

CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH

[Việt Nam / Bất động sản]

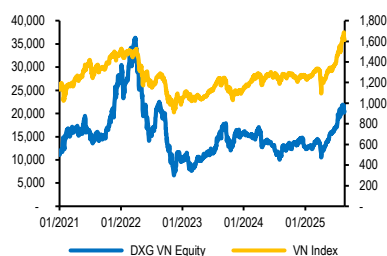
Mã Bloomberg (DXG VN) | Mã Reuters (DXG.HM)

MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 24,200**
Giá hiện tại (22/08/2025) **VND 20,150**
Suất sinh lời **20.1%**

VNINDEX	1,645
HVNINDEX	272
Vốn hóa (tỷ VND)	20,480
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,021
SLCP tự do giao dịch (triệu)	1,021
52 tuần cao/thấp (VND)	22,400/9,880
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	23.2
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	402
Số hữu nước ngoài (%)	26.3
Ban lãnh đạo và BLQ	18.1
Cổ đông lớn (%)	VN Enterprise Investments Ltd 4.6
CTCP Đầu tư NAV	4.4
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	44.6 52.7 54.0
Tg đối với VN-Index (%)	25.3 26.1 27.1



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

Mảng môi giới bất động sản khởi sắc

Cập nhật khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 24,200 đồng

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) là doanh nghiệp bất động sản (BDS) niềm yết lớn trong phân khúc trung cấp và cao cấp. DXG đồng thời sở hữu mảng môi giới BDS sơ cấp chiếm thị phần đứng đầu cả nước (33%) trong năm 2024. Mảng môi giới BDS của DXG thể hiện sự phục hồi mạnh mẽ trong Q2/2025 và H1/2025 với doanh thu lần lượt tăng trưởng 93.4% YoY và 56.6% YoY nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng và giao dịch toàn thị trường khởi sắc. Mảng môi giới sẽ là nguồn đóng góp doanh thu chính cho DXG trong trung hạn 2025-2026. Đồng thời, DXG hưởng lợi lớn từ chính sách sáp nhập Bình Dương vào Tp.HCM, nơi mà DXG đang sở hữu quỹ đất quy mô hơn 100ha sau quá trình đẩy mạnh phát triển các năm trước. Ngoài ra, hai dự án trọng điểm giai đoạn tới đều có chuyển biến tích cực, dự án The Privé của DXG nhận được lượt booking ấn tượng, hơn 4,200 lượt booking đủ dự án chỉ cung cấp 3,175 sản phẩm, dự án Gem Sky World hưởng lợi lớn từ tiến độ triển khai sân bay Quốc tế Long Thành. Nhờ đó giúp triển vọng hồi phục và tăng trưởng của DXG trở nên tích cực trong giai đoạn tới. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA DXG với giá mục tiêu 24,200 đồng, tương đương với mức tiềm năng tăng giá 20.1%.

Cập nhật KQKD Q2/2025 và H1/2025

Trong Q2/2025, doanh thu (DT) của DXG đạt 1,046 tỷ đồng (-7.1% YoY) và lợi nhuận (LN) công ty mẹ đạt 84 tỷ đồng (+156.7% YoY) phần lớn được đóng góp bởi mảng môi giới chiếm 53% tổng DT Q2/2025 đạt 555 tỷ đồng (+93.4% YoY), so với DT bàn giao BDS sụt giảm còn 337 tỷ đồng (-55.2% YoY). Trong H1/2025 DXG bàn giao sản phẩm thấp tăng dự án Gem Sky World và DT mảng môi giới tăng trưởng có biên LN gộp cao hơn so với dự án Opal Skyline trong H1/2024. Nhờ vậy, dù DT DXG H1/2025 chỉ đạt 1,971 tỷ đồng (-13% YoY) nhưng LN sau thuế công ty mẹ có sự tăng trưởng tốt 107.1% YoY đạt 133 tỷ đồng.

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 mẹ đạt 350 tỷ (+38.7% 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 tăng trưởng rõ ràng cùng các dự án do DXS làm chủ đầu tư phát triển gồm 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 thu nhập của DXG từ năm 2027.

Điều chỉnh định giá: Điều chỉnh theo (1) Số liệu KQKD Q2/2025 và chi phí sử dụng vốn (WACC) thấp hơn xuống còn 11.7% (từ 12.2% trong báo cáo cập nhật trước), (2) điều chỉnh định giá các dự án với giá bán cao hơn nhờ hưởng lợi từ sáp nhập Bình Dương vào Tp.HCM và giá bán các dự án hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công vào phát triển cơ sở hạ tầng, (3) Mảng môi giới có sự hồi phục và tăng trưởng ấn tượng đóng góp lớn cho DXG trong giai đoạn tới. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu DXG là 24,200 VND/cổ phiếu.

