

## CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

Trung lập

### Bất động sản nhà ở

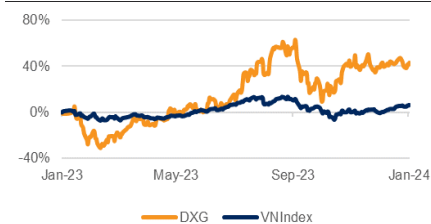
Giá hiện tại	VND18.950
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND21.970/VND7.520
Giá mục tiêu	VND19.900
Consensus	-6,1%
Tiềm năng tăng giá	5,0%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	5,0%
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	547,6
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	14,0
Sở hữu NN (tr USD)	162,6
Số CP lưu hành (tr)	721
Số CP sau pha loãng (tr)	721

	DXG	Ngành	VNI
P/E trượt	N/A	63,1x	14,3x
P/B hiện tại	1,4x	1,4x	1,7x
ROA	-0,9%	2,9%	7,4%
ROE	2,0%	4,7%	13,2%

\*dữ liệu ngày 19/01/2024

### Diễn biến giá



Giá cp (%)	1T	3T	12T
DXG	2,9	30,8	43,3
Tương quan VNIIndex	7,1	6,0	6,4

### Cơ cấu sở hữu

Lương Trí Thịnh	14,7%
Dragon Capital	8,0%
CTBC Vietnam Equity Fund	6,2%
Khác	71,1%

### Tổng quan doanh nghiệp

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

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Trung Kiên**

kien.trantrung@vndirect.com.vn

## Tiến độ của các dự án cũ dần ấm lại

- Chúng tôi khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 5,0% với tỷ suất cổ tức 0,0%.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị này nhờ các yếu tố bao gồm: lãi suất vay mua nhà giảm nhờ đó kích thích nhu cầu của người mua nhà; rủi ro tài chính dự đi nhờ các hoạt động tăng vốn; thủ tục pháp lý dự án cải thiện.
- P/B hiện tại của DXG ở mức 1,4 lần bằng với trung bình ngành và đã phản ánh dự phóng KQKD 2024 của chúng tôi.

### Tiêu điểm tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng 9T23 giảm mạnh 76,8% svck xuống còn 336 tỷ đồng do thiếu các khoản doanh thu ghi nhận một lần. Doanh thu (DT) từ môi giới BĐS cũng giảm 75,5% svck do ít dự án mở bán.
- Chi phí BH&QLDN giảm mạnh 55,3% svck xuống còn 643 tỷ đồng nhờ nỗ lực trong hoạt động tái cấu trúc doanh nghiệp.
- Chỉ số nợ ròng/VCSH của DXG tăng mạnh từ 11% vào cuối 2021 lên 34% vào cuối Q3/23 do hoạt động mở rộng quỹ đất tại Bình Dương.

### Luận điểm đầu tư

#### Doanh số ký bán 2024-25 phục hồi nhờ mở bán lại GSW, DXH Riverside

Chúng tôi kỳ vọng giá trị ký bán 2024 sẽ đạt khoảng 4,500 tỷ đồng, mức tăng mạnh so với mức nền thấp của năm 2023 với giá trị ký bán chỉ đạt khoảng 500 tỷ đồng từ dự án Gem Sky World (GSW). Doanh số ký bán phục hồi nhờ việc khởi động mở bán giai đoạn mới của dự án Gem Sky World và Datxanh Homes Riverside.

#### Kết quả kinh doanh cải thiện nhờ hoạt động tái cấu trúc kinh doanh

DXG đã tinh gọn bộ máy nhân sự nhằm đối mặt với những thách thức của thị trường. Số lượng nhân sự của DXG đã giảm xuống còn 2.249 nhân sự (-67,7% svck) trong Q1/23 và duy trì số lượng nhân sự ổn định trong Q2/23 và Q3/23. Chi phí BH&QLDN lũy kế 9T/23 đã giảm 55,3% svck xuống còn 643 tỷ đồng.

#### DXG liên tục phát hành vốn và tăng nợ vay để phát triển quỹ đất và dự án

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh gần như liên tục âm từ 2018 đến cuối Q3/23 do liên tục mở rộng quỹ đất và phát triển dự án. Nợ vay của DXG liên tục tăng từ 2016 đến 2022 và giảm 2,7% so với đầu năm vào cuối Q3/23 còn 5.616 tỷ đồng. Tuy nhiên, chỉ số nợ vay ròng trên VCSH vào cuối Q3/23 đã giảm nhẹ về còn 34% so với trung bình các DN trong ngành là 44-48% nhờ hoạt động phát hành vốn liên tục từ năm 2014 trừ năm 2020.

#### DXG tiếp tục có kế hoạch tăng vốn vào năm nay, vì vậy có thể ảnh hưởng đến giá mục tiêu mà chúng tôi đưa ra

ĐHĐCĐ thường niên 2023 của DXG đã thông qua kế hoạch tăng vốn với tổng nâng tổng SLCPĐLH hiện tại lên 27,5% tương đương 779 triệu sẽ dẫn đến rủi ro pha loãng giá mục tiêu ~9%: 1) phát hành quyền mua 101,7 triệu cp với giá phát hành 12.000 đồng/cp dùng để góp vốn phát triển dự án GSW cùng với nộp thuế và các chi phí khác; 2) phát hành riêng lẻ 57 triệu cổ phiếu với giá 15.000 đồng/cp; và 3) ESOP 9 triệu cổ phiếu.

