanh thu mảng môi giới có biên lợi nhuận cao so với bàn giao dự án chung cư phân khúc trung cấp của dự án Opal Skyline trong 3T2024.
Biên lợi nhuận gộp	55.2%		48.1%		
Doanh thu tài chính	12	39%	145	203.5%	
Chi phí tài chính	-139	10.9%	-490	4.3%	
Chi phí bán hàng và QLDN	-225	3.6%	-1,460	28.9%	
Lợi nhuận từ HĐKD	158	15.1%	794	8.7%	Dù doanh thu giảm giảm 13.2% YoY nhưng nhờ biên LN gộp cải thiện mạnh đã giúp lợi nhuận của DXG trong hồi phục ấn tượng. Dự phóng LN ròng trong 2025 của DXG tăng 23.0% YoY đạt 311 tỷ đồng được đóng góp từ các giai đoạn tiếp theo của dự án GSW và doanh thu từ mảng môi giới của công ty con.
Thu nhập/(lỗ) khác	-4	-20.4%	15	N/A	
Lãi lỗ từ công ty liên doanh, LK	0	N/A	0	0.0%	
Lợi nhuận trước thuế	154	16.3%	809	11.2%	
LNST	79	1.2%	590	30.0%	
LNST của công ty mẹ	48	54.6%	311	23.0%	

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TRIỂN KHAI DỰ ÁN

	Dự án	Sản phẩm	Vị trí	Quyết đất (ha)	Sở hữu	Kế hoạch phát triển dự án dự kiến ⁽¹⁾					
						2024	2025	2026	2027	Từ 2028	Tình trạng pháp lý
1	Gem Sky World	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% trên tổng số căn đã bán. Giai đoạn 2 đã cơ bản hoàn thiện hạ tầng. DXG dự kiến mở bán giai đoạn tiếp theo vào giữa cuối năm 2025-2027. Phân khu Topaz Town sẽ mở bán trong nửa cuối 2025. Các phân khu The Emerald Park, Aquamarine Park, Opal Park sẽ được mở bán trở lại từ năm 2026-27 khi điều kiện thị trường cải thiện và nguồn cung thứ cấp của dự án này giảm xuống.
2	The Privé	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. Dự án đóng vai trò quan trọng giúp giảm áp lực dòng tiền của DXG. DXG đã nhận booking dự án trong Q2/2025, dự kiến dự án sẽ hoàn thành xây dựng tầng hầm và nhận giấy phép mở bán trong nửa cuối 2025.
3	Opal Luxury	Căn hộ	Bình Dương	8.6	100%						Dự án sẽ cung cấp phân khúc sản phẩm trung cấp cho danh mục phát triển dự án của DXG trong giai đoạn 2027-2030. Dự án dự kiến cung cấp hơn 3,000 sản phẩm và bắt đầu mang lại doanh thu cho DXG từ năm 2029-2030.
4	DXH Park View	Căn hộ	Bình Dương	5.1	100%						Đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý
5	DXH Park City	Căn hộ	Bình Dương	10.5	100%						Đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý
6	Opal City View	Căn hộ	Bình Dương	1.0	100%						Đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý
7	DXH Premium	Căn hộ	Bình Dương	6.7	100%						Đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý
Tổng				131							

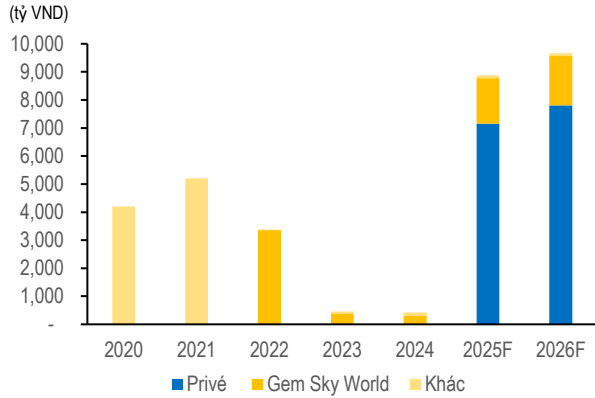
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