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	1,153	1,139	1,373
LN ròng cty mẹ (tỷ VND)	215	172	253	350	498
EPS (đồng)	359	273	359	401	571
BPS (đồng)	15,112	15,370	14,484	14,438	15,080
Biên LN HKKD (%)	15.1	19.7	24.3	21.1	22.6
Biên LN ST (%)	9.7	4.1	9.6	11.7	14.0
ROE (%)	2.4	1.8	2.5	3.0	3.9
PER (x)	53.4	54.3	47.0	41.6	29.2
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 6T2025 và dự phóng 2025

Khoản mục	Q2/2025 (Tỷ đồng)	%YoY	H1/2025 (Tỷ đồng)	%YoY	2025F (Tỷ đồng)	%YoY
Doanh thu thuần	1,046	-7.1%	1,971	-10.0%	5,406	14.2%
<i>Phát triển BĐS</i>	337	-55.2%	1,044	-33.7%	2,800	-15.6%
<i>Môi giới</i>	555	93.4%	751	57.6%	2,142	70.0%
<i>Xây dựng</i>	3	-84.6%	4	-80.4%	4	-74.6%
<i>Cho thuê</i>	111	-63.3%	173	42.9%	461	84.2%
Lợi nhuận gộp	476	-11.6%	987	13.8%	2,599	13.8%
Biên lợi nhuận gộp	45.6%		50.1%		48.1%	
Doanh thu tài chính	37	728.2%	49	278.9%	145	203.5%
Chi phí tài chính	-43	-59.9%	-182	-21.8%	-436	-7.3%
Chi phí bán hàng	-150	-29.3%	-296	-17.0%	-946	27.9%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-85	14.1%	-164	11.5%	-514	29.4%
Lợi nhuận từ HĐKD	236	76.2%	394	45.3%	1,139	-1.2%
Thu nhập/(lỗ) khác	42	38.8%	38	49.0%	38	N/A
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, LK	0	N/A	0	N/A	0	N/A
Lợi nhuận trước thuế	278	69.4%	432	45.7%	863	18.7%
LNST	277	195.6%	355	107.5%	630	38.8%
LNST của công ty mẹ	84	156.7%	133	107.1%	350	38.7%
Biên lợi nhuận ròng	26.5%		18.0%		11.7%	

Doanh thu Q2/2025 đạt 1,046 tỷ đồng (-7.1% YoY) nhờ đóng góp lớn của mảng môi giới bất động sản đạt 555 tỷ đồng (+93.4% YoY) đóng góp 53% vào tổng doanh thu DXG trong Q2/2025 đã cho thấy sự khả quan của thị trường BĐS sau giai đoạn khó khăn 2022-2023. Trong khi đó mảng phát triển BĐS thực lùi và chỉ đóng góp 337 tỷ đồng (-55.2 % YoY) nhờ ghi nhận doanh thu các sản phẩm đã bán chưa được bàn giao tại dự án Gem Sky World.

Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ Q2/2025 đạt 84 tỷ đồng (+156.7% YoY) nhờ sự hồi phục tích cực của mảng môi giới bất động sản dù doanh thu từ bàn giao BĐS sụt giảm mạnh do DXG không có nhiều dự án để ghi nhận trong 2025-2026. Dù doanh thu H1/2025 mảng phát triển BĐS giảm còn 1,044 tỷ đồng (-33.7% YoY) từ đóng góp bởi sản phẩm nhà phố, đất nền dự án Gem Sky World có biên lợi nhuận gộp tốt so với dự án chung cư trung cấp Opal Skyline trong H1/2024 có biên lợi nhuận gộp thấp hơn. Cùng với sự hồi phục của mảng môi giới BĐS đạt 751 tỷ đồng (+57.6% YoY) có biên lợi nhuận gộp cao, nhờ đó dù tổng DT H1/2025 giảm 10% YoY, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 133 tỷ đồng (+107.1% YoY).

Dự phóng 2025 nhờ đóng góp tích cực của mảng môi giới công ty con (DXS) và dự án Gem Sky World (hưởng lợi từ tiến độ đẩy mạnh của sân bay Quốc tế Long Thành) giúp KQKD DXG phục hồi ổn định. Chúng tôi không thay đổi nhiều về dự phóng DT và LN ròng của công ty so với báo cáo trước. Dự phóng DT đạt 5,406 tỷ đồng (+14.2% YoY) và LN ròng của công ty mẹ đạt 350 tỷ (+38.7% YoY).

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. Chúng tôi kỳ vọng dự án The Privé sẽ mang lại doanh thu tích cực cho DXG từ năm 2027.