	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT thuần	(45,4%)	(33,9%)	27,2%	(11,4%)
Tăng trưởng EPS	(80,8%)	(9,8%)	125,8%	(9,4%)
Biên lợi nhuận gộp	53,9%	42,6%	48,8%	46,8%
Biên LN ròng	3,9%	5,3%	9,4%	9,6%
P/E (x)	59,0	65,3	28,9	31,9
Rolling P/B (x)	1,4	1,4	1,3	
ROAE	2,4%	1,4%	3,0%	2,6%
Nợ ròng trên VCSH	33,2%	34,2%	31,4%	33,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD Q3/23 và 9T23: LN ròng giảm do thiếu khoản LN bất thường

Hình 1: So sánh KQKD Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/23	% svck	9T23	% svck	9T22 / 2022	% sv. dự phóng 2023
Doanh thu thuần	1.214	-3,4%	2.306	-50,1%	83,1%	42,7%
_ Doanh thu từ bàn giao nhà	1.012	46,2%	1.733	-29,8%	88,4%	40,4%
_ Doanh thu cung cấp dịch vụ	137	-62,1%	396	-75,6%	80,4%	51,5%
_ Doanh thu từ xây dựng	14	-88,8%	48	-85,5%	66,8%	54,9%
_ Doanh thu từ cho thuê	51	-35,0%	129	-34,3%	77,0%	48,7%
LN gộp	594	-12,9%	1.050	-58,2%	84,5%	36,2%
Chi phí BH&QLDN	(264)	-42,7%	643	-55,3%	67,3%	48,7%
Thu nhập tài chính ròng	(144)	-274,1%	(94)	-223,5%	-134,2%	25,6%
LNTT	183	-42,0%	336	-71,2%	152,1%	27,8%
LN ròng	68	-55,6%	129	-76,8%	259,0%	22,5%
Biên LN gộp	48,9%	-5,4 điểm %	45,5%	-9,1 điểm %		
Biên LN ròng	5,6%	-6,6 điểm %	5,6%	-6,5 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Doanh thu quý 3 duy trì ổn định svck dù thị trường vẫn nhiều thách thức

DT Q3/23 của DXG chỉ giảm nhẹ 3,4% svck xuống còn 1.214 tỷ đồng trong bối cảnh thị trường vẫn đối mặt với nhiều thách thức nhờ hoạt động bàn giao dự án Opal Skyline (khoảng 300 căn – phân khúc trung cấp). So với Q1/23 và Q2/23 hoạt động bàn giao trong Q3/23 của DXG đã có sự cải thiện tích cực lần lượt tăng 278,1% và 122,9%.

Doanh thu 9T23 của dự án Opal Skyline đã giảm 50,1% svck xuống còn 2.306 tỷ đồng, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Dự án GSW dự kiến bắt đầu bàn giao sổ chứng nhận quyền sử dụng đất từ Q1/24 sau khi được Sở Tài nguyên và Môi trường tỉnh Đồng Nai cấp giấy phép chuyển nhượng 2.305 lô đất nền vào T10/23.

### Biên LN ròng thu hẹp áp lực chi phí lãi vay và thiếu nguồn thu bất thường

Biên LN gộp Q3/23 giảm 5,4 điểm % svck do hoạt động bàn giao chủ yếu ở phân khúc trung cấp (300 căn hộ chung cư tại dự án Opal Skyline) trong khi hơn 50% DT Q3/22 đến từ dự án GSW ở phân khúc nhà phố thương mại với biên LN cao hơn. Tổng DT dự án Opal Skyline dự kiến đóng góp cho DXG cho giai đoạn 2023-25 dự kiến đạt khoảng 3.600 tỷ đồng, tương đương 130% DT 2022.

Chi phí lãi vay trong Q3/23 tăng 36,4% svck lên 143,4 tỷ đồng trong khi thu nhập bất thường trong Q3/23 giảm 96,4% svck giảm xuống chỉ còn 7,6 tỷ đồng, khiến LN ròng Q3/23 của DXG giảm mạnh 55,6% svck còn 68,1 tỷ đồng – tuy nhiên, có tín hiệu cải thiện khi DXG đã có lãi trở lại sau hai quý lợi nhuận âm.

Chi phí BH&QLDN trong 9T23 đã giảm 55,3% svck xuống còn 643 tỷ đồng nhờ nỗ lực trong hoạt động tái cấu trúc doanh nghiệp.

## **Triển vọng kinh doanh: Nỗ lực hồi phục của DXG phải đối mặt với tâm lý thận trọng của thị trường**

### **Dự án GSW & DXH Riverside sẽ là động lực tăng trưởng của DXG 2024-26**

Chúng tôi kỳ vọng LN của DXG sẽ cải thiện trong 2024-25 sau thông tin tích cực của dự án GSW được cấp phép chuyển nhượng và kỳ vọng dự án quan trọng khác là DXH Riverside sẽ nhận được giấy phép xây dựng trong Q4/23.

### **GSW – Dự án trọng điểm với tiến độ pháp lý chuyển nhượng tích cực nhờ các cơ quan chức năng tích cực tháo gỡ vướng mắc**

Vào T10/23, 2.305 lô đất nền (tương đương 60% quy mô dự án) được Sở Tài nguyên và Môi trường tỉnh Đồng Nai cấp giấy phép chuyển nhượng. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá phân khúc đất nền sẽ khó thu hút người mua nhà trong những đợt mở bán mới do tâm lý thận trọng của thị trường đối với các sản phẩm không gắn liền với nhu cầu thực ở. Hiện tại dự án GSW đang tiếp tục hoàn thiện cơ sở hạ tầng và các tiện ích nội khu, sản phẩm shophouse phần lớn đã bàn giao chỉ ghi nhận tỷ lệ khách hàng cư trú thấp. Việc xây dựng các tiện ích còn lại bao gồm trường học, khu vực thương mại và khu vực y tế dự kiến sẽ hoàn thành trong nửa đầu 2024, vì vậy phần còn lại của dự án dự kiến sẽ mở bán trong nửa cuối 2024 và trong năm 2025.