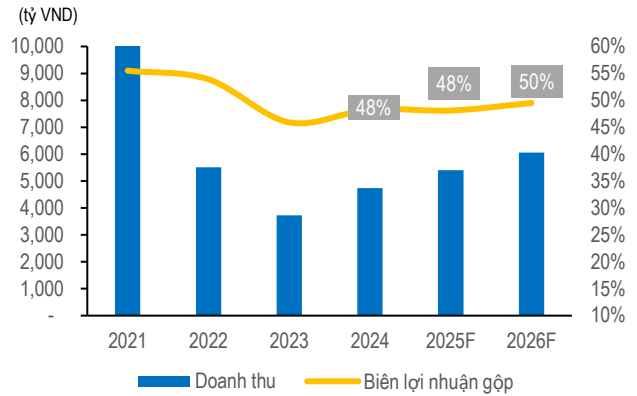
1. Đẩy mạnh triển khai dự án trong giai đoạn 2025-2027

Dự án The Privé sẽ là dự án trọng điểm cung cấp nguồn cung sản phẩm chung cư cao cấp trong trung hạn với hơn 3,000 sản phẩm đã hoàn thiện các thủ tục pháp lý quan trọng và đã tiến hành xây dựng trong Q2/2025 và mở bán trong nửa cuối 2025. Và dự án Gem Sky World sẽ được mở bán giai đoạn tiếp theo trong năm 2025 khi thị trường bất động sản tình dần hồi phục rõ ràng qua đó sẽ cung cấp khoảng 1,800 sản phẩm còn lại của dự án cho kế hoạch kinh doanh của DXG trong ngắn và trung hạn. Đây là hai dự án quan trọng giúp DXG phục hồi doanh số ký bán trong giai đoạn 2025-2027 (so với doanh số ký bán ở mức thấp trong 2023-2024 do không có dự án mới được mở bán).

Ngoài ra, trong giai đoạn tới DXG sẽ đẩy mạnh hoàn thiện thủ tục pháp lý hàng loạt dự án tại khu vực Bình Dương (bao gồm dự án: Opal Luxury, DXH Park View, DXH Park City và Opal City View) với nguồn cung dự kiến lên tới 15,000 sản phẩm cho giai đoạn 2025-2027. Đây là nguồn cung quan trọng giúp DXG có thể tăng trưởng ổn định trong trung hạn và dài hạn cho mảng phát triển BĐS nhà ở.

**Dự phóng giá trị kí bán của DXG giai đoạn 2025-2026**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

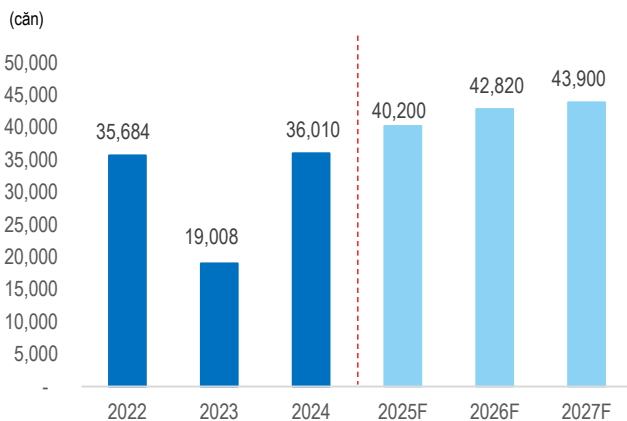
Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của DXG 2025-2026

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

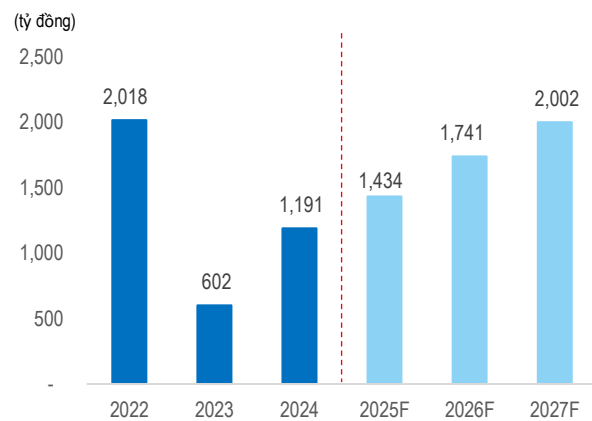
2. Kỳ vọng mảng môi giới BĐS khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS

