

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HSX: DXG)

Báo cáo cập nhật Q2 2025: The Privé và mảng môi giới BĐS dẫn dắt tăng trưởng, củng cố triển vọng 2025-2027

Khuyến nghị: **MUA** | Giá mục tiêu mới: **26,600 VND (+22.3%)**

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ **NẮM GIỮ** lên **MUA** cho **DXG**, và **tăng giá mục tiêu cho năm 2025 lên 26,600 VND/CP** (+44% so với giá mục tiêu trong [BCCLĐT H2 2025](#)) với đánh giá cổ phiếu sẽ được tái định giá ở mức cao hơn nhờ tiến độ bàn giao các dự án trọng điểm được đẩy nhanh và giá bán tăng.

Luận điểm đầu tư:

(1) DXG đẩy nhanh tiến độ triển khai tại các dự án trọng điểm, giúp tăng presales và cải thiện triển vọng lợi nhuận 2025–2027. The Privé mở bán từ T8 2025 (~1,200 căn, giá bán từ 99 triệu VND/m²) sẽ đóng góp lớn vào presales cuối năm. Gem Sky World mở bán lại trong H2 2025 với giá và tiến độ bán hàng tốt hơn nhờ hạ tầng khu vực Long Thành. Từ đó, chúng tôi nâng dự báo presales 2025-2026 thêm 47%/47% lên 7,065/13,069 tỷ VND để phản ánh tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với giả định trước đó

(2) Mảng môi giới hưởng lợi từ nguồn cung mới và năng lực phân phối vượt trội. Chúng tôi dự báo doanh thu môi giới 2025 đạt 1,625 tỷ VND (+32% YoY) nhờ các dự án lớn như The Privé và Gem Sky World mở bán lại. Đội ngũ hơn 7,000 nhân sự giúp DXG tiếp cận khách hàng nhanh, tối ưu hóa giao dịch và duy trì biên lợi nhuận cao

(3) Định giá hấp dẫn: DXG đang giao dịch tại P/B 1.7x, thấp hơn vùng đỉnh 2.5-3.0x giai đoạn 2020-2021, trong khi presales dự phóng 2025-2027 gấp 4 lần giai đoạn 2020-2022. Đây là nền tảng để P/B có thể quay lại vùng 2.0-2.5x khi doanh số bán hàng thực tế được ghi nhận

Cập nhật KQKD Q2 2025: Doanh thu thuần đạt 1,046 tỷ VND (-7% YoY), LNST-CĐTS đạt 84 tỷ VND (+155% YoY) nhờ tăng trưởng mạnh của mảng môi giới BĐS. Kết quả vượt kỳ vọng nhờ doanh thu mảng môi giới tăng trưởng mạnh (+93% YoY) khi thị trường phục hồi, bù đắp cho việc bàn giao BĐS tại GSW (doanh thu -50% YoY) chậm hơn dự kiến.

Dự báo KQKD: Chúng tôi cập nhật dự báo KQKD 2025 với Doanh thu 2025 tăng từ 4,461 tỷ VND lên 5,161 tỷ VND (+8% YoY), LNST từ 453 tỷ VND lên 606 tỷ VND (+34% YoY) do kỳ vọng bàn giao mạnh sản phẩm thấp tầng có biên lợi nhuận cao tại GSW và biên lợi nhuận môi giới cải thiện nhờ gia tăng tỷ trọng môi giới toàn diện khi thị trường phục hồi.

Chỉ tiêu cơ bản

Ngày viết báo cáo	19/08/2025
Giá mục tiêu cũ	18,500
Giá hiện tại (VND)	21,750
Vốn hoá (tỷ VND)	22,416
Số CP lưu hành (triệu cp)	1,021
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	426
Tỷ lệ Free float (%)	80.0%
Room NN còn lại (%)	24.2%
P/E (x)	61.6
P/B (x)	1.8
ROE (%)	2.8%
ROA (%)	1.0%

Tiêu Phan Thanh Quangquangtpt@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6417

Luận điểm đầu tư

Việc đẩy nhanh tiến độ pháp lý và triển khai tại các dự án trọng điểm, đặc biệt là The Privé, đang giúp DXG mở khóa dòng tiền sớm hơn dự kiến, từ đó củng cố triển vọng kinh doanh và niềm tin của nhà đầu tư.

Như đã phân tích trong [Báo cáo ngành bất động sản](#), TVS Research đánh giá triển vọng thị trường BĐS dân cư 2025–2027 tích cực hơn giai đoạn 2023–2024 nhờ các yếu tố hỗ trợ mới, đặc biệt đối với các dự án có kết nối hạ tầng thuận tiện, pháp lý rõ ràng mà đang khan hiếm nguồn cung tại TP.HCM và vùng vệ tinh. DXG sở hữu ba cụm quỹ đất lớn đáp ứng tiêu chí này: Gem Sky World (Đồng Nai) gần sân bay Long Thành, The Privé (TP Thủ Đức) kết nối Vành đai 3 và cao tốc Long Thành – Dầu Giây, và cụm Opal tại Bình Dương (Opal Park View, Park City, Cityview và Luxury) cùng Opal City (TP Thủ Đức). Đây là các dự án chủ lực của DXG, đóng góp vào tăng trưởng của công ty trong trung hạn.