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TRIỂN KHAI DỰ ÁN

	Dự án	Sản phẩm	Vị trí	Quyđất (ha)	Sở hữ	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%						Hưởng lợi từ tiến độ triển khai của sân bay quốc tế Long Thành. Giai đoạn 2 của dự án cơ bản hoàn thiện cơ sở hạ tầng. DXG dự kiến mở bán giai đoạn tiếp theo vào nửa 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. 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.
2	The Privé	Căn hộ	TP.HCM	6.7	100%						DXG đã nhận hơn 4,200 lượt booking cho dự án, dự kiến dự án sẽ hoàn thành xây dựng tầng hầm và nhận giấy phép mở bán trong nửa cuối 2025. Dự án 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.
3	DXH Park View	Căn hộ	Bình Dương	5.1	100%						Dự án đã nhận quy hoạch chi tiết 1/500 và đang được tính tiền sử dụng đất (LUR). Trong H2/2025, DXG sẽ phát hành 93.5 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược và thu về hơn 1,700 tỷ đồng để phát triển dự án DXH Park View. Dự kiến dự án sẽ bắt đầu triển khai trong H2/2025 và mở bán từ 2026.
4	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.
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

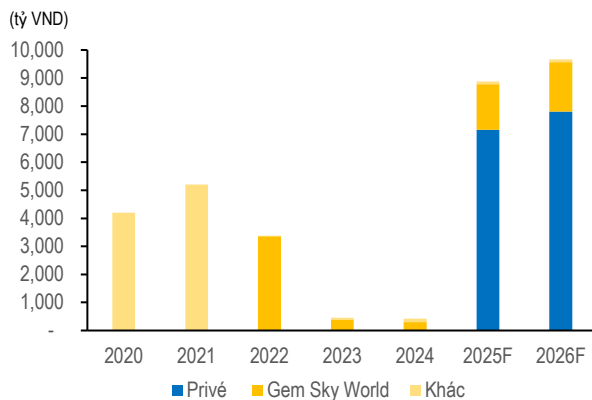
1. Đẩy mạnh triển khai dự án trong giai đoạn 2025-2027

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 và hưởng lợi từ làn sóng đầu tư cơ sở hạ tầng trong đó có dự án sân bay Quốc tế Long Thành. Dự án GSW sẽ cung cấp khoảng 1,800 sản phẩm còn lại của dự án cho kế hoạch kinh doanh của DXG trong giai đoạn trung hạn tới. 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).

Nổi tiếp dự án GSW và dự án The Privé, DXG có kế hoạch triển khai dự án DXH Park View quy mô hơn 5ha tại Thuận An, Bình Dương cung cấp gần 7,000 sản phẩm căn hộ trung cấp. Hiện dự án đã nhận được quy hoạch chi tiết 1/500 và đang tới bước tính tiền sử dụng đất (LUR) trong thủ tục pháp lý. Dự kiến DXS sẽ triển khai xây dựng dự án trong H2/2025 và bắt đầu mở bán từ 2026. Trong H2/2025, DXG đang thực hiện kế hoạch 93.5 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược và thu về hơn 1,700 tỷ đồng để phát triển dự án DXH Park View.

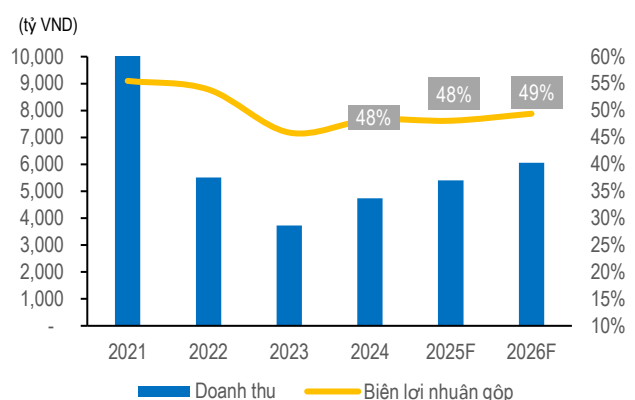
Ngoài ra, trong giai đoạn tới DXG sẽ đẩy mạnh hoàn thiện thủ tục pháp lý hàng loạt dự án tại khu vực Bình Dương (bao gồm dự án: Opal Luxury, DXH Park City và Opal City View) với nguồn cung dự kiến lên tới 15,000 sản phẩm cho giai đoạn 2025-2027. Đây là nguồn cung quan trọng giúp DXG có thể tăng trưởng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

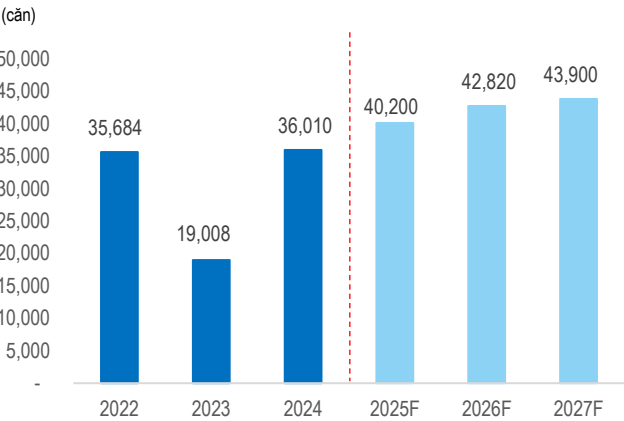
2. Kỳ vọng mảng môi giới BĐS khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS

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 H1/2025 doanh thu mảng môi giới tiếp tục hồi phục đạt 751 tỷ đồng (+57.6% 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 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.

