

## CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

Trung lập (Duy trì)

### Bất động sản nhà ở

Giá hiện tại	VND17.550
Cao/Thấp 52 tuần	VND20.850/VND12.050
Giá mục tiêu	VND18.300
Giá mục tiêu trước đó	VND17.500
Consensus	-2,5%
Tiềm năng tăng giá	4,3%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	4,3%

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

Thị giá vốn (tr USD)	541,6
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	12,2
Sở hữu NN (tr USD)	162,6
Số CP lưu hành (tr)	611
Số CP sau pha loãng (tr)	611

	DXG	Ngành	VNI
P/E Trượt	68,8x	41,7x	14,7x
P/B Hiện tại	1,2x	1,4x	1,8x
ROA	0,6%	2,9%	2,0%
ROE	1,2%	4,7%	12,1%

\*dữ liệu ngày 6/1/2025

### Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
DXG	-13,1	1,1	-20,8
Tương quan VNI	-1,9	-1,9	7,9

### Cơ cấu sở hữu

Lương Trí Thìn	17,0%
NAV Investment Ltd	4,5%
Vietnam Enterprise Investment	3,2%
Khác	75,3%

### Tổng quan

CTCP Tập đoàn Đất Xanh hoạt động trong lĩnh vực phát triển BĐS. Với hơn 20 năm hình thành và phát triển, DXG đã phát triển trở thành một tập đoàn đa ngành gồm: Phát triển và xây dựng BĐS (các phân khu đa dạng từ căn hộ, khu nghỉ dưỡng, khách sạn, TTTM), Môi giới BĐS, Quản lý tài sản.

### Chuyên viên phân tích:



Trần Trung Kiên

kien.trantrung@vndirect.com.vn

[www.vndirect.com.vn](http://www.vndirect.com.vn)

## Khó khăn dần vơi, thách thức hiện hữu

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 4,3% và tỷ suất cổ tức 0,0%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 4,6% khi giá cổ phiếu đã tăng 17,3% kể từ báo cáo cập nhật trước
- Những yếu tố chính đưa đến khuyến nghị của chúng tôi đến từ việc áp dụng giả định WACC thấp hơn, triển vọng phục hồi doanh số ký bán nhưng đi kèm với rủi ro liên quan tới ban lãnh đạo và điều chỉnh dự phóng LN các năm tới.
- P/B hiện tại của DXG ở mức 0,8 lần thấp hơn so với trung bình ngành và đã phản ánh đầy đủ triển vọng của DXG cho 2024-25. Chúng tôi đã áp dụng mức chiết khấu 25% cho định giá để phản ánh các rủi ro DXG đang phải đối mặt.

### Điểm nhấn tài chính

- LN ròng 9T24 giảm 27% svck, đạt 95 tỷ đồng do thiếu nguồn thu nhập tài chính, dù doanh thu 9T24 tăng 39%, đạt 3.206 tỷ đồng.
- Rủi ro dòng tiền vẫn hiện hữu khi dòng tiền từ HĐKD tiếp tục âm 731 tỷ đồng trong 9T24, dù DXG đã ghi nhận LN ròng dương trong 5 quý liên tiếp.
- Chi phí BH&QLDN duy trì ổn định trong 9 tháng đầu năm 2024, chỉ tăng 20% svck lên 775 tỷ đồng, trong khi doanh thu 9T24 tăng 39% svck.

### Lưu ý đầu tư

#### Dự án DXH Riverside là nguồn đóng góp chính cho LN trong tương lai

Datxanh Homes Riverside (DXHR), dự án đặc biệt quan trọng đối với DXG, đã nhận được điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng. Dự án này được kỳ vọng sẽ trở thành nguồn đóng góp doanh thu chính cho DXG trong những năm tới. Chúng tôi cho rằng những chuyển biến pháp lý của dự án này sẽ tác động tích cực đến LN của DXG từ năm 2027 trở đi.

#### Dự án Gem Sky World lùi thời gian mở bán

Những chậm trễ gần đây trong quy trình pháp lý liên quan đến các phân khu của dự án Gem Sky World (GSW) đã khiến chúng tôi giảm dự phóng LN năm 2026 xuống còn 694 tỷ đồng, giảm 24,8% so với dự phóng trước đó. Sau khi hoàn tất bàn giao dự án Opal Skyline vào năm 2024, DXG gần như không còn sản phẩm nào khác để bàn giao ngoài dự án GSW trong 2 năm tới 2025-26. Cùng với doanh thu từ công ty môi giới (DXS), DXG có thể cần phải thanh lý một số lô đất để duy trì lợi nhuận.

#### Những thay đổi trong quy định mới gây áp lực lên nguồn vốn phát triển dự án

Các luật bất động sản sửa đổi đã tăng cường bảo vệ người mua nhà, quy định mức thu trước của khách hàng tối đa cho các dự án hình thành trong tương lai giảm từ 50% xuống chỉ còn 5%. Do đó, nguồn vốn huy động trước từ khách hàng của DXG sẽ giảm đáng kể. Điều này có thể tạo ra những áp lực về vốn trong ngắn và trung hạn để tài trợ cho việc xây dựng dự án GSW cho đến khi dự án nhận được giấy phép bán hàng và đảm bảo nguồn vốn để tái triển khai các giai đoạn mới.

#### Kế hoạch huy động vốn là nguồn tài trợ quan trọng để phát triển các dự án

Việc giảm các khoản thu từ người mua trả trước đã gây áp lực lên nguồn vốn của DXG. Do đó, việc phát hành vốn trở nên cần thiết để tài trợ cho các dự án. Hiện tại, DXG đã được cấp phép chào bán hơn 150 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 24:5, giá 12.000 VNĐ/cổ phiếu vào giữa tháng 12/2024, dự kiến huy động được hơn 1.800 tỷ đồng.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh số ký bán	-86,4%	-8,7%	1350,0%	25,4%
Tăng trưởng DT thuần	-32,4%	8,4%	-11,1%	46,9%
Tăng trưởng lợi nhuận	-20,0%	45,9%	-10,6%	132,7%
Biên lợi nhuận gộp	45,9%	48,7%	47,8%	49,9%
Biên LN ròng	4,6%	6,2%	6,3%	9,9%
P/E (x)	36,7	99,3	111,2	47,8
Rolling P/B (x)	1,4	1,2	1,1	1,1
ROAE	1,2%	1,7%	1,4%	3,2%
Nợ ròng trên VCSH	34,7%	29,1%	28,6%	27,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD 9T24: Doanh thu bàn giao nhà và thu nhập tài chính đi xuống kéo LN sụt giảm

Hình 1: So sánh KQKD 9T24

(Tỷ đồng)	Q3/24	Q3/23	% svck	9T24	9T23	% svck	9T24/ dự phóng 2024	9T23/ 2023
Doanh thu thuần	1.013	1.214	-16,5%	3.206	2.306	39,0%	80,9%	61,9%
Doanh thu từ bàn giao nhà	597	1.012	-41,0%	2.172	1.733	25,3%	76,8%	61,5%
Doanh thu cung cấp dịch vụ	353	137	156,7%	829	396	109,1%	93,8%	66,1%
Doanh thu từ xây dựng	7	14	-47,5%	28	48	-40,4%	59,6%	50,0%
Doanh thu từ cho thuê	58	51	13,3%	176	129	36,9%	84,8%	61,7%
LN gộp	505	594	-14,9%	1.516	1.050	44,4%	78,8%	61,4%
Chi phí BH&QLDN	(271)	(264)	2,7%	(775)	(643)	20,4%	72,5%	65,9%
Doanh thu tài chính	13	8	72,2%	26	368	-92,9%	14,2%	90,0%
Chi phí tài chính	105	152	-31,0%	337	462	-27,1%	67,7%	77,9%
LN trước thuế	125	183	-31,6%	422	336	25,5%	75,9%	74,1%
LN sau thuế	73	110	-33,4%	244	150	63,4%	64,7%	99,6%
LN ròng của công ty mẹ	31	68	-54,9%	95	129	-26,6%	38,9%	75,1%
Biên LN gộp	49,9%	48,9%	+1,0 điểm %	47,3%	45,5%	+1,8 điểm %		
Biên LN ròng	3,0%	5,6%	-2,6 điểm %	3,0%	5,6%	-2,6 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Đà tăng trưởng từ công ty môi giới không đủ để cải thiện LN ròng