Trong năm 2024, doanh thu từ môi giới có sự phục hồi rõ ràng so với cùng kỳ năm 2023. 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. Trong 3T2025 doanh thu mảng môi giới tiếp tục hồi phục đạt 199 tỷ đồng (+3.4% YoY), chúng tôi dự phóng đà hồi phục sẽ được duy trì trong năm 2025-2026 với mức tăng trưởng lần lượt đạt 23.2%/21.4% nhờ hỗ trợ sự phục hồi của khối lượng giao dịch BĐS sau giai đoạn sụt giảm nghiêm trọng trong giai đoạn 2022-2023. Đồng thời việc mở bán trở lại của dự án The Privé quy mô hơn 3,000 sản phẩm và dự án GSW giai đoạn tiếp theo gần 2,000 sản phẩm của công ty mẹ sẽ giúp củng cố nguồn thu cho mảng dịch vụ môi giới của công ty con.

Năm 2025, CBRE dự báo lượng căn hộ sơ cấp tiếp tục phục hồi tại hai thị trường lớn là TP.HCM 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: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 19,500 VND

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật đối với CTCP Tập đoàn Đất Xanh với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 19,500 đồng tương ứng với mức tăng 17.1% 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) Kì vọng mảng môi giới khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS;
- 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) 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 tập trung tại khu vực Bình Dương.

Phương pháp định giá

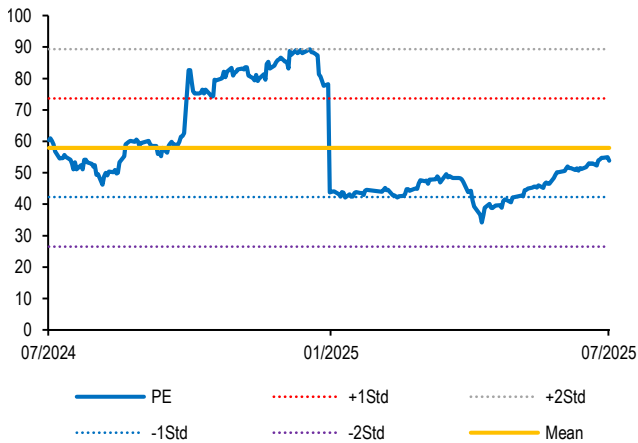
Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để định giá DXG. Trong đó, các dự án có kế hoạch cụ thể, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF; các dự án chưa triển khai nhưng hoàn thiện pháp lý, chúng tôi dùng phương pháp giá trị sổ sách (BV). Chúng tôi áp dụng mô hình chiết khấu dòng tiền DCF 5 năm để định giá mảng môi giới BĐS.

Chúng tôi sử dụng WACC ở mức 12.2%, giá mục tiêu theo phương pháp RNAV của DXG được định giá ở mức 19,500 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	2,816	100%	2,816	DCF
The Privé	6,087	100%	6,087	DCF
Opal Luxury	1,898	100%	1,898	DCF
DXH Park View	1,136	100%	1,136	DCF
DXH Park City	1,726	100%	1,726	DCF
Opal City View	1,486	100%	1,486	DCF
DXH Premium	1,674	100%	1,674	DCF
Others	2,112	100%	2,112	BV
Dịch vụ môi giới	3,234	56%	3,234	DCF
Tổng			22,169	
(+) Tiền và tương đương tiền			5,191	
(-) Nợ			(7,545)	
Giá trị tài sản ròng			19,815	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)			1.019	
Giá mục tiêu (VND)			19,500	

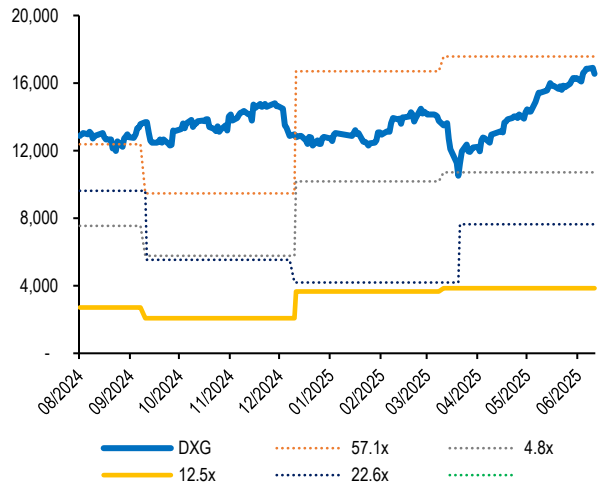
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của DXG