Dự án GSW dự kiến phát triển tổng cộng 4.022 sản phẩm trên quỹ đất với tổng diện tích 92,2ha, mở bán lần đầu vào T7/2020. Tính đến cuối 2023, đã có khoảng 1.600 sản phẩm thuộc dự án được bán ra, bao gồm sản phẩm: đất nền, nhà phố, shophouse tại phân khu Pearl Town và Garnet Town với giá bán trung bình là 18 triệu đồng/m<sup>2</sup> với diện tích trung bình của các sản phẩm là 100m<sup>2</sup>/sản phẩm. Phân khu Topaz Town bao gồm 355 lô đất nền sẽ được mở trở lại vào 2024 và các phân khu khác gồm Emerald Park, Aquamarine Park, Opal Park sẽ được mở bán vào 2025-27. (Xem [Phụ Lục A](#) – Các dự án trọng điểm của DXG sẽ triển khai trong giai đoạn 2025-27.)

### **DXH Riverside – Động lực chính cho doanh số ký bán trong 2024-26**

DXH Riverside là dự án chiến lược giúp đóng góp doanh thu ký bán trong giai đoạn 2024-26. Dự án đã hoàn thành các thủ tục pháp lý cần thiết vào đầu Q4/23 và dự kiến sẽ nhận giấy phép xây dựng cùng với việc đóng tiền sử dụng đất bổ sung vào Q4/23, dự kiến dự án sẽ mở bán trở lại và nửa cuối 2024.

Dự án tọa lạc tại vị trí đắc địa, với khả năng kết nối linh hoạt tới trung tâm TP. Thủ Đức và TP.HCM. Dự án có 3 mặt tiền là bên sông và nằm ngay cạnh đường kết nối cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây. Dự án có tổng diện tích 6,7ha, gồm 12 block cao tầng từ 32-34 tầng. Dự kiến dự án cung cấp khoảng 3.200 căn hộ phân khúc cao cấp ra thị trường với vốn đầu tư 5.200 tỷ đồng.

Vào thời điểm mở bán lần đầu vào Q2, Q3 năm 2018, dự án có giá bán khoảng 35-40 triệu đồng/m<sup>2</sup>. DXG đã mở bán thành công 8 trên 12 block của dự án khoảng 2.100 căn hộ với tỷ lệ hấp thụ ấn tượng khoảng 90%.

Phần còn lại của dự án dự kiến sẽ mở bán vào 2024-26, với mức giá mở bán dự kiến khoảng 70-75 triệu đồng/m<sup>2</sup> (dựa trên giá bán của các dự án lân cận như Palm City, Dlusso, Precia với giá bán trung bình là 65 triệu đồng/m<sup>2</sup>).

**DXH Park City & DXH Park City – “Cửa để dành” cho mục tiêu tăng trưởng.**

Trong năm 2021-2022, DXG đã tích cực mở rộng quỹ đất tại các khu đô thị vệ tinh tại thành phố Thuận An, tỉnh Bình Dương nhằm thúc đẩy mục tiêu tăng trưởng dài hạn của DXG. Vì vậy tỷ lệ nợ ròng/VCSH của DXG tăng từ 11% vào cuối năm 2021 lên 34% vào cuối quý 3/2023 một phần là do công ty mua lại đất cho hai dự án khu dân cư mới là DXH Park View và DXH Park City. Tỷ lệ nợ ròng/VCSH của DXG tăng từ 11% vào cuối 2021 lên 34% vào cuối Q3/23 một phần do hoạt động mở rộng quỹ đất cho hai dự án khu dân cư mới là DXH Park View và DXH Park City. Tổng diện tích của hai dự án là 14,6ha, dự kiến cung cấp 13.500 căn hộ, hiện tại pháp lý của hai dự án đang trong giai đoạn phát triển ban đầu và hàng loạt thủ pháp lý cần được phê duyệt trong đó có quy hoạch 1:500 và xác định tiền sử dụng đất.

Hai dự án dự kiến mở bán sớm nhất vào cuối 2026 hoặc đầu 2027 sau hai dự án trọng điểm là GSW và DXH Riverside. Hiện tại chúng tôi chưa đưa hai dự án này vào dự báo lợi nhuận ngắn và trung hạn do các vấn đề liên quan đến pháp lý của dự án cũng như là cam kết của chủ đầu tư từ các đợt mở bán trước.

**Các dự án cần được triển khai có chọn lọc hơn trong bối cảnh tâm lý thận trọng thị trường**

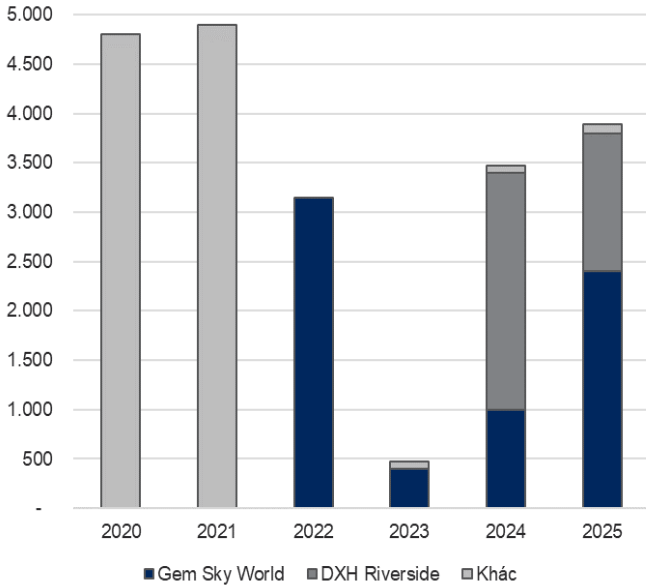
Mặt bằng lãi suất dần hạ nhiệt và các nút thắt pháp lý đang được tháo gỡ quyết liệt một cách có hệ thống, với việc thông qua của Luật Bất động sản sửa đổi (Luật Nhà ở – thông qua ngày 28/11/2023, Luật Kinh doanh Bất động sản – thông qua ngày 29/11/2023, Luật Đất đai – thông qua ngày 18/01/2024), được kỳ vọng sẽ tạo điều thuận lợi cho các đợt mở bán sắp tới của DXG.