Doanh thu Q3/24 của DXG giảm 16,5% svck, còn 1.013 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu bàn giao giảm 41% svck, xuống 597 tỷ đồng từ dự án Gem Sky World và các căn hộ còn lại của dự án Opal Skyline. Thu nhập tài chính 9T24 giảm mạnh 93% svck, còn 26 tỷ đồng do không có khoản thu nhập đột biến đáng kể được ghi nhận trong Q3/23 (từ việc bán 1 ha đất thuộc dự án Gem Premium). Doanh thu môi giới tăng mạnh 157% svck, đạt 353 tỷ đồng, cho thấy sự phục hồi rõ rệt của thị trường môi giới bất động sản nhà ở, nhưng không đủ để đắp sự sụt giảm trong LN ròng.

### Biên LN gộp cải thiện nhờ sự cải thiện của mảng môi giới

Biên LN gộp của DXG trong Q3/24 và 9T24 lần lượt tăng 1,0 điểm % và 1,8 điểm % lên thành 49,9% và 47,3%, phần lớn đến từ hiệu suất mạnh mẽ của mảng môi giới, lần lượt đóng góp 35% và 17% doanh thu với mức biên LN gộp 55% và 66% trong Q3/24 và 9T24.

Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của DXG sẽ tiếp tục cải thiện khi công ty mở rộng hoạt động môi giới tại cả khu vực phía Bắc và phía Nam.

### Những nỗ lực tái cơ cấu nợ chưa thể cải thiện LN

LN ròng Q3/24 giảm 55% svck xuống còn 31 tỷ đồng đến từ việc doanh thu bàn giao yếu, chủ yếu là do thiếu hụt hàng tồn kho sẵn sàng để bán. Thêm vào đó, chi phí khác trong chi phí BH&QLDN tăng 317% svck lên tới 37 tỷ đồng. Tuy DXG đã có những nỗ lực trong việc tái cơ cấu nợ, dẫn tới việc chi phí lãi vay giảm 31% svck xuống còn 105 tỷ đồng, tổng dư nợ của DXG vẫn không thay đổi, ở mức 5.420 tỷ đồng, dẫn đến việc LN ròng Q3/24 suy giảm.

### Chi phí hoạt động của DXG duy trì ổn định sau giai đoạn tái cấu trúc 2023

Nhờ nỗ lực tái cấu trúc vào 2023, chi phí BH&QLDN đã được tối ưu hóa từ năm 2023 và duy trì ổn định trong 9T24. Số lượng nhân viên đạt đỉnh vào Q2/22 và sau đó đã giảm mạnh 68% xuống còn 2.389 nhân viên vào Q1/23. Con số này đã tăng 11% so với quý trước ở mức 2.706 nhân viên vào cuối Q3/24. Tuy DT 9T24 tăng 39% svck lên 3.200 tỷ đồng, nhưng chi phí BH&QLDN của DXG chỉ tăng 20% svck lên 775 tỷ đồng.

## Triển vọng KQKD: Chuyển biến pháp lý tích cực nhưng áp lực dòng tiền vẫn còn là thách thức hiện hữu

### Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn 2024-26

Hình 2: Rào cản pháp lý dẫn đến điều chỉnh giảm dự phóng LN

(tỷ đồng)	Mới			Cũ			Thay đổi			Ghi chú
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.036</b>	<b>3.587</b>	<b>5.271</b>	<b>3.964</b>	<b>3.615</b>	<b>5.847</b>	<b>1,8%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-9,9%</b>	Chúng tôi đã điều chỉnh dự báo doanh thu năm 2026 giảm 10% xuống còn 5.271 tỷ đồng do thủ tục pháp lý của dự án Gem Sky Riverside kéo dài, ảnh hưởng tiến độ bán hàng.
% tăng trưởng svck	8,3%	-11,1%	46,9%	6,4%	-8,8%	61,7%	+1,9 điểm %	-2,3 điểm %	-14,8 điểm %	
Lợi nhuận gộp	1.964	1.716	2.630	1.923	1.674	3.005	2,1%	2,5%	-12,5%	
Biên LN gộp	48,7%	47,8%	49,9%	48,5%	46,3%	51,4%	+0,2 điểm %	+1,5 điểm %	-1,5 điểm %	
Chi phí BH&QLDN	(1.070)	(980)	(1.328)	(1.068)	(992)	(1.434)	0,2%	-1,2%	-7,4%	Sau một giai đoạn đầy thách thức cho thị trường do các biện pháp thắt chặt của Chính phủ vào năm 2022 nhằm thúc đẩy phát triển bền vững, DXG đã tiến hành tái cấu trúc công ty và tối ưu hóa chi phí hoạt động. Chi phí quản lý giảm đáng kể từ hơn 1,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 xuống còn 391 tỷ đồng trong năm 2023. Chúng tôi dự phóng chi phí này sẽ duy trì ổn định ở mức khoảng 381 tỷ đồng trong năm 2024.
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>894</b>	<b>736</b>	<b>1.302</b>	<b>855</b>	<b>682</b>	<b>1.571</b>	<b>4,6%</b>	<b>7,9%</b>	<b>-17,1%</b>	
Thu nhập khác	14	14	14	16	16	16	-12,5%	-12,5%	-12,5%	
LNTT	531	487	1.007	556	464	1.235	-4,5%	5,0%	-18,5%	
<b>LN ròng</b>	<b>251</b>	<b>224</b>	<b>522</b>	<b>244</b>	<b>223</b>	<b>694</b>	<b>2,9%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-24,8%</b>	Chúng tôi kỳ vọng rằng việc xây dựng và bán hàng cho dự án DXH Riverside sẽ bắt đầu vào nửa cuối năm 2025, và dự án sẽ bắt đầu ghi nhận vào doanh thu của DXG từ năm 2027.
% tăng trưởng svck	45,9%	-10,8%	133,0%	41,9%	-8,6%	211,2%	+4,0 điểm %	-2,2 điểm %	-78,2 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### DXH Riverside – Dự án chủ chốt được kỳ vọng sẽ là dòng tiền chính cho DXG trong giai đoạn tới

DXH Riverside là một dự án rất quan trọng đối với DXG để thúc đẩy tăng trưởng doanh số ký bán của DXG từ nửa cuối năm 2025 trở đi. Những chuyển biến pháp lý tích cực gần đây, bao gồm phê duyệt điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và cấp giấy phép xây dựng, đã tạo điều kiện thuận lợi để dự án tiến xa hơn trong giai đoạn phát triển. Với việc điều chỉnh quy hoạch tăng số block lên từ 8 lên 12 block với thiết kế từ 32 lên 34 tầng cho mỗi block, nâng tổng nguồn cung của dự án sẽ tăng từ 2.100 lên hơn 3.200 căn hộ.

Dự án này được kỳ vọng sẽ giúp DXG giảm các thách thức về dòng tiền nhờ vào vị trí đắc địa và sự thiếu hụt nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM trong những năm gần đây. Trong lần mở bán đầu tiên vào năm 2018, dự án đã bán thành công hơn 1.100 căn hộ theo quy hoạch cũ, trong tổng số 2.100 căn hộ được phát triển theo mô hình hợp tác đầu tư với người mua nhà. Tuy nhiên, sau đó DXG đã điều chỉnh kế hoạch phát triển và quy hoạch tổng thể của dự án. Sự thay đổi này dẫn đến việc chấm dứt hợp đồng với các khách hàng đã mua nhà trong năm 2018 và DXG đàm phán bồi thường dành cho các khách hàng này.

