

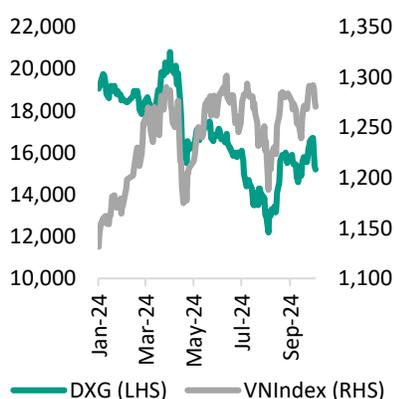
## KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH (HSX: DXG)

Giá hiện tại:	<b>15,050</b>	Ngày viết báo cáo:	17/10/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	722.5	Lương Trí Thìn	16.94%
Giá mục tiêu mới:	<b>21,800</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	11,090	Nhóm quỹ Dragon Capital	11.01%
Tỷ suất cổ tức	-	Thanh khoản BQ 30n (Triệu)	13.2		
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>44.9%</b>	Sở hữu nước ngoài	18.2%		

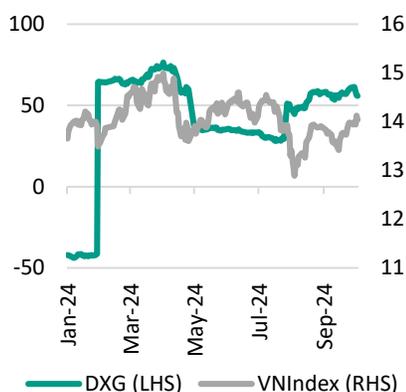
### Bộ phận Research:

Lâm Việt  
(Bất động sản, KCN)  
[vietl@bsc.com.vn](mailto:vietl@bsc.com.vn)

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E CP và VN-Index



### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DXG** với giá mục tiêu **21,800 VND/cp** (upside +44.9% so với giá đóng cửa ngày 16/10/2024) dựa trên phương pháp định giá (1) RNAV cho các dự án dự kiến triển khai trong 5 năm tới, (2) P/B mục tiêu = 0.8x đối với mảng môi giới (DXS) với triển vọng phục hồi rõ rệt khi thị trường bất động sản bắt đầu ấm dần lên, nguồn cung và số lượng giao dịch cải thiện.

DXG ghi nhận hiệu suất âm -21.4% YTD, theo chúng tôi do phản ánh các yếu tố lo ngại về (1) vấn đề liên quan đến trái phiếu tại DXMN (công ty liên kết), (2) từ nhiệm chủ tịch HĐQT của người sáng lập Lương Trí Thìn, (2) Quyết định 2276/QĐ-XPHC của UBND tỉnh Đồng Nai đối với CTCP BĐS Hà An (công ty con) tại dự án Gem Sky World. BSC tin rằng các yếu tố rủi ro trên đã phản ánh vào giá và triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp sáng hơn khi dự án trọng điểm DXH Riverside đã sẵn sàng triển khai.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Cơ hội tái định giá và triển vọng kinh doanh tích cực** khi dự án chủ lực DXH Riverside đã hoàn thành pháp lý, dự kiến mở bán 2025.
- **Doanh thu mở bán mới (presales) dự kiến phục hồi từ 2025 đạt 9,543 tỷ VND sau 2 năm không ghi nhận mở bán sản phẩm mới** nào chủ yếu nhờ mở bán DXH Riverside và tái mở bán Gem Sky World;
- **Định giá hấp dẫn khi doanh nghiệp bắt đầu bước vào pha phục hồi** – DXG hiện đang giao dịch tại P/B 2025F = 0.99x – (1) thấp hơn mức P/B trung bình ngành hiện tại 1.3x cũng như (2) thấp hơn P/B trung bình ngành 1.15x trong pha phục hồi trước đó 2014-2015 dù bối cảnh hiện tại của ngành BĐS lành mạnh hơn;

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- **Năm 2024:** BSC dự báo **DTT và LNST-CĐTS** của DXG lần lượt đạt **4,722 tỷ VND (+27% YoY)** và **265 tỷ VND (+54% YoY)** chủ yếu đến từ bàn giao toàn bộ các sản phẩm còn lại tại Opal Skyline và một phần Gem Sky World đã bán.
- **Năm 2025:** BSC dự báo **DTT và LNST-CĐTS** của DXG lần lượt đạt **3,147 tỷ VND (-33% YoY)** và **224 tỷ VND (-16% YoY)**, tương đương P/B fw = 0.99x. KQKD 2025 tăng trưởng âm chủ yếu do khoảng trống bàn giao, chỉ ghi nhận đóng góp từ dự án Gem Sky World trong khi DXH Riverside được kỳ vọng đủ điều kiện bàn giao từ 2026.

