

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

Trung lập (Duy trì)

Bắt động sản nhà ở

| | |
|-----------------------|---------------------|
| Giá hiện tại | VND15.900 |
| Cao/Thấp 52 tuần | VND21.970/VND11.740 |
| Giá mục tiêu | VND17.500 |
| Consensus | 3,4% |
| Tiềm năng tăng giá | 10,0% |
| Tỷ suất cổ tức | 0,0% |
| Tổng tỷ suất sinh lời | 10,0% |

| | |
|--------------------|--------------------------|
| Triển vọng | Trung lập |
| Định giá | Trung lập |
| Phân tích kỹ thuật | Tiêu cực |

| | |
|--------------------------|-------|
| Thị giá vốn (tr USD) | 541,6 |
| GTGD BQ 3 tháng (tr USD) | 12,2 |
| Sở hữu NN (tr USD) | 162,6 |
| Số CP lưu hành (tr) | 611 |
| Số CP sau pha loãng (tr) | 611 |

| | DXG | Ngành | VNI |
|--------------|-------|-------|-------|
| P/E trượt | 55,9x | 48,3x | 14,1x |
| P/B hiện tại | 0,8x | 1,4x | 1,8x |
| ROA | -0,6% | 2,9% | 2,1% |
| ROE | 1,2% | 4,7% | 12,3% |

*dữ liệu ngày 3/10/2024

Diễn biến giá



| Giá cổ phiếu (%) | 1T | 3T | 12T |
|------------------|-----|-----|------|
| DXG | 8,6 | 0,5 | 55,1 |
| Tương quan VNI | 0,9 | 8,4 | 18,1 |

Cơ cấu sở hữu

| | |
|-------------------------------|-------|
| Lương Trí Thìn | 17,0% |
| NAV Investment Ltd | 4,5% |
| Vietnam Enterprise Investment | 3,2% |
| Khác | 75,3% |

Tổng quan

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

Chờ đợi chuyển biến pháp lý của các dự án

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 10% và tỷ suất cổ tức 0,0%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 21% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 22,1% kể từ báo cáo cập nhật trước.
- Những yếu tố chính đưa đến khuyến nghị của chúng tôi là những khó khăn trong mở bán, rủi ro liên quan đến ban lãnh đạo, áp dụng giả định WACC cao hơn và việc điều chỉnh dự phóng lợi nhuận 2024-25.
- P/B hiện tại của DXG ở mức 0,8 lần thấp hơn so với trung bình ngành và đã phản ánh đầy đủ triển vọng của DXG cho 2024-2025. Chúng tôi đã áp dụng mức chiết khấu 30% cho định giá để phản ánh các rủi ro DXG đang đối mặt.

Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận ròng Q2/24 giảm 79% svck xuống còn 33 tỷ đồng do thiếu khoản thu nhập tài chính, dù doanh thu Q2/24 tăng 58% svck đạt 1.100 tỷ đồng.
- Rủi ro dòng tiền vẫn hiện hữu khi dòng tiền HĐKD vẫn âm 570 tỷ đồng trong nửa đầu 2024 và tiếp tục âm trong các quý gần đây, mặc dù DXG ghi nhận lợi nhuận ròng dương trong năm quý liên tiếp.
- Chi phí BH&QLDN duy trì ổn định trong 6 tháng đầu năm 2024, chỉ tăng 33% svck lên 504 tỷ đồng khi doanh thu 6T24 tăng 101% svck.

Luận điểm đầu tư

Cải thiện pháp lý của dự án DXH Riverside giúp áp lực dòng tiền DXG giảm đi

Datxanh Homes Riverside (DXHR), dự án quan trọng đối với DXG, đã nhận được điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng. Khi dự án hoàn thành xây dựng tầng hầm và nhận được giấy phép mở bán, nguồn tiền thu được từ việc mở bán sẽ giúp giảm áp lực tài chính cho DXG. Đây là một trong số ít dự án tại TP.HCM nhận được giấy phép xây dựng mới trong năm 2023-2024, với vị trí đặc địa, biên lợi nhuận cao (dự án căn hộ cao cấp) và nguồn cung lớn.