Mặc dù DXG sẽ không đối mặt với áp lực dòng tiền đáng kể để triển khai dự án DXH Riverside, do công ty có thể vay vốn ngân hàng sau khi được cấp phép xây dựng, nhưng những rào cản pháp lý liên quan đến dự án Gem Sky World (dự phóng tiếp tục đóng góp doanh thu trong giai đoạn 2025-2026) có thể đòi hỏi thêm nguồn tài trợ để giải quyết và thực hiện các nghĩa vụ tài chính. Điều này có khả năng ảnh hưởng đến nguồn lực triển khai của dự án DXH Riverside. Chúng tôi kỳ vọng dự án DXH Riverside sẽ nhận được cấp phép mở bán sau khi hoàn thành việc xây dựng và nghiệm thu tầng hầm. Dự án này được dự phóng sẽ đóng góp đáng kể vào doanh số ký bán của DXG trong giai đoạn 2025-2028, với tổng giá trị đóng góp lên tới 18.000 tỷ đồng. Sự thành công của dự án

sẽ là yếu tố then chốt giúp DXG vượt qua các thách thức về dòng tiền và củng cố tăng trưởng dài hạn.

### **Gem Sky World (GSW) – Tâm lý thị trường các tỉnh lân cận thành phố lớn có tín hiệu cải thiện**

Dự án được kỳ vọng sẽ là nguồn doanh thu của DXG trong giai đoạn 2025-26. Mặc dù đã gần hoàn thiện các tiện ích cần thiết như trường học và khu thương mại, dự án vẫn cần hoàn thành các nghĩa vụ tài chính để có thể xin giấy phép mở bán cho các giai đoạn tiếp theo. Dù tâm lý thị trường tại các tỉnh lân cận các thành phố lớn đang có tín hiệu cải thiện, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ người dân trở về cư trú hiện tại vẫn ở mức thấp, điều này có thể ảnh hưởng đến doanh số ký bán trong các giai đoạn mở bán sắp tới.

Vào giữa tháng 12/2024, DXG đã được phê duyệt phát hành hơn 150 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 24:5, giá phát hành 12.000 đồng/cổ phiếu. Đợt phát hành này dự kiến sẽ huy động hơn 1.800 tỷ đồng. Ngày đăng ký cuối cùng để thực hiện quyền mua là ngày 7/1/2025. Số vốn huy động được sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc tái cơ cấu nợ và thực hiện các nghĩa vụ tài chính liên quan đến dự án GSW. Tuy nhiên, DXG gần đây đã chịu ảnh hưởng từ tâm lý tiêu cực của thị trường do thông tin liên quan đến Long Điền Group (LDG) – trước đây từng là công ty liên kết của DXG. Tuy nhiên DXG đã thoái vốn hoàn toàn từ năm 2020. Hiện tại LDG đang có liên quan đến các bất thường trong phát triển dự án bất động sản tại tỉnh Đồng Nai. Điều này có thể tác động phần nào đến kết quả của đợt phát hành vốn. Chúng tôi sẽ cập nhật thông tin về kết quả đợt phát hành này trong các báo cáo tiếp theo.

Dự án GSW dự kiến phát triển tổng cộng 4.022 sản phẩm trên quỹ đất với tổng diện tích 92,2ha, mở bán lần đầu vào T7/2020. Tính đến 2Q24, đã có khoảng 1.600 sản phẩm thuộc dự án được bán ra, bao gồm sản phẩm: đất nền, nhà phố, shophouse tại phân khu Pearl Town và Garnet Town với giá bán trung bình là 18 triệu đồng/m<sup>2</sup> với diện tích trung bình của các sản phẩm là 100m<sup>2</sup>/sản phẩm. Phân khu Topaz Town bao gồm 355 lô đất nền sẽ được mở trở lại vào 2025 và các phân khu khác gồm Emerald Park, Aquamarine Park, Opal Park sẽ được mở bán vào 2026-27. (Xem Phụ Lục A – Các dự án trọng điểm của DXG sẽ triển khai trong giai đoạn 2025-27.)

### **Cập nhật kế hoạch huy động vốn tài trợ quan trọng cho DXG**

DXG đã hoàn thành phát hành 110 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, huy động hơn 1.200 tỷ đồng từ kế hoạch phát hành hơn 150 triệu cổ phiếu (tương đương 21% số lượng cổ phiếu đang lưu hành), với giá phát hành tối thiểu 12.000 đồng/cổ phiếu. Tỷ lệ phát hành là 24:5 (cổ đông sở hữu 24 cổ phiếu được quyền mua thêm 5 cổ phiếu mới). Tổng số vốn huy động dự kiến vượt 1.800 tỷ đồng. Nguồn vốn này sẽ hỗ trợ DXG thanh toán các khoản nợ đến hạn và nghĩa vụ lãi vay trong năm nay và năm sau, đồng thời tạo điều kiện tái cơ cấu tài chính toàn diện và chuẩn bị cho các kế hoạch đầu tư mới trong giai đoạn tới.

Song song với đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu, DXG có kế hoạch chào bán 93,5 triệu cổ phiếu (tương đương 13,2% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) cho các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với giá phát hành tối thiểu 18.600 đồng/cổ phiếu, dự kiến huy động hơn 1.700 tỷ đồng. Số vốn huy động được sẽ được sử dụng để góp thêm vốn và tăng tỷ lệ sở hữu tại công ty con DXS lên gần 70% (từ mức hiện tại là 56%). DXG dự kiến mua tối đa 68,2 triệu cổ phiếu DXS (tương đương gần 12% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của DXS) từ năm nhà đầu tư nước ngoài gồm: Victory Holding Investment Limited, Hanoi Investments Holdings Limited, Norges Bank, DC Developing Markets Strategies

Public Limited Company, và Danang Investments Limited. Giá chuyển nhượng cổ phiếu DXS sẽ được thỏa thuận ngoài biên độ giao dịch của cổ phiếu DXS tại thời điểm chuyển nhượng.

### **Quá trình chuyển giao ban lãnh đạo có thể dẫn đến thiếu ổn định trong ngắn hạn**

Ông Lương Trí Thìn tiếp tục tham gia lãnh đạo với tư cách là thành viên Hội đồng Quản trị sau khi từ chức Chủ tịch HĐQT DXG vào tháng 7 năm 2024. Hội đồng Chiến lược đã được thành lập bầu ông Lương Trí Thìn làm Chủ tịch hội đồng này. Hội đồng Chiến lược chịu trách nhiệm lập kế hoạch và thực hiện chiến lược cho Hội đồng Quản trị, đồng thời hội đồng này cũng như đưa ra các quyết định quan trọng cho hoạt động của DXG. Do đó, sự tham gia của ông Lương Trí Thìn vào hoạt động quản lý DXG vẫn không thay đổi nhiều, mặc dù ông đã rời khỏi vị trí Chủ tịch DXG sau hơn 20 năm đảm nhiệm vai trò này. Thay thế ông là ông Lương Ngọc Huy, nguyên Phó Tổng Giám đốc DXG, người được bổ nhiệm làm Chủ tịch cùng ngày và trở thành thành viên Hội đồng Quản trị.