### RỦI RO

- Rủi ro giảm giá: giá mở bán mới và thời điểm mở bán tại Gem Sky World, DXH Riverside không như kỳ vọng ảnh hưởng đến định giá RNAV và dự phóng;

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F	KQKD	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	43.7	54.6	41.8	49.6	Doanh thu thuần	5,512	3,725	4,722	3,147
PB (x)	1.20	1.18	1.01	0.99	Lợi nhuận gộp	2,970	1,710	2,079	1,669
PS (x)	2.0	3.0	2.3	3.5	NPATMI	215	172	265	224
ROE (%)	3.8%	1.1%	2.5%	2.3%	EPS	351	281	367	309
ROA (%)	1.8%	0.5%	1.3%	1.1%	Tăng trưởng EPS	-82%	-20%	30%	-16%

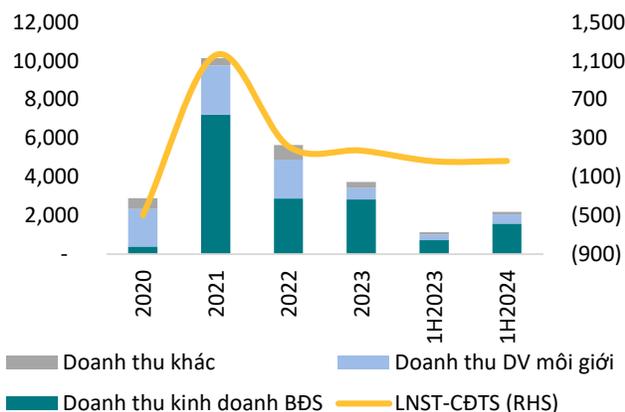
**CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP – Bàn giao Opal Skyline dẫn dắt lợi nhuận 1H2024 tăng trưởng nhẹ +5% YoY dù không ghi nhận lợi nhuận bất thường từ thoái vốn như 1H2023**

(Tỷ VND)	2Q2023	2Q2024	%YoY	1H2023	1H2024	%YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>714</b>	<b>1,126</b>	<b>58%</b>	<b>1,092</b>	<b>2,191</b>	<b>101%</b>
- Bán căn hộ và BĐS	454	754	66%	721	1,575	118%
- Cung cấp dịch vụ	214	287	34%	297	476	60%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>290</b>	<b>539</b>	<b>86%</b>	<b>456</b>	<b>1,011</b>	<b>122%</b>
% Biên LNG	41%	48%		42%	46%	
Chi phí bán hàng	(108)	(212)	96%	(186)	(357)	91%
Chi phí QLDN	(100)	(74)	-26%	(193)	(147)	-24%
% SG&A/Revenue	-29%	-25%		-35%	-23%	
EBIT	82	253	208%	77	507	558%
Doanh thu tài chính	342	4	-99%	361	13	-96%
Chi phí tài chính	136	91	-33%	277	206	-26%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	(4)	(16)	259%	(6)	(17)	193%
<b>LNTT</b>	<b>249</b>	<b>164</b>	<b>-34%</b>	<b>153</b>	<b>297</b>	<b>94%</b>
<b>LNST</b>	<b>157</b>	<b>94</b>	<b>-40%</b>	<b>40</b>	<b>171</b>	<b>330%</b>
<b>LNST-CĐT</b>	<b>156</b>	<b>33</b>	<b>-79%</b>	<b>61</b>	<b>64</b>	<b>5%</b>

Trong 2Q2024, DXG ghi nhận **doanh thu thuần đạt 1,126 tỷ VND (+58% YoY)** trong đó (1) doanh thu bán căn hộ, BĐS đạt 754 tỷ VND (+66% YoY) đóng góp bởi bàn giao Opal Skyline, (2) mảng cung cấp dịch vụ môi giới chứng kiến sự phục hồi đáng kể với doanh thu 287 tỷ VND (+34% YoY) và số lượng giao dịch qua DXS tăng khoảng 35% YoY. Tuy nhiên, do mức nền cao 2Q2023 đóng góp bởi lãi thoái vốn CTCP Sài Gòn Riverview nên **LNST-CĐT trong 2Q2024 giảm -79% YoY, đạt 33 tỷ VND.**

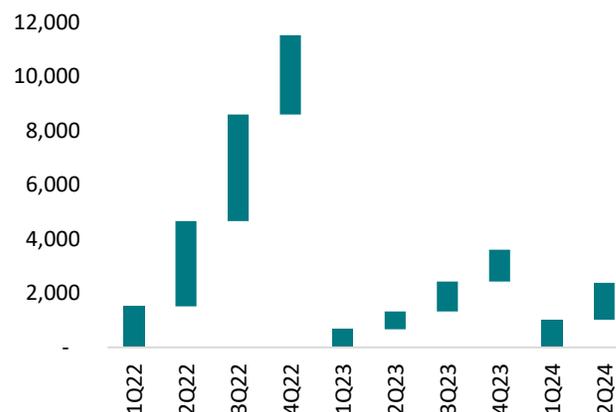
Lũy kế 6T2024, **DTT đạt 2,191 tỷ VND (+101% YoY)** – hoàn thành 56.2% kế hoạch doanh thu và **LNST-CĐT đạt 64 tỷ VND (+5% YoY)** – hoàn thành 28.3% kế hoạch lợi nhuận năm 2024. Tính đến cuối 1H2024, dự án Opal Skyline đã bàn giao khoảng 92% tổng số sản phẩm, 130 sản phẩm còn lại sẽ được bàn giao trong 3Q2024.

