

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐÔNG SƠN HOLDING – UPCOM: DSH

TÍCH CỰC

Giá thị trường (đồng/cp)	12,600
Cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	18,100
Thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	10,200
Giá mục tiêu (đồng/cp)	18,000
Tiềm năng tăng giá (%)	48.7%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tổng tỷ suất sinh lời (%)	48.7%

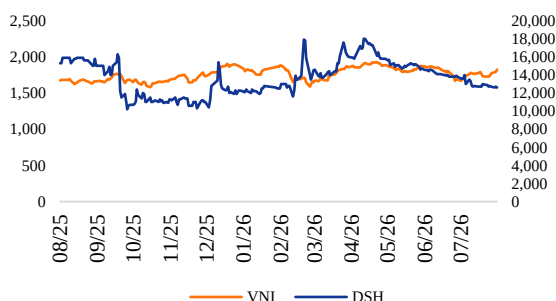
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực

Thị giá vốn (tỷ đồng)	441
GTGD BQ 3 tháng (tỷ đồng)	1.3
Sở hữu NN	4.29%
Số CP lưu hành (tr)	35
Số CP pha loãng (tr)	35

	DSH	Ngành	VNI
P/E TTM	0.85	10.37	12.64
P/B Current	0.64	1.15	2.06
ROA	11.0%	3.42%	2.59%
ROE	46.7%	11.1%	16.5%

*Dữ liệu ngày 10/09/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu	1T	3T	YTD
DSH	-3.0%	-18.1%	4.2%
VNIndex	3.0%	1.4%	2.5%

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Thị Minh Huệ (CT HĐQT)	10.00%
Tổng Công ty 319 Bộ Quốc Phòng	4.28%
Phạm Duy (con bà Huệ)	2.86%
Khác	82.86%

Tổng quan doanh nghiệp

DSH tiền thân là CTCP Đầu tư & Thương mại 319, thành lập ngày 09/12/2009 với cổ đông lớn nhất là Tổng công ty 319 - Bộ Quốc phòng. Công ty phát triển ba trụ cột chính: xây lắp hạ tầng - giao thông, đầu tư dự án BOT và phát triển bất động sản. Từ vai trò nhà thầu, DSH từng bước chuyển mình thành nhà đầu tư - phát triển dự án, góp phần hoàn thiện hạ tầng và thúc đẩy kinh tế - xã hội địa phương.

Luận điểm đầu tư

- BOT Hà Nội – Bắc Giang là tài sản lõi: DSH nâng sở hữu từ 25% lên 58% cuối 2025, hợp nhất công ty con → trực tiếp ghi nhận dòng tiền trạm thu phí vào BCTC mẹ.
 - Biên EBITDA mảng BOT rất cao (~90%), doanh thu ổn định ~600-630 tỷ/năm, chi phí vận hành thấp (~10% doanh thu).
 - Vị trí độc đạo phục vụ hàng hóa các KCN lớn (Quang Châu, Vân Trung, Đình Trám) đi cửa khẩu Lạng Sơn → nhu cầu bền vững, ít rủi ro cạnh tranh trực tiếp.
 - Lưu lượng xe tăng đều, đã mãn tải theo phương án tài chính ban đầu (32,504 xe/ngày năm 2025); phí BOT tăng định kỳ 3 năm/lần (+15%), dự kiến tăng tiếp năm 2027 → dư địa tăng dòng tiền.
- Mảng xây lắp cầu đường đóng vai trò duy trì năng lực thi công, bộ máy nhân sự – thiết bị và uy tín/thương hiệu nhà thầu hạ tầng của DSH trên thị trường; đồng thời tạo dòng doanh thu hoạt động ổn định, hỗ trợ trực tiếp cho việc nâng cấp, duy tu chính các dự án Công ty đang đầu tư (BOT, NOXH) mà không phải thuê ngoài.
- Trụ cột mới: BĐS NOXH Bãi Viên – GĐ1 (khối B, C) đã đủ pháp lý bán hàng, dự kiến bàn giao Q1/2027, mở dòng lợi nhuận mới từ 2027, đa dạng hóa nguồn thu ngoài BOT/xây lắp; được hưởng ưu đãi thuế NOXH (VAT 5%, TNDN 10%).

Rủi ro đầu tư

- Cổ tức từ BOT về DSH bị giới hạn theo cơ chế vay với ngân hàng
- Rủi ro chính sách: việc điều chỉnh tăng phí BOT phụ thuộc phê duyệt cơ quan quản lý, có thể chậm hoặc khác kỳ vọng vì lý do xã hội.
- Mảng xây lắp biên lợi nhuận thấp, cạnh tranh cao, công ty chủ trương không mở rộng
- Rủi ro BĐS NOXH: giá bán bị Nhà nước kiểm soát (không phải giá thị trường tự do) → biên lợi nhuận giới hạn tiến độ bàn giao GĐ1 (Q1/2027), có thể trễ do pháp lý/thi công.
- Thanh khoản cổ phiếu thấp do niêm yết trên UPCoM (từ 04/2025) — biến động giá có thể lớn khi khối lượng giao dịch mỏng

Định giá

- Cơ sở định giá cổ phiếu DSH được xây dựng theo Phương pháp định giá từng phần (Sum-of-the-Parts – SOTP).
- Qua đó, Giá trị định giá cổ phiếu DSH được xác định là 18,000 đồng/cổ phiếu.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Thông tin cơ bản – Lịch sử hình thành và phát triển

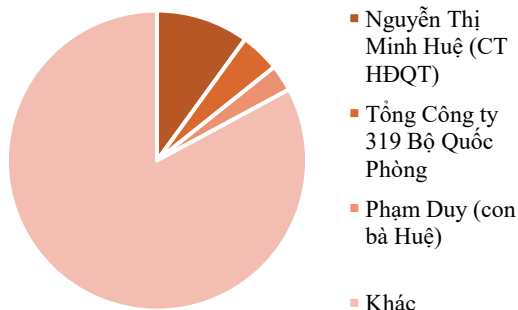


Thành lập năm 2009, Đông Sơn Holding (DSH) ban đầu là công ty con thuộc Tổng công ty 319 (Bộ Quốc Phòng).