TVS Research duy trì quan điểm tại [báo cáo trước đây](#) về việc dự án The Privé (tên cũ: DXH Riverside) là yếu tố tác động tích cực lớn nhất tới doanh số bán hàng và KQKD trong 2-3 năm tới. Trong báo cáo trước, chúng tôi dự báo mở bán vào đầu Q3 2025, tuy nhiên vẫn kèm rủi ro chậm pháp lý. Việc dự án đã hoàn tất giấy phép bán hàng và chốt lịch mở bán giai đoạn 1 vào T8 2025 đã loại bỏ phần lớn yếu tố bất định này, qua đó củng cố cơ sở kỳ vọng của chúng tôi. Cùng với đó, chúng tôi nâng giả định giá bán trung bình từ 75 triệu VND/m² lên 107 triệu VND/m², phản ánh điều kiện thị trường thuận lợi hơn với nguồn cung khan hiếm tại TP.HCM và tâm lý người mua đang cải thiện rõ rệt.

Với các điều kiện pháp lý, giá bán và nhu cầu thị trường lớn như hiện tại, chúng tôi đánh giá The Privé có khả năng đạt tỷ lệ hấp thụ cao ngay từ giai đoạn đầu. Điều này sẽ mang lại dòng tiền đủ lớn để DXG tái đầu tư vào các dự án đã hoàn tất pháp lý và cải thiện tiến độ triển khai toàn danh mục dự án. Chúng tôi ước tính The Privé sẽ đóng góp trung bình khoảng 7,000 tỷ VND/năm vào giá trị ký bán giai đoạn 2025–2027. Việc mở bán thành công của dự án này là bước kiểm chứng quan trọng sau nhiều lần chậm tiến độ từ 2019, đồng thời giúp công ty từng bước khôi phục lại uy tín với khách hàng và nhà đầu tư, vốn đã bị ảnh hưởng bởi các rủi ro liên quan đến tiến độ và pháp lý dự án trong quá khứ.

Hiệu ứng tích cực từ The Privé được kỳ vọng sẽ lan tỏa trực tiếp sang dự án Gem Sky World (GSW), dự án mà chúng tôi cũng cập nhật quan điểm theo hướng tích cực hơn so với [báo cáo trước đây](#). Trước đây, chúng tôi dự báo dự án sẽ mở bán lại từ Q2 2025, muộn hơn kỳ vọng của ban lãnh đạo là Q4 2024, chủ yếu do thị trường đất nền và biệt thự/shophouse tại tỉnh còn yếu, lượng hàng thứ cấp bán cắt lỗ lớn và tiến độ bàn giao sổ hồng chậm. Khi đó, chúng tôi cũng cho rằng doanh thu mở bán sẽ ở mức thấp vì cơ cấu sản phẩm mang tính đầu tư cao và bối cảnh thị trường phục hồi chậm. Hiện tại, chúng tôi duy trì giả định thời điểm mở bán trong H2 2025 nhưng đánh giá triển vọng hấp thụ đã cải thiện đáng kể so với trước. Thứ nhất, bối cảnh thị trường hiện nay thuận lợi hơn khi thanh khoản đã trở lại ở một số phân khúc và tâm lý nhà đầu tư được củng cố nhờ các dự án lớn tại TP.HCM như The Privé thành công mở bán. Thứ hai, tiến độ hoàn thiện hạ tầng nội khu và



kết nối bên ngoài GSW đang được đẩy nhanh, chuẩn bị cho giai đoạn hoàn thiện sân bay Long Thành - yếu tố sẽ tạo sức hút mạnh cho bất động sản khu vực này trong trung hạn. Thứ ba, nguồn vốn từ The Privé sẽ giúp DXG chủ động hơn trong năng lực tài chính và đẩy nhanh tiến độ mở bán Gem Sky World, thay vì bị giới hạn như giai đoạn 2022-2023 khi dự án chủ yếu gồm đất nền và shophouse mang tính đầu cơ, hạ tầng chưa hoàn thiện và thị trường đóng băng khiến việc bán hàng bị gián đoạn.

Bên cạnh The Privé và Gem Sky World, chúng tôi nhận thấy chuỗi dự án tại Bình Dương là yếu tố then chốt đảm bảo cho DXG một chu kỳ tăng trưởng presales bền vững. Một số dự án có thể kể đến như Cụm dự án Opal tại Bình Dương gồm Opal Luxury, Opal Park View, Opal Park City và Opal Cityview (tham khảo Bảng 1 bên dưới). Các dự án này đều thuộc phân khúc trung cấp, là phân khúc có sức cầu ổn định từ nhóm khách hàng mua để ở và ít chịu biến động hơn so với các phân khúc khác. Việc sở hữu một danh mục gối đầu với pháp lý ngày càng hoàn thiện giúp DXG duy trì doanh số bán hàng trong trung hạn và đảm bảo tăng trưởng KQKD cho các năm tới, qua đó củng cố cơ sở để thị trường định giá lại cổ phiếu trong dài hạn.

Trên cơ sở tiến độ pháp lý đã được cải thiện so với đánh giá trước đây của chúng tôi, TVS Research điều chỉnh tăng dự báo presales lần lượt 47%/47% trong 2025-2026 lên 7,065/13,069 tỷ VND nhờ giá bán cao hơn của The Privé cũng như chúng tôi nhận thấy sự tích cực hơn trong tâm lý NĐT sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng tại dự án GSW. Chúng tôi kỳ vọng việc triển khai đồng thời nhiều dự án quy mô lớn là yếu tố chính để DXG duy trì tăng trưởng presales và cải thiện niềm tin của NĐT với các dự án của DXG cũng như cổ phiếu DXG sau giai đoạn liên tục chậm trễ trong tiến độ triển khai dự án.

