

Vài nét về doanh nghiệp

Tập đoàn Đất Xanh với hơn 20 năm hoạt động trong lĩnh vực Bất động sản đã xây dựng chuỗi hệ sinh thái hoàn chỉnh với 4 mảng kinh doanh chính, bao gồm: Dịch vụ bất động sản; Phát triển dự án; Xây dựng; Khu công nghiệp và đô thị. DXG sở hữu quỹ đất lớn tập trung tại các khu vực trọng điểm kinh tế tại miền Nam như: Bình Dương, Long An...

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (VND) **18.131 VND**

Upside 19%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (20/02/2025)	15.300
Biến động 1 năm	11.695 – 19.939
KLGD bình quân 52T (cp)	12,41
Vốn hóa (Tỷ đồng)	11.098
P/E	43,02
P/B	1,27
%NN sở hữu	18,83

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang

pvtrang@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TÍN HIỆU KHẢ QUAN TỪ TIẾN ĐỘ PHÁP LÝ

VCBS dự phóng doanh thu thuần năm 2025 của DXG đạt **3.401 tỷ đồng (-28% yoy)**, LN thuần đạt **248 tỷ đồng (-2% yoy)**, tương ứng với EPS là **243 VNĐ/ cổ phiếu**. Đối với năm 2026, doanh thu thuần và LN thuần đạt lần lượt **7.190 tỷ đồng và 1.191 tỷ đồng**.

Sau giai đoạn tái cơ cấu, doanh nghiệp đã cho thấy những tín hiệu khả quan trong tiến độ pháp lý và việc triển khai các dự án, cải thiện uy tín và củng cố vị thế trên thị trường. Hiện tại, doanh nghiệp đang giao dịch tại mức P/B tương đối hấp dẫn. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu DXG với mức định giá hợp lý là **18.131 đồng/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Mảng môi giới hồi phục tích cực cùng với lượng giao dịch BĐS

VCBS đánh giá KQKD mảng môi giới BĐS của DXG sẽ ghi nhận mức hồi phục tích cực từ năm 2025. Bên cạnh đó, quá trình tái cấu trúc và chuyển hướng chiến lược kinh doanh năm 2025 bằng hình thức bao tiêu dự án, ký quỹ độc quyền kỳ vọng sẽ giúp nâng cao hiệu quả lợi nhuận trên từng đầu sản phẩm.

Điểm rơi lợi nhuận tại năm 2026 nhờ: (1) Tái khởi động dự án Gem Riverside, (2) Mở bán các phân khu còn lại tại Gem Sky World

DXG đặt mục tiêu sẽ triển khai bán hàng Gem Riverside trong năm 2025 và kỳ vọng giá bán rơi vào khoảng 110-120 triệu đồng/m². Song song với việc tái khởi động dự án Gem Riverside, DXG sẽ mở bán các phân khu tiếp theo tại Gem Sky World sau 3 năm ngừng quảng.

Triển vọng dài hạn từ chuỗi dự án tại Bình Dương

Đề tối ưu mặt bằng giá bán và hiệu quả lợi nhuận các dự án, VCBS dự báo DXG sẽ bắt đầu thực hiện mở bán mạnh loạt dự án tại Bình Dương từ năm 2026 do: (1) Các hoạt động kinh tế và diễn biến thị trường BĐS khu vực phía Nam dự báo ghi nhận sự cải thiện rõ ràng, (2) Mức độ phục hồi của thị trường BĐS phía Nam có sự lan tỏa hơn sang các địa phương lân cận TP.HCM.