Sau hơn 15 năm, doanh nghiệp đã tham gia thi công và đầu tư nhiều công trình quy mô lớn trên cả nước. DSH hiện hoạt động đa dạng trong các lĩnh vực thi công xây dựng, đầu tư dự án BOT, phát triển bất động sản.

04/2025 Công ty chính thức đưa cổ phiếu giao dịch trên sàn UPCoM.

2. Cơ cấu cổ đông



Về cơ cấu sở hữu, đáng chú ý là nhóm cổ đông liên quan đến Chủ tịch HĐQT Nguyễn Thị Minh Huệ nắm giữ tổng cộng 12.86% vốn điều lệ, gồm 10.00% do bà Huệ trực tiếp sở hữu và 2.86% do ông Phạm Duy (con trai bà Huệ) đứng tên - cho thấy mức độ chi phối và tập trung quyền sở hữu khá cao trong tay gia đình lãnh đạo doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, Tổng công ty 319 - Bộ Quốc phòng, cổ đông sáng lập gắn liền với nguồn gốc hình thành công ty, hiện vẫn duy trì tỷ lệ sở hữu 4.28%, phản ánh mối liên hệ lịch sử với khối doanh nghiệp quân đội dù vai trò cổ đông nhà nước/quân đội đã giảm đáng kể so với giai đoạn thành lập.

3. Công ty con, công ty liên kết

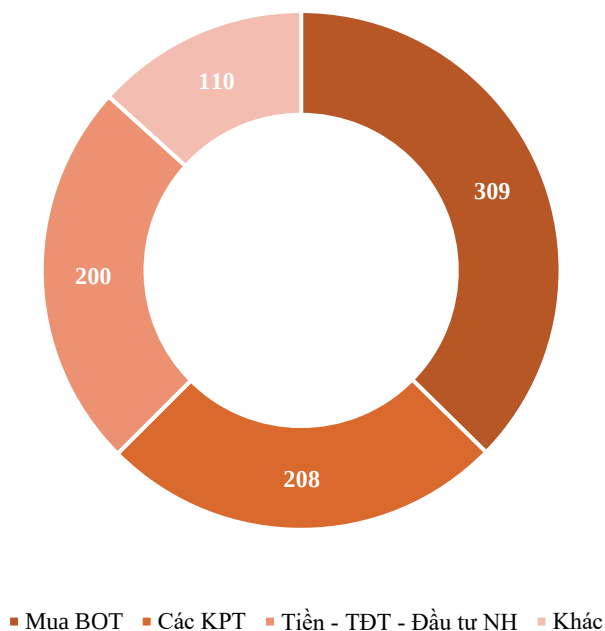
Hiện, DSH đang có 1 công ty con với tổng số vốn đầu tư khoảng 308 tỷ đồng,

STT	Công ty con	Hoạt động kinh doanh	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của DSH
1	Công ty Cổ phần Đầu tư BOT Hà Nội - Bắc Giang	Xây dựng và thu phí dịch vụ sử dụng đường bộ	496	58%

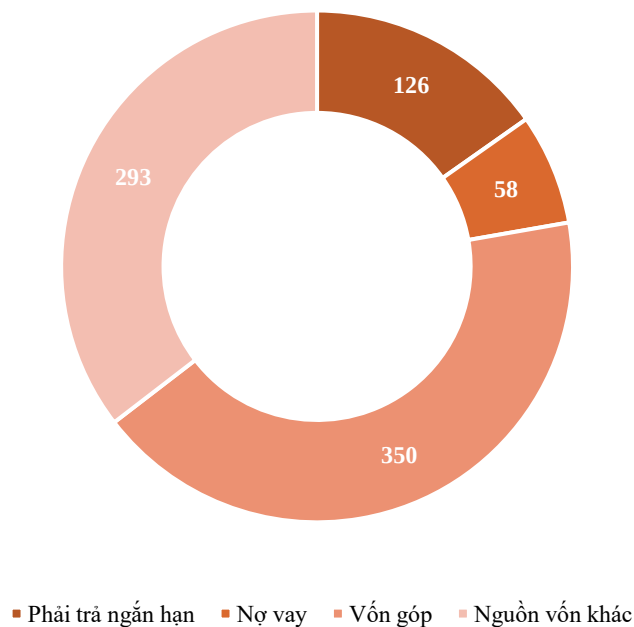
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH – TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Cơ cấu tài sản – nguồn vốn Công ty mẹ

TÀI SẢN Q2/2026 (TỶ ĐỒNG)