**Hình: 2023-2024 đóng góp vào doanh thu, lợi nhuận chủ yếu đến từ bàn giao các sản phẩm đã bán trước đó, tại Gem Sky World và Opal Skyline**



Nguồn: DXG, BSC Research

**Hình: Mảng môi giới BĐS ghi nhận phục hồi với tổng số lượng giao dịch BĐS trong 1H2024 xấp xỉ 9T2023**



Nguồn: DXG, BSC Research

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

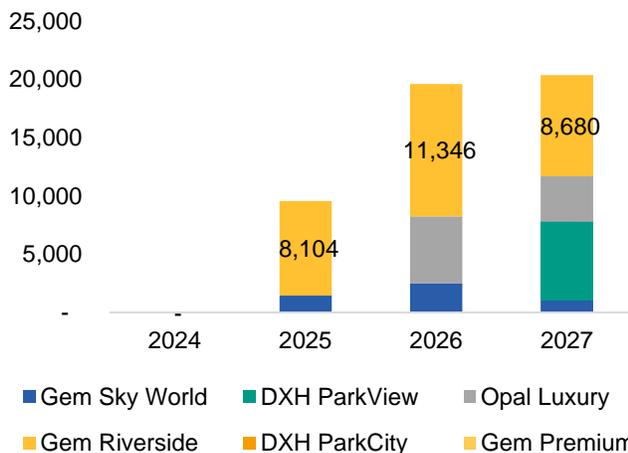
### 1. DXH Riverside được kỳ vọng sẵn sàng mở bán từ 2025, tạo sức bật phục hồi lợi nhuận và doanh số bán mới.

Ngày 12/09/2024, Sở Xây dựng Thành phố Hồ Chí Minh đã chính thức chấp thuận cấp Giấy phép xây dựng dự án DXH Riverside theo chỉ tiêu quy hoạch 1/500 mới bao gồm 12 khối tháp, 3,175 căn hộ. Đây là dự án vô cùng quan trọng mà doanh nghiệp đã theo đuổi triển khai từ 2018. Chúng tôi lưu ý, dự án đã từng được mở bán vào năm 2018 theo quy hoạch ban đầu (8 tháp, 2,100 căn hộ) với khoảng 1,000 sản phẩm, giá bán trung bình 37-40 triệu VND/m<sup>2</sup> nhưng sau đó đã tiến hành thu hồi khi dự án được điều chỉnh quy hoạch theo hướng tăng chỉ tiêu mật độ dân số và mật độ xây dựng lên 12 tháp, 3,175 căn hộ. Tính đến thời điểm hiện tại, còn ~300 sản phẩm đang được DN đẩy mạnh thu hồi thông qua việc (1) hoàn trả tiền cho khách hàng kèm hỗ trợ lãi suất và (2) áp dụng chiết khấu khoảng 15% khi DXH Riverside tái mở bán trong trường hợp khách hàng tiếp tục đồng hành.

DXH Riverside sẽ là động lực chính tạo ra dòng tiền và thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho DXG trong vòng 3 năm tới với tổng giá trị doanh thu ước tính (GDV) đạt 28,131 tỷ VND và tổng lợi nhuận ròng từ dự án ước tính khoảng 12,029 tỷ VND (biên LNR 43% nhờ giá vốn tốt). Chúng tôi kỳ vọng dự án DXH Riverside sẽ bắt đầu xây dựng từ 1Q2025 sau khi hoàn thành đàm phán với khách hàng cũ và đủ điều kiện mở bán trong 2H2025.

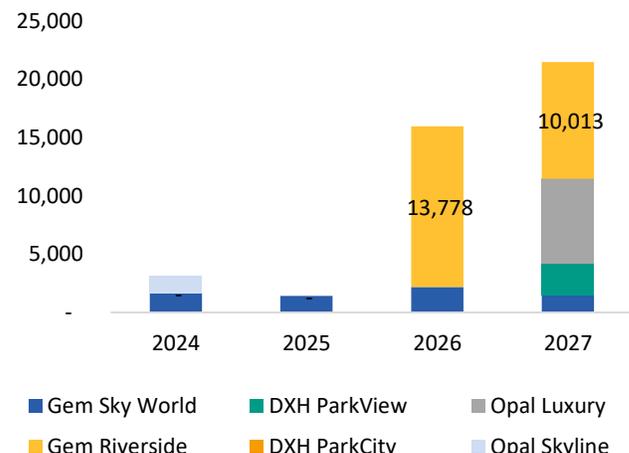
BSC dự báo tổng giá trị mở bán mới (presales) năm 2025 sẽ đạt 9,543 tỷ VND sau 2 năm 2023-2024 không ghi nhận mở bán dự án chủ yếu đến từ DXH Riverside. Mặc dù dự án được hưởng lợi từ hạ tầng khu vực cải thiện và sức hút của các dự án lớn xung quanh, tuy nhiên chúng tôi dự báo mức giá bán trung bình thực tế cho các sản phẩm tại đây sẽ ở mức 90-95 triệu VND/m<sup>2</sup>.