Chúng tôi đánh giá các Luật Bất động sản (sửa đổi) được thông qua trong giai đoạn vừa qua sẽ có tác động đáng kể đến các DN phát triển BĐS nhà ở hình thành trong tương lai như là DXG. Điều này là do các dự án của DXG thường xuyên gặp vướng mắc liên quan đến thủ tục pháp lý của các dự án. Theo Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi, DN phát triển BDS chỉ được nhận tối đa 5% tiền cọc từ người mua nhà khi bán các sản phẩm hình thành trong tương lai. Chúng tôi cho rằng Luật Kinh doanh BĐS sửa đổi sẽ đặt ra thách thức lớn cho DXG vì sẽ làm hạn chế nguồn vốn nhận trước (pre-fund) từ người mua nhà. Hơn thế nữa, DXG hiện phải đối mặt với nhiều thách thức trong đó có khó khăn về dòng tiền từ hoạt động kinh doanh vì thế gây ảnh hưởng đến kế hoạch phát triển của DXG.

Trong bối cảnh triển khai các dự án mới tại TP.HCM và các khu vực lân cận còn gặp nhiều khó khăn, chúng tôi tin rằng DXG sẽ ưu tiên phát triển các dự án có tình trạng pháp lý rõ ràng. Chúng tôi thận trọng dự phóng giá trị ký bán trong 2024 của DXG sẽ đạt khoảng 4.600 tỷ đồng từ sự đóng góp lớn của dự án DXH Riverside và một phần dự án GSW, cải thiện mạnh so với mức nền ký bán thấp trong 2023.

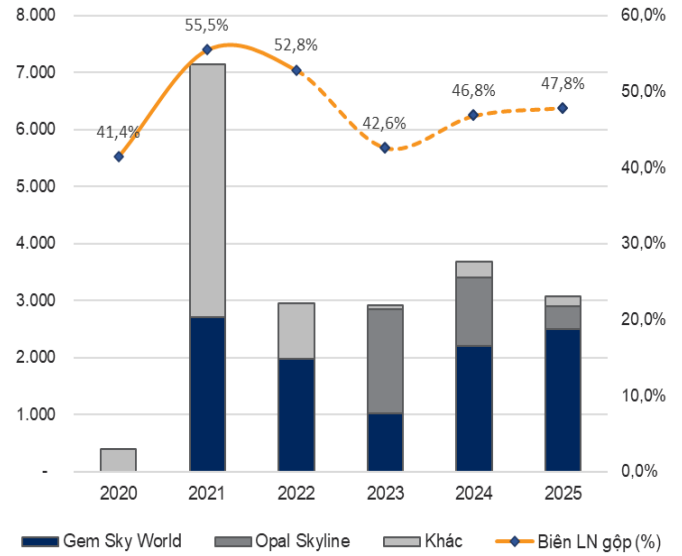
Trong 2025, chúng tôi kỳ vọng dự án GSW sẽ đóng góp lớn vào giá trị ký bán khi sự hồi phục thị trường BĐS đã rõ ràng hơn. Ngoài ra, phần còn lại của dự án DXH cũng sẽ được mở bán trong 2025.

**Hình 3: Dự phóng giá trị doanh số ký bán (tỷ VND)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

**Hình 4: Dự phóng doanh thu bàn giao (tỷ VND)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

**Hình 5: Kế hoạch phát triển dự án của NLG**

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu của DXG	Diện tích đất (ha)	Số sản phẩm	Kế hoạch phát triển							
						2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 trở đi
Opal Skyline	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	100%	1,0	1.530								
Gem Sky World	Long Thành, Đồng Nai	Khu đô thị	100%	92,2	4.022								
DXH Riverside	An Phú, Thủ Đức	Căn hộ	100%	6,7	3.200								
DXH Premium	Hiệp Bình Chánh, Thủ Đức	Căn hộ	100%	6,7	2.600								
DXH Park View	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	100%	5,1	6.500								
DXH Park City	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	100%	9,5	6.500								
Opal Central Park	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	100%	2,4	1.500								
Opal City View	Thủ Dầu Một, Bình Dương	Căn hộ	100%	9,7	1.500								

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

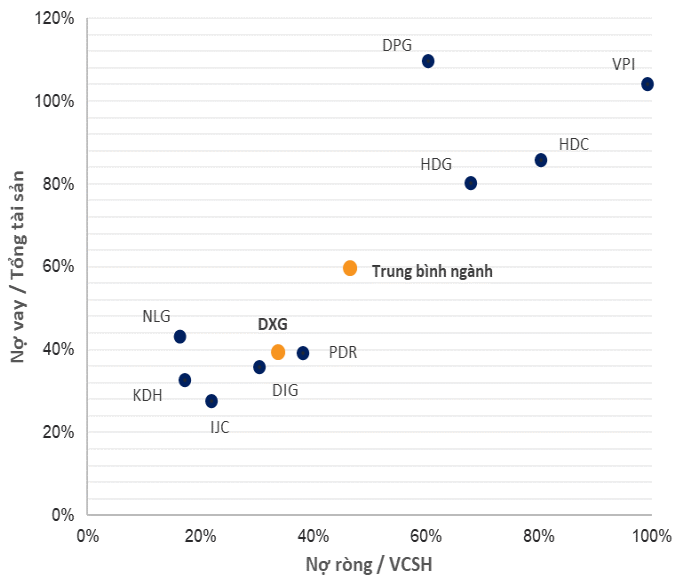
## Phân tích cấu trúc tài chính: Dù áp lực thị trường chung đã dịu đi, rủi ro đối với DXG vẫn hiện hữu khi dòng tiền từ HĐKD chưa cho thấy tín hiệu cải thiện

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF) gần như liên tục âm từ năm 2018 đến cuối Q3/23. Nguyên nhân chính là do DXG đã liên tục đầu tư mở rộng quỹ đất và phát triển dự án. Ngoài ra, các dự án hình thành trong tương lai của DXG thường bị chậm trễ do thủ tục pháp lý kéo dài đã gây ảnh hưởng đến dòng tiền từ thanh toán của khách hàng và từ đó ảnh hưởng đến dòng tiền hoạt động kinh doanh. Hơn nữa, Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi) quy định số tiền đặt cọc tối đa của khách hàng chỉ bằng 5% giá trị căn nhà trong hình thành trong tương lai, từ đó làm tăng gánh nặng nguồn vốn và dòng tiền đối với DXG.