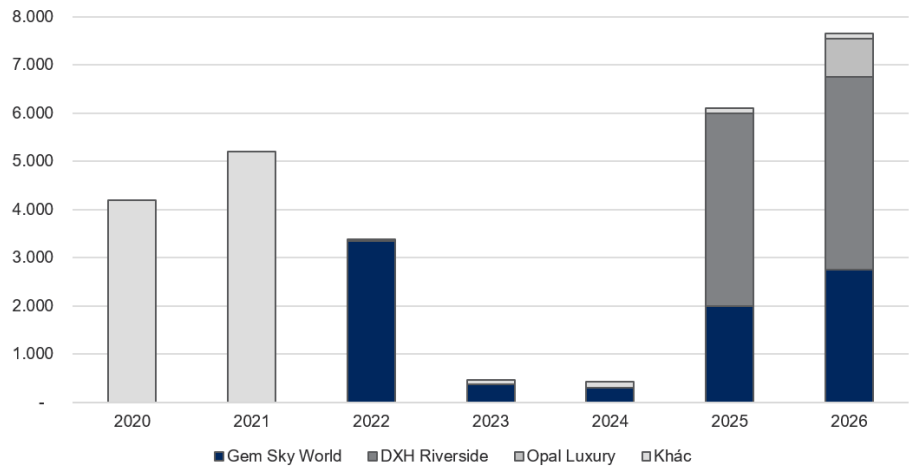
Chúng tôi khá ngạc nhiên trước việc bổ nhiệm ông Huy, trước đó không có thông tin về quá trình chuyển giao trong ban lãnh đạo cấp cao. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ gây ra những sự không ổn định ngắn hạn trong quản lý và cần thời gian để ông Huy có thể chứng minh được sự phù hợp và ổn định của mình. Đặc biệt, sự chuyển giao này diễn ra trong bối cảnh thị trường bất động sản đang suy yếu, sự phục hồi không mạnh mẽ và pháp lý bất động sản có nhiều thay đổi, cần nhiều thông tư, nghị định để hướng dẫn thị trường khi Luật Đất đai sửa đổi vừa có hiệu lực vào ngày 01/08/2024. Những sửa đổi này, dù bảo vệ người mua nhà, nhưng có thể gây ra thách thức cho DXG vì hầu hết các dự án của công ty đều đang trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển và cần hoàn thành nhiều thủ tục pháp lý để đưa dự án vào khai thác thương mại.

### **Doanh số ký bán gặp thách thức trong bối cảnh pháp lý bất lợi**

Dự án Gem Sky World (GSW) đã đối mặt với nhiều thách thức lớn do các thủ tục pháp lý kéo dài và nhu cầu bổ sung nguồn vốn để thực hiện các nghĩa vụ tài chính. DXG kết thúc năm 2024 với doanh số ký bán thấp, tương đương năm trước, cho thấy sự phục hồi vẫn chưa rõ ràng. Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản tại các tỉnh lân cận thành phố lớn sẽ dần phục hồi vào năm 2025, phù hợp với kế hoạch tái khởi động giai đoạn mới của dự án GSW. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng thị trường thứ cấp của dự án này sẽ thu hẹp khi tình hình chung của thị trường được cải thiện, qua đó giảm bớt những thách thức liên quan đến việc tái khởi động dự án.

Chúng tôi kỳ vọng rằng vào năm 2025, DXG sẽ bắt đầu triển khai xây dựng dự án DXH Riverside sau một thời gian dài hoàn thiện các thủ tục pháp lý. Hiện tại, dự án đã đạt được những bước tiến đáng kể với việc phê duyệt điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng. Dự án này dự kiến sẽ là nguồn đóng góp chính vào doanh số ký bán của DXG trong giai đoạn 2025-2028, trong bối cảnh các dự án khác đang gặp khó khăn. Tiến độ pháp lý của DXH Riverside đóng vai trò quan trọng trong việc giảm áp lực tài chính cho DXG. Khi dự án căn hộ cao cấp này nhận được giấy phép mở bán (sau khi hoàn thành xây dựng tầng hầm), quá trình mở bán dự kiến sẽ gặp ít thách thức hơn nhờ vào vị trí đắc địa của dự án.

**Hình 3: Dự án DXH Riverside sẽ đóng góp lớn vào doanh số ký bán từ nửa cuối 2025 (tỷ đồng)**

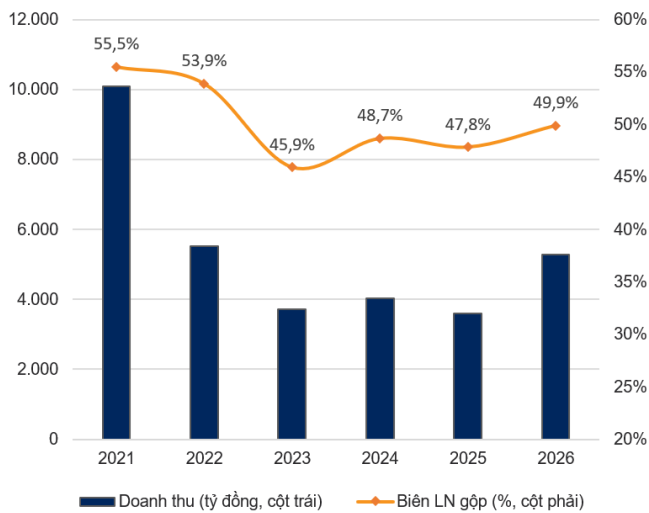


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Dự phóng LN ròng 2024-25 giữ nguyên; điều chỉnh dự phóng LN ròng 2026**

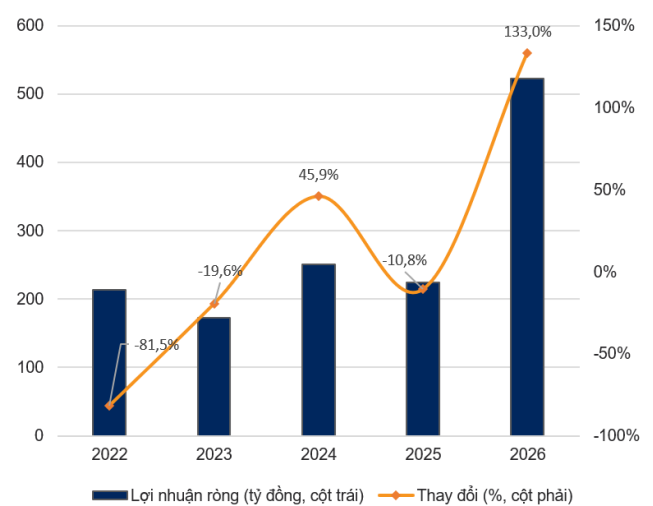
Chúng tôi duy trì dự phóng LN ròng của DXG trong giai đoạn 2024-25, dự phóng đạt 251 tỷ tăng 45,9% svck và 224 tỷ giảm 10,8% svck. Tuy nhiên, dự phóng doanh thu và LN ròng năm 2026 đã được điều chỉnh giảm lần lượt 14,8%/24,8% xuống còn 5.271 tỷ tăng 46,9% svck và 522 tỷ tăng 133,0% svck. Phần lớn doanh thu và LN trong giai đoạn 2025-2026 được kỳ vọng sẽ đến từ dự án Gem Sky World (GSW) và dịch vụ môi giới bất động sản.