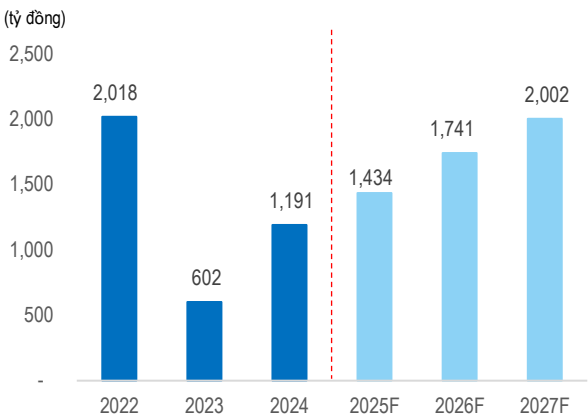


Tổng cung căn hộ tại Hà Nội và TPHCM dự kiến phục hồi từ 2024



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Kì 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 24,200 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 24,200 đồng tương ứng với mức tăng 20.1% 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

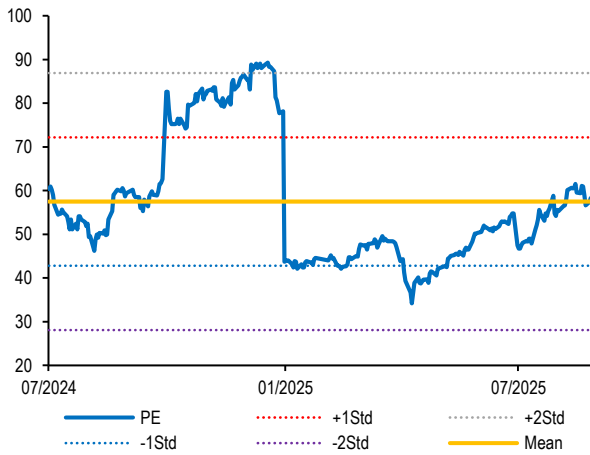
Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để định giá DXG. Trong đó, các dự án có kế hoạch cụ thể, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF; các dự án chưa triển khai nhưng hoàn thiện pháp lý, chúng tôi dùng phương pháp giá trị sổ sách (BV). Chúng tôi áp dụng mô hình chiết khấu dòng tiền DCF 5 năm để định giá mảng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

Chúng tôi sử dụng WACC ở mức 11.7%, giá mục tiêu theo phương pháp RNAV của DXG được định giá ở mức 24,200 đồng.

Mô hình định giá RNAV của DXG				
Dự án	Tổng NPV (Tỷ đồng)	% sở hữu	NPV thuộc DXG (Tỷ đồng)	Phương pháp
Gem Sky World	3,149	100%	3,309	DCF
The Privé	7,175	100%	7,675	DCF
Opal Luxury	1,906	100%	2,036	DCF
DXH Park View	1,477	100%	1,727	DCF
DXH Park City	2,302	100%	1,889	DCF
Opal City View	1,524	100%	1,724	DCF
DXH Premium	2,621	75%	2,116	DCF
Others	2,230	100%	2,365	BV
Dịch vụ môi giới	7,527	55%	4,329	DCF
Tổng			27,169	
(+) Tiền và tương đương tiền			3,375	
(-) Nợ			(5,894)	
Giá trị tài sản ròng			24,649	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)			1.021	
Giá mục tiêu (VND)			24,200	

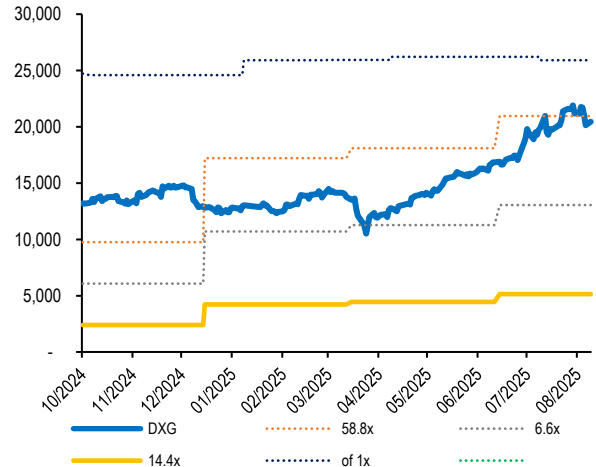
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của DXG



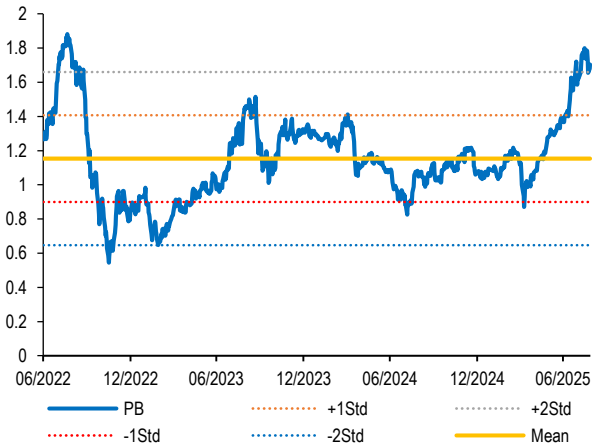
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của DXG