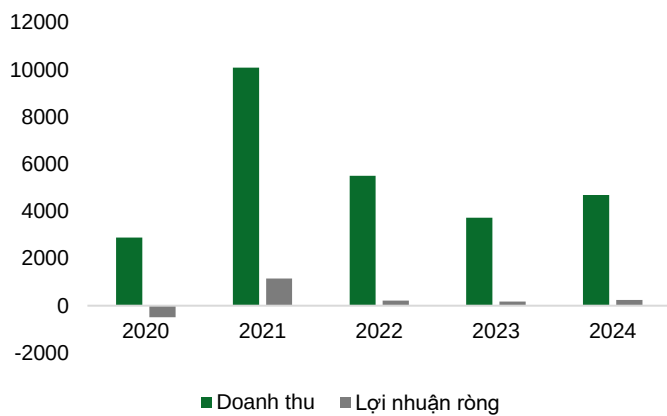
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	5.512	3.725	4.737	3.401	7.190
+/- yoy (%)	-45%	-32%	27%	-28%	111%
LN thuần (tỷ đồng)	215	172	253	272	1.191
+/- yoy (%)	-81%	-20%	47%	-14%	380%
TS LN gộp (%)	54%	46%	48%	58%	55%
TS LN ròng (%)	4%	5%	5%	8%	17%
EPS - TTM (VND)	355	273	359	267	1.167

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

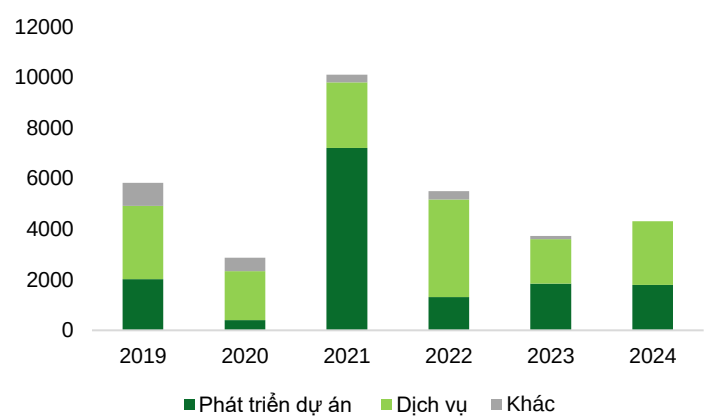
Tóm tắt biến động kinh doanh 2024

Đơn vị: Tỷ VND	2023	2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	3.725	4.737	27%	Mức tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng môi giới BĐS ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ nhờ thanh khoản thị trường cải thiện tích cực, đặc biệt tại khu vực miền Bắc. Thị phần môi giới năm 2024 của DXS đạt 30-35% trên toàn bộ thị trường, trong đó, 45-50% tại thị trường miền Bắc, 5-20% tại thị trường miền Nam.
<i>Bán căn hộ và đất nền</i>	<i>2.819</i>	<i>3.261</i>	<i>16%</i>	
<i>Môi giới BĐS</i>	<i>602</i>	<i>1191</i>	<i>98%</i>	
Lợi nhuận gộp	46%	48%		Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ nhờ bán giao một số sản phẩm thấp tầng có biên lợi nhuận cao hơn so với các sản phẩm căn hộ chung cư tại dự án Opal Skyline (bán giao năm 2023).
Doanh thu HĐTC	409	47	-89%	Năm 2023 ghi nhận khoản lãi đột biến từ việc chuyển nhượng 99,9% cổ phần tại Công ty Cổ phần Sài Gòn Riverview.
Chi phí tài chính	593	470	-21%	Chi phí lãi vay đạt 414 tỷ đồng (-23% yoy) do giảm tương đối khoản vay tài chính
Chi phí bán hàng & QLDN	976	1.132	16%	Chi phí bán hàng và QLDN được tiết giảm đáng kể sau giai đoạn tái cấu trúc. Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/ Doanh thu thuần đạt 23%, thấp hơn so với cùng kỳ (26%).
LNST	150	454	203%	Biên lợi nhuận sau thuế đạt 9,6%, cao hơn đáng kể so với cùng kỳ (đạt 4,0%).