Nợ vay của DXG có xu hướng gia tăng qua các năm từ 2016 đến cuối Q3/23 do hoạt động mở rộng kinh doanh. Tỷ lệ tiền mặt trên nợ ngắn hạn giảm từ mức trung bình 80% trong giai đoạn 2019-2021 xuống chỉ còn 26% vào cuối Q3/23. Trong khi đó, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ đã tăng lên 44% vào cuối quý 3 năm 23, làm giảm tính lành mạnh của cơ cấu tài chính.

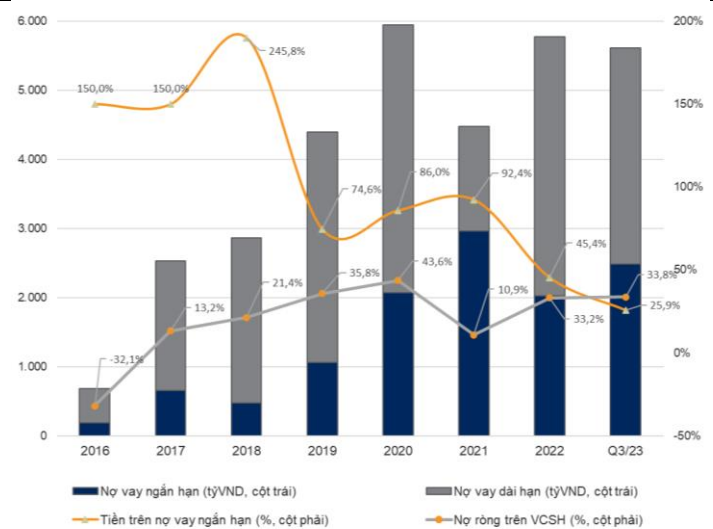
Tính đến cuối Q3/23, khi so sánh với các DN cùng ngành, DXG có cơ cấu tài chính tương đối lành mạnh với tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu chỉ ở mức 34% so với mức trung bình ngành là 46-50% với tỷ lệ đòn bẩy tài chính là 39% so với mức trung bình ngành là 58-62%. Điều này một phần được thúc đẩy bởi việc công ty liên tục tăng vốn điều lệ thông qua nhiều đợt phát hành trong những năm qua.

**Hình 8:** Tính đến cuối Q3/23, các chỉ số tài chính cho thấy sức khỏe tài chính của DXG tương đối tốt so với trung bình ngành ...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 9:** ... tuy nhiên, năng lực tài chính của DXG có xu hướng suy giảm qua các năm.



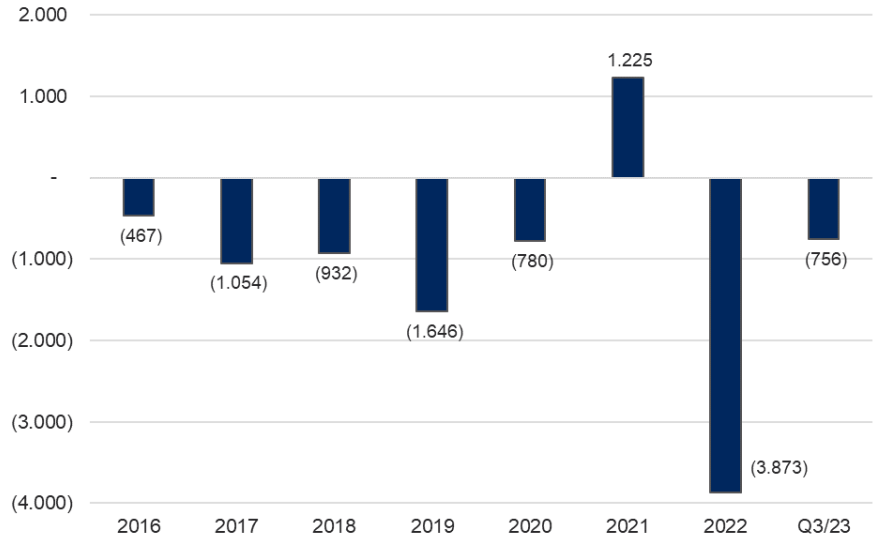
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tính đến cuối Q3/23, tổng nợ trái phiếu của DXG là 1.668 tỷ đồng, giảm 52 tỷ đồng so với cuối Q2/23. Giá trị trái phiếu đáo hạn vào năm 2024 và 2025 lần lượt là 773 tỷ đồng và 650 tỷ đồng. Trong ngắn hạn, DXG không gặp áp lực trả nợ trái phiếu trong giai đoạn 2024-25, dù số dư tiền mặt tính đến cuối Q3/23 chỉ là 788 tỷ đồng, nhờ vào nguồn tiền thu được từ phát hành riêng lẻ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây không phải là hướng đi hiệu quả để phát triển lâu dài.