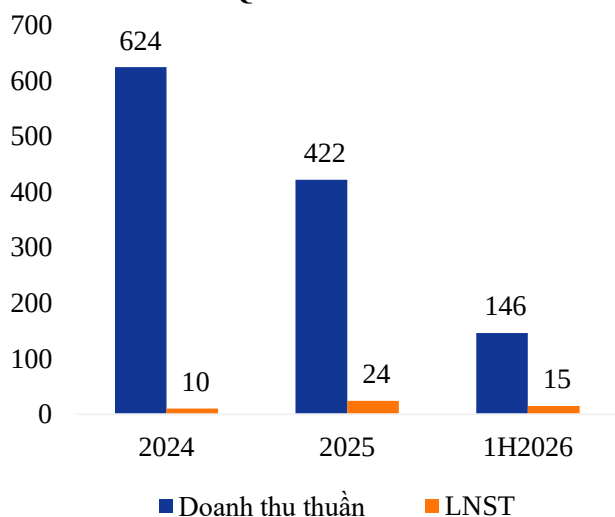


NGUỒN VỐN Q2/2026 (TỶ ĐỒNG)

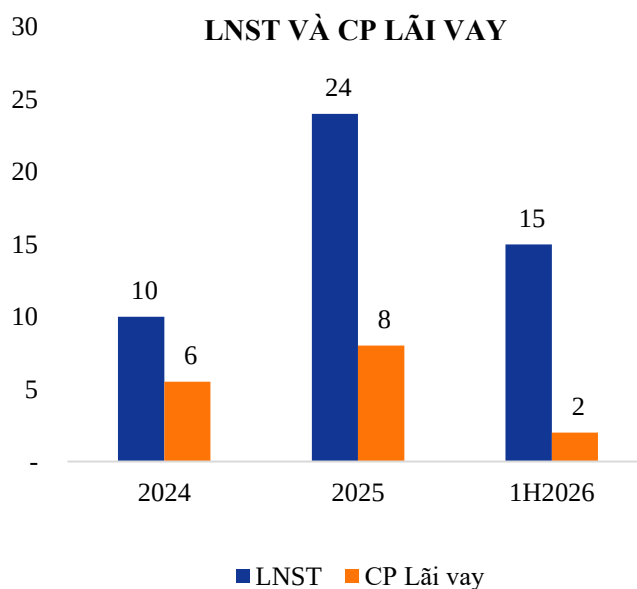


2. Kết quả kinh doanh của Công ty mẹ

KẾT QUẢ KINH DOANH



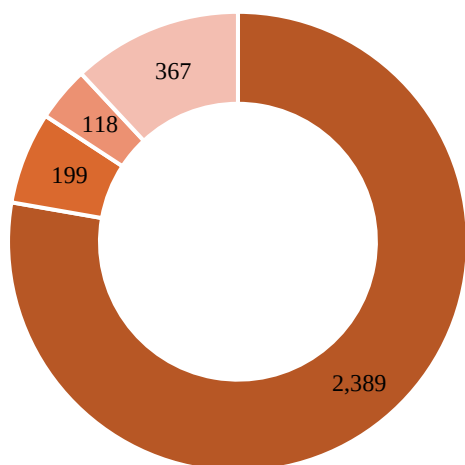
LNST VÀ CP LÃI VAY



Nguồn: BCTC Công ty mẹ DSH

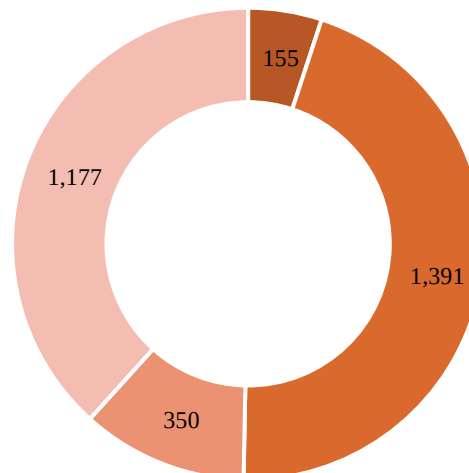
3. Cơ cấu tài sản – nguồn vốn hợp nhất

TÀI SẢN Q2/2026 (TỶ ĐỒNG)



■ TSCĐ ■ Các KPT ■ Tiền - TĐT - Đầu tư NH ■ Khác

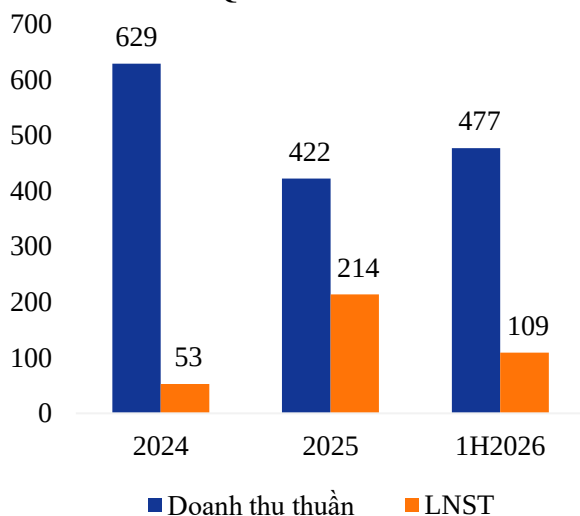
NGUỒN VỐN Q2/2026 (TỶ ĐỒNG)