Kết quả kinh doanh DXG 2020-2024



Cơ cấu doanh thu DXG 2019-2024



Nguồn: DXG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

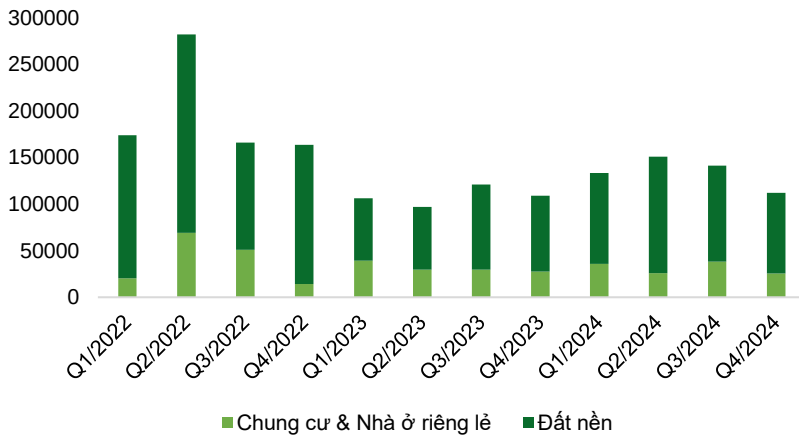
Mảng môi giới hồi phục tích cực cùng với lượng giao dịch BĐS

VCBS đánh giá KQKD mảng môi giới BĐS của DXG sẽ ghi nhận mức hồi phục tích cực từ năm 2025 xét đến:

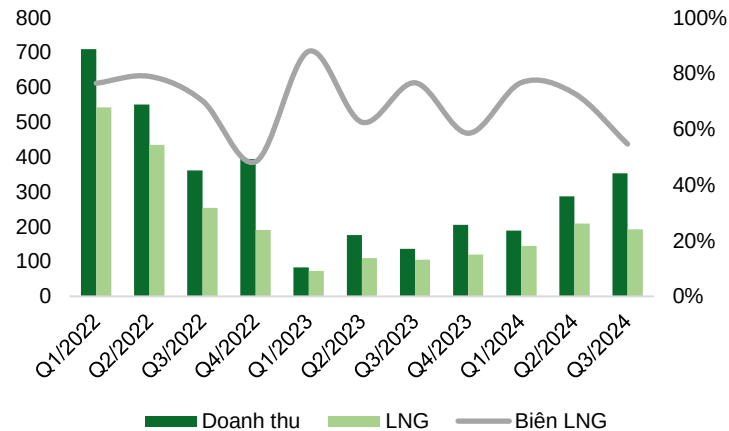
- Lượng giao dịch BĐS đã ghi nhận sự cải thiện đáng kể từ năm 2024 với tổng lượng giao dịch thành công trong nửa cuối năm 2024 đạt 253.569 giao dịch (+100,2% yoy). Dự báo xu hướng hồi phục mạnh sẽ được duy trì trong năm 2025 cũng với những tín hiệu tích cực của thị trường BĐS.
- Việc siết chặt hoạt động môi giới bất động sản theo Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi (có hiệu lực từ ngày 1/8/2024) tạo điều kiện để các doanh nghiệp hoạt động bài bản như DXG – DXS củng cố vị thế và gia tăng thị phần.

Bên cạnh đó, quá trình tái cấu trúc và cắt giảm tối đa chi phí vận hành từ năm 2022, kết hợp với việc chuyển hướng chiến lược kinh doanh năm 2025 bằng hình thức bao tiêu dự án, ký quỹ độc quyền kỳ vọng sẽ giúp nâng cao hiệu quả lợi nhuận trên từng đầu sản phẩm.