Với lượng tài sản đảm bảo lớn, bao gồm quyền sử dụng đất tại các dự án như Opal Skyline, DXH Sky World, DXH Park City, DXH Park View,... cùng với cổ

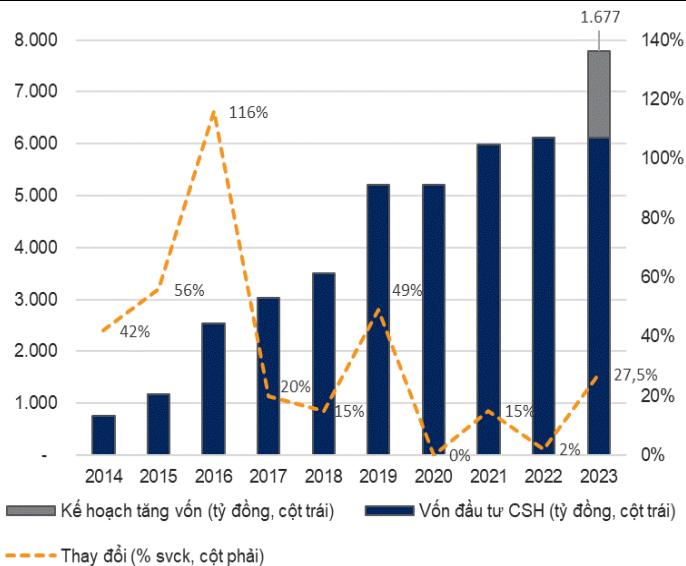
phần tại DXS, chúng tôi cho rằng trong trường hợp không thuận lợi, DXG có thể sử dụng tài sản đảm bảo này để hoàn trả nghĩa vụ trái phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới DXG sẽ chọn lọc hơn trong việc triển khai các dự án phù hợp với điều kiện thị trường, mang lại sự tăng trưởng bền vững và tránh được rủi ro thanh khoản trong tương lai.

**Hình 10: Dòng tiền từ HĐKD gần như liên tục âm từ năm 2016 (tỷ VND)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 10: DXG liên tục tăng vốn điều lệ nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng quỹ đất và phát triển các dự án. Nếu huy động vốn 2023 được thực hiện thành công hoàn toàn, tỷ lệ P/B sẽ là 1,5x...**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 11: ... Áp lực đáo hạn trái phiếu tuy không quá lớn nhưng vẫn luôn là thách thức đối với DXG trong một thị trường có nhiều yếu tố bất ổn.**

Thời điểm đáo hạn	Tổ chức phát hành	Tài sản đảm bảo	Tổng dư nợ tới hết Q3/23 (tỷ VND)
<b>2024</b>			<b>772,5</b>
18/03/2024	VNDIRECT	Quyền sử dụng đất dự án Opal Skyline và phần vốn góp của Hà An vào Charm CI	174,1
05/10/2024	VPBank	Quyền sử dụng đất tại dự án Gem Sky World	200,0
22/07/2024	MB fund	3.000.000 cổ phiếu DXS	50,7
28/05/2024	VCSC	Tin chấp	47,7
19/11/2024	VPBank	Quyền sở hữu tài sản hợp đồng đặt cọc Hà An và Sài Gòn Riverside.	300,0
<b>2025</b>			<b>649,6</b>
29/4/2025	VPBank	Quyền sử dụng lô đất tại Thuận An, Bình Dương (dự án DXH Park City)	450,0
31/12/2025	Vietinbank Securitie	6.000.000 cp DXS	199,6
<b>2026</b>			<b>204,2</b>
20/07/2026	Chứng khoán JB	22.000.000 cp DXS	204,2
Chi phí phát hành chưa phân bổ			(9,7)
<b>Tổng</b>			<b>1.616,6</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá: Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 19.900 đồng/cổ phiếu

### Phương pháp định giá:

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) với giả định WACC là 13,1%. Với lãi suất phi rủi ro (Rf) là 2,7% (lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam tính đến ngày 30 tháng 9 năm 2023) và phần bù rủi ro thị trường (Rm) là 9,6% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)).

Hình 10: Giả định WACC

Beta	1,3
Chi phí nợ vay	11,5%
Chi phí VCSH	14,7%
Tỷ trọng nợ vay	28,2%
Tỷ trọng VCSH	71,8%
<b>WACC</b>	<b>13,1%</b>

Hình 6: Định giá cổ phiếu (tỷ đồng)

Định giá theo phương pháp từng phần	Giá trị hợp lý Q3/23	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp	Chú thích
<b>Phát triển BĐS</b>	<b>16.232</b>	<b>100%</b>	<b>RNAV</b>	
Gem Sky World	3.562	100%	DCF	- Dự kiến sẽ mở bán trở lại Phân khu Topaz Town vào nửa cuối năm 2024. - Các phân khu The Emerald Park, Aquamarine Park, Opal Park sẽ được mở bán trở lại từ năm 2025-27.
DXH Riverside	3.911	100%	DCF	- Dự án đã hoàn tất thủ tục pháp lý vào đầu Q4/23 và dự kiến sẽ nhận được giấy phép xây dựng cùng với đóng tiền sử dụng đất bổ sung vào Q4/23. - Dự kiến 4 trên 12 block còn lại của dự án sẽ được mở bán trở lại vào nửa cuối 2024.
DXH Premium	1.572	75%	DCF	
Opal City	957	100%	DCF	
Opal Skyline	1.234	100%	DCF	
Opal City View	692	100%	DCF	
DXH Park View	798	100%	BV	
DXH Park City	836	100%	BV	
Khác	2.670	100%	BV	
<b>Dịch vụ môi giới BĐS</b>	<b>3.427</b>	<b>56%</b>	<b>DCF</b>	- Chúng tôi áp dụng mô hình DCF 5 năm để định giá mảng dịch vụ môi giới (DXS) của DXG và chiết khấu 15% cho mảng môi giới của DXG do hoạt động thị trường bất động sản phục hồi yếu hơn so với kỳ vọng trong 2023. - Giá trị ký bán trong năm 2023 của DXG chỉ khoảng 500 tỷ đồng, điều này sẽ ảnh hưởng đến chiết khấu dòng tiền trong mô hình định giá DCF của DXS.
<b>Cộng:</b>				
Tiền và tương đương tiền	644			
Đầu tư ngắn hạn	144			
Tài sản khác	12.550			- Bao gồm 6.910 tỷ đồng từ các khoản Phải thu ngắn hạn và 471 tỷ đồng từ khoản Đầu tư vào công ty liên doanh kết, liên kết.
<b>Trừ:</b>				
Nợ vay	5.616			
Nợ phải trả khác	8.957			
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.916			
<b>RNAV</b>	<b>13.509</b>			
<b>Số lượng CPĐLH (triệu CP)</b>	<b>611</b>			
Chiết khấu RNAV	10%			- Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% do những rủi ro sau: 1) Giá trị ký bán từ đợt mở bán mới có thể không đạt kỳ vọng; 2) Thị trường BĐS nhà ở phục hồi chậm hơn kỳ vọng; 3) Các yếu tố bất ổn của thị trường BĐS. - Phần lớn các dự án DXG mở bán trong năm 2024-25 đều thuộc phân khúc cao cấp và đất nền, khó đạt được tỷ lệ hấp thụ ấn tượng trong giai đoạn thị trường thận trọng, đặc biệt đối với các sản phẩm mang tính chất đầu tư.
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>19.900</b>			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tiềm năng tăng giá đến từ việc các cơ quan quản lý vào cuộc quyết liệt hơn nhằm giải quyết các nút thắt trong lĩnh vực BĐS nhà ở, qua đó giúp tâm lý thị trường chung được cải thiện. Rủi ro giảm giá: 1) tiến độ bàn giao, cấp phép xây