■ Phải trả ngắn hạn ■ Nợ vay ■ Vốn góp ■ Nguồn vốn khác

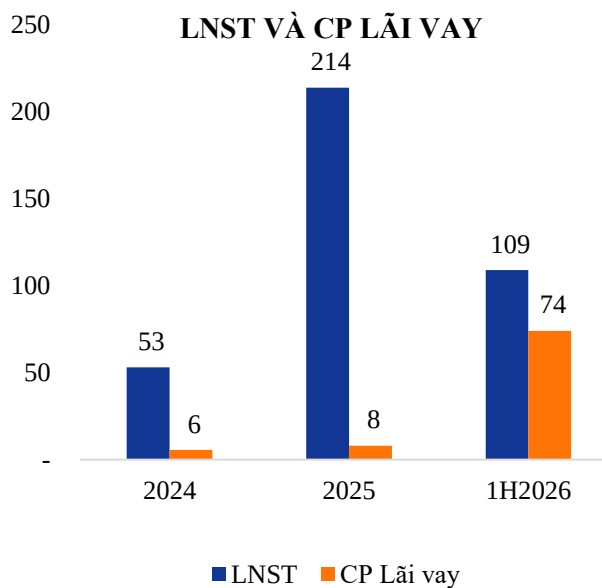
4. Kết quả kinh doanh hợp nhất

KẾT QUẢ KINH DOANH



■ Doanh thu thuần ■ LNST

LNST VÀ CP LÃI VAY



■ LNST ■ CP Lãi vay

Nguồn: BCTC hợp nhất DSH

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tài sản lõi tại BOT Hà Nội – Bắc Giang

BOT thành công ty con của DSH sau khi DSH thực hiện mua lại cổ phần, tăng sở hữu tại BOT lên thành 58%

Là tuyến đường độc đạo, BOT liên tục tăng trưởng và có dòng tiền mặt rất lớn

1.1. Thông tin dự án

Thông số kỹ thuật	Chi tiết
Tổng mức đầu tư	4,213 tỷ đồng
Chiều dài tuyến	45.8 km (Quốc lộ 1 đoạn Hà Nội - Bắc Giang)
Vị trí trạm thu phí	Km 152+080 Quốc lộ 1 (Bắc Giang)
Thời gian thu phí	21 năm (từ 2016 – 2037)

1.2. Thông tin sơ bộ sở hữu của DSH với BOT

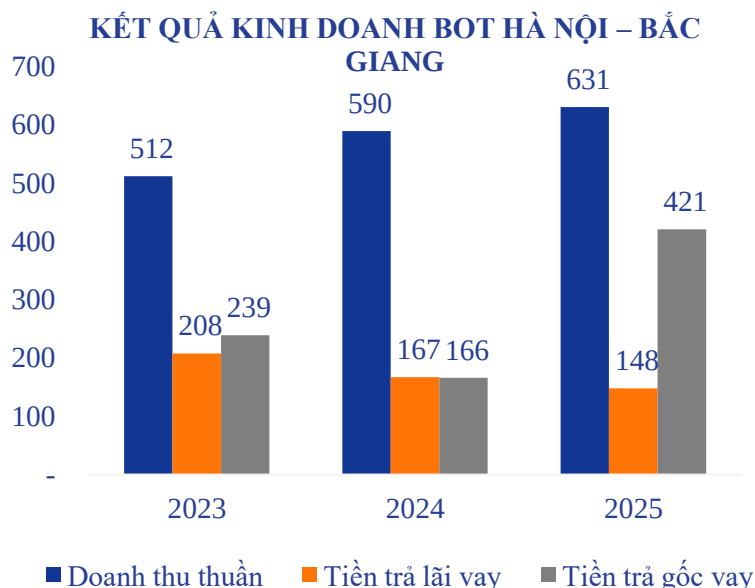
- **Giai đoạn trước năm 2025:** DSH duy trì tỷ lệ sở hữu ở mức **25%** tại dự án BOT Hà Nội - Bắc Giang, đóng vai trò là cổ đông lớn.
- **Cuối năm 2025:** DSH đã thực hiện đợt chào bán cổ phiếu thành công, nâng vốn điều lệ lên mức **350 tỷ đồng**.
- **Mục đích sử dụng vốn:** Nguồn vốn huy động được tập trung vào mục tiêu chiến lược là mua thêm cổ phần tại đơn vị quản lý dự án BOT.
- **Tỷ lệ sở hữu hiện tại:** Sau khi hoàn tất giao dịch, DSH đã chính thức nâng tỷ lệ nắm giữ lên **58%**.
- **Ý nghĩa chiến lược:** Với tỷ lệ 58%, BOT Hà Nội - Bắc Giang đã chính thức trở thành **công ty con** của DSH. Việc này cho phép DSH toàn quyền kiểm soát và hợp nhất kết quả kinh doanh, đặc biệt là trực tiếp ghi nhận dòng tiền mặt từ trạm thu phí vào báo cáo tài chính của công ty mẹ.

1.3. Lý do BOT Hà Nội – Bắc Giang là động lực tăng trưởng chính

- **Lưu lượng xe cực lớn:** Tuyến đường này phục vụ toàn bộ xe tải, xe container vận chuyển hàng hóa từ các KCN lớn (Quang Châu, Vân Trung, Đình Trám...) và hàng xuất khẩu đi cửa khẩu Lạng Sơn.
- **Tính độc đạo:** Mặc dù có các tuyến đường tỉnh, nhưng với xe trọng tải lớn, đây vẫn là lựa chọn tối ưu nhất về thời gian và chi phí xăng dầu.
- **Dòng tiền mặt lớn:** Nguồn thu BOT là tiền mặt thu về hàng ngày
- **Dư địa tăng giá phí:** Theo lộ trình của Bộ Giao thông Vận tải, các dự án BOT sẽ có các đợt điều chỉnh tăng phí định kỳ, giúp bù đắp lạm phát và tăng biên lợi nhuận.

Dòng tiền & hiệu quả vận hành

- Doanh thu ổn định ~600 tỷ đồng/năm
- Biên EBITDA ~90%
- Hiệu quả vận hành (EBITDA Margin): Cao, đạt ~90%.
- Chi phí vận hành bằng tiền (O&M) chỉ chiếm khoảng 10% doanh thu (~60 tỷ đồng/năm).