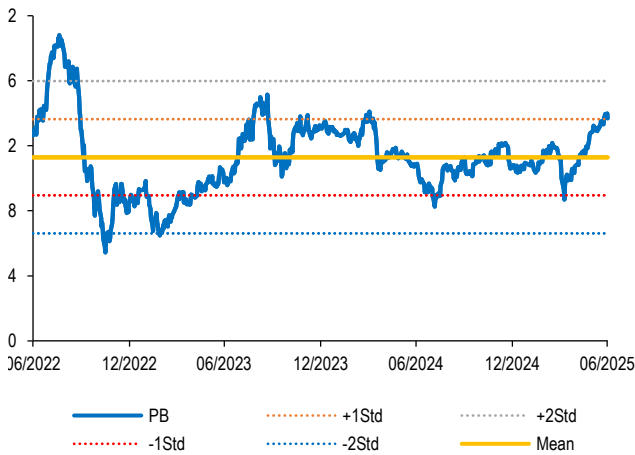
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của DXG



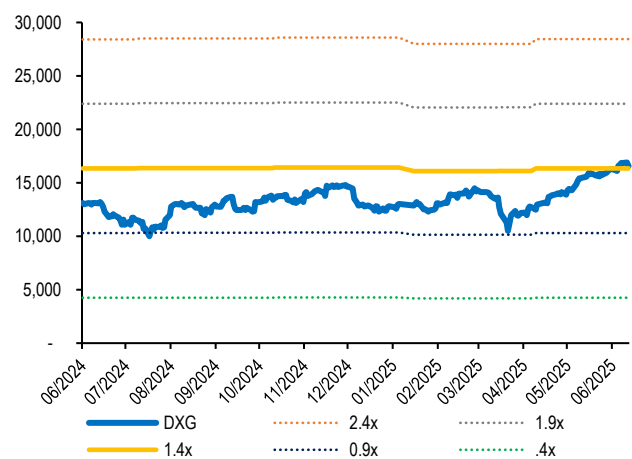
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của DXG



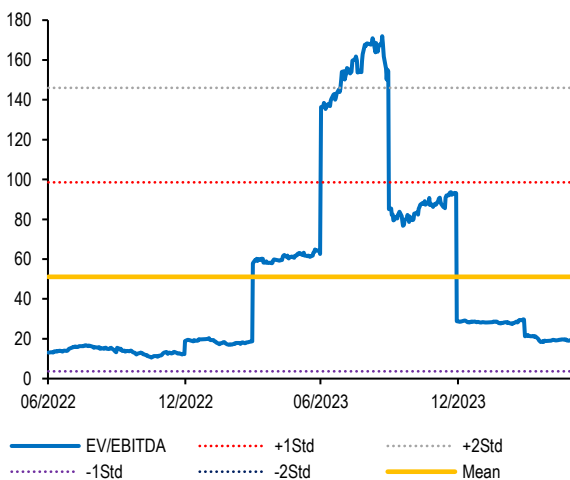
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của DXG



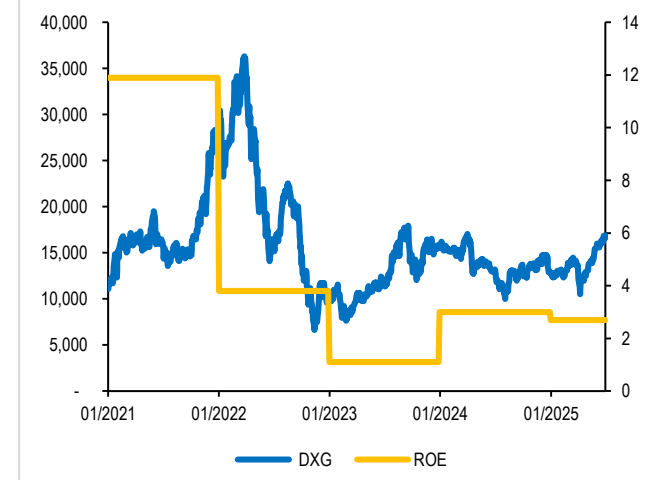
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