dụng và cấp phép mở bán mới chậm hơn dự kiến; 2) Sức hấp thụ của các đợt mở bán mới của DXG chưa đạt kỳ vọng.

Hình 7: So sánh với các DN cùng ngành

Công ty	Mã	Giá hiện tại		Vốn hóa Tr. USD	P/E (lần)			P/B (lần)			EPS 3 năm		Tăng trưởng DT (%)			ROE (%)	Nợ ròng/VCSH tại Q3/23 (%)
		Nội tệ	Tr. USD		Trượt	2023	2024	Hiện tại	2023	2024	Tăng	trường kép	2023	2023	2024		
<b>BDS nhà ở, nghỉ dưỡng</b>																	
Vinhomes	VHM VN	43.050	7.643	4,5	5,0	5,3	1,0	1,0	0,9	(0,4)	10,5	20,7	18,3	19,7			
Novaland	NVL VN	16.400	1.304	N/A	N/A	N/A	0,8	0,9	0,9	11,2	N/A	(3,8)	(0,7)	126,4			
Phát Đạt	PDR VN	27.600	831	151,8	N/A	N/A	2,1	N/A	N/A	38,7	N/A	N/A	N/A	38,2			
Khang Điền	KDH VN	31.400	1.023	34,3	25,0	25,2	1,8	1,7	1,7	(6,9)	(22,5)	10,7	17,0	17,3			
Nam Long	NLG VN	39.000	612	23,9	34,3	15,1	1,5	1,5	1,5	(16,1)	10,4	5,5	7,2	16,4			
Đầu tư phát triển xây dựng	DIG VN	26.600	669	129,5	N/A	N/A	2,0	N/A	N/A	0,1	N/A	2,6	N/A	30,5			
Trung bình				63,1	15,0	15,2	1,5	1,3	1,3	4,4	4,0	4,7	10,5				
Trung vị				140,7	24,6	24,9	1,5	1,2	1,1	(0,2)	10,5	5,5	8,4				
<b>Đất Xanh</b>	<b>DXG VN</b>	<b>18.950</b>	<b>556</b>	<b>N/A</b>	<b>34,3</b>	<b>15,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>53,1</b>	<b>23,9</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6</b>	<b>33,8</b>			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## Phụ lục A: Các dự án chính được DXG triển khai giai đoạn 2024 – 2027

Hình 12: Dự án Gem Sky World – Tính đến tháng 1/2024, đã có khoảng 500 sổ hồng được bàn giao cho khách hàng trên tổng số 2.305 lô đất đã được cấp quyền chuyển nhượng. Dự án dự kiến sẽ tiếp tục xây dựng vào Q2/24 và mở bán trở lại vào nửa cuối 2024.



- Vị trí: Dự án được phát triển tại xã Long Đức, huyện Long Thành, tỉnh Đồng Nai. Dự án hưởng lợi từ tiềm năng phát triển cơ sở hạ tầng của tỉnh Đồng Nai với khả năng kết nối linh hoạt với nhiều tuyến đường huyết mạch, trong đó có đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây đi TP.HCM, nằm ở phía Bắc sân bay Long Thành (dự kiến đi vào hoạt động năm 2025).
- Tổng diện tích: 92,2ha
- Số sản phẩm: 4.022 sản phẩm
- Mật độ xây dựng: 50,5%
- Sản phẩm chính: Nhà phố thương mại / Nhà phố / Đất nền
- Thời gian phát triển: 2020 - 2027

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

**Hình 13: Dự án DXH Riverside – Dự án hiện đang ngưng xây dựng. Dự án đã hoàn tất các thủ tục pháp lý vào đầu Q4/23 và dự kiến sẽ nhận được giấy phép xây dựng cùng với đóng tiền sử dụng đất bổ sung vào Q4/23, dự kiến sẽ tái khởi động vào nửa cuối 2024.**



- Vị trí: Dự án tọa lạc tại vị trí đắc địa tại phường An Phú, TP Thủ Đức, ngay cạnh trục đường kết nối cao tốc Long Thành – Dầu Giây, thuận tiện di chuyển về các khu vực trung tâm TP.HCM.
- Tổng diện tích: 6,7ha
- Số sản phẩm: ~3.200 căn hộ
- Mật độ xây dựng: 34%
- Sản phẩm chính: Căn hộ cao cấp
- Thời gian phát triển: 2018 - 2027

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY*

**Hình 14: Dự án DXH Park View – Dự án vẫn đang trong giai đoạn phát triển ban đầu và cần hoàn thiện nhiều thủ tục pháp lý: chấp thuận chủ trương đầu tư, quy hoạch tổng thể 1:500 và xác định tiền sử dụng đất.**