Nguồn: BCTC đã kiểm toán của BOT Hà Nội – Bắc Giang

1.4. Cập nhật lưu lượng xe qua BOT Hà Nội – Bắc Giang

Lưu lượng xe qua BOT liên tục tăng và đã vào giai đoạn ổn định theo phương án tài chính ban đầu

Tuyến BOT Hà Nội – Bắc Giang hiện đang duy trì mức tăng trưởng lưu lượng rất tích cực, khi đến năm 2025, lưu lượng xe đạt 32,504 xe/ngày đêm lưu thông trên tuyến, đồng thời đạt mức ổn định theo phương án tài chính ban đầu.

Dự án đã tăng giá vé cước đường bộ lần đầu vào năm 2024, chu kỳ 3 năm tăng một lần, mức tăng 15%, dự kiến sẽ tiếp tục mức tăng giá vé trong năm 2027, cho thấy tiềm năng dòng tiền mạnh mẽ của dự án

Mức phí với các loại xe trên BOT HN-BG (đồng/lượt)

Loại xe	Loại 1	Loại 2	Loại 3	Loại 4	Loại 5
Phí BOT	35,000	50,000	75,000	140,000	200,000

Chú thích các loại xe

Loại xe	Chi tiết
Loại 1	Xe dưới 12 ghế ngồi, xe tải có tải trọng dưới 2 tấn; các loại xe buýt vận tải khách công cộng.
Loại 3	Xe từ 31 ghế ngồi trở lên; xe tải có tải trọng từ 4 tấn đến dưới 10 tấn
Loại 4	Xe tải có tải trọng từ 10 tấn đến dưới 18 tấn; xe chở hàng bằng Container 20 feet
Loại 5	Xe tải có tải trọng từ 18 tấn trở lên; xe chở hàng bằng Container 40 feet

Cập nhật lưu lượng xe từ năm 2016 đến 2025

TT	Năm	Loại 1	Loại 2	Loại 3	Loại 4	Loại 5	Tổng
1	2016	9,509	1,978	1,309	506	720	14,022
2	2017	16,366	3,156	2,098	754	1,161	23,535
3	2018	17,373	3,289	2,216	719	1,123	24,720
4	2019	18,386	3,362	2,258	710	1,090	25,806
5	2020	18,174	3,104	2,160	638	934	25,010
6	2021	14,304	2,928	2,403	697	1,235	21,567
7	2022	20,012	3,372	2,439	660	1,074	27,557
8	2023	21,566	3,591	2,817	725	1,521	30,220
9	2024	22,499	3,716	3,003	725	1,614	31,557
10	2025	23,174	3,828	3,094	747	1,662	32,505

1.5. Phân tích dòng tiền từ BOT

STT	Khoản mục	Cổ tức BOT (*) (tỷ đồng)	Chú thích
1	Dòng tiền từ cổ tức BOT trước năm 2025	135	Đã trả cổ tức vào 07/2025
2	Dòng tiền dự kiến từ cổ tức năm 2025	33.4	Đã trả cổ tức vào 07/2026
	Dự kiến cổ tức từ năm 2026	~ 40	Dòng cổ tức chia hàng năm, bắt đầu từ năm 2026 (công thức ở bảng phía dưới)

(*) Cổ tức BOT chia cho các cổ đông (trước 12/2025, DSH nhận 25%, hiện tại DSH nhận 58%)

Tính toán dựa trên công thức cho phép chia lợi nhuận của BOT

Khoản mục	Giá trị ước tính năm 2026 (tỷ đồng)	Diễn giải
1. Doanh thu thu phí BOT	631	Dòng tiền ổn định và được dự báo tăng đều hằng năm
2. (-) Chi phí vận hành	(60)	Duy trì hoạt động
3. = Dòng tiền hoạt động (EBITDA)	560	Dòng tiền dồi dào
4. (-) Trả lãi vay ngân hàng	(150)	Ưu tiên 1
5. = Dòng tiền cơ sở tính cổ tức	410	Cơ sở để được chia cổ tức
6. Cổ tức tiền mặt tối đa	41	Nguồn tiền mặt được phép chia cổ tức thu về 10% dòng tiền cơ sở tính cổ tức
7. Trả nợ gốc ngân hàng	369	Phần tiền còn lại dùng trả nợ

Nguồn: NSI tổng hợp

2. Xây lắp cầu đường – hạ tầng giao thông

Mảng xây lắp là hoạt động kinh doanh truyền thống, giúp DSH duy trì năng lực máy móc thiết bị và bộ máy nhân sự, đồng thời trực tiếp thực hiện các gói thầu nâng cấp, duy tu cho chính các dự án công ty đầu tư (bao gồm BOT Hà Nội – Bắc Giang).

Đặc thù ngành xây lắp hạ tầng là biên lợi nhuận thấp và cạnh tranh cao; Công ty chủ trương KHÔNG mở rộng quy mô mảng này, duy trì hoạt động ở quy mô hiện tại, biên lợi nhuận gộp hai năm gần đây đi ngang do biến

động giá vật tư và nhân công, và chưa tham gia đấu thầu dự án mới nào ngoài danh mục hiện có