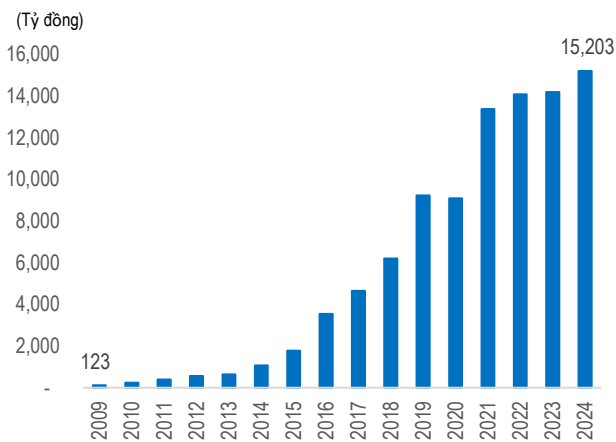
Tổng quan doanh nghiệp

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 TPHCM, 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.

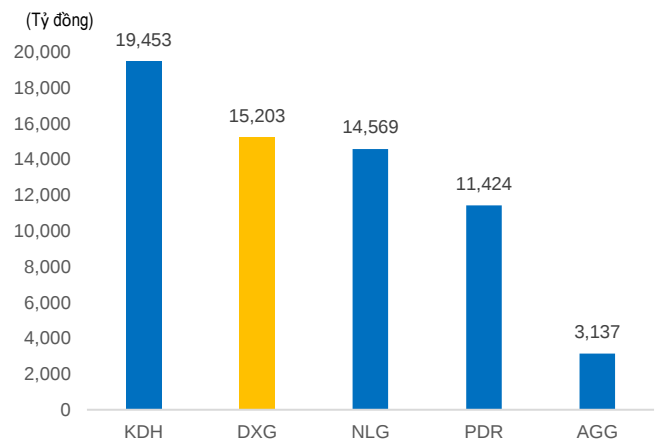
Đến nay, quy mô vốn chủ sở hữu (VCSH) đã tăng gần 124 lần so với ngày niêm yết và là một trong các doanh nghiệp BĐS niêm yết đứng đầu tại TPHCM. VCSH lớn cho phép doanh nghiệp thực hiện dự án quy mô và bài bản hơn khi Luật kinh doanh BĐS 2024 quy định tỷ lệ VCSH tối thiểu⁽¹⁾ từ 15-20% tổng mức đầu tư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

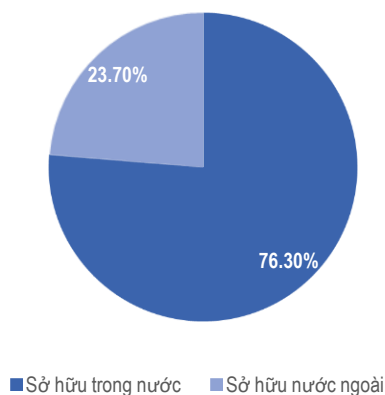


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Cơ cấu cổ đông

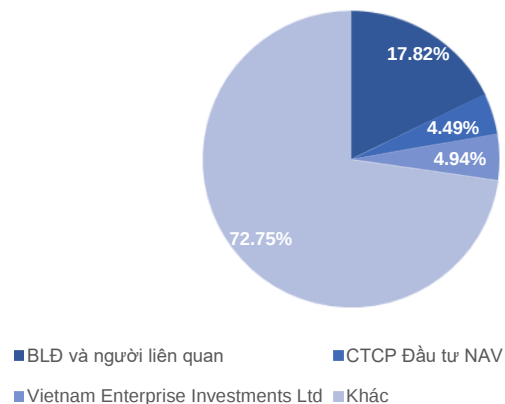
Ở góc độ tổ chức, tỷ lệ sở hữu của cổ đông ngoại tại DXG chỉ ở mức 23.7%, thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành như NLG và KDH và đã giảm so với mức 48.2% tháng 1 năm 2019. Hiện tại, Ông Lương Trí Thìn – cổ đông sáng lập và chủ tịch hội đồng chiến lược – là cổ đông nắm tỷ trọng cổ phiếu cao nhất (16.95%), tiếp đến là các quỹ đầu tư trong và ngoài nước.