Lượng giao dịch chung cư, nhà ở RL, đất nền



KQKD dịch vụ môi giới BĐS DXG

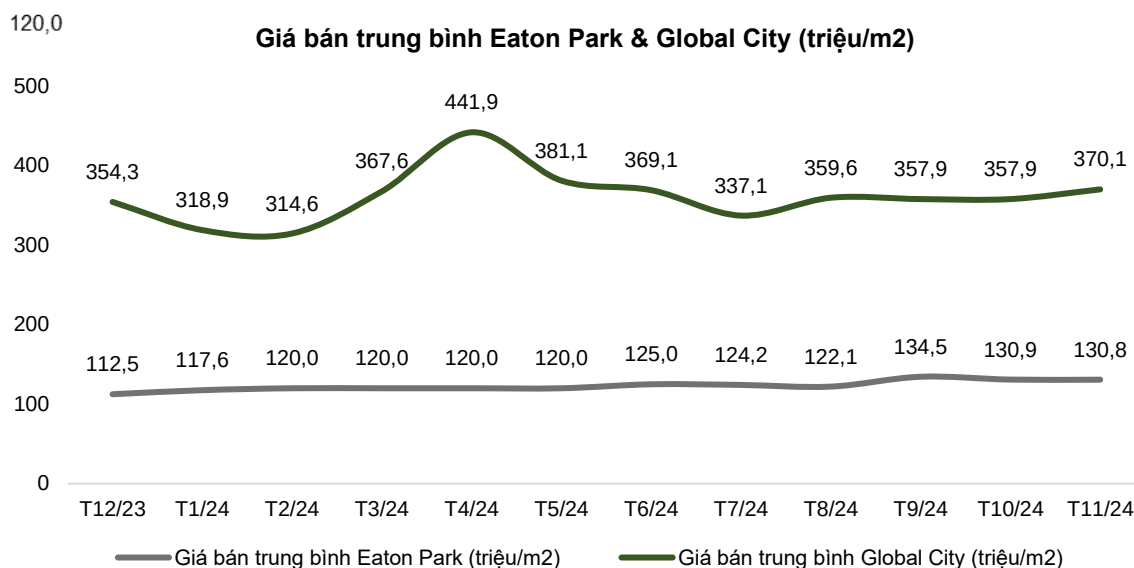


Nguồn: Bộ Xây dựng, VCBS tổng hợp

Điểm rơi lợi nhuận tại năm 2026 nhờ: (1) Tái khởi động dự án Gem Riverside, (2) Mở bán các phân khu còn lại tại Gem Sky World

Vào tháng 9/2024, dự án Gem Riverside (DXH Riverside) đã được cấp GPXD, đây là mốc pháp lý quan trọng đánh dấu việc tái khởi động dự án. Hiện tại dự án đã hoàn thành phần cọc, móng và chuẩn bị tiến hành đào hầm.

DXG đặt mục tiêu sẽ triển khai bán hàng trong năm 2025 và kỳ vọng dự án sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tốt nhờ vị trí trung tâm Quận 2, TP.HCM. VCBS cho rằng mặt bằng giá bán sẽ khá tích cực, rơi vào khoảng 110-120 triệu đồng/m² xét đến mức giá tham chiếu từ các dự án lân cận như Eaton Park Gamuda và Masterise Global City (quanh mức 130-140 triệu/m²). VCBS ước tính dự án đem lại dòng tiền bán hàng khoảng 27.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027 và dự kiến doanh nghiệp sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2026.