Hình: Presales dự phóng giai đoạn 2024-2027



Nguồn: BSC Research

Hình: Doanh thu dự phóng giai đoạn 2024-2027



Nguồn: BSC Research

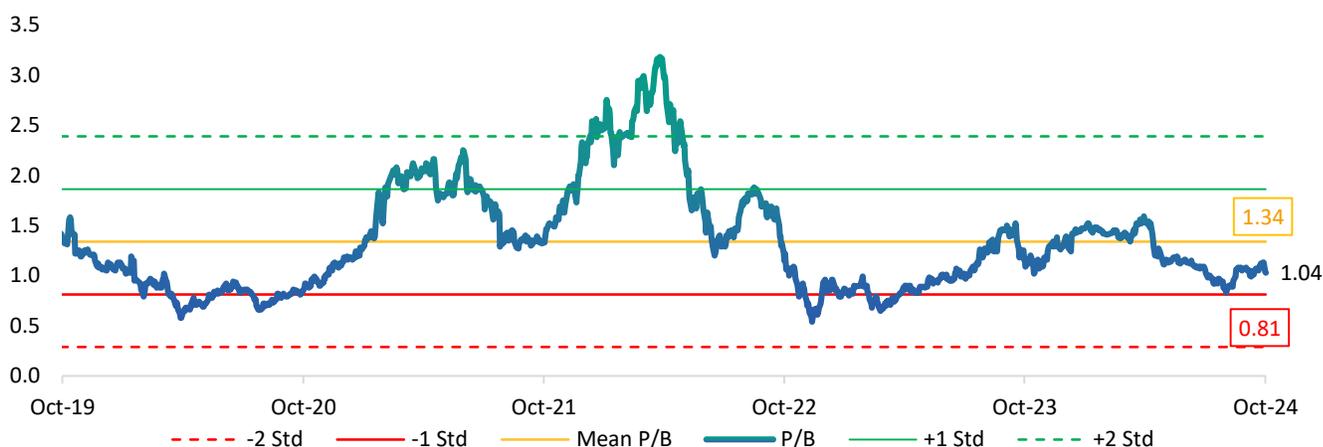
Chiến lược kinh doanh quay về với phân khúc chung cư nhưng quy mô tầm trung tại Bình Dương, hướng đến (1) nhu cầu ở thực giúp đẩy nhanh tốc độ bán hàng và (2) xây dựng lại thương hiệu trên thị trường. Các dự án gối đầu Opal Luxury, DXH Park View và DXH Park City đều có vị trí tại tỉnh Bình Dương, hiện đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý, dự kiến có thể ra mắt thị trường trong 2026-2028. Chúng tôi nhận thấy thị trường BĐS Bình Dương (tier 2) vẫn còn nhiều dư địa để phát triển, đặc biệt là các dự án nằm dọc trục đại lộ Mỹ Phước – Tân Vạn và Quốc lộ 13 nhờ vào (1) hạ tầng liên kết được phát triển đồng bộ, (2) là một tỉnh công nghiệp có khả năng thu hút lao động tốt nhất cả nước với 52% dân số Bình Dương là người nhập cư và (3) quỹ đất để phát triển khu dân cư khu vực TP HCM không còn nhiều.

Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Số lượng sản phẩm	Thời điểm mở bán	Tình trạng
Gem Sky World	Long Thành, Đồng Nai	922,200	3,919	Q2/2020	Đã bán 60% và bàn giao 40% tổng số lượng sản phẩm. Đã đủ điều kiện tiếp tục bàn giao trong 3Q2024 Dự kiến mở bán mới năm 2025
Gem Riverside	TP HCM	42,904	3,175	2025	Đã được cấp GPXD vào T9/2024. Dự kiến mở bán 2025
Opal Luxury	Bình Dương	83,927	3,400	2026	Đã được phê duyệt QH 1/500. Đang đợi phê duyệt tiền sử dụng đất và các nghĩa vụ tài chính khác
DXH Park View	Bình Dương	51,300	6,800	2027	Đang chờ phê duyệt QH 1/500 và chủ trương đầu tư
DXH ParkCity	Bình Dương	73,842	6,900	2028	Đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư
Gem Premium	TP HCM	150,000	2,600	2028	Đang chờ phê duyệt QH 1/500 và chủ trương đầu tư
Lux Star	TP HCM	11,588	N/A	N/A	Dự án được chấp thuận chủ trương năm 2018 và đang thực hiện GPMB.
DXH New City	Vĩnh Phúc	378,700	N/A	N/A	Đang điều chỉnh QH 1/500
Gem Green Bay	Khánh Hòa	1,719,000	N/A	N/A	Đang điều chỉnh QH 1/2000

Nguồn: BSC Research

## 2. DXH Riverside tạo động lực mở khóa định giá cho DXG

Hình: Định giá hấp dẫn hiện tại mở ra cơ hội tích lũy cổ phiếu đối với các nhà đầu tư dài hạn