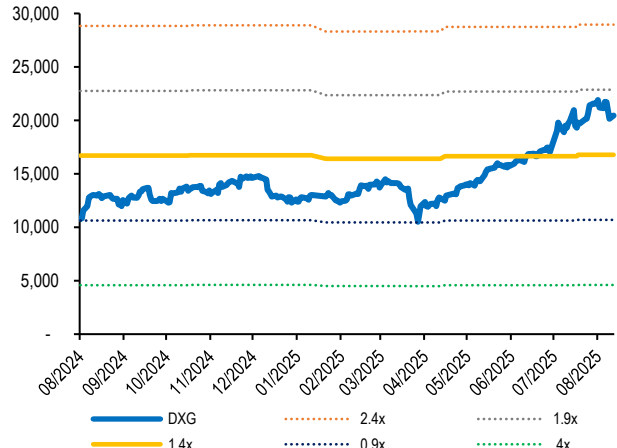
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của DXG



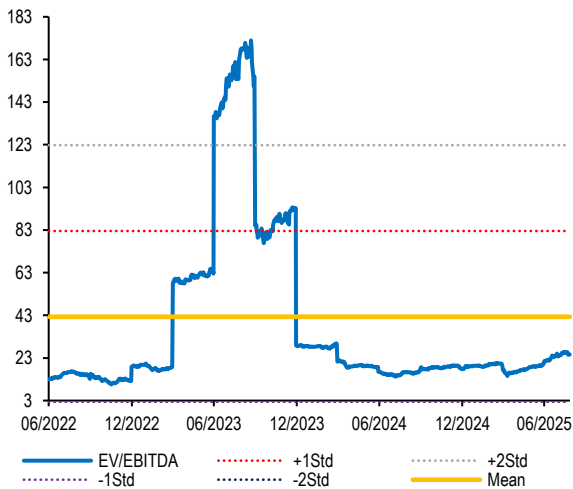
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của DXG



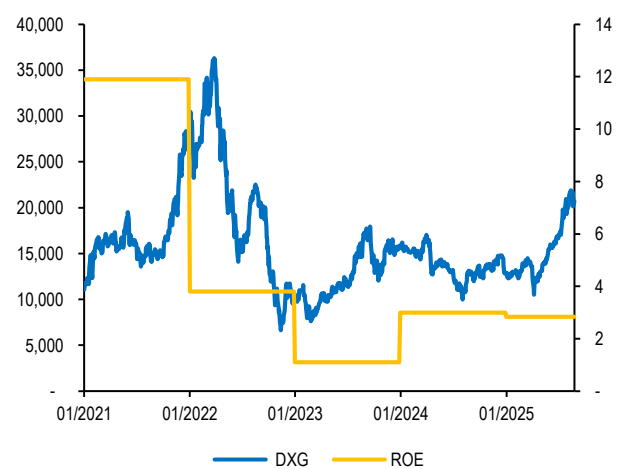
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của DXG



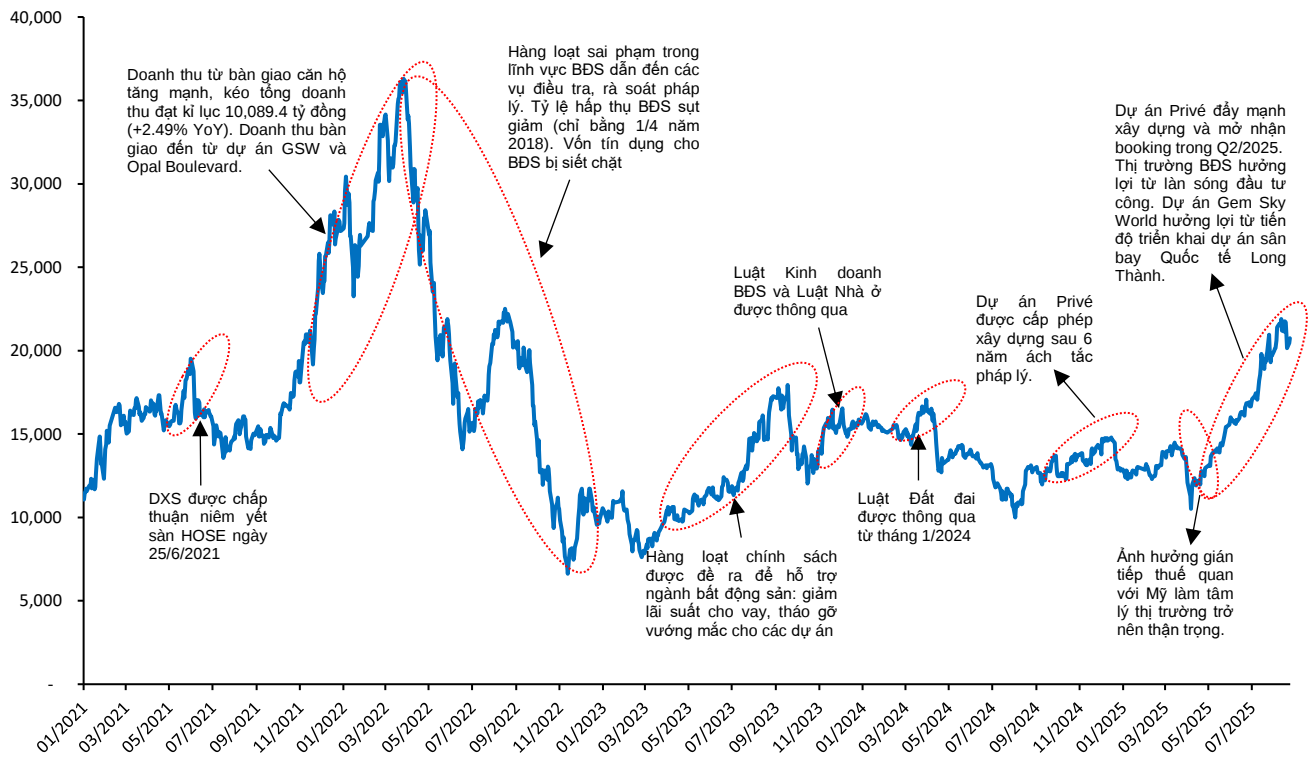
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE của DXG