Rủi ro từ sự thiếu ổn định ngắn hạn từ việc thay đổi ban lãnh đạo cấp cao

Ông Lương Trí Thìn từ chức Chủ tịch HĐQT DXG vào đầu tháng 7 năm 2024, ngay trước vụ kiện liên quan đến thanh toán trái phiếu với doanh nghiệp có liên quan (Đất Xanh Miền Nam) dẫn đến sự sụt giảm mạnh của giá cổ phiếu DXG. Ông được thay thế bởi ông Lương Ngọc Huy, Phó Tổng Giám đốc DXG. Chúng tôi đánh giá sự thay đổi lãnh đạo này sẽ tạo ra bất ổn ngắn hạn, đồng thời với giai đoạn chuyển giao khi luật bắt động sản sửa đổi vừa có hiệu lực, sẽ gây thêm thách thức khác.

Luật bắt động sản sửa đổi sẽ đặt các áp lực khác lên DXG

Số tiền tối đa thu được từ người mua cho các dự án tương lai bị giới hạn chỉ ở mức 5%, làm giảm vốn tiền đặt của khách hàng cho các dự án pháp lý chưa hoàn thiện. Ngoài ra, bảng chi phí đền bù GPMB mới gắn với giá thị trường cao hơn nhiều so với chi phí hiện tại sẽ tạo thêm áp lực cho nguồn vốn phát triển dự án của DXG.

Thời gian triển khai dự án GSW và Opal Luxury dời lại

Chúng tôi đánh giá rằng thời gian mở bán trở lại dự án Gem Sky World (GSW) sẽ lùi lại một năm sang năm 2025 do điều kiện thị trường không thuận lợi. Dự án đã bán được khoảng 60% tổng sản phẩm và bàn giao 40%, còn lại hơn 1.500 sản phẩm. Chúng tôi dự phóng rằng dự án Opal Luxury sẽ lùi thời gian triển khai sang năm 2026 từ năm 2025 do thủ tục pháp lý kéo dài.

| | 12-23 | 12-24 | 12-25 | 12-26 |
|-----------------------------|---------|--------|---------|--------|
| Tăng trưởng doanh số ký bán | (86,4%) | (8,7%) | 1019,0% | 14,9% |
| Tăng trưởng DT thuần | (32,4%) | 6,4% | (8,8%) | 61,7% |
| Tăng trưởng lợi nhuận | (20,0%) | 41,9% | (8,5%) | 210,9% |
| Biên lợi nhuận gộp | 45,9% | 48,5% | 46,3% | 51,4% |
| Biên LN ròng | 4,6% | 6,2% | 6,2% | 11,9% |
| P/E (x) | 69,9 | 45,4 | 49,7 | 16,0 |
| Rolling P/B (x) | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| ROAE | 1,2% | 1,7% | 1,5% | 4,5% |
| Nợ ròng trên VCSH | 34,7% | 29,7% | 26,7% | 23,3% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD nửa đầu 2024: Doanh thu tài chính đi xuống kéo LN sụt giảm