Nguồn: FiinPro, DXG, BSC Research

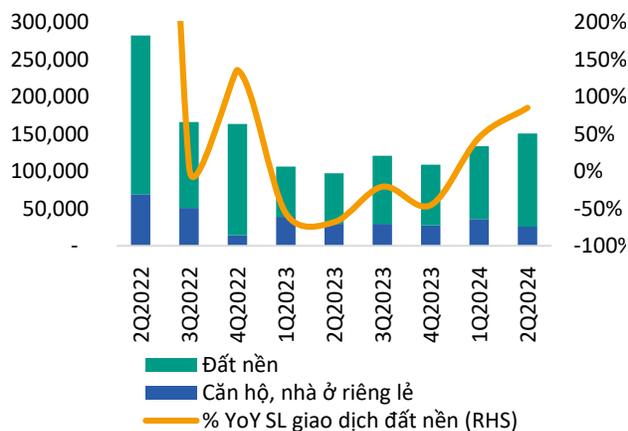
Ở mức vốn hóa hiện tại, DXG đang giao dịch tại P/B ttm=1.15x và P/B fwd=0.99x vẫn ở mức hấp dẫn trong pha phục hồi của chu kỳ trước của ngành BĐS P/B trung bình = 1.15x cũng như P/B trung bình 5 năm = 1.34x. **Chúng tôi cho rằng việc mở khóa dự án DXH Riverside sẽ giúp cổ phiếu DXG được tái định giá theo hướng tích cực khi dự án đóng góp đến 47% định giá, đảm bảo được dòng tiền và tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trong vòng 4 năm tới, tạo nguồn lực để DN triển khai các dự án tiếp theo và mở rộng quy mô.**

## 3. Mảng môi giới BĐS bước vào quá trình phục hồi, kỳ vọng phản ánh vào kết quả kinh doanh sớm hơn mảng phát triển dự án do tham gia cung cấp dịch vụ từ những bước đầu của quá trình triển khai

Theo Bộ Xây dựng, trong 2Q2024 số lượng căn hộ, nhà ở riêng lẻ đạt 25,885 giao dịch (-27.8% QoQ, -12.9% YoY) trong khi phân khúc đất nền đạt 124,991 giao dịch (+28% QoQ, +85.1% YoY). Số lượng giao dịch thành công ở phân khúc chung cư, nhà ở riêng lẻ ghi nhận giảm theo chúng tôi do nhiều nguyên nhân bao gồm (1) mặt bằng giá sơ cấp

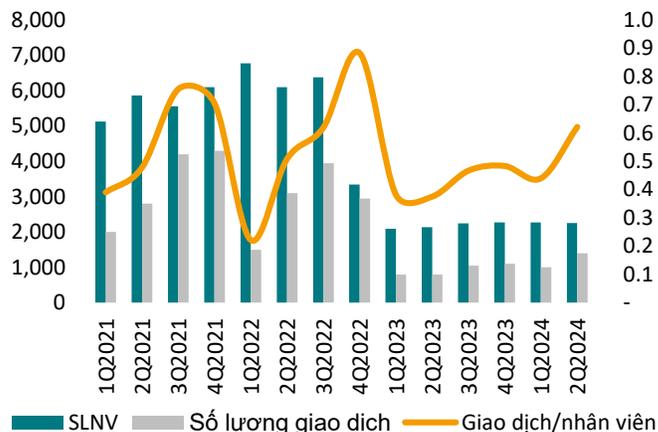
đã neo cao từ 2023, (2) yếu tố thời điểm khi nguồn cung tại thị trường phía Bắc đã tăng mạnh vào thời điểm 1Q2023 và 4Q2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng mạnh ở phân khúc đất nền là một chỉ báo quan trọng cho thấy thị trường BĐS đã ấm dần trở lại.

Hình: Số lượng giao dịch BĐS thành công theo phân loại sản phẩm



Nguồn: Bộ Xây dựng, BSC Research

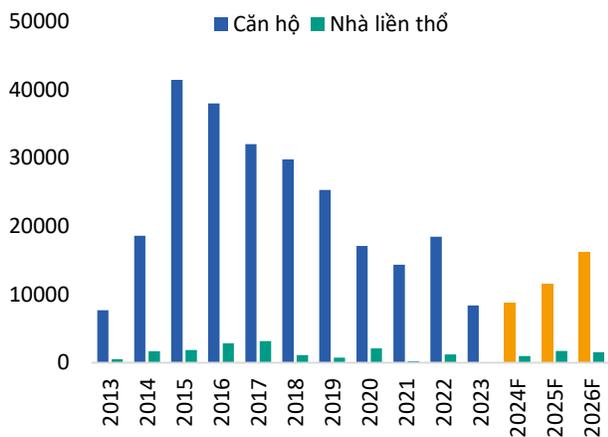
Hình: Năng suất trung bình của mỗi nhân viên được cải thiện rõ rệt



Nguồn: DXS, BSC Research

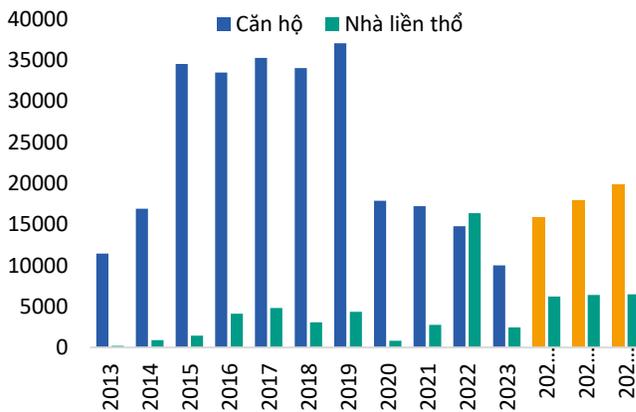
Vị thế là đơn vị môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam với thị phần ~33%, DXS đã bắt đầu xây dựng trở lại đội ngũ bán hàng cho chu kỳ mới sau giai đoạn cắt giảm chi phí để tồn tại 2022-2023. Chúng tôi cho rằng môi trường cạnh tranh ở mảng môi giới BĐS phần nào sẽ bớt phân mảnh hơn và các đơn vị môi giới chuyên nghiệp như DXS sẽ hưởng lợi khi hệ thống Luật mới có hiệu lực. Theo đó, Điều 61 Luật Kinh doanh BĐS quy định các cá nhân cung cấp dịch vụ môi giới BĐS phải có chứng chỉ hành nghề và hoạt động trong một doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ sàn giao dịch BĐS/dịch vụ môi giới BĐS.