Bảng 1: Các dự án của DXG đang trong giai đoạn hoàn thiện pháp lý để có thể mở bán trong giai đoạn 2026-2027

Tiến độ thực hiện các dự án chính của DXG theo dự báo của TVS Research

Dự án	Diện tích & Vị trí	Số lượng sản phẩm	Thời điểm mở bán	Giai đoạn bán hàng*	Giai đoạn bàn giao*	Tình trạng pháp lý
The Privé (tên cũ: DXH Riverside)	4.3 ha; TP Thủ Đức, TP.HCM	3,200 căn hộ	T8 2025 (GĐ 1)	2025-2028	2027-2030	Đang thi công móng; đã có giấy phép bán hàng; chuẩn bị mở bán GĐ1
Gem Sky World	92 ha; Long Thành, Đồng Nai	4,000 sản phẩm thấp tầng và đất nền	H2 2025 (bán lại)	2020-2028	2021-2028	Đang bàn giao; đã ký HĐMB với khách hiện hữu
Opal Luxury	8.4 ha; Dĩ An, Bình Dương	3,400 căn hộ	2026	2026-2030	2028-2031	Đã hoàn tất quy hoạch 1/500, đang tính tiền sử dụng đất
Opal Park View	5.0 ha; Thuận An, Bình Dương	6,800 căn hộ	2027	2027-2032	2028-2033	Đã hoàn tất quy hoạch 1/500; đang tính tiền sử dụng đất
Opal Park City	10.5 ha; Thuận An, Bình Dương	7,400 căn hộ	2028	2028-2034	2028-2033F	Đang làm thủ tục chấp thuận đầu tư, được vào danh sách thí điểm NQ 171/2024/QH15 của Bình Dương



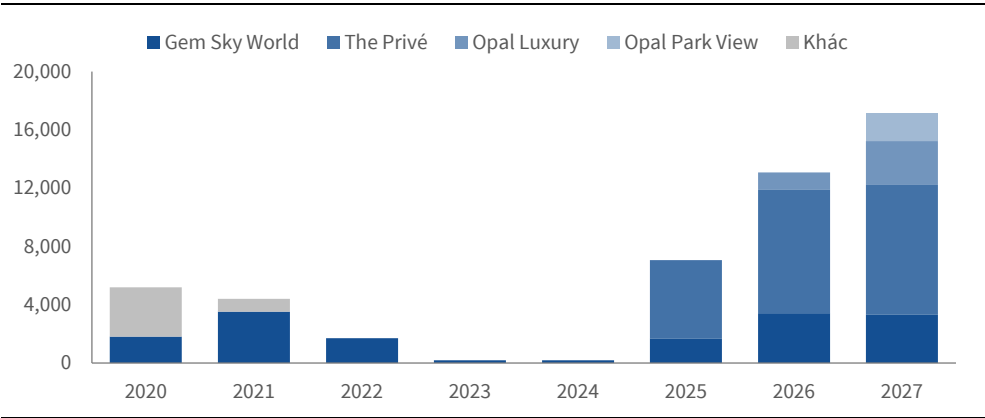
Dự án	Diện tích & Vị trí	Số lượng sản phẩm	Thời điểm mở bán	Giai đoạn bán hàng*	Giai đoạn bàn giao*	Tình trạng pháp lý
Opal Cityview	1.0 ha; TP Thủ Dầu Một, Bình Dương	1,500 căn hộ	2028	2029–2031	2031–2033F	Đang nộp hồ sơ xin cấp 1/500, dự kiến hoàn thành năm 2025
Opal City	6.1 ha; TP Thủ Đức, TP.HCM	2,100 căn hộ	2029	2029–2031	2031–2033F	Đang gom quỹ đất & làm thủ tục quy hoạch 1/500
Gem Premium	15.0 ha; TP Thủ Đức, TP.HCM	2,600 căn hộ	2029	2029–2031	2031–2034F	Dự án đã có quy hoạch 1/500, đang làm hồ sơ chấp thuận đầu tư

Nguồn: DXG, TVS Research dự báo

Ghi chú: Vị trí của các dự án được đề cập là các tỉnh trước khi sáp nhập tỉnh thành, *: Dự báo của TVS Research

Biểu đồ 1: Presales 2025-2027 tăng trưởng mạnh, dẫn đầu bởi The Privé

Doanh thu bán hàng của của DXG [tỷ VND]



Nguồn: DXG, TVS Research dự báo

Mảng môi giới duy trì đà tăng trưởng mạnh nhờ nguồn cung độc quyền và thị trường phục hồi, tạo động lực cải thiện lợi nhuận cho DXG trong giai đoạn 2025-2026.

Chúng tôi cho rằng DXS sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ sự phục hồi của thị trường BĐS với lợi thế (i) mô hình dịch vụ toàn diện (ii) mạng lưới bao phủ toàn quốc, (iii) dữ liệu khách hàng sâu và (iv) khả năng kiểm soát nguồn cung độc quyền, nhất là khi nhiều đối thủ nhỏ lẻ chưa thể quay lại quy mô hoạt động như trước dịch Covid-19.