**Hình 4: Dự phóng doanh thu giai đoạn 2024-26 (Tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Dự phóng lợi nhuận ròng giai đoạn 2024-26 (Tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Danh sách các dự án trong kế hoạch phát triển của DXG

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích đất (ha)	Số sản phẩm	Kế hoạch phát triển					
					2023	2024	2025	2026	2027	2028 trở đi
Opal Skyline	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	1,0	1.530						
Gem Sky World	Long Thành, Đồng Nai	Khu đô thị	92,2	4.022						
DXH Riverside	An Phú, Thủ Đức	Căn hộ	6,7	3.200						
Opal Luxury	Dĩ An, Bình Dương	Căn hộ	87,0	3.400						
DXH Premium	Hiệp Bình Chánh, Thủ Đức	Căn hộ	6,7	2.600						
DXH Park View	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	5,1	6.500						
DXH Park City	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	9,5	6.500						
Opal Central Park	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	2,4	1.500						
Opal City View	Thủ Dầu Một, Bình Dương	Căn hộ	9,7	1.500						

(\*) Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xám.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Phân tích cấu trúc tài chính: Phát triển dự án phụ thuộc lớn vào việc tăng vốn

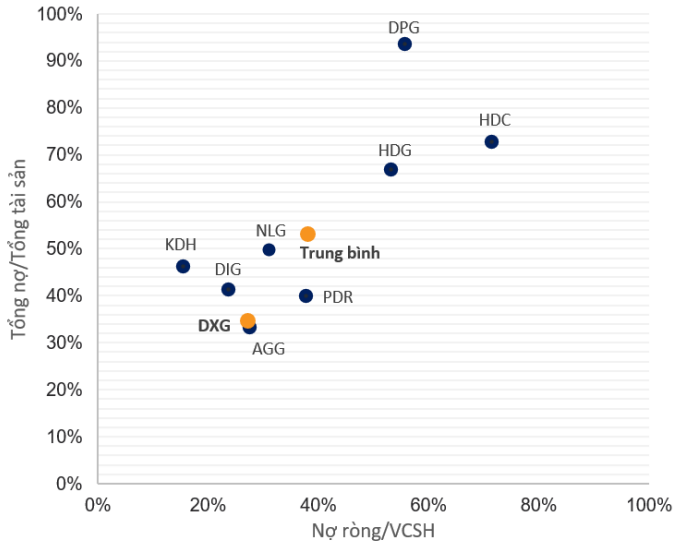
Các quy định mới trong Luật Bất động sản sửa đổi nhằm tăng cường minh bạch trong phát triển dự án đã làm gia tăng các nghĩa vụ pháp lý, đồng thời gây thêm áp lực về mặt chi phí cho các nhà phát triển bất động sản. Những doanh nghiệp chưa hoàn tất việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ đất nông nghiệp sang đất ở theo khung giá đất cũ của Chính phủ sẽ đối mặt với nhiều thách thức lớn trong giai đoạn tới. Với một phần lớn quỹ đất là đất nông nghiệp, DXG đang gặp khó khăn nguồn vốn trong việc chuyển đổi đất để phát triển dự án. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của DXG cũng đã âm liên tục kể từ năm 2018. Để tài trợ cho các dự án đang triển khai và đảm bảo tăng trưởng trong tương lai, DXG cần tích cực tìm kiếm các nguồn vốn bổ sung.

Các quy định bất động sản được thắt chặt nhằm tăng cường bảo vệ người mua nhà sẽ giới hạn số tiền mà các nhà phát triển bất động sản như DXG có thể thu từ khách hàng mua nhà trong tương lai. Bên cạnh đó, các dự án của DXG thường bị trì hoãn do các thủ tục pháp lý kéo dài, ảnh hưởng đến dòng tiền từ các khoản thanh toán của khách hàng, tạo áp lực lên vốn trong hoạt động kinh doanh của DXG.

So với đầu năm, nợ vay của DXG tính đến cuối Q3/24 không có sự thay đổi đáng kể, chỉ tăng nhẹ 2,5% so với đầu năm, còn 5.400 tỷ đồng. Một số chỉ số đã được cải thiện, bao gồm tỷ lệ tiền mặt trên nợ ngắn hạn, tăng từ 14% vào cuối năm 2023 lên 27,2% vào cuối Q3/24, sau khi giảm từ mức 54% vào cuối năm 2022. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ đã tăng từ 35% vào cuối năm 2022 lên 49% vào cuối năm 2023 và giữ nguyên ở mức 49% vào cuối 3Q24, làm suy yếu cấu trúc tài chính của công ty. Để cải thiện tình hình, DXG có kế hoạch tăng vốn trong năm nay nhằm giảm bớt gánh nặng từ nợ ngắn hạn.

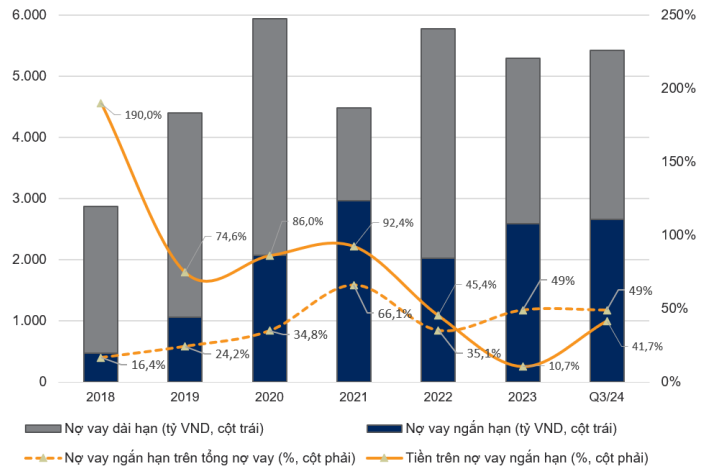
Tính đến cuối Q3/24, DXG duy trì một cấu trúc tài chính tương đối vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu chỉ ở mức 27,2%, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 48-53%. Tương tự, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của DXG đạt 34%, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành là 55-59%. Những chỉ số tài chính tốt này chủ yếu nhờ vào các đợt tăng vốn liên tục thông qua việc phát hành cổ phiếu trong những năm qua. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng sự cải thiện này phần lớn được thúc đẩy bởi việc huy động vốn từ cổ đông. Để đạt được sự phục hồi kinh doanh bền vững, DXG cần tập trung nâng cao hiệu quả hoạt động cốt lõi và tạo ra lợi nhuận thông qua việc phát triển các dự án bất động sản.

**Hình 7: Tính đến cuối Q3/24 các chỉ số tài chính của DXG vẫn duy trì tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành...**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

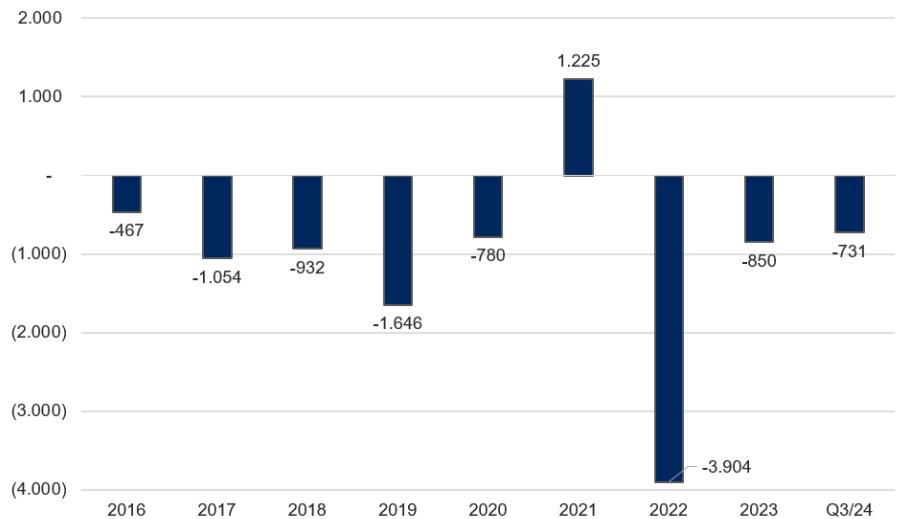
**Hình 8: ... tuy nhiên, năng lực tài chính của DXG đang suy giảm trong các năm gần đây.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tính đến cuối Q3/24, tổng giá trị nợ trái phiếu của DXG đạt 1.500 tỷ, tăng 62 tỷ so với đầu năm. Toàn bộ các khoản trái phiếu đáo hạn trong năm 2024 đã được thanh toán đúng hạn. Giá trị trái phiếu đáo hạn trong các năm 2025, 2026, và 2027 lần lượt là 950 tỷ, 205 tỷ, và 287 tỷ. Trong ngắn hạn, DXG không đối mặt với áp lực lớn về thanh toán trái phiếu trong giai đoạn 2025-2027, nhờ vào số dư tiền mặt cuối Q3/24 đạt 1.200 tỷ, tăng 211% so với đầu năm, một phần nhờ nguồn thu từ đợt phát hành riêng lẻ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc dựa vào các đợt phát hành vốn không phải là một phương pháp hiệu quả để phát triển bền vững trong dài hạn.