Hình: Nguồn cung BĐS dự kiến tại TP HCM 2024-2026



Nguồn: CBRE, BSC Research

Hình: Nguồn cung BĐS dự kiến tại Hà Nội 2024-2026



Nguồn: CBRE, BSC Research

Nguồn cung BĐS được dự báo sẽ phục hồi mạnh trong 2024-2026 với tốc độ tăng trưởng kép CAGR lần lượt đạt 36.1% tại TP HCM và 11.9% tại Hà Nội. DXS là đơn vị môi giới ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp, tham gia sâu vào quá trình phát triển dự án khi cung cấp các dịch vụ về pháp lý, marketing, công nghệ quản lý và bán hàng. Do đó, tiếp đà phục hồi tốt +50% YoY số lượng giao dịch môi giới thành công và doanh thu tăng trưởng 60% YoY trong 1H2024, BSC tin rằng ngành môi giới BĐS nói chung và DXS nói riêng sẽ ghi nhận phục hồi trước ở KQKD so với mảng phát triển dự án cần thời gian xây dựng, bán hàng và bàn giao.

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

**Năm 2024:** BSC dự báo DTT và LNST-CĐTTS của DXG lần lượt đạt **4,722 tỷ VND (+27% YoY)** và **265 tỷ VND (+54% YoY)** tương đương **EPS 2024F = 367 VND/CP**, **P/E 2024F = 41.8x** và **P/B 2024F = 1.01x**. Cụ thể:

- (1) Bàn giao toàn bộ các sản phẩm đã bán còn lại ~130 sản phẩm tại Opal Skyline và ~700 sản phẩm tại Gem Sky World với tổng doanh thu đạt 3,182 tỷ VND
- (2) Doanh thu cung cấp dịch vụ môi giới BĐS đạt 1,262 tỷ VND, tăng trưởng +109.8% YoY từ mức nền thấp 2023.

**Năm 2025:** BSC dự báo DTT và LNST-CĐTTS của DXG sẽ ghi nhận mức tăng trưởng âm do khoảng trống bàn giao dự án, lần lượt đạt **3,147 tỷ VND (-33% YoY)** và **224 tỷ VND (-16% YoY)** tương đương **EPS 2025F = 309 VND/CP**, **P/E 2025F = 49.6x** và **P/B 2025F = 0.99x**. Trong đó:

- (1) Chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ mở bán trở lại Gem Sky World trong 1H2025 với mức giá 25 triệu VND/m<sup>2</sup> khi mặt bằng giá đất nền tại khu vực Long Thành hồi phục.
- (2) Doanh thu cung cấp dịch vụ môi giới BĐS đạt 1,444 tỷ VND (+14% YoY) với biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt 72%.

Bảng: Các giả định chính trong dự phóng kết quả kinh doanh 2024F – 2025F

Đơn vị: Tỷ VND	2020A	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>2,891</b>	<b>10,089</b>	<b>5,512</b>	<b>3,725</b>	<b>4,722</b>	<b>3,147</b>
% YoY	-50%	249%	-45%	-32%	27%	-33%
Giá vốn hàng bán	(1,016)	(4,492)	(2,542)	(2,014)	(2,643)	(1,477)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,875</b>	<b>5,598</b>	<b>2,970</b>	<b>1,710</b>	<b>2,079</b>	<b>1,669</b>
Chi phí bán hàng	(489)	(1,887)	(1,057)	(586)	(685)	(464)
Chi phí QLDN	(594)	(998)	(1,083)	(391)	(381)	(321)
<b>EBIT</b>	<b>792</b>	<b>2,713</b>	<b>830</b>	<b>734</b>	<b>1,013</b>	<b>885</b>
Doanh thu tài chính	73	353	464	409	18	33
Chi phí tài chính	(858)	(544)	(521)	(593)	(537)	(472)
<b>Lãi/Lỗ từ công ty liên kết</b>	<b>(11)</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>(112)</b>	<b>(25)</b>	<b>-</b>
<b>LN trước thuế</b>	<b>27</b>	<b>2,516</b>	<b>768</b>	<b>453</b>	<b>489</b>	<b>466</b>
Thuế TNDN	(201)	(921)	(234)	(303)	(98)	(93)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(174)</b>	<b>1,595</b>	<b>534</b>	<b>150</b>	<b>391</b>	<b>373</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	322	438	319	(22)	126	149
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	<b>(496)</b>	<b>1,157</b>	<b>215</b>	<b>172</b>	<b>265</b>	<b>224</b>
% YoY	-141%	-333%	-81%	-20%	54%	-16%
<b>EPS cơ bản (đồng)</b>	<b>(953)</b>	<b>1,936</b>	<b>351</b>	<b>281</b>	<b>367</b>	<b>309</b>
% Biên LNG	65%	55%	54%	46%	44%	53%
% Biên LN ròng	-6%	16%	10%	4%	8%	12%
% ROE	-2%	12%	4%	1%	2%	2%