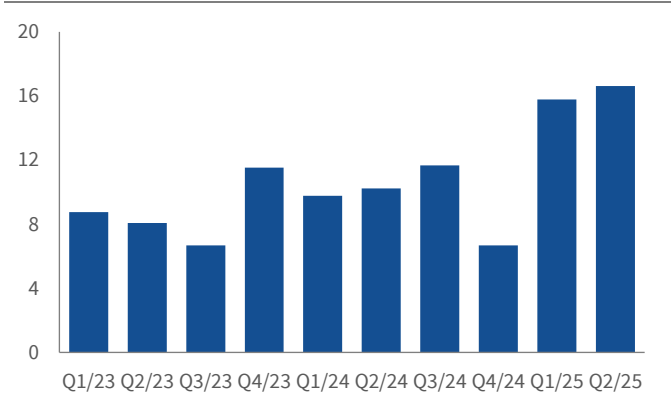
DXS sở hữu mô hình dịch vụ toàn diện từ tư vấn, marketing, tổ chức mở bán tới hỗ trợ pháp lý tài chính, giúp rút ngắn chu kỳ bán hàng và tối đa hóa doanh thu hoa hồng. Với mạng lưới hơn 7,000 nhân viên môi giới và cộng tác viên cùng cơ sở dữ liệu 7.5 triệu hồ sơ khách hàng được phân loại chi tiết, DXS xây dựng được lợi thế trong tiêu thụ sản phẩm, giúp công ty có thể được hưởng lợi từ sớm trong bối cảnh thị trường hồi phục. Đặc biệt, DXS có nguồn hàng chiến lược từ DXG và các đối tác tại TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương và các tỉnh vệ tinh giúp giảm rủi ro cạnh tranh giá, và bảo vệ biên lợi nhuận.

TVS Research dự báo doanh thu môi giới của DXG đạt 1,625 tỷ VND (+32% YoY) trong 2025 và 2,323 tỷ VND (+43% YoY) trong 2026, nhờ sự phục hồi mạnh của thị trường BĐS và vị thế dẫn đầu về mạng lưới phân phối. Chúng tôi kỳ vọng việc mở bán dự án The Prive với dự báo giá bán bình quân tăng 10% so với trước đây sẽ

đóng góp lớn cho mảng môi giới trọn gói của DXS trong 2025-2026. Ngoài ra, kế hoạch niêm yết Regal Group (DXS sở hữu 55%) vào Q4 2025 sẽ giúp gia tăng nhận diện thương hiệu, hỗ trợ tăng trưởng thị phần môi giới tại miền Trung, đồng thời tạo thặng dư vốn tiềm năng cho DXS.

Biểu đồ 2: Nguồn cung BĐS hồi phục dần qua các quý, thúc đẩy hoạt động môi giới tích cực trong tương lai

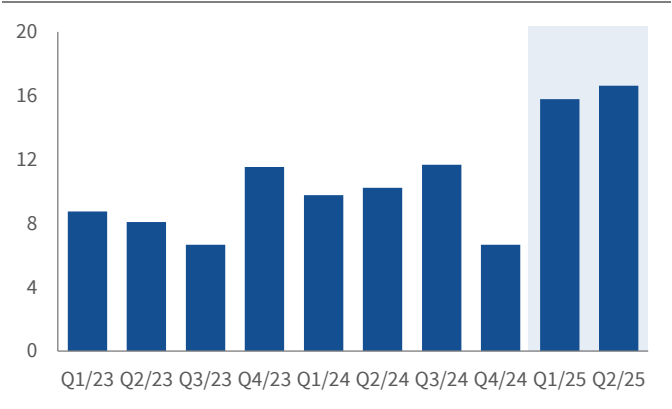
Số lượng căn hộ được cấp phép mới [nghìn căn]



Nguồn: Bộ Xây dựng, TVS Research

Biểu đồ 3: Số lượng giao dịch BĐS hồi phục mạnh từ đầu năm 2025 tới nay

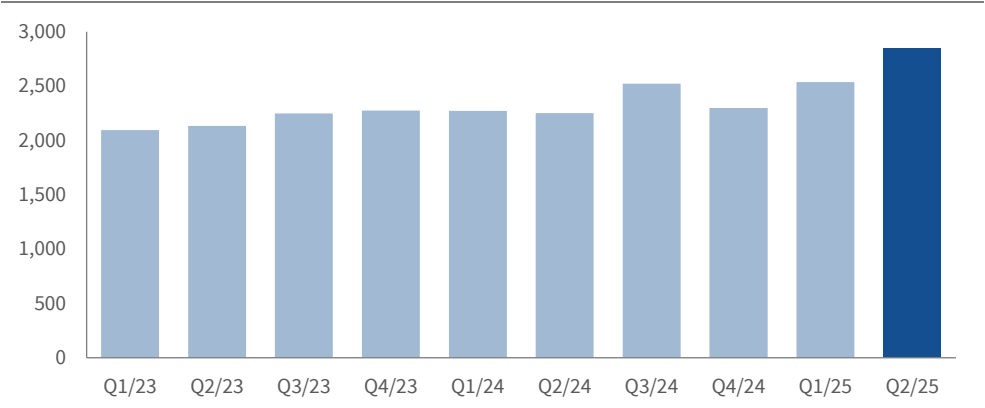
Tổng giao dịch BĐS trên toàn quốc [nghìn căn]