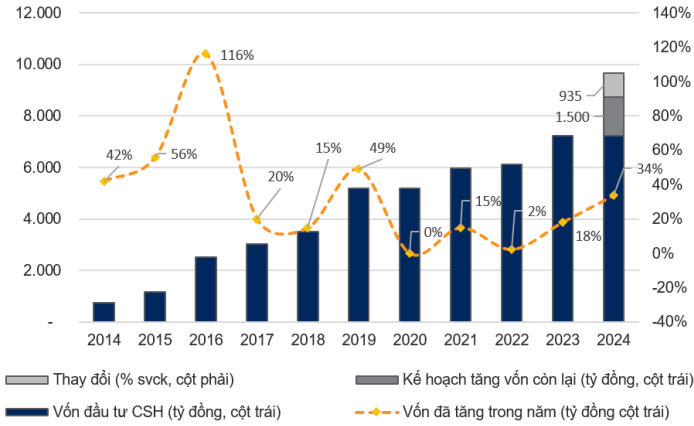
**Hình 9: Dòng tiền HĐKD gần như liên tục âm từ 2016 (VNDbn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



**Hình 10: DXG liên tục tăng phát hành vốn để mở rộng quỹ đất và phát triển dự án. Nếu tăng vốn thành công, P/B DXG sẽ đạt 0,9 lần.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Áp lực đáo hạn trái phiếu không quá lớn, tuy nhiên DXG vẫn đối mặt nhiều thách thức vì thị trường có nhiều yếu tố bất định.**

Thời điểm đáo hạn	Tổ chức phát hành	Tài sản đảm bảo	Tổng dư nợ tới hết Q3/24 (tỷ đồng)
<b>2025</b>			<b>950</b>
29/4/2025	VPBank	Quyền sử dụng lô đất tại Thuận An, Bình Dương (dự án DXH Park City)	450
19/11/2025	VPBank	Quyền sở hữu tài sản hợp đồng đặt cọc Hà An và Sài Gòn Riverside.	300
31/12/2025	Vietinbank Securities	6.000.000 cp DXS	200
<b>2026</b>			<b>210</b>
20/07/2026	Chứng khoán JB	22.000.000 cp DXS	210
<b>2027</b>			<b>287</b>
28/06/2027	Alpha Securities	Quyền sử dụng đất và các tài sản trên đất tại trụ sở công ty.	235
		<i>Chi phí phát hành chưa phân bổ</i>	(10)
<b>Tổng</b>			<b>1.356</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá: Khuyến nghị trung lập với giá mục tiêu 18.300 đồng/cổ phiếu

### Phương pháp định giá:

Chúng tôi giảm giả định WACC xuống còn 12,6% (từ 12,9% trong báo cáo trước). Với lãi suất phi rủi ro (Rf) là 2,66%% (lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam và phần bù rủi ro thị trường (Rm) là 7,78% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#))

Hình 12: Định giá (Tỷ đồng)

Định giá theo phương pháp từng phần	Giá trị hợp lý Q4/23	Giá trị hợp lý Q2/24	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp	Chú thích
<b>Phát triển BĐS</b>	<b>17.414</b>	<b>18.306</b>	<b>100%</b>	<b>RNAV</b>	
Gem Sky World	3.725	3.691	100%	DCF	- Phân khu Topaz Town dời thời gian mở bán trở lại qua 2025. - Các phân khu The Emerald Park, Aquamarine Park, Opal Park sẽ được mở bán trở lại từ năm 2025-27 khi điều kiện thị trường cải thiện và nguồn cung thứ cấp của dự án này giảm xuống.
DXH Riverside	4.219	5.124	100%	DCF	- Dự án này đóng vai trò quan trọng trong việc làm giảm đi thách thức dòng tiền của DXG và dự án đã nhận được chuyển biến pháp lý quan trọng. Dự án đã đồng thời nhận được điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng vào cuối Q3/24. - Dự án gồm 12 block cung cấp thị trường hơn 3.200 sản phẩm với giá bán trung bình 100-120 triệu đồng/m <sup>2</sup> , dự án được kỳ vọng sẽ bắt đầu mở bán từ nửa cuối 2025.
Opal Luxury	1.836	1.768	100%	DCF	- Dự án sẽ cung cấp dòng sản phẩm phân khúc trung cấp cho danh mục của DXG trong 2026-2028.
Opal Skyline	1.287	1.235	100%	DCF	- Dự án dự kiến cung cấp hơn 3.000 sản phẩm với giá bán trung bình 35-40 triệu đồng/m <sup>2</sup>
Opal City View	732	697	100%	DCF	
DXH Park View	825	786	100%	DCF	
DXH Park City	872	865	100%	DCF	
DXH Premium	1.604	1.859	75%	DCF	
Khác	2.314	2.281	100%	BV	
<b>Dịch vụ môi giới BĐS</b>	<b>3.846</b>	<b>4.105</b>	<b>56%</b>	<b>DCF</b>	- Chúng tôi áp dụng mô hình DCF 5 năm để định giá mảng dịch vụ môi giới (DXS) của DXG và chiết khấu 15% cho mảng môi giới của DXG do hoạt động thị trường bất động sản phục hồi yếu hơn so với kỳ vọng. - Chúng tôi tin rằng nửa cuối 2024 vẫn sẽ là thời gian khó khăn cho DXS khi các dự án được triển khai chậm chạp và chúng tôi kỳ vọng rằng việc triển khai các dự án của DXG sẽ được cải thiện trong nửa cuối 2025. Trước khi hoạt động mở bán được đẩy mạnh vào giai đoạn 2026-28 nhờ sự tái khởi động của GSW và ra mắt mới của DXH Riverside.
<b>Cộng:</b>					
Tiền và tương đương tiền	276	1.070			
Đầu tư ngắn hạn	97	65			
Tài sản khác	11.722	11.609			- Bao gồm 6,654 tỷ đồng từ các khoản Phải thu ngắn hạn và 361 tỷ đồng từ khoản Đầu tư vào công ty liên doanh kết, liên kết.
<b>Trừ:</b>					
Nợ vay	5.290	5.088			
Nợ phải trả khác	8.314	8.305			
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.783	4.910			
<b>RNAV</b>	<b>14.968</b>	<b>16.852</b>			
<b>Số lượng CPĐLH (triệu)</b>	<b>611</b>	<b>722</b>			
Chiết khấu RNAV	10%	25%			- Chúng tôi nâng mức chiết khấu lên 25% do những rủi ro mà DXG có thể gặp phải gồm: 1) Giá trị ký bán trong 9 tháng đầu năm không đạt kỳ vọng; 2) sự thay đổi lớn trong ban quản trị; 3) Các yếu tố bất định của thị trường BĐS. - Phần lớn các dự án DXG mở bán trong năm 2024-25 đều thuộc phân khúc cao cấp và đất nền, khó đạt được tỷ lệ hấp thụ ấn tượng trong giai đoạn thị trường thận trọng, đặc biệt đối với các sản phẩm mang tính chất đầu tư.
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>22.100</b>	<b>17.500</b>			- Tương đương với P/B 0,9 lần với giá mục tiêu được đưa ra.
<b>Giả định WACC</b>					
Phần bù rủi ro thị trường (Rm)	9,0%	7,8%			
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	2,2%	2,8%			
Beta	1,3	1,5			
Chi phí VCSH	13,9%	14,1%			
Chi phí nợ vay	11,5%	11,5%			
Tỷ trọng nợ vay	27,2%	24,6%			
Tỷ trọng VCSH	72,8%	75,4%			
<b>WACC</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,9%</b>			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tiềm năng tăng giá đến từ sự ổn định nhanh chóng sau khi có các thay đổi trong ban lãnh đạo cấp cao của DXG. Chủ tịch mới được kỳ vọng sẽ đẩy nhanh tiến độ phát triển của các dự án. Đối với lãi suất cho vay thế chấp vẫn duy trì hấp dẫn, sẽ giúp cải thiện tâm lý thị trường và nhu cầu vốn của các DN phát triển bất động sản.