Nguồn: DXG, BSC Research

## RỦI RO

**Giá mở bán mới và thời điểm mở bán tại Gem Sky World, DXH Riverside không như kỳ vọng ảnh hưởng đến định giá RNAV và dự phóng.**

Đối với Gem Sky World: theo quan sát của BSC, mặt bằng giá thứ cấp đất nền tại quanh khu vực hiện đang dao động quanh 18-22 triệu VND/m<sup>2</sup>, chiết khấu 26%-40% so với giá mở bán đợt 2 của DXG vào thời điểm “sốt đất” năm 2022. Điều này bên cạnh vấn đề chậm hoàn thiện pháp lý dự án BĐS đã dẫn tới các tranh chấp, quyết định xử phạt, đặc biệt sẽ ảnh hưởng đến thời điểm và giá mở bán mới của Gem Sky World trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các yếu tố về hạ tầng ngày càng được cải thiện, nhất là tiến độ xây dựng tốt tại dự án Sân bay Long Thành sẽ là một động lực tăng giá đất nền tại khu vực trên trong thời gian tới và kỳ vọng Gem Sky World sẽ được tái khởi động trong 1H2025 với mức giá hợp lý hơn 25 triệu VND/m<sup>2</sup>.

Đôi với dự án DXH Riverside: theo thông tin doanh nghiệp chia sẻ, sau khi mở bán hơn 1,000 sản phẩm năm 2018, hiện tại còn khoảng 300 sản phẩm tại DXH Riverside đang trong quá trình đẩy nhanh thu hồi. Các phương án chấm dứt hợp đồng doanh nghiệp đưa ra bao gồm (1) hoàn trả tiền cọc (250 triệu VND) và kèm lãi suất 10%-15%/năm và (2) chiết khấu 15% giá trị sản phẩm nếu khách hàng tiếp tục đồng hành. Chúng tôi cho rằng mặc dù rủi ro pháp lý ở quá trình này là không nhiều, nhưng thời điểm mở bán có thể sẽ kéo dài hơn dự kiến trong trường hợp khách hàng cũ không đồng ý chấm dứt hợp đồng và xảy ra các tranh chấp khác.

BSC kỳ vọng việc thay đổi ở thượng tầng DN và quá trình triển khai xây dựng bàn giao DXH Riverside một cách chính chu sẽ khôi phục lại uy tín, hình ảnh của DXG tạo tiền đề cho các dự án tiếp theo.

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DXG với giá mục tiêu **21,800 VND/cp (upside +44.9% so với giá đóng cửa ngày 16/10/2024)** dựa trên phương pháp định giá (1) RNAV cho các dự án dự kiến triển khai trong 5 năm tới, (2) P/B mục tiêu = 0.8x đối với mảng môi giới (DXS) với triển vọng phục hồi rõ rệt khi thị trường bất động sản bắt đầu ấm dần lên, nguồn cung và số lượng giao dịch cải thiện. Do các hạn chế về mặt thông tin cũng như tiến độ hoàn thành pháp lý còn cần tương đối nhiều thời gian và nguồn lực, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% vào định giá RNAV của DXH Park View, DXH Park City và Gem Premium.

BSC lưu ý dự án DXH Riverside chiếm đến 47% tổng giá trị đánh giá lại tài sản của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi tin rằng DXH Riverside đủ điều kiện triển khai vào 2025 sẽ là một động lực giúp “mở khóa” định giá DXG đi kèm với triển vọng lợi nhuận và dòng tiền mạnh mẽ đến từ dự án trong thời gian tới. Như đã đề cập ở trên, DXG hiện đang giao dịch tại mức định giá hấp dẫn với P/B ttm=1.15x và P/B fwd=0.99x so với P/B trung bình 5 năm = 1.34x trong khi phần lớn các rủi ro đã phản ánh vào giá, do đó, **chúng tôi tin rằng DXG sẽ là một lựa chọn hấp dẫn trong ngành BĐS trong thời gian tới.**

Định giá					
Tỷ VND	Method	Revaluation	% Stake	DXG	
Gem Sky World	RNAV	1,745	100%	1,745	
DXH Riverside	RNAV	8,980	100%	8,980	
Opal Luxury	RNAV	1,470	100%	1,470	
DXH Park View	RNAV	1,252	100%	1,252	
DXH Park City	RNAV	1,882	100%	1,882	
Gem Premium	RNAV	1,336	100%	1,336	
DXS	P/B	4,633	55%	2,565	
<b>BĐS dân dụng</b>	<b>RNAV</b>			<b>19,231</b>	
<b>Tổng giá trị đánh giá lại</b>				<b>19,231</b>	
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn				1,436	
(-) Nợ vay				(4,940)	
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>				<b>15,726</b>	
Số lượng cổ phiếu (triệu)				722.5	
Giá hiện tại				15,050	
Giá mục tiêu				21,800	
Tiềm năng tăng giá				44.9%	
Lợi suất cổ tức				0.7%	
% WACC				11.1%	