Nguồn: Bộ Xây dựng, TVS Research

Biểu đồ 4: DXS đang củng cố đội ngũ bán hàng trong các quý gần đây để đón đầu sự phục hồi của thị trường BĐS

Số lượng nhân viên của DXS giai đoạn 2023-nay [người]



Nguồn: DXS, TVS Research

Định giá hiện tại của DXG đã phản ánh một phần kỳ vọng, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy dư địa để thị trường đánh giá lại vẫn còn đáng kể, được dẫn dắt bởi tiềm năng tăng trưởng presales và việc các dự án lớn được mở bán trong giai đoạn

Tại mức giá hiện tại, DXG giao dịch ở mức P/B 1.77x. Mức này cao hơn so với trung bình lịch sử 10 năm (1.43x) và giai đoạn 2020-2022 (1.47x), nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với vùng đỉnh 2.5-3.0x của các chu kỳ bất động sản trước (2017-2018 & 2020-2021). Chúng tôi nhận thấy định giá P/B của DXG luôn biến động đồng pha với kết quả presales, phản ánh cách thị trường đánh giá năng lực tạo dòng tiền của doanh nghiệp. Lịch sử cho thấy P/B chỉ được giao dịch trên 1.5x khi presales vượt 6,000 tỷ VND (năm 2018) hoặc khi thị trường có kỳ vọng lớn vào các dự án

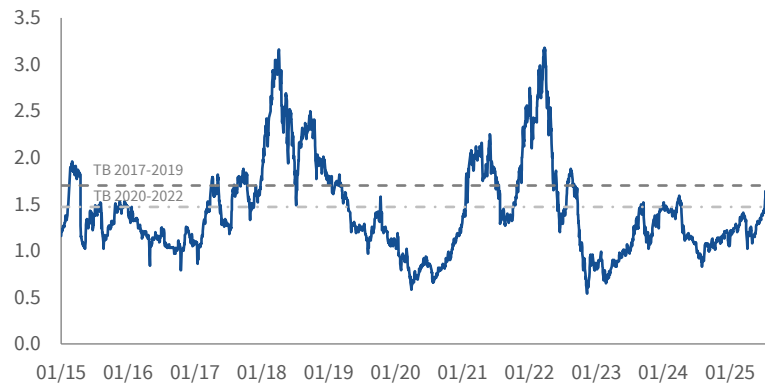
2025-2027.

sắp triển khai (trường hợp Gem Riverside năm 2020-2022).

Chúng tôi cho rằng bối cảnh hiện tại đã có những thay đổi quan trọng. Việc hai dự án lớn là The Privé (tên cũ: Gem Riverside) và Gem Sky World hoàn tất pháp lý, sẵn sàng mở bán trở lại là yếu tố xúc tác chính. Các dự án này là cơ sở để chúng tôi dự báo presales năm 2025-2027 lần lượt đạt 7,065 tỷ VND, 13,069 tỷ VND và 17,122 tỷ VND. Nếu DXG hoàn thành được doanh số bán hàng này, chúng tôi tin rằng thị trường sẽ định giá lại cổ phiếu lên vùng P/B 2.0x, phản ánh đúng chu kỳ tăng trưởng mới khi doanh nghiệp thể hiện được năng lực tạo ra dòng tiền từ các dự án quy mô lớn. Mức P/B dự phóng 1.52x của chúng tôi cho năm 2025 vì vậy vẫn còn thận trọng, cao hơn mức trung bình 10 năm (1.43x) nhưng vẫn thấp hơn tiềm năng nếu các yếu tố xúc tác trở thành hiện thực.

Biểu đồ 4: Định giá của DXG đang ngang bằng giai đoạn 2017-2019 nhưng triển vọng về doanh số bán hàng tốt hơn so với giai đoạn này

Định giá P/B của DXG trong vòng 10 năm gần nhất [x]

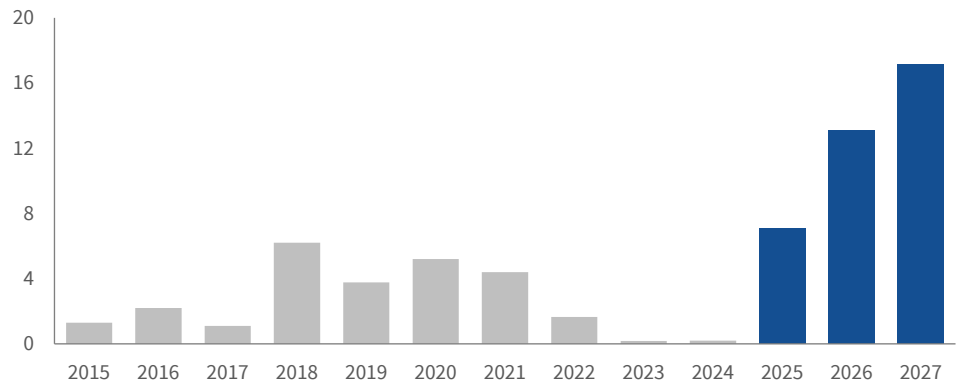


Nguồn: FiinPro-X, TVS Research dự báo

Ghi chú: TB: Trung bình

Biểu đồ 5: Chúng tôi dự báo presales tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp sẽ củng cố triển vọng và giúp DXG được định giá lại

Presales theo năm của DXG [nghìn tỷ VND]



Nguồn: DXG, TVS Research dự báo



Cập nhật KQKD Q2 2025

Mảng môi giới là động lực chính thúc đẩy KQKD toàn công ty khi thị trường BĐS bắt đầu sôi động trở lại.