**Các rủi ro giảm giá chính bao gồm:**

- 1) Việc tái khởi động dự án Gem Sky World hoặc ra mắt dự án Datxanh Homes Riverside chậm hơn kỳ vọng.
- 2) Mức hấp thụ trong các đợt mở bán mới của DXG không đạt như kỳ vọng.

**Hình 13: So sánh với các DN cùng ngành**

Công ty	Mã	Vốn hóa	Doanh thu 2023		LN ròng 2023		Doanh thu 9T24		LN ròng 9T24		ROE	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	Nợ ròng/VCSH Q3/24 (%)
			tr USD	tr USD	%	tr USD	svck	tr USD	svck	tr USD				
<b>BDS nhà ở</b>														
Vinhomes	VHM VN	6.619	4.069,0	66,0%	1.311,3	15,7%	2.757,8	-26,1%	774,8	-39,2%	10,2	8,7	0,9	22,1%
Novaland	NVL VN	842	187,4	-57,2%	23,8	-72,0%	169,4	57,3%	(161,9)	387,7%	(5,9)	N/A	0,6	137,8%
Phát Đạt	PDR VN	723	24,3	-59,0%	26,9	-39,9%	6,8	-68,5%	6,1	-61,7%	4,1	37,3	1,9	37,8%
Nam Long	NLG VN	576	125,0	-26,7%	32,6	-13,0%	32,6	-46,5%	0,6	-92,0%	1,7	48,5	1,1	31,1%
Khang Điền	KDH VN	1.302	85,1	-27,1%	28,1	-35,1%	48,6	-24,2%	16,3	-37,0%	3,1	56,9	1,7	23,8%
Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG VN	561	40,8	-46,2%	4,7	-17,6%	9,3	-60,4%	0,7	-84,0%	1,0	149,9	1,9	15,4%
<i>Trung bình</i>			755,3	-25,0%	237,9	-27,0%	504,1	-28,1%	106,1	12,3%	2,4	60,3	1,4	44,7%
<b>Đất Xanh</b>	<b>DXG VN</b>	<b>493</b>	<b>146,4</b>	<b>-33,0%</b>	<b>6,8</b>	<b>-20,0%</b>	<b>126,4</b>	<b>38,9%</b>	<b>3,7</b>	<b>-26,6%</b>	<b>1,2</b>	<b>83,9</b>	<b>0,9</b>	<b>27,2%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## Phụ lục A: Các dự án chính được DXG phát triển giai đoạn 2024 – 2028

Hình 14: Dự án Gem Sky World – Kế hoạch mở bán trở lại dời sang năm 2025 khi tâm lý thị trường dần trở nên tích cực.



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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Dự án DXH Riverside – Dự án có chuyển biến pháp lý tích cực, bao gồm điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng. DXG dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng vào cuối Q4/24 hoặc đầu 2025 và dự án sẽ được mở bán vào nửa cuối năm 2025.



- Vị trí: Dự án tọa lạc tại vị trí đắc địa tại phường An Phú, TP Thủ Đức, ngay cạnh trục đường kết nối cao tốc Long Thành – Dầu Giây, thuận tiện di chuyển về các khu vực trung tâm TP.HCM.
- Tổng diện tích: 6,7ha
- Số sản phẩm: ~3.200 căn hộ
- Mật độ xây dựng: 34%
- Sản phẩm chính: Căn hộ cao cấp
- Thời gian phát triển: 2018-2028

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Dự án Opal Luxury – Dự án phân khúc trung cấp giúp đã dạng nguồn cung các phân khúc của DXG giai đoạn 2026-28.



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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: DXH Park View – Dự án vẫn đang trong giai đoạn phát triển ban đầu và cần hoàn thiện nhiều thủ tục pháp lý: chấp thuận chủ trương đầu tư, quy hoạch tổng thể 1:500 và xác định tiền sử dụng đất



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

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY*

Hình 18: DXH Park City – Dự án vẫn đang trong giai đoạn phát triển ban đầu và cần hoàn thiện nhiều thủ tục pháp lý: chấp thuận chủ trương đầu tư, quy hoạch tổng thể 1:500 và xác định tiền sử dụng đất.



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

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY*

**Báo cáo kết quả kinh doanh**

**Báo cáo kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.645</b>	<b>5.814</b>	<b>2.891</b>	<b>10.089</b>	<b>5.512</b>	<b>3.725</b>	<b>4.036</b>	<b>3.587</b>	<b>5.271</b>
Giá vốn hàng bán	(2.031)	(2.730)	(1.016)	(4.492)	(2.542)	(2.014)	(2.072)	(1.871)	(2.641)
<b>Biên LN gộp</b>	<b>2.615</b>	<b>3.084</b>	<b>1.875</b>	<b>5.598</b>	<b>2.970</b>	<b>1.710</b>	<b>1.964</b>	<b>1.716</b>	<b>2.630</b>
Chi phí QLDN	(346)	(501)	(594)	(998)	(1.083)	(391)	(381)	(393)	(413)
Chi phí bán hàng	(434)	(483)	(489)	(1.887)	(1.057)	(586)	(689)	(587)	(915)
<b>LN hoạt động</b>	<b>1.835</b>	<b>2.099</b>	<b>792</b>	<b>2.713</b>	<b>830</b>	<b>734</b>	<b>894</b>	<b>736</b>	<b>1.302</b>
EBITDA thuần	1.859	2.138	849	2.782	916	816	813	654	1.220
Chi phí khấu hao	24	39	57	69	86	82	82	82	82
<b>LN hoạt động trước thuế và lãi vay</b>	<b>1.835</b>	<b>2.099</b>	<b>792</b>	<b>2.713</b>	<b>830</b>	<b>734</b>	<b>894</b>	<b>736</b>	<b>1.302</b>
Thu nhập tài chính	207	270	73	353	464	409	118	145	132
Chi phí tài chính	(191)	(209)	(858)	(544)	(521)	(593)	(473)	(408)	(441)
Thu nhập khác ròng	(6)	79	31	(6)	(7)	16	14	14	14
Thu nhập/(lỗ) từ cty LDLK	256	149	(11)	0	2	(112)	(22)	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.102</b>	<b>2.389</b>	<b>27</b>	<b>2.516</b>	<b>768</b>	<b>453</b>	<b>531</b>	<b>487</b>	<b>1.007</b>
Chi phí thuế	(379)	(502)	(201)	(921)	(234)	(303)	(159)	(122)	(302)
LN cổ đông không kiểm soát	(544)	(670)	(322)	(438)	(319)	22	(121)	(141)	(183)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.178</b>	<b>1.217</b>	<b>(496)</b>	<b>1.157</b>	<b>215</b>	<b>172</b>	<b>251</b>	<b>224</b>	<b>522</b>