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

Những sự kiện quan trọng của DXG



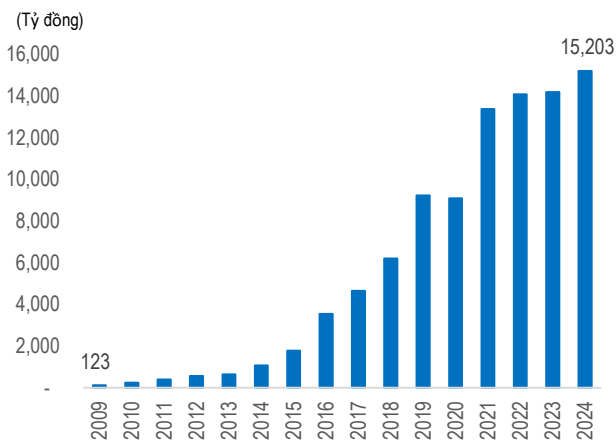
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển của DXG

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

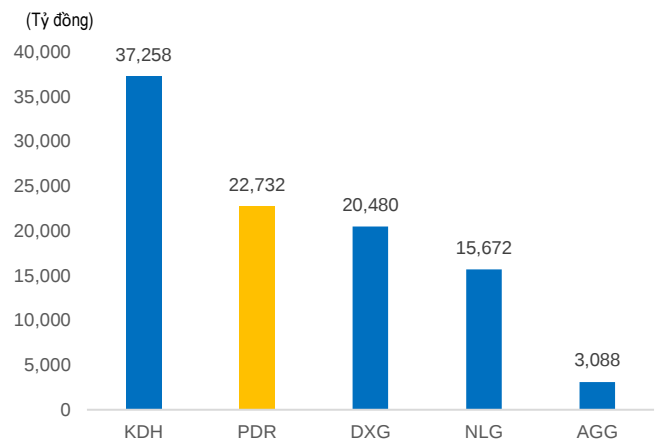
Đến nay, quy mô vốn chủ sở hữu (VCSH) đã tăng gần 124 lần so với ngày niêm yết và là một trong các doanh nghiệp BĐS niêm yết đứng đầu tại TP HCM. VCSH lớn cho phép doanh nghiệp thực hiện dự án quy mô và bài bản hơn khi Luật kinh doanh BĐS 2024 quy định tỷ lệ VCSH tối thiểu⁽¹⁾ từ 15-20% tổng mức đầu tư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

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



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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

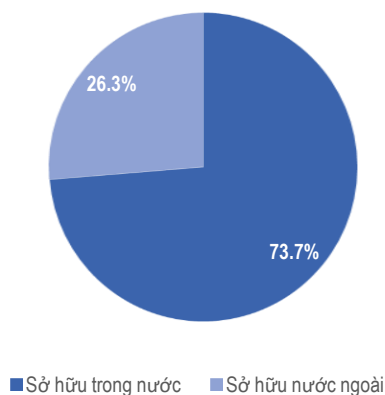


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Cơ cấu cổ đông

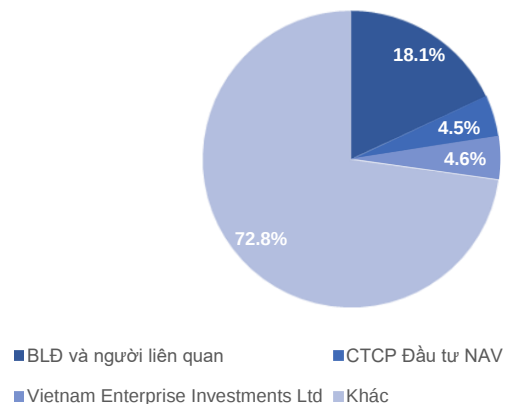
Ở góc độ tổ chức, tỷ lệ sở hữu của cổ đông ngoại tại DXG chỉ ở mức 26.3%, thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành như NLG và KDH và đã giảm so với mức 48.2% tháng 1 năm 2019. Hiện tại, Ông Lương Trí Thìn – cổ đông sáng lập và chủ tịch hội đồng chiến lược - là cổ đông nắm tỷ trọng cổ phiếu cao nhất (16.95%), tiếp đến là các quỹ đầu tư trong và ngoài nước.