DXG ghi nhận doanh thu thuần Q2 2025 đạt 1,046 tỷ VND (-7% YoY, +13% QoQ) đến từ tăng trưởng mạnh của mảng môi giới BĐS với doanh thu đạt 555 tỷ VND (+93% YoY) nhờ thanh khoản thị trường tốt hơn và số đợt mở bán lớn. Trong khi đó doanh thu mảng BĐS đạt 377 tỷ VND (-50% YoY) do bàn giao hạn chế. LNST đạt 277 tỷ VND (+195% YoY), nhìn chung tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi khi doanh thu mảng BĐS còn thấp do cần giải quyết các vấn đề liên quan tới các khách mua cũ tại GSW dẫn tới tốc độ bàn giao chậm. Trong khi đó, mảng môi giới tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của DXG.

Lũy kế H1 2025, doanh thu thuần đạt 1,971 tỷ VND (-10% YoY), trong đó mảng BĐS đạt 1,044 tỷ VND (-34% YoY) và mảng môi giới BĐS đạt 751 tỷ VND (+58% YoY). LNST đạt 355 tỷ VND (+108% YoY), LNST-CĐTTS 133 tỷ VND (+108% YoY), hoàn thành 44% và 53% dự báo năm 2025 của chúng tôi. TVS Research kỳ vọng KQKD H2 sẽ tích cực hơn từ việc bàn giao các sản phẩm tại GSW và việc mở bán The Privé sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mạnh của mảng môi giới.

Bảng 2: Mảng môi giới là động lực tăng trưởng KQKD của DXG trong Q2 và H1 2025
KQKD Q2 2025 của DXG

Đơn vị: Tỷ VND	Q2 2024	Q2 2025	%YoY	H1 2024	H1 2025	%YoY	% Dự báo
Doanh thu thuần	1,126	1,046	-7%	2,191	1,971	-10%	44%
Phát triển BĐS	754	377	-50%	1,575	1,044	-34%	
Môi giới BĐS	287	555	93%	476	751	58%	
Khác	85	113	33%	140	176	26%	
Lợi nhuận gộp	539	476	-12%	1,011	987	-2%	
Chi phí BH&QLDN	-286	-235	-18%	-504	-460	-9%	
Doanh thu tài chính thuần	-103	-6	-94%	-219	-133	-39%	
Lợi nhuận từ công ty LD/LK	-16	0	N/A	-17	0	N/A	
Thu nhập khác	30	42	40%	26	38	46%	
LNST	94	277	195%	171	355	108%	
LNST-CĐTTS	33	84	155%	64	133	108%	53%

Nguồn: NLG, TVS Research

Dự báo kết quả kinh doanh & Định giá

TVS Research nâng dự báo 2025 với doanh thu đạt 5,161 tỷ VND (+8% YoY), LNST đạt 606 tỷ VND (+34% YoY) nhờ mảng môi giới tích cực hơn và đẩy mạnh bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại GSW.

Chúng tôi nâng khuyến nghị cho cổ phiếu DXG từ NẮM GIỮ lên MUA với giá mục tiêu mới là 26,200 VND.

TVS Research nâng dự báo KQKD 2025 với doanh thu đạt 5,161 tỷ VND (+8% YoY, +16% so với dự báo trước), LNST đạt 606 tỷ VND (+34% YoY, +34% so với dự báo trước). Điều chỉnh này phản ánh:

(1) Biên lợi nhuận mảng BĐS đạt 42.3% (+3.7 đpt so với dự báo trước) và đóng góp tích cực hơn vào doanh thu hợp nhất nhờ đẩy mạnh bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại GSW có biên lợi nhuận cao;

(2) Biên lợi nhuận mảng môi giới cải thiện mạnh (72.5% so với 66.6% so với dự báo trước) nhờ kỳ vọng tỷ trọng hoạt động môi giới toàn diện (full-service brokerage) gia tăng khi thị trường BĐS hồi phục;

Bên cạnh đó, chúng tôi nâng dự báo presales lên 7,065 tỷ VND (+34x YoY, +47% so với dự báo trước) nhờ tăng giá bán The Privé và kỳ vọng GSW mở bán thêm nhiều sản phẩm với giá cao hơn giai đoạn trước.

Chúng tôi nâng khuyến nghị cho cổ phiếu DXG từ **NẮM GIỮ** lên **MUA** với giá mục tiêu mới là **26,600 VND/CP** (so với 18,500 VND/CP trong báo cáo chiến lược H2 2025). Việc điều chỉnh giá mục tiêu phản ánh bốn yếu tố chính:

(1) Chúng tôi điều chỉnh giá định giá bán trung bình của dự án The Privé (trước đây là DXH/Gem Riverside) lên mức 107 triệu VND/m² (+43% so với dự báo trước đây nhờ mức giá mở bán thực tế vượt kỳ vọng (từ 99 triệu/ m² so với dự báo trước của chúng tôi là 75 triệu/ m²) và tỷ lệ đặt chỗ cao (~4,200 lượt đặt chỗ trên tổng số 3,175 căn hộ có thể bán trong sự kiện ra mắt), từ đó nâng định giá dự án thêm 80% lên 14 nghìn tỷ VND, chiếm 45% định giá RNAV của DXG