Nguồn: DXG, BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>5,512</b>	<b>3,725</b>	<b>4,722</b>	<b>3,147</b>
Giá vốn hàng bán	(2,542)	(2,014)	(2,643)	(1,477)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,970</b>	<b>1,710</b>	<b>2,079</b>	<b>1,669</b>
Chi phí bán hàng	(1,057)	(586)	(685)	(464)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1,083)	(391)	(381)	(321)
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	<b>830</b>	<b>734</b>	<b>1,013</b>	<b>885</b>
Doanh thu tài chính	464	409	18	33
Chi phí tài chính	(59)	(57)	-	0
Chi phí lãi vay	(462)	(537)	(537)	(472)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	2	(112)	(25)	-
Lãi/lỗ khác	(7)	16	20	20
<b>LN trước thuế</b>	<b>768</b>	<b>453</b>	<b>489</b>	<b>466</b>
Thuế thu nhập DN	(234)	(303)	(98)	(93)
<b>LN sau thuế</b>	<b>534</b>	<b>150</b>	<b>391</b>	<b>373</b>
CĐTS	319	(22)	126	149
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>215</b>	<b>172</b>	<b>265</b>	<b>224</b>
EBITDA	916	816	1,043	915
EPS	351	281	367	309

LCTT (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	768	453	489	466
Khấu hao và phân bổ	86	82	30	30
Thay đổi vốn lưu động	(4,065)	(921)	963	(1,359)
Điều chỉnh khác	(693)	(464)	(165)	(205)
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>(3,904)</b>	<b>(850)</b>	<b>1,317</b>	<b>(1,069)</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(148)	(129)	22	20
Đầu tư khác	385	398	-	-
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>237</b>	<b>268</b>	<b>22</b>	<b>20</b>
Tiền chi trả cổ tức	(338)	(76)	-	-
Tiền từ vay ròng	1,769	(14)	(246)	(103)
Tiền thu khác	417	29	1,219	(0)
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>1,848</b>	<b>(61)</b>	<b>973</b>	<b>(103)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	2,738	919	276	2,588
Tiền trong kỳ	(1,819)	(643)	2,311	(1,152)
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>919</b>	<b>276</b>	<b>2,588</b>	<b>1,436</b>

CĐKT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>27,371</b>	<b>26,230</b>	<b>27,792</b>	<b>30,119</b>
Tiền và tương đương tiền	919	276	2,588	1,436
Đầu tư ngắn hạn	181	97	-	-
Phải thu ngắn hạn	11,948	11,423	9,556	7,534
Hàng tồn kho	14,031	14,139	15,353	20,855
TS ngắn hạn khác	292	295	295	295
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2,950</b>	<b>2,557</b>	<b>2,427</b>	<b>2,407</b>
Tài sản hữu hình	394	372	350	331
Tài sản dở dang dài hạn	711	723	723	723
Đầu tư dài hạn	132	110	110	110
Tài sản dài hạn khác	1,712	1,352	1,243	1,243
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>30,321</b>	<b>28,786</b>	<b>30,218</b>	<b>32,526</b>
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>12,255</b>	<b>11,618</b>	<b>11,615</b>	<b>14,375</b>
Nợ phải trả	1,149	767	707	1,228
Vay ngắn hạn	2,023	2,591	2,427	3,149
Nợ ngắn hạn khác	9,083	8,260	8,481	9,998
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>3,981</b>	<b>2,982</b>	<b>2,716</b>	<b>1,891</b>
Vay dài hạn	3,748	2,699	2,616	1,791
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	232	284	100	100
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>16,236</b>	<b>14,600</b>	<b>14,331</b>	<b>16,267</b>
Vốn góp	6,118	6,118	7,225	7,225
Thặng dư vốn cổ phần	80	80	283	283
LN chưa phân phối	2,308	1,736	2,001	2,225
Vốn chủ khác	739	1,469	1,469	1,469
Cổ đông thiểu số	4,840	4,783	4,909	5,058
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>14,085</b>	<b>14,186</b>	<b>15,887</b>	<b>16,260</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>30,321</b>	<b>28,786</b>	<b>30,218</b>	<b>32,526</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	612	612	722	722

Chỉ số (%)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hệ số TT ngắn hạn	2.2	2.3	2.4	2.1
Hệ số TT nhanh	1.1	1.0	1.1	0.6
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	19%	18%	17%	15%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	62%	56%	46%	44%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	2,015	2,562	-	-
Số ngày phải thu	791	1,119	-	-
Số ngày phải trả	835	974	963	1,034
CCC	1,971	2,707	(963)	(1,034)
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Biên Lợi nhuận gộp	54%	46%	44%	53%
Biên Lợi nhuận ròng	10%	4%	8%	12%
ROE	3.8%	1.1%	2.5%	2.3%
ROA	1.8%	0.5%	1.3%	1.1%
<b>Định giá</b>				
PE	43.7	54.6	41.8	49.6
PB	1.20	1.18	1.01	0.99
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	-45%	-32%	27%	-33%
Tăng trưởng EBIT	-69%	-12%	38%	-13%
Tăng trưởng LNNT	-67%	-72%	160%	-5%
Tăng trưởng EPS	-82%	-20%	30%	-16%



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, mua chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Toà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place,  
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,  
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**