Hình 1: So sánh KQKD Q2/24

| (Tỷ đồng) | Q2/24 | % svck | 6T24 | % svck | 6T23/2023 | 6T24 sv. dự phóng 2024 |
|------------------------------|-------|--------------|-------|-------------|-----------|------------------------|
| Doanh thu thuần | 1.126 | 57,7% | 2.191 | 100,6% | 29,3% | 52,0% |
| _ Doanh thu từ bán giao nhà | 754 | 66,1% | 1.575 | 118,3% | 25,6% | 52,2% |
| _ Doanh thu cung cấp dịch vụ | 287 | 34,0% | 476 | 83,9% | 43,1% | 53,5% |
| _ Doanh thu từ xây dựng | 20 | 283,3% | 21 | -37,4% | 35,5% | 28,5% |
| _ Doanh thu từ cho thuê | 66 | 61,2% | 119 | 52,4% | 37,3% | 50,1% |
| LN gộp | 539 | 85,7% | 1.011 | 121,5% | 26,7% | 52,1% |
| Chi phí BH&QLDN | (286) | 37,5% | (504) | 32,8% | 38,8% | 46,1% |
| Doanh thu tài chính | 4 | -98,7% | 13 | -96,4% | 88,1% | 4,5% |
| Chi phí tài chính | 107 | -32,8% | 232 | -25,1% | 52,3% | 43,0% |
| LN trước thuế | 164 | -34,2% | 297 | 94,0% | 33,7% | 49,0% |
| LN sau thuế | 94 | -40,4% | 171 | 329,5% | 26,5% | 43,6% |
| LN ròng của công ty mẹ | 33 | -78,9% | 64 | 3,9% | 35,9% | 21,9% |
| Biên LN gộp | 47,8% | +7,2 điểm % | 46,2% | +4,4 điểm % | | |
| Biên LN ròng | 2,9% | -19,0 điểm % | 2,9% | -2,7 điểm % | | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Biên LN gộp cải thiện nhờ sự cải thiện của mảng môi giới

Biên LN gộp của DXG tăng 7,2 điểm % svck lên 47,8% trong Q2/24, nhờ biên LN gộp mảng môi giới cải thiện. Mảng môi giới tiếp tục có đóng góp lớn, chiếm 25% tổng doanh thu Q2/24 với biên LN gộp đạt 75%, cao hơn đáng kể so với biên LN của mảng này trong Q2/23 là 68%. Tuy nhiên, phân khúc này đang phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt do rào cản gia nhập thấp và số lượng đối thủ cạnh tranh ngày càng tăng. Đồng thời, giá nhà liên tục tăng đã dẫn đến nhu cầu mua nhà chậm lại.

Thiếu hụt doanh thu tài chính kéo LN ròng Q2/24 sụt giảm

LNST Q2/24 của DXG giảm 79% svck xuống còn 33 tỷ đồng dù DXG đã đẩy nhanh tiến độ bàn giao dự án. Do doanh thu từ hoạt động tài chính giảm mạnh trong Q2/24, trong khi đó DXG đã ghi nhận doanh thu tài chính trong Q2/23 lên tới 342 tỷ đồng từ việc bán một số thửa đất không nằm trong kế hoạch phát triển của DXG.

Thủ tục pháp lý các dự án chậm hơn dự kiến gây ảnh hưởng dòng tiền

DXG không có nhiều dự án có thể mở bán trong giai đoạn sắp tới nếu pháp lý của các dự án không cải thiện, điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến dòng tiền của công ty. Dòng tiền từ HĐKD vẫn liên tục âm và tiếp tục âm hơn 570 tỷ đồng trong 6T24 mặc dù DXG đã ghi nhận lợi nhuận dương trong năm quý liên tiếp. Điều này sẽ tác động tiêu cực đến định giá doanh nghiệp và rủi ro thiếu hụt dòng tiền khi triển khai dự án của DXG. Tuy nhiên dự án DXH Riverside đã nhận được giấy phép xây dựng vào cuối quý 3 đã làm giảm đi áp lực này.

Chi phí hoạt động của DXG duy trì ổn định sau giai đoạn tái cấu trúc 2023

Nhờ nỗ lực tái cấu trúc vào 2023, chi phí BH&QLDN đã được tối ưu hóa từ năm 2023 và duy trì ổn định trong 6T24. Số lượng nhân viên đạt đỉnh vào Q2/22 và sau đó đã giảm mạnh 68% xuống còn 2.389 nhân viên vào Q1/23. Con số này đã ổn định ở mức 2.443 nhân viên vào cuối Q2/24. Tuy DT nửa đầu 2024 tăng 101% svck lên 2.191 tỷ đồng, nhưng chi phí BH&QLDN của DXG chỉ tăng 32,8% svck lên 504 tỷ đồng.