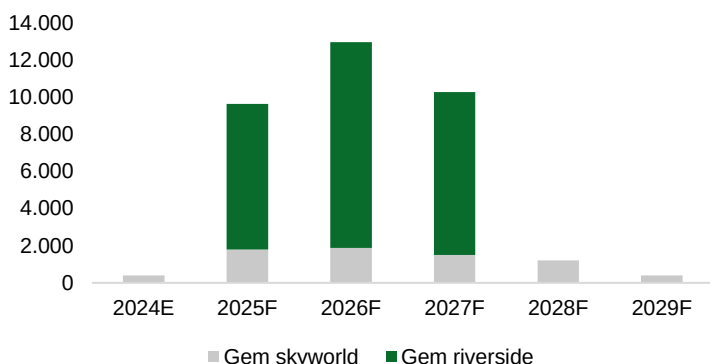


Nguồn: Batdongsan.com

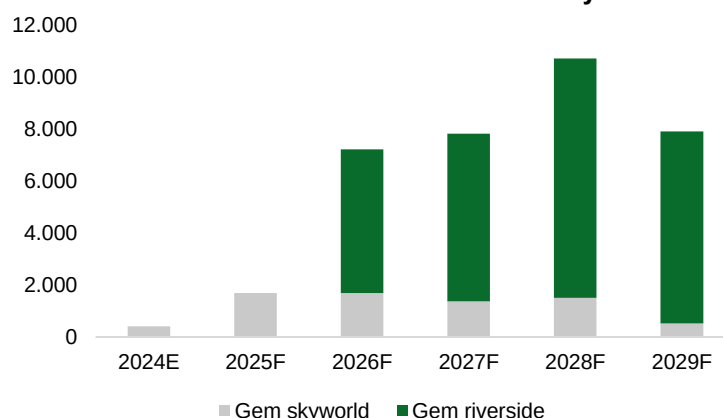
Dự án Gem Riverside được doanh nghiệp triển khai từ năm 2018, sau đó tạm dừng để tăng chỉ tiêu mật độ xây dựng và dân số. Sau khi hoàn thiện quy hoạch 1/500 điều chỉnh, DXG đã thanh toán đầy đủ nghĩa vụ tài chính cho toàn dự án (bao gồm 100 tỷ đồng tiền sử dụng đất bổ sung). Với giá bán tăng gần gấp 3 lần so với đợt mở bán đầu tiên (quanh ngưỡng 40 triệu đồng/m²), chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đạt được mức biên lợi nhuận tương đối tốt.

Về việc đàm phán 300 hợp đồng tồn đọng của khách hàng từ giai đoạn trước, DXG đưa ra 2 phương án đền bù: (1) Chiết khấu 20% giá trị sản phẩm, (2) Hoàn trả tiền cọc kèm lãi suất và thanh lý hợp đồng. Do căn hộ của các hợp đồng này đã được dọn về 1 block và DXG đang đẩy nhanh quá trình thanh lý hợp đồng, chúng tôi đánh giá vấn đề trên không ảnh hưởng nhiều đến tiến độ chung toàn dự án.

Doanh số bán hàng của Gem Riverside & Gem Skyworld



Doanh thu của Gem Riverside & Gem Skyworld



Nguồn: VCBS ước tính

Song song với việc tái khởi động dự án Gem Riverside, DXG sẽ mở bán các phân khu tiếp theo tại Gem Sky World sau 3 năm ngắt quãng. Với 800 lô đất nền đã bán nhưng chưa bàn giao tại phân khu Sapphire Parkview, DXG sẽ ghi nhận 300-400 lô trong năm 2025.

DXG đặt mục tiêu giá bán tại các phân khu còn lại phải cao hơn giá bán đợt mở bán đầu tiên vào năm 2021 (mức 18-25 triệu đồng/m²). Tuy nhiên, mặt bằng giá bán các dự án vùng lân cận trong thời điểm

hiện tại rơi vào khoảng 18-22 triệu đồng/m² và đang cải thiện với tốc độ khá chậm do vẫn còn ảnh hưởng từ việc cắt lỗ của nhà đầu tư sau giai đoạn sốt nóng.

Do đó, VCBS dự báo các phân khu tiếp theo sẽ được mở bán tại nửa cuối năm 2025 - thời điểm khi: (1) Thị trường BĐS Đồng Nai tích cực hơn, (2) Một số dự án hạ tầng lân cận tạo tính kết nối vùng như sân bay Long Thành và cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu dần được hoàn thiện.

Triển vọng dài hạn từ chuỗi dự án tại Bình Dương

Sau Gem Sky World và Gem Riverside, các dự án gối đầu tiếp theo trong giai đoạn 2026-2028 là loạt dự án tại Bình Dương bao gồm: Opal Luxury, DXH Parkview và DXH Park City.