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 30/6/2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu ngày 30/6/2025



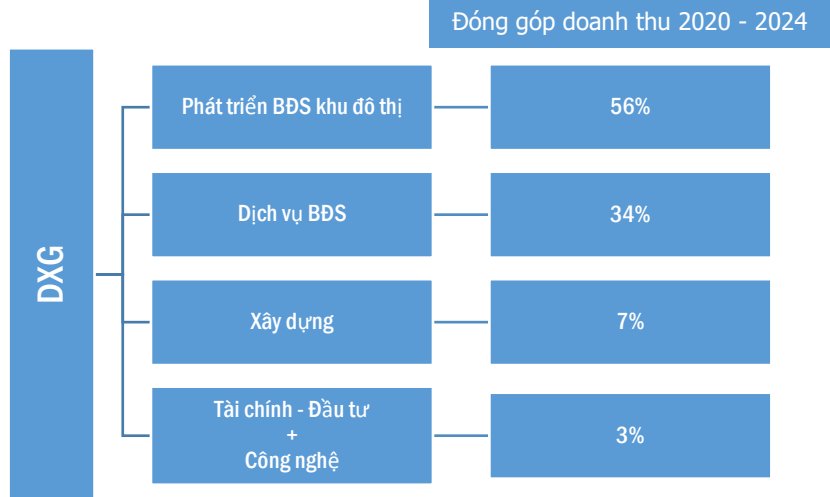
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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



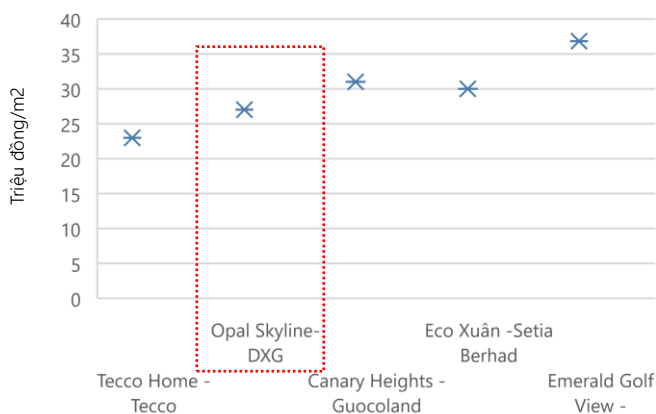
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

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:

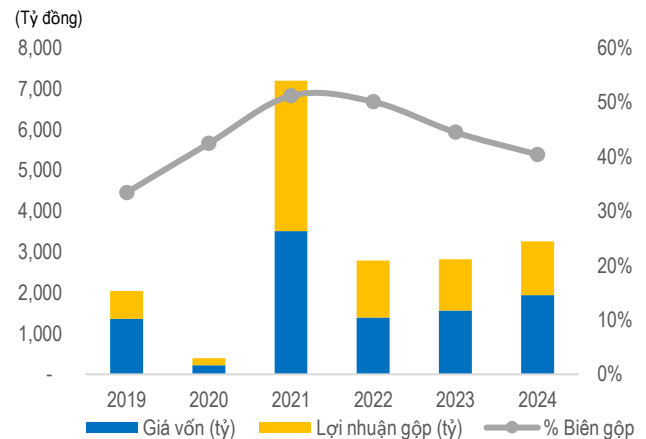
- ❖ Giá bán hấp dẫn so với các dự án trung cấp khác cùng khu vực.
- ❖ Vị trí dự án thuận lợi. Trong đó, nhiều dự án nằm ở các trục đường lớn như Phạm Văn Đồng, trục quốc lộ 13 (Bình Dương), thuận lợi cho di chuyển đến TPHCM trong khi giá bán hấp dẫn hơn so với các căn hộ trong nội thành TPHCM.

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



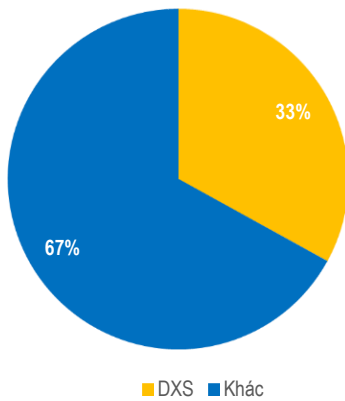
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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 năm 2024. 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,...).