**Bảng cân đối kế toán**

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ đồng)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
<b>Tiền và Tương đương tiền</b>	<b>1.159</b>	<b>793</b>	<b>1.780</b>	<b>2.738</b>	<b>919</b>	<b>276</b>	<b>726</b>	<b>815</b>	<b>892</b>
Đầu tư tài chính ngắn hạn	382	306	206	286	181	97	97	97	97
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.567	9.023	7.213	10.796	11.948	11.423	10.951	11.183	11.328
Hàng tồn kho	4.605	6.791	10.252	11.238	14.031	14.139	14.668	15.687	16.158
Các tài sản ngắn hạn khác	103	152	273	197	292	295	309	309	309
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.816</b>	<b>17.066</b>	<b>19.723</b>	<b>25.255</b>	<b>27.371</b>	<b>26.230</b>	<b>26.751</b>	<b>28.091</b>	<b>28.784</b>
Tài sản cố định	76	362	355	427	394	372	409	450	495
Tổng đầu tư	1.223	1.277	234	468	639	505	553	553	553
Tài sản dài hạn khác	614	1.175	2.999	2.104	1.917	1.680	1.346	1.250	1.250
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.729</b>	<b>19.881</b>	<b>23.311</b>	<b>28.254</b>	<b>30.321</b>	<b>28.786</b>	<b>29.060</b>	<b>30.344</b>	<b>31.082</b>
Vay & nợ ngắn hạn	471	1.063	2.069	2.963	2.023	2.591	2.638	2.326	2.111
Phải trả người bán	1.017	1.659	1.061	1.990	1.950	1.404	1.317	1.194	1.282
Nợ ngắn hạn khác	3.630	4.555	7.189	8.304	8.282	7.623	6.381	7.475	7.654
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5.118</b>	<b>7.277</b>	<b>10.319</b>	<b>13.257</b>	<b>12.255</b>	<b>11.618</b>	<b>10.336</b>	<b>10.995</b>	<b>11.047</b>
Vay & nợ dài hạn	2.394	3.337	3.876	1.517	3.748	2.699	2.754	3.141	3.326
Các khoản phải trả khác	18	40	33	99	232	284	284	284	284
Vốn điều lệ	3.501	5.200	5.200	5.978	6.118	6.118	7.225	7.225	7.225
Thặng dư vốn	43	73	112	123	819	1.549	1.757	1.757	1.757
LN giữ lại	1.456	1.716	841	2.669	2.308	1.736	1.887	2.021	2.334
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.199</b>	<b>9.228</b>	<b>9.084</b>	<b>13.381</b>	<b>14.085</b>	<b>14.186</b>	<b>15.686</b>	<b>15.924</b>	<b>16.425</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.199	2.239	2.930	4.612	4.840	4.783	4.817	4.921	5.109
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.729</b>	<b>19.881</b>	<b>23.311</b>	<b>28.254</b>	<b>30.321</b>	<b>28.786</b>	<b>29.060</b>	<b>30.344</b>	<b>31.082</b>

### Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

#### Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(tỷ VND)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.102</b>	<b>2.389</b>	<b>27</b>	<b>2.516</b>	<b>768</b>	<b>453</b>	<b>531</b>	<b>487</b>	<b>1.007</b>
Khấu hao	24	39	57	69	86	82	82	82	82
Chi phí lãi	191	209	330	529	486	549	473	408	441
Thuế đã nộp	(261)	(337)	(419)	(442)	(485)	(184)	(159)	(122)	(302)
Các khoản điều chỉnh khác	(749)	(464)	192	(591)	(694)	(829)	(80)	(481)	(297)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(2.239)</b>	<b>(3.481)</b>	<b>(967)</b>	<b>(856)</b>	<b>(4.065)</b>	<b>(921)</b>	<b>(1.836)</b>	<b>(153)</b>	<b>(598)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(932)</b>	<b>(1.646)</b>	<b>(780)</b>	<b>1.225</b>	<b>(3.904)</b>	<b>(850)</b>	<b>(990)</b>	<b>222</b>	<b>333</b>
Đầu tư TSCĐ	(137)	(228)	(89)	(38)	(148)	(129)	(105)	(128)	(121)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	2	0	2	3	6	20	7	-	-
Các khoản khác	135	(1.185)	(247)	45	379	378	215	(80)	(105)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(0)</b>	<b>(1.413)</b>	<b>(334)</b>	<b>10</b>	<b>237</b>	<b>268</b>	<b>117</b>	<b>(208)</b>	<b>(226)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	542	1.636	1.013	1.482	417	29	1.220	-	-
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	-	-	(4)	-	-	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	337	1.537	1.523	(1.460)	1.769	(14)	102	75	(30)
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(476)	(479)	(431)	(300)	(338)	(76)	-	-	-
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>403</b>	<b>2.693</b>	<b>2.101</b>	<b>(277)</b>	<b>1.848</b>	<b>(61)</b>	<b>1.322</b>	<b>75</b>	<b>(30)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.687	1.159	793	1.780	2.738	919	276	726	815
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>(529)</b>	<b>(365)</b>	<b>986</b>	<b>958</b>	<b>(1.819)</b>	<b>(643)</b>	<b>450</b>	<b>89</b>	<b>77</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.159	793	1.780	2.738	919	276	726	815	892

### Chỉ số tài chính

#### Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
EPS (VND)	1.690	1.740	1.790	1.440	840	347	310	722	
P/E	20,7	25,4	14,7	20,2	36,7	99,3	111,2	47,8	
P/B	2,4	3,6	1,7	1,7	1,4	1,2	1,1	1,1	
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	
Tăng trưởng doanh thu	25,1%	-50,3%	249,0%	-45,4%	-32,4%	8,4%	-11,1%	46,9%	
Tăng trưởng LN gộp	17,9%	-39,2%	198,6%	-46,9%	-42,4%	14,9%	-12,6%	53,3%	
Tăng trưởng LN ròng	3,2%	-140,8%	-333,4%	-81,4%	-20,0%	45,9%	-10,6%	132,7%	
Tăng trưởng EPS	3,2%	-140,8%	-333,4%	-81,4%	-20,0%	45,9%	-10,6%	132,7%	
<b>Chỉ số hiệu quả sinh lời</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	
Biên LN gộp	53,0%	64,9%	55,5%	53,9%	45,9%	48,7%	47,8%	49,9%	
Biên EBITDA	45,4%	32,6%	31,0%	24,9%	30,3%	26,9%	27,2%	29,0%	
Biên LN gộp hoạt động	36,1%	27,4%	26,9%	15,1%	19,7%	22,2%	20,5%	24,7%	
Biên LN ròng	20,9%	-17,1%	11,5%	3,9%	4,6%	6,2%	6,3%	9,9%	
ROAA	7,2%	-2,3%	4,5%	0,7%	0,6%	0,9%	0,8%	1,7%	
ROAE	15,8%	-5,4%	10,3%	1,6%	1,2%	1,7%	1,4%	3,2%	
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	
Khả năng trả lãi vay (EBIT/I)	122,00	1,50	25,56	6,20	2,63	1,12	1,19	2,28	
Nợ vay/vốn	0,5	0,7	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	
Tổng nợ/tổng tài sản	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Nợ vay ròng/VCSH	0,4	0,4	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
<b>Chỉ số thanh khoản</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	
Hệ số thanh toán hiện hành	2,3	1,9	1,9	2,2	2,3	2,6	2,6	2,6	
Hệ số thanh toán nhanh	1,4	0,9	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	
Vòng xoay tài sản	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	
Số ngày phải thu	458,0	1.025,1	325,8	753,1	1.145,0	1.011,7	1.126,1	779,4	
Số ngày tồn kho	761,9	3.061,2	873,2	1.814,4	2.552,1	2.537,8	2.960,8	2.200,5	
Số ngày phải trả	178,9	488,5	124,0	282,9	303,9	239,7	244,9	171,1	
Vòng xoay tiền	1.041,0	3.597,9	1.075,0	2.284,5	3.393,3	3.309,7	3.842,0	2.808,8	

## KHUYẾN CÁO

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

Quan điểm, dự phóng và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

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

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

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

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

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

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

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

#### KHUYẾN NGHỊ NGÀNH

ĐỊNH NGHĨA:

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

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

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

### Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

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

### Steven Woo – Trưởng phòng

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

### Trần Trung Kiên – Chuyên viên phân tích

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

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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