Bảng : Các dự án DXG sẽ triển khai trong giai đoạn tới

Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ
Gem Riverside	Q. Bình Tân, TP. HCM.	6,7	100%	Dự kiến hoàn thành phần móng và mở bán trong Quý 1/2025.
Gem Sky World	Long Thành, Đồng Nai	92,0	100%	- Đã bán 2.300 sản phẩm (60% tổng sản phẩm). - Còn 800 sản phẩm đã bán nhưng chưa bàn giao.
Opal Luxury	P. Bình An, Bình Dương	8,4	100%	Đã được phê duyệt 1/500. Đang đợi phê duyệt tiền sử dụng đất.
DXH Parkview	TP. Thuận An, Bình Dương	5,1	100%	Đang đợi phê duyệt QH 1/500.
DXH Parkcity	TP. Thuận An, Bình Dương	7,4	100%	Chờ phê duyệt chủ trương đầu tư.
Gem Premium	Q. Thủ Đức, TP.HCM	15,0	75%	Đang chờ phê duyệt QH 1/500 và chủ trương đầu tư.
Lux Star	Q7, TP.HCM	1,2	100%	Đang thực hiện GPMB.
DXH New City	H. Bình Xuyên, Vĩnh Phúc	37,9	100%	Đang điều chỉnh QH 1/500.
Gem Green Bay	H. Cam Lâm, Khánh Hòa	171,9	100%	Đang điều chỉnh QH 1/2000.

Nguồn: DXG, VCBS tổng hợp

Trong tháng 12.2024, Bình Dương đã công bố bảng giá đất mới, trong đó, giá đất tại TP. Thuận An tăng đạt mức tăng khoảng gần 2 lần so với bảng giá cũ. Mặc dù việc thay đổi bảng giá đất sát thị trường kỳ vọng giúp đẩy nhanh tiến độ pháp lý và đền bù tại các dự án, VCBS đánh giá chi phí phát triển quỹ đất sẽ bị đẩy cao xét đến phần lớn các dự án của DXG tại Bình Dương vẫn chưa hoàn thành GPMB và xác định nghĩa vụ tiền sử dụng đất.

Để tối ưu mặt bằng giá bán và hiệu quả lợi nhuận các dự án, VCBS dự báo DXG sẽ bắt đầu thực hiện mở bán mạnh loạt dự án tại Bình Dương từ năm 2026 xét đến:

- Các hoạt động kinh tế và diễn biến thị trường BĐS khu vực phía Nam dự báo ghi nhận sự cải thiện rõ ràng từ năm 2025 - 2026, đặc biệt tại TP.HCM và các trung tâm công nghiệp – kinh tế lớn như Bình Dương.

- Mức độ phục hồi của thị trường BĐS phía Nam không còn tính cục bộ mà có sự lan tỏa hơn sang các địa phương lân cận TP.HCM.

Chúng tôi cho rằng mức độ hấp thụ của các dự án này sẽ tương đối tốt do chủ yếu là phân khúc căn hộ tầm trung, phù hợp với túi tiền của đa số người dân. Dự kiến ba dự án trên sẽ đem lại dòng tiền bán hàng khoảng 36 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2029.

DỰ BẢO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu thuần năm 2025 của DXG đạt **3.401 tỷ đồng (-28% yoy)**, LN thuần đạt **248 tỷ đồng (-2% yoy)**, tương ứng với EPS là **243 VND/ cổ phiếu**. Đối với năm 2026, doanh thu thuần và LN thuần đạt lần lượt **7.190 tỷ đồng và 1.191 tỷ đồng**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu DXG dựa trên một số phương pháp:

Định giá SOTP

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của DXG và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **18.058 VND/ cổ phiếu**.

Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	
Dự án BĐS	18.625
DXS	1.662
Đầu tư vào công ty liên kết	420
(Nợ vay ròng)	4.981
Giá trị doanh nghiệp	15.726
Số cổ phiếu (triệu)	870,8
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	18.058

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung bình được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **18.204 VND/ cổ phiếu**.

P/B	
HDC	1,95
DIG	1,53
PDR	1,50
NLG	1,30
HLD	1,23
Trung bình	1,52
BVPS 2025 (VND)	12.016
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	18.204

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu DXG là **18.131 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá RNAV	18.058
Phương pháp định giá tương đối	18.204
Kết hợp 2 phương pháp	18.131

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Sau giai đoạn tái cơ cấu, doanh nghiệp đã cho thấy những tín hiệu khả quan trong tiến độ pháp lý và việc triển khai các dự án, cải thiện uy tín và củng cố vị thế trên thị trường. Hiện tại, doanh nghiệp đang giao dịch tại mức P/B tương đối hấp dẫn. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu DXG với mức giá mục tiêu **18.131 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Vân Trang

Chuyên viên Phân tích

pvttrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>