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 22/8/2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu ngày 22/8/2025



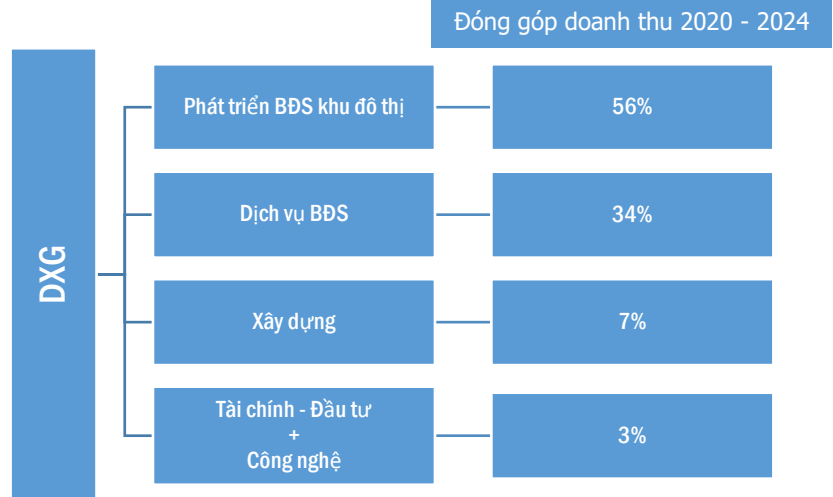
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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



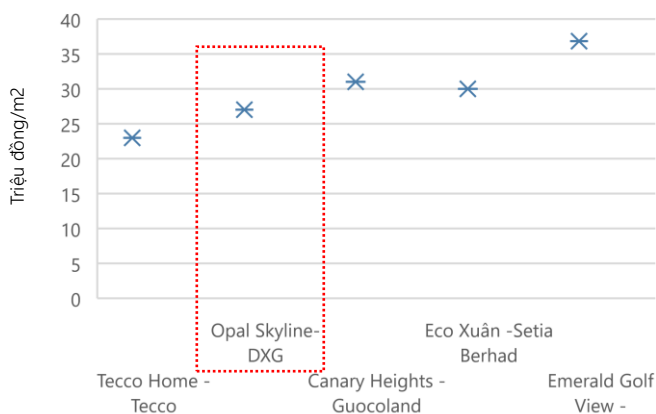
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

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:

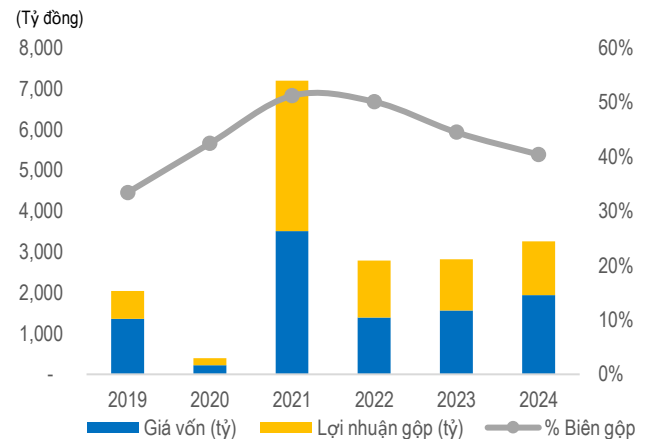
- ❖ Giá bán hấp dẫn so với các dự án trung cấp khác cùng khu vực.
- ❖ Vị trí dự án thuận lợi. Trong đó, nhiều dự án nằm ở các trục đường lớn như Phạm Văn Đồng, trục quốc lộ 13 (Bình Dương), thuận lợi cho di chuyển đến TPHCM trong khi giá bán hấp dẫn hơn so với các căn hộ trong nội thành TPHCM.

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



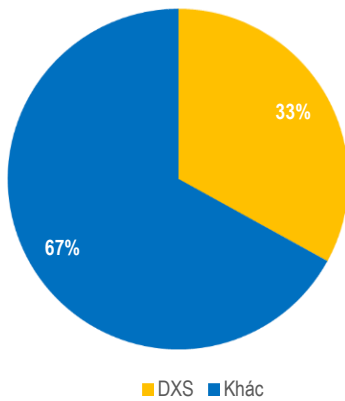
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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,...).