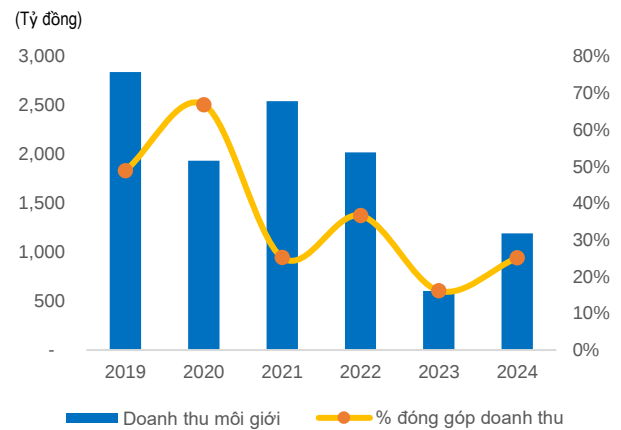
Chúng tôi nhận định mảng môi giới trọn gói tạo nên lợi thế cạnh tranh cho Đất Xanh so với các đối thủ cùng ngành khi tham gia sâu vào quá trình triển khai dự án của khách hàng. Đồng thời, vị thế của mảng môi giới còn được củng cố nhờ việc phát triển và áp dụng Proptech vào kinh doanh. Trong đó, nền tảng 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. 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 năm 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đóng góp của mảng môi giới vào doanh thu của DXG



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	30,321	28,787	29,137	33,657	34,826
Tài sản ngắn hạn	27,371	26,230	26,087	30,886	32,278
Tiền và tương đương tiền	919	276	1,249	1,815	1,620
Đầu tư TC ngắn hạn	181	97	78	78	78
Các khoản phải thu	11,948	11,423	11,006	11,683	12,344
Hàng tồn kho	14,031	14,139	13,440	16,995	17,922
Tài sản ngắn hạn khác	292	295	314	315	315
Tài sản dài hạn	2,950	2,557	3,050	2,771	2,548
Tài sản cố định	394	372	370	337	303
Chi phí xây dựng cơ bản	711	723	727	727	727
Tài sản dài hạn khác	2,556	2,185	1,953	1,707	1,518
Tổng nợ	16,236	14,600	13,934	16,208	16,741
Nợ ngắn hạn	12,255	11,618	10,348	12,723	13,555
Khoản phải trả	1,149	767	626	717	784
Người mua trả tiền trước	2,383	1,751	1,134	1,701	2,042
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,023	2,591	3,159	4,159	3,859
Khác	6,700	6,509	5,429	6,145	6,869
Nợ dài hạn	3,981	2,983	3,586	3,486	3,186
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	3,748	2,699	3,396	3,296	2,996
Khác	233	284	190	189	189
Vốn chủ sở hữu	14,085	14,186	15,203	17,449	18,086
Vốn góp chủ sở hữu	6,118	6,118	7,225	8,725	8,725
Thặng dư vốn	80	80	283	583	583
Vốn khác	739	1,469	1,472	1,472	1,472
Lợi nhuận giữ lại	2,308	1,736	1,484	1,779	2,261
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	4,840	4,783	4,739	4,889	5,044
*Nợ vay	5,771	5,290	6,555	7,456	6,856
*Nợ ròng (tiền)	4,671	4,917	5,228	5,563	5,158

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	(3,904)	(851)	(1,322)	(4,524)	619
Lợi nhuận ròng	768	453	728	809	1,026
Khấu hao TSCĐ	86	82	58	61	64
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(418)	(295)	(9)	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(4,065)	(921)	(1,705)	(5,269)	(257)
Thay đổi khác	(275)	(170)	(394)	(125)	(214)
Tiền từ HĐ đầu tư	238	269	(181)	2,406	(272)
Thay đổi tài sản cố định	(142)	(109)	(54)	(85)	(83)
Thay đổi tài sản đầu tư	(170)	(414)	527	587	599
Khác	550	792	(654)	1,905	(788)
Tiền từ HĐ tài chính	1,848	(61)	2,476	2,685	(543)
Thay đổi vốn cổ phần	417	29	1,226	1,800	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	1,769	(14)	1,260	900	(600)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(338)	(76)	(10)	(16)	57
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(1,818)	(643)	973	566	(195)
Tổng tiền đầu năm	2,738	919	276	1,249	1,815
Thay đổi trong kỳ giá	(1)	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	919	276	1,249	1,815	1,620