Một số dự án tiêu biểu

STT	Tên công trình	Thời gian thực hiện
1	Dự án xây dựng cầu Ngọc Hồi và đường dẫn hai đầu cầu	2025 - 2027
2	Dự án thi công xây lắp cầu Hồng Hà	2025 - 2027
3	Dự án cao tốc Tuyên Quang – Hà Giang	2025 - 2027
4	Thi công tuyến đường Mỹ Đình – Ba Sao – Bái Đính	2025 - 2027
5	Dự án xây dựng tuyến đường bộ mới Nam Định – Lạc Quàn – Đường bộ ven biển	2023 - 2026
6	Dự án cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 14B, thành phố Đà Nẵng	2023 - 2026
7	Dự án xây dựng cầu vượt Sông Đáy nối tỉnh Ninh Bình và tỉnh Nam Định thuộc tuyến đường bộ cao tốc Ninh Bình – Nam Định – Thái Bình – Hải Phòng.	2023 - 2024
8	Dự án Xây mới cầu Đồng Hội, xã Xuân Quang 1, huyện Đồng Xuân, tỉnh Phú Yên	2023 - 2025
9	Mở rộng đường Hoàng Hoa Thám đến đường Cộng Hòa, TP Hồ Chí Minh	2024 - 2025
10	Gói thầu SH2-XL03 Thi công xây dựng Kè bảo vệ bờ phía bờ Nam và đoạn kè bờ Bắc từ Km14+500 đến Km18+620 (bao gồm bảo đảm an toàn hàng hải trong quá trình thi công cho toàn tuyến) thuộc Dự án Đầu tư xây dựng công trình luồng cho tàu biển trọng tải lớn vào sông Hậu (giai đoạn 2)	2023
11	Gói thầu CG2- XL02 thuộc dự án Đầu tư xây dựng công trình nâng cấp tuyến kênh chợ gạo (Giai đoạn 2), tỉnh Tiền Giang	2022 - 2023
12	Sửa chữa đường Nguyễn Hữu Cánh, TP Hồ Chí Minh	2019 - 2021

Nguồn: NSI tổng hợp

3. Bất động sản nhà ở xã hội: Dự án Bãi Viên

DSH tiếp cận mảng bất động sản NOXH thông qua khoản đầu tư tài chính khoảng 90 tỷ đồng (45% TLSH) vào CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Nam Định.



Thông tin dự án

Thông số	Chi tiết
Tên dự án	Khu nhà ở xã hội Bãi Viên
Vị trí	Phường Thành Nam, tỉnh Ninh Bình (trước sáp nhập: P. Mỹ Xá, TP. Nam Định)
Quy mô đất	30,023 m ²
Tổng mức đầu tư toàn dự án	909.209 tỷ đồng
Quy mô	6 tòa, khoảng 1,100 căn hộ
Phân kỳ	GD1: khối B, C (324 căn) → GD2: khối D, E (304 căn) → GD3: khối A, F (472 căn)

Nguồn: NSI tổng hợp

Tiến độ triển khai giai đoạn 1 (khối B, C)

- Khởi công tháng 05/2025; tính đến tháng 08/2026 đã cất nóc tòa B và tòa C, đang thi công hoàn thiện đến tầng 8.
- Dự kiến bàn giao đợt đầu (tòa B, C) vào Quý I/2027.
- Dự án thuộc danh mục NOXH được hưởng ưu đãi theo quy định pháp luật hiện hành (thuế GTGT 5%, thuế TNDN ưu đãi 10%).
- Pháp lý bán hàng: 324 căn khối B, C đã đủ điều kiện được bán theo Thông báo 3650 của Sở Xây dựng tỉnh Ninh Bình (04/2026). Giá bán tạm tính: khối B từ 16.21–17.90 triệu đồng/m², khối C từ 16.10–17.91 triệu đồng/m² (đã gồm VAT, chưa gồm phí bảo trì) — mức giá bán NOXH chịu sự kiểm soát của cơ quan quản lý nhà nước, không phải giá thị trường tự do.
- CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Nam Định dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu (thi công/ứng trước) từ Quý III/2026; doanh thu bán căn hộ giai đoạn 1 gắn với thời điểm bàn giao dự kiến Quý I/2027.

Hiệu quả tài chính sơ bộ giai đoạn 1 (khối B, C)

Theo phương án vay vốn nội bộ của chủ đầu tư dự án cho hạng mục hạ tầng kỹ thuật, cảnh quan tòa B, C:

Chỉ tiêu	Giá trị
Tổng vốn đầu tư (đã VAT)	291.17 tỷ đồng
Cơ cấu vốn	25% vốn tự có, 55% vay ngân hàng và 20% huy động khác
Chi phí vốn bình quân (WACC)	6.825%/năm
Tổng doanh thu dự kiến GD1	301.23 tỷ đồng

Nguồn: NSI tổng hợp

IV. ĐỊNH GIÁ

1. Cơ sở định giá

Cơ sở định giá cổ phiếu DSH được xây dựng theo Phương pháp định giá từng phần (Sum-of-the-Parts – SOTP), do cơ cấu hoạt động của doanh nghiệp bao gồm nhiều mảng kinh doanh có đặc điểm dòng tiền, rủi ro và biên lợi nhuận khác biệt, không phù hợp để áp dụng một phương pháp định giá thống nhất.

Theo đó, giá trị doanh nghiệp được xác định riêng cho từng cấu phần:

- (i) Dự án BOT Hà Nội – Bắc Giang – tài sản cốt lõi tạo dòng tiền chính, hiện là công ty con với tỷ lệ sở hữu 58%, được định giá theo phương pháp FCFF và phương pháp P/B;
- (ii) Mảng xây lắp cầu đường – đầu tư công, định giá thận trọng theo FCFF vĩnh viễn không tăng trưởng ($g = 0\%$) do đặc thù biên lợi nhuận thấp;
- (iii) Dự án nhà ở xã hội Bãi Viên, định giá theo DCF trên cơ sở tỷ lệ sở hữu và tiến độ bàn giao từng giai đoạn.