(2) Diễn biến thị trường bất động sản tích cực hơn dự kiến, đặc biệt tại TP.HCM và các vùng lân cận khi nguồn cung mới khan hiếm và việc mở rộng hạ tầng giúp đẩy mạnh xu hướng giãn dân và kết nối tới các đô thị vệ tinh, giúp chúng tôi điều chỉnh giá định giá bán trung bình các dự án của DXG như GSW lên mức cao hơn và dự báo hoạt động bán hàng mạnh hơn

(3) Chúng tôi cập nhật tiến độ triển khai một số dự án như Opal Luxury, ParkView và ParkCity sau khi có tiến triển mới về pháp lý (giấy phép xây dựng, phê duyệt 1/500), qua đó rút ngắn thời gian ghi nhận doanh thu so với giả định trước

(4) Chúng tôi nâng định giá của DXS nhờ việc doanh nghiệp ghi nhận phí môi giới trọn gói cao hơn do The Privé được mở bán với quy mô lớn. Ngoài ra, vị thế dẫn đầu thị phần môi giới tại TP.HCM sẽ giúp DXS là doanh nghiệp có thể cải thiện doanh thu lớn nhất khi triển vọng phục hồi của thị trường bất động sản

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá tài sản ròng (RNAV), trong đó áp dụng DCF cho các dự án đang triển khai, định giá so sánh cho các dự án đã hoàn tất pháp lý nhưng chưa triển khai. Chúng tôi giảm mức chiết khấu RNAV về 0% từ



mức 10% trước đây, phản ánh triển vọng hồi phục ngành rõ nét hơn khi pháp lý được tháo gỡ và niềm tin người mua nhà cải thiện.

Bảng 3: Tổng hợp định giá RNAV của DXG

Dự án	Phương pháp	Tổng giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị sở hữu
Phát triển BĐS		34,670	77.5%	26,862
Gem Sky World	DCF	4,563	100%	4,563
The Privé	DCF	14,090	100%	14,090
Opal Luxury	DCF	1,699	100%	1,699
Opal Park View	DCF	1,765	100%	1,765
Opal Park City	DCF	1,695	100%	1,695
Opal Cityview	DCF	598	100%	598
Opal City	DCF	1,089	100%	1,089
Gem Premium	DCF	1,815	75%	1,361
Môi giới & Dịch vụ BĐS	DCF, P/E	8,107	59%	4,783
+ Tiền & Đầu tư ngắn hạn				2,020
- Nợ vay				-6,469
Giá trị tài sản ròng				27,196
CP lưu hành (triệu CP)				1,021
Giá trị hợp lý (VND)				26,600
Giá hiện tại (VND)				21,750
Upside				22.3%

Nguồn: TVS Research ước tính

Rủi ro đầu tư là tiến độ mở bán chậm hơn kỳ vọng tại các dự án trọng điểm và khả năng pha loãng từ kế hoạch phát hành quyền mua cổ phiếu.

TVS Research lưu ý một số rủi ro có thể ảnh hưởng đến triển vọng của DXG. Thứ nhất, tiến độ mở bán tại các dự án ở địa bàn tỉnh có thể chậm hơn kỳ vọng, đặc biệt đối với các dự án quy mô lớn như GSW. Việc chậm triển khai có thể tác động trực tiếp đến kết quả presales và làm thay đổi giả định dòng tiền trong ngắn hạn.

Thứ hai, kế hoạch phát hành quyền mua cổ phiếu có thể tạo ra rủi ro pha loãng đối với cổ đông hiện hữu. Tại ĐHCĐ 2025, DXG đã thông qua phương án phát hành quyền mua với tỷ lệ 100:25, giá chào bán 15,000 VND/CP. Tổng giá trị huy động dự kiến khoảng 1,875 tỷ VND nếu phân phối hết. Doanh nghiệp dự kiến sử dụng phần lớn nguồn vốn này cho triển khai dự án và bổ sung vốn lưu động. Tuy nhiên, kế hoạch này chưa được phản ánh vào dự báo lợi nhuận và định giá hiện tại của chúng tôi.

Báo cáo tài chính và các chỉ số

Báo cáo KQ HKKD	2023	2024	2025F
Doanh số thuần	3,725	4,795	5,161
Giá vốn hàng bán	-2,014	-2,490	-2,620
LN gộp	1,710	2,306	2,541
Doanh thu tài chính	409	48	66
Chi phí tài chính	-593	-470	-507
LN từ công ty LDLK	-112	-38	0
Chi phí bán hàng	-586	-735	-929
Chi phí QLDN	-391	-431	-452
LN từ HKKD	437	680	720
Thu nhập khác, ròng	16	51	50
LNTT	453	730	770
Thuế TNDN	-303	-277	-192
LNST	150	453	577
Lợi ích của CĐTS	22	-197	-260
LNST-CĐTS	172	256	317
EBITDA	1,072	1,209	1,222
EPS (VNĐ)	281	354	311
BVPS (VNĐ)	15,377	14,497	14,037
DPS (VNĐ)	100	0	0
Chỉ số tài chính	2023	2024	2025F
1. Tăng trưởng			
Doanh thu	-32.4%	28.7%	7.6%
EBITDA	-18.5%	12.8%	1.1%
LNTT	-41.0%	61.1%	5.4%
LNST-CĐTS	-20.0%	48.8%	24.1%
2. Chỉ số hoạt động			
Tỷ suất LN gộp	45.9%	48.1%	49.2%
Tỷ suất EBITDA	28.8%	25.2%	23.7%
Tỷ suất LNST-CĐTS	4.6%	5.3%	6.2%
ROE	1.1%	3.1%	3.3%
ROA	0.5%	1.6%	1.8%
3. Chỉ số định giá			
P/E	47.1	37.4	42.6
P/B	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.0	3.8	7.6
4. Khả năng thanh toán			
Hệ số TT tiền mặt	0.0	0.1	0.2
Hệ số TT nhanh	1.0	1.2	1.2
Hệ số TT hiện hành	2.3	2.5	2.8
Hệ số TT lãi vay	1.8	2.7	2.5
Số ngày phải thu	1145	857	814
Số ngày HTK	2,552	2,019	2,206
Số ngày phải trả	174	110	150
CCC	3,523	2,766	2,869
5. Cơ cấu vốn			
VCSH/Tổng TS	0.5	0.5	0.6
Nợ phải trả/VCSH	1.0	0.9	0.8
Nợ vay/VCSH	0.4	0.4	0.3

Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025F
Tổng tài sản	28,790	29,189	34,200
Tài sản ngắn hạn	26,230	26,133	31,282
Tiền & tương đương tiền	276	1,249	1,942
ĐT ngắn hạn	97	78	78
Các khoản phải thu	11,423	11,090	11,509
Hàng tồn kho, ròng	14,139	13,406	18,257
Tài sản dài hạn	2,557	3,050	2,918
Phải thu dài hạn	149	804	804
Tài sản cố định	372	370	360
Tài sản dở dang dài hạn	723	735	723
ĐT dài hạn	394	443	443
Lợi thế thương mại	0	0	0
Tổng nợ & VCSH	28,790	29,189	34,200
Nợ phải trả	14,600	13,981	14,879
Nợ ngắn hạn	11,618	10,466	11,364
Vay ngắn hạn	2,591	3,230	3,144
Phải trả ngắn hạn	767	729	1,077
Nợ ngắn hạn khác	8,260	6,507	7,143
Nợ dài hạn	2,982	3,515	3,515
Vay dài hạn	2,699	3,325	3,325
Nợ dài hạn khác	284	189	189
Vốn chủ sở hữu	14,190	15,208	19,322
Vốn góp	6,118	7,225	10,206
Thặng dư vốn cổ phần	80	283	583
LN chưa phân phối	1,736	1,487	2,065
Vốn NSNN và các quỹ	113	117	114
Lợi ích CĐTS	4,783	4,735	4,995
Báo cáo LCTT	2023	2024	2025F
LNTT	453	730	770
Khấu hao	82	58	62
Lãi vay thuần	146	0	0
Thuế đã nộp	-184	-413	-192
Thay đổi vốn lưu động	-921	-1,848	-2,375
Điều chỉnh khác	-426	84	676
LCT thuần từ HKKD	-850	-1,389	-1,060
Đầu tư TSCĐ	-129	-70	-52
Thanh lý TSCĐ	20	8	0
Góp vốn & Đầu tư	349	-137	0
Khác	29	85	89
LCT thuần từ HĐ đầu tư	268	-114	38
Cổ tức đã trả	-76	-10	0
Thu từ phát hành CP	29	1,226	1,802
Tăng/giảm nợ vay	-14	1,260	-86
Khác	0	0	0
LCT thuần từ HĐ tài chính	-61	2,476	1,715
Tiền đầu kỳ	919	276	1,249
LCT thuần trong kỳ	-643	973	693
Tiền cuối kỳ	276	1,249	1,942

Nguồn: BCTC công ty, TVS Research dự báo



Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Báo cáo được dựa trên các thông tin được thu thập từ các nguồn TVS đánh giá là đáng tin cậy, tuy nhiên TVS không chịu trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Nhận định và quan điểm trong báo cáo thể hiện ý kiến của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không đại diện cho quan điểm chung của TVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho nhà đầu tư, không nhằm mục đích chào mời, xúi giục mua hoặc bán bất cứ chứng khoán nào được đề cập. Nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu rủi ro trong việc sử dụng các thông tin và tham khảo các nhận định trên báo cáo. TVS tuyên bố miễn trách đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng lợi nhuận kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá hiện tại của cổ phiếu cộng với lợi tức cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về Mức khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm > 20%
NẮM GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm khoảng từ -10% đến 20%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm < -10%

Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt – www.tvs.vn

Hà Nội

Tầng 15, tòa nhà Harec
4A Láng Hạ, phường Giảng Võ, Hà Nội
Phone: +84 (24) 7300 6588
Fax: +84 (24) 3248 4821

Hồ Chí Minh

Tầng 9, tòa nhà Bitexco Nam Long
63A Võ Văn Tần, phường Xuân Hoà, Hồ Chí Minh
Phone: +84 (28) 7300 6588
Fax: +84 (28) 299 2088

Thông tin liên hệ

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Nguyễn Thị Kiều Hạnh

Chuyên viên cao cấp
hanhntk@tvs.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên
anhnd@tvs.vn

Phạm Nguyên Long

Chuyên viên cao cấp
longpn@tvs.vn

Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên
quangtpt@tvs.vn

Nguyễn Văn Quang

Chuyên viên
quangnv@tvs.vn