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

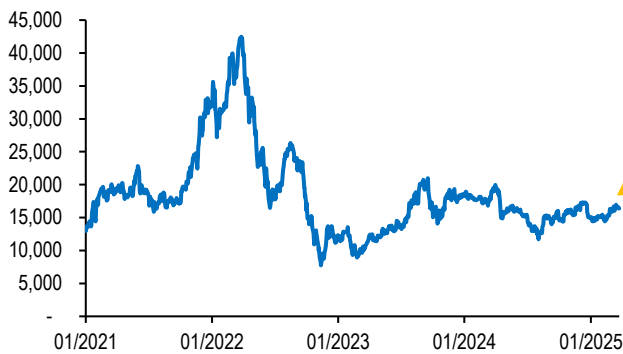
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,512	3,725	4,733	5,406	6,062
Tăng trưởng (%)	(45.4)	(32.4)	27.1	14.2	12.1
Giá vốn hàng bán	(2,542)	(2,014)	(2,448)	(2,807)	(3,068)
Lợi nhuận gộp	2,970	1,711	2,285	2,599	2,995
Biên lợi nhuận gộp (%)	53.9	45.9	48.3	48.1	49.4
Chi phí BH & QLDN	(2,140)	(977)	(1,133)	(1,460)	(1,622)
LN từ HĐKD	830	734	1,152	1,139	1,373
Tăng trưởng (%)	(69.4)	(11.6)	57.1	(1.2)	20.5
Biên LN từ HĐKD (%)	15.1	19.7	24.3	21.1	22.6
LN khác	(62)	(281)	(425)	(330)	(347)
Thu nhập tài chính	464	409	48	145	132
Chi phí tài chính	(521)	(593)	(470)	(490)	(501)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(462)	(537)	(420)	(490)	(501)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(5)	(97)	(3)	15	22
LNIT	768	454	728	809	1,026
Thuế TNDN	(234)	(303)	(273)	(218)	(256)
LNST	534	151	454	590	769
Tăng trưởng (%)	(66.5)	(71.8)	202.3	30.0	30.3
Biên lợi nhuận ròng (%)	9.7	4.1	9.6	10.9	12.7
LNST cổ đông công ty mẹ	215	172	253	311	424
Lợi ích CĐTTS	319	(22)	202	280	345
LN trước thuế và lãi vay	1,230	990	1,148	1,299	1,527
Tăng trưởng (%)	(58.8)	(19.5)	16.0	13.2	17.5
Biên LN (%)	22.3	26.6	24.3	24.0	25.2
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,316	1,072	1,206	1,360	1,591
Tăng trưởng (%)	(56.9)	(18.5)	12.5	12.8	16.9
Biên LN (%)	23.9	28.8	25.5	25.2	26.2

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	359	273	359	356	487
BPS (đồng)	15,112	15,370	14,484	14,395	14,947
PER (x)	53.4	54.3	47.0	46.9	34.3
PBR (x)	1.2	1.0	1.1	1.2	1.1
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	23.9	28.8	25.5	25.2	26.2
Biên LN từ HĐKD (%)	15.1	19.7	24.3	21.1	22.6
Biên LNST (%)	9.7	4.1	9.6	10.9	12.7
ROA (%)	1.8	0.5	1.6	1.0	1.2
ROE (%)	3.8	1.1	3.0	2.8	3.2
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	41.0	37.3	43.1	42.7	37.9
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	354.9	458.7	433.5	408.9	324.2
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	9.0	3.2	12.8	14.9	12.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.7	1.8	2.7	2.8	3.2
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	143	174	104	87	89
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	1,814	2,553	2,056	1,979	2,077
Số ngày khoản phải thu (ngày)	753	1,145	865	766	723

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
28/03/2025 (BC lần đầu)	MUA	19,400	19.8	-2.9/39.7
01/07/2025 (BC cập nhật)	MUA	19,500	32.5	-3.4/68.5

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: Kien Tran

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