Giá trị vốn chủ sở hữu quy về cổ đông DSH tại mỗi mảng sau đó được cộng gộp theo tỷ lệ sở hữu thực tế để ra tổng giá trị doanh nghiệp, từ đó chia cho số lượng cổ phiếu lưu hành để xác định giá mục tiêu/cổ phiếu.

Qua đó, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phiếu DSH là 18,000 đồng/cổ phiếu (tương đương upside 48.7% so với giá thị trường hiện tại).

Tổng hợp kết quả định giá			
Đơn vị: tỷ đồng	Giá trị định giá	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về DSH
Giá trị DSH			
(+) Giá trị mảng BOT	1,301	58%	755
FCFF	1,320		
P/B	1,283		
(+) Giá trị mảng Xây lắp cầu đường	65	100%	65
(+) Giá trị đóng góp từ dự án Bãi Viên	130	45%	59
(-) Chiết khấu theo thanh khoản cho cổ phiếu trên sàn Upcom			25%
» Tổng giá trị VCSH DSH (BOT + Xây lắp + Bãi Viên) * (1-Chiết khấu)			659
Số cổ phần DSH đang lưu hành (cổ phiếu)			35,000,000
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu DSH (đồng/CP)			18,000

Nguồn: NSI

2. Chi tiết kết quả định giá

2.1. Mạng xây lắp cầu đường – đầu tư công

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)			
(đơn vị: tỷ đồng)			
Kỳ kết thúc: 31/12	2023A	2024A	2025A
EBIT	20.1	18.8	4.1
Khấu hao	1.0	0.9	1.1
Thay đổi vốn lưu động ròng	76.5	(147.2)	54.4
Đầu tư tài sản cố định	(0.2)	(0.4)	(0.7)
Thuế	(4.2)	(4.2)	(0.1)
FCFF	95.8	(132.1)	58.8
Perpetuity Method			
FCFF trung bình 2023-2025			7.5
Tăng trưởng trong tương lai			0%
Giá trị cuối kỳ			55.1
Enterprise Value			55.1
Nợ vay ròng			58.4
Tiền – tương đương tiền- đầu tư tài chính ngắn hạn			68.0
Giá trị VCSH			64.7

Nguồn: NSI

2.2. Mạng BOT Hà Nội – Bắc Giang

Phương pháp P/B			
STT	Tên công ty	Sàn CK	P/B
1	CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh	HOSE	1.09
2	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO	HOSE	0.75
3	CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HOSE	0.82
4	CTCP Đầu tư Cầu đường CII	HOSE	1.79
5	Trung bình		1.11
Số liệu mạng BOT của DSH		Đơn vị	Giá trị
1	Vốn chủ sở hữu tại Q2/2026	Tỷ đồng	1,153
2	Giá trị P/B định giá	Lần	1,11
	Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	1,283

Nguồn: NSI

Phương pháp FCFF

Năm (tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F
Doanh thu thuần	631	637	644	650	656	663	670	676	683	690	697	704
(-) Chi phí vận hành (O&M)		(64)	(64)	(65)	(66)	(66)	(67)	(68)	(68)	(69)	(70)	(70)
» EBITDA		573	579	585	591	597	603	609	615	621	627	633
(-) Khấu hao TSCĐ (đường thẳng, ước tính)		(199)	(199)	(199)	(199)	(199)	(199)	(199)	(199)	(199)	(199)	(199)
» EBIT		374	380	386	392	398	404	410	416	422	428	434
(-) Thuế TNDN		(75)	(76)	(77)	(78)	(80)	(81)	(82)	(83)	(84)	(86)	(87)
» Lợi nhuận hoạt động sau thuế (NOPAT)		300	304	309	313	318	323	328	333	338	342	348
(+) Cộng lại Khấu hao TSCĐ		199	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199
(-) Chi phí duy tu, bảo dưỡng thường xuyên		(42)	(45)	(47)	(50)	(53)	(56)	(60)	(63)	(67)	(71)	(75)
(-) Capex duy tu định kỳ: Trung tu 2030 & 2035						(211)					(211)	
(-) Capex duy tu định kỳ: Đại tu 2037												
(-) Thay đổi vốn lưu động ròng												
» DÒNG TIỀN TỰ DO DOANH NGHIỆP (FCFF)	456	459	460	462	253	466	467	468	469	260	471	(1,003)
Hệ số chiết khấu	0.920	0.847	0.779	0.717	0.659	0.607	0.558	0.513	0.472	0.435	0.400	0.368
Giá trị hiện tại (PV) của FCFF	420	388	359	331	167	282	261	240	222	113	188	(369)
Tổng giá trị hiện tại FCFF	2,603											
(-) Nợ vay ròng Q2/2026	1,333											
(+) Tiền + tương đương tiền Q2/2026	51											
Giá trị vốn chủ sở hữu	1,320											

Nguồn: NSI

2.3. Dự án NOXH Bãi Viên

Dòng tiền dự án (tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F
Dòng tiền thu				
Dòng tiền bán căn hộ tòa B	53	35	28	26
Dòng tiền bán căn hộ tòa C	39	26	21	20
Dòng tiền thương mại tòa B	3	2	2	1
Dòng tiền thương mại tòa C	1	0	0	0
Dòng tiền chi				
Dòng tiền chi phí sử dụng đất	0	-	-	-
Dòng tiền chi phí xây dựng	75	-	-	-
Dòng tiền chi phí quản lý dự án	0	-	-	-
Dòng tiền chi phí tư vấn đầu tư xây dựng	1	-	-	-
Dòng tiền chi phí dự phòng	4	-	-	-
Dòng tiền G&A	4	2	2	2
Dòng chi phí lãi vay	13	10	6	3
Dòng chi phí Thuế TNDN	-	2	0	0
Dòng tiền ròng (FCFF)	12	60	49	46
Kỳ chiết khấu				Q3/2026
WACC				10.5%
NPV (tỷ đồng)				124
(+) Tiền mặt ròng (tỷ đồng)				6
Giá trị VCSH				130
Tỷ lệ sở hữu của DSH				45%
Giá trị tại DSH (tỷ đồng)				59