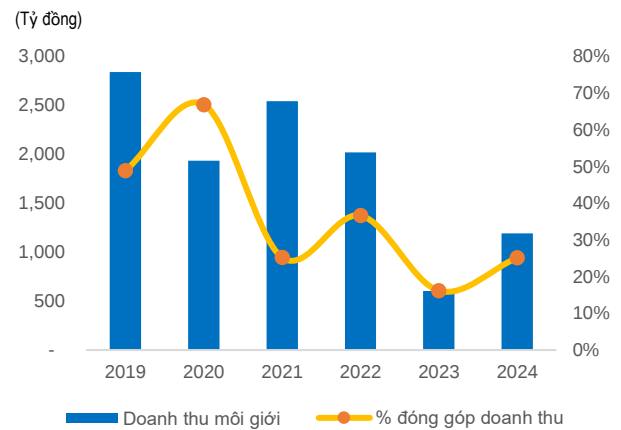
Chúng tôi nhận định mảng môi giới trọn gói tạo nên lợi thế cạnh tranh cho Đất Xanh so với các đối thủ cùng ngành khi tham gia sâu vào quá trình triển khai dự án của khách hàng. Đồng thời, vị thế của mảng môi giới còn được củng cố nhờ việc phát triển và áp dụng Proptech vào kinh doanh. Trong đó, nền tảng 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	32,133	33,379
Tài sản ngắn hạn	27,371	26,230	26,087	29,362	30,830
Tiền và tương đương tiền	919	276	1,249	1,291	1,672
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	15,995	16,422
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	14,647	15,179
Nợ ngắn hạn	12,255	11,618	10,348	10,518	11,350
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	1,955	1,655
Khác	6,700	6,509	5,429	6,145	6,869
Nợ dài hạn	3,981	2,983	3,586	4,129	3,829
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	3,748	2,699	3,396	3,939	3,639
Khác	233	284	190	189	189
Vốn chủ sở hữu	14,085	14,186	15,203	17,487	18,201
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	1,817	2,376
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	5,894	5,294
*Nợ ròng (tiền)	4,671	4,917	5,228	4,526	3,544

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	(3,904)	(851)	(1,322)	(3,485)	1,201
Lợi nhuận ròng	768	453	728	863	1,135
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)	(4,269)	243
Thay đổi khác	(275)	(170)	(394)	(140)	(241)
Tiền từ HĐ đầu tư	238	269	(181)	2,405	(281)
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)	1,904	(798)
Tiền từ HĐ tài chính	1,848	(61)	2,476	1,141	(539)
Thay đổi vốn cổ phần	417	29	1,226	1,800	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	1,769	(14)	1,260	(661)	(600)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(338)	(76)	(10)	(18)	61
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(1,818)	(643)	973	42	381
Tổng tiền đầu năm	2,738	919	276	1,249	1,291
Thay đổi trong kỳ giá	(1)	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	919	276	1,249	1,291	1,672

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)	(276)	(238)
Thu nhập tài chính	464	409	48	145	132
Chi phí tài chính	(521)	(593)	(470)	(436)	(392)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(462)	(537)	(420)	(436)	(392)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(5)	(97)	(3)	15	22
LNIT	768	454	728	863	1,135
Thuế TNDN	(234)	(303)	(273)	(233)	(284)
LNST	534	151	454	630	851
Tăng trưởng (%)	(66.5)	(71.8)	202.3	38.8	35.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	9.7	4.1	9.6	11.7	14.0
LNST cổ đông công ty mẹ	215	172	253	350	498
Lợi ích CĐTTS	319	(22)	202	280	353
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

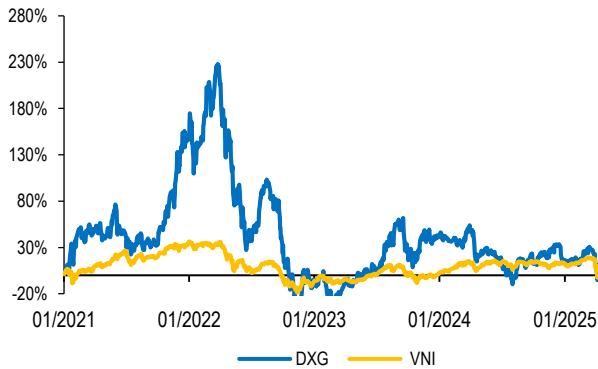
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	359	273	359	401	571
BPS (đồng)	15,112	15,370	14,484	14,438	15,080
PER (x)	53.4	54.3	47.0	41.6	29.2
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	11.7	14.0
ROA (%)	1.8	0.5	1.6	1.1	1.5
ROE (%)	3.8	1.1	3.0	3.0	3.9
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	41.0	37.3	43.1	33.7	29.1
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	354.9	458.7	433.5	332.7	222.8
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	9.0	3.2	12.8	13.0	15.4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.7	1.8	2.7	3.1	4.1
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	1,914	1,929
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
28/08/2025 (BC cập nhật)	MUA	24,200	46.3	-8.0/94.2

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