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

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY*

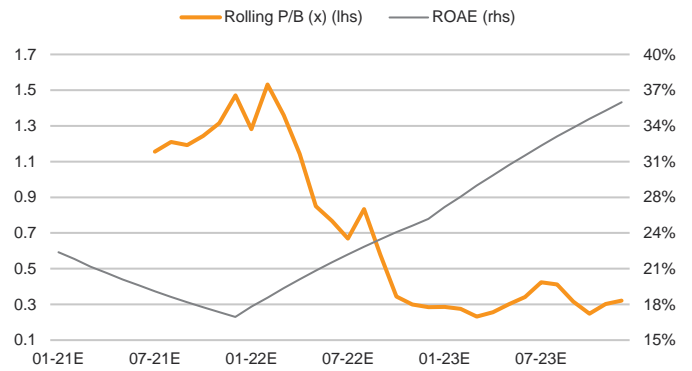
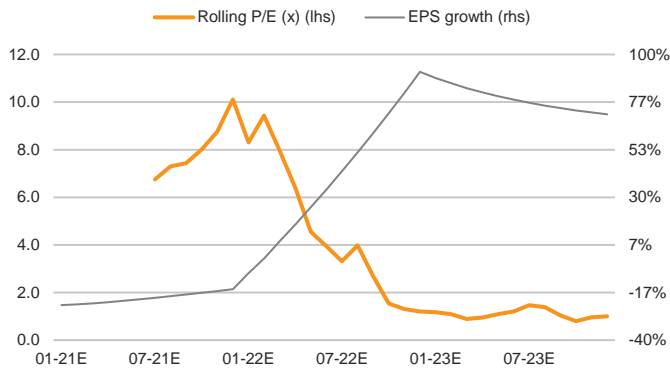
**Hình 15: Dự án DXH Park City – Dự án vẫn đang trong giai đoạn phát triển ban đầu và cần hoàn thiện nhiều thủ tục pháp lý: chấp thuận chủ trương đầu tư, quy hoạch tổng thể 1:500 và xác định tiền sử dụng đất.**



- Vị trí: Thành phố Thuận An, Tỉnh Bình Dương.
- Tổng diện tích: 9,5ha
- Tổng sản phẩm: ~6.500 căn hộ
- Mật độ xây dựng: 40%
- Sản phẩm chính: 8 khối căn hộ cao cấp
- Tổng giá trị phát triển: 17.612 tỷ đồng
- Thời gian phát triển: 2027 - 2030

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY*

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	3.646	4.638	4.108
Giá vốn hàng bán	(2.093)	(2.375)	(2.185)
Chi phí quản lý DN	(523)	(615)	(563)
Chi phí bán hàng	(639)	(751)	(687)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>391</b>	<b>897</b>	<b>773</b>
EBITDA thuần	445	933	805
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(64)</b>	<b>(36)</b>	<b>(32)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>391</b>	<b>897</b>	<b>773</b>
Thu nhập lãi	428	358	324
Chi phí tài chính	(559)	(524)	(491)
Thu nhập ròng khác	30	30	30
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>409</b>	<b>934</b>	<b>855</b>
Thuế	(131)	(396)	(344)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(84)	(100)	(114)
<b>LN ròng</b>	<b>194</b>	<b>438</b>	<b>397</b>
Thu nhập trên vốn	194	438	397
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>194</b>	<b>438</b>	<b>397</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	565	770	467
Đầu tư ngắn hạn	181	181	181
Các khoản phải thu ngắn hạn	12.045	12.472	12.624
Hàng tồn kho	14.937	14.235	15.235
Các tài sản ngắn hạn khác	308	319	294
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>28.036</b>	<b>27.977</b>	<b>28.801</b>
Tài sản cố định	394	394	394
Tổng đầu tư	639	639	639
Tài sản dài hạn khác	1.917	1.917	1.917
<b>Tổng tài sản</b>	<b>30.986</b>	<b>30.927</b>	<b>31.751</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.487	2.142	1.874
Phải trả người bán	7.262	7.014	7.924
Nợ ngắn hạn khác	3.622	3.466	3.017
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>13.371</b>	<b>12.622</b>	<b>12.815</b>
Vay & nợ dài hạn	3.134	3.412	3.724
Các khoản phải trả khác	228	228	228
Vốn điều lệ và	6.118	6.272	6.272
LN giữ lại	3.181	3.362	3.598
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.310</b>	<b>9.645</b>	<b>9.881</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.954	5.031	5.114
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>30.986</b>	<b>30.927</b>	<b>31.751</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>409</b>	<b>934</b>	<b>855</b>
Khấu hao	(64)	(36)	(32)
Thuế đã nộp	(131)	(396)	(344)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.131)</b>	<b>(638)</b>	<b>(1.502)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>(917)</b>	<b>(136)</b>	<b>(1.023)</b>
đầu tư TSCĐ	(42)	(31)	(8)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	391	(221)	34
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>349</b>	<b>(252)</b>	<b>26</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	1.310	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quý	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	214	(717)	694
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>214</b>	<b>593</b>	<b>694</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	919	565	770
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(354)</b>	<b>205</b>	<b>(303)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	565	770	467

**Các chỉ số cơ bản**

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,3%	9,4%	9,6%
Vòng quay TS	0,12	0,15	0,13
ROAA	0,6%	1,4%	1,3%
Đòn bẩy tài chính	3,33	3,21	3,21
ROAE	1,4%	3,0%	2,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	123,2	118,9	119,4
Số ngày nắm giữ HTK	2.253,2	1.898,7	1.973,5
Số ngày phải trả tiền bán	147,8	174,2	221,1
Vòng quay TSCĐ	4,85	5,13	5,04
ROIC	1,6%	3,4%	2,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,2	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,1	1,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1
Vòng quay tiền	2.228,6	1.843,4	1.871,8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(33,9%)	27,2%	(11,4%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	(52,9%)	129,4%	(13,8%)
Tăng trưởng LN ròng	(9,8%)	125,8%	(9,4%)
Tăng trưởng EPS	(9,8%)	125,8%	(9,4%)

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

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

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

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

### Trần Trung Kiên – Chuyên viên Phân tích

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

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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