Nguồn: NSI

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo Kết quả kinh doanh					
Đơn vị: tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	422	1,202	1,209	1,215	1,221
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	-	-	-	-	-
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	422	1,202	1,209	1,215	1,221
4. Giá vốn hàng bán	-404	-847	-850	-853	-857
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	18	356	359	362	365
6. Doanh thu hoạt động tài chính	1	12	25	33	47
7. Chi phí tài chính	-63	-140	-108	-82	-57
Trong đó: Chi phí lãi vay	-8	-140	-108	-82	-57
8. Phân lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	54	48	48	48	48
9. Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
10. Chi phí quản lý doanh nghiệp	-20	-20	-21	-22	-22
11. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	-10	256	303	339	381
12. Lợi nhuận khác	224	-	-	-	-
13. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	214	256	303	339	381
14. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	214	205	242	271	305
15. Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	126	128	130	132
16. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty mẹ	214	79	115	142	173

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị: tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	3,185	2,996	2,999	3,031	3,097
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	567	587	797	1,038	1,312
Tiền, tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn	202	210	410	638	900
Các khoản phải thu ngắn hạn	113	116	120	123	127
Trả trước người bán	184	190	196	201	207
Tài sản ngắn hạn khác	68	70	72	75	77
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	2,618	2,409	2,201	1,993	1,785
Tài sản cố định	2,507	2,299	2,091	1,882	1,674
Xây dựng cơ bản dở dang	111	111	111	111	111
Tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	3,185	2,996	2,999	3,031	3,097
A. NỢ PHẢI TRẢ	2,046	1,652	1,412	1,173	934
I. Nợ ngắn hạn	564	423	435	448	462
II. Nợ dài hạn	1,482	1,229	977	725	473
B. VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,139	1,344	1,586	1,858	2,163
Vốn góp của chủ sở hữu	350	350	350	350	350
Thặng dư vốn cổ phần	-1	-1	-1	-1	-1
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	339	418	533	675	848
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	451	576	704	834	965
Vốn chủ khác	0	0	0	0	0

Lưu chuyển tiền tệ					
Đơn vị: tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	111	403	429	449	469
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(226)	11	24	32	46
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	189	(407)	(253)	(253)	(253)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	74	8	199	228	262
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	76	202	210	410	638
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	-	-	-	-	-
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	149	210	410	638	900

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Chỉ số định giá					
P/E	2.1	4.99	3.87	3.13	2.57
P/B	0.65	0.87	0.28	0.24	0.21
Khả năng sinh lời, hiệu quả quản lý					
ROE	46.79%	15.23%	15.28%	14.61%	14.10%
ROA	11.02%	6.83%	8.09%	8.95%	9.85%
Biên lợi nhuận gộp	4.15%	29.58%	29.69%	29.78%	29.87%
Cấu trúc tài chính					
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.75	1.28	1.73	2.21	2.74
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.01	1.39	1.83	2.31	2.84
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.64	0.55	0.47	0.39	0.3
Chỉ số hoạt động					
Hệ số vòng quay phải thu	2.74	10.33	10.08	9.84	9.61
Hệ số vòng quay phải trả	2.55	4.43	4.31	4.2	4.1

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA**Trụ sở chính:**

Tầng 5, Tòa nhà Samsora Premier, 105 Chu Văn An, Phường Yết Kiêu, Quận Hà Đông, Hà Nội.

Điện thoại: +84 4 3944 5474

Fax: +84 4 3944 5475

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 1, 2 số 168 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh.

Điện thoại: +84 8 3821 7262

Fax: +84 8 3821 7305

Các sản phẩm nghiên cứu được cung cấp trực tuyến tại:

Website: <http://nsi.com.vn/NSINews.aspx>

Khuyến cáo: Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Các báo cáo nghiên cứu không phải lời đề nghị, kêu gọi, mời chào mua hay bán bất kỳ mã chứng khoán nào. Các thông tin trong báo cáo được chuẩn bị dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của NSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. NSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

NSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, với tư cách là một khách hàng sử dụng sản phẩm nghiên cứu. Nhân viên của NSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khuyến cáo chung với tất cả các khách hàng mà không cân nhắc khẩu vị rủi ro, năng lực rủi ro, các tiêu chí đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa vào những khuyến nghị đầu tư (nếu có) trong bản báo cáo này để thay thế cho các quyết định đầu tư độc lập của bản thân. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. Trước khi ra quyết định đầu tư, nhà đầu tư nên liên hệ với các cố vấn đầu tư để thảo luận và đưa giá đánh giá cho các trường hợp cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của NSI.

Việc báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương thức điện tử không thể đảm bảo tính an toàn, cũng như bị hỏng, bị mất, đến chậm, không đầy đủ hay có chứa các mã độc hại. Do đó nếu báo cáo được phân phối bởi bên thứ ba hoặc có chứa liên kết của bên thứ ba, NSI không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào được cung cấp bởi bên thứ ba đó. Người đọc có thể sử dụng bất kỳ phương thức tiếp cận thông tin nào phù hợp và hoàn toàn chịu rủi ro phát sinh.