Kế hoạch phát triển các dự án

Hình 2: Danh sách các dự án trong kế hoạch phát triển của DXG

| Dự án | Vị trí | Sản phẩm | Tỷ lệ sở hữu của DXG | Diện tích đất (ha) | Số sản phẩm | Kế hoạch phát triển | | | | | |
|-------------------|--------------------------|------------|----------------------|--------------------|-------------|---------------------|------|------|------|------|-------------|
| | | | | | | 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 | | | | | | |
| Opal Luxury | Dĩ An, Bình Dương | Căn hộ | 100% | 87,0 | 3.400 | | | | | | |
| 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

Doanh số ký bán sụt giảm mạnh do thách thức trong triển khai các dự án

Dự án GSW đã được cấp giấy phép chuyển nhượng cho 1.700 sản phẩm đã bán, nhờ đó đã thúc đẩy tâm lý của người mua nhà. Tuy nhiên, sự phục hồi của thị trường vẫn chưa đủ mạnh các sản phẩm mang mục đích đầu tư nhận được sự đón nhận của người mua nhà. Do đó, việc tái khởi động mở bán giai đoạn mới của dự án có thể sẽ gặp phải những thách thức lớn. Đồng thời, dự án Opal Luxury vẫn đang chỉ ở bước đầu của thủ tục pháp lý để có thể phát triển dự án và cần nhiều thủ tục pháp lý được hoàn thiện trước khi dự án có thể khởi động. Vì vậy sự phục hồi giá trị ký bán vốn đã yếu của DXG trong cả năm 2024 sẽ tiếp tục phải đối mặt với những thách thức mới cho đến hết nửa đầu 2025, đặc biệt sau khi luật bất động sản sửa đổi hiện có hiệu lực.

DXH Riverside – Dự án sẽ giúp doanh số ký bán của DXG phục hồi mạnh

Dự án DXH Riverside là một dự án rất quan trọng đối với DXG để thúc đẩy giá trị ký bán trong những năm tới. Trong cuối Q3/24, dự án đã nhận được những chuyển biến pháp lý tích cực, bao gồm điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng. Với việc điều chỉnh quy hoạch tăng số block lên từ 8 lên 12 block với thiết kế từ 32 lên 34 tầng cho mỗi block, nâng tổng nguồn cung của dự án sẽ tăng từ 2.100 lên hơn 3.200 căn hộ.

Chúng tôi đánh giá rằng khi dự án bắt đầu xây dựng vào cuối Q4/24 hoặc trong Q1/25, DXG sẽ mất khoảng 6 tháng để hoàn thành xây dựng tầng hầm, sau đó DXG có thể xin giấy phép bán hàng cho dự án. Do đó, dự án có thể được mở bán vào nửa cuối năm 2025 và tạo ra dòng tiền từ tiền đặt cọc của khách hàng thông qua việc mở bán. Chúng tôi đánh giá rằng DXG không phải đối mặt với áp lực tài chính để có thể xây dựng dự án vì khi có được giấy phép xây dựng, DXG có thể vay từ ngân hàng để tài trợ nguồn vốn một phần để phát triển dự án. Dự án sẽ đóng góp đáng kể vào giá trị ký bán cho DXG trong giai đoạn 2025-2028 với tổng giá trị đóng góp của toàn dự án lên tới 18.000 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá đây là một dự án quan trọng để giúp DXG vượt qua giai đoạn khó khăn về thiếu hụt dòng tiền và những khó khăn về pháp lý sau khi luật bất động sản sửa đổi có hiệu lực vào ngày 1 tháng 8 năm 2024.

Gem Sky World (GSW): Đón chờ sự phục hồi của thị trường

Dự án GSW đã có dấu hiệu khởi động lại xây dựng vào đầu Q2/24 khi bắt đầu xây dựng phân khu Sapphire Parkview. Trước đó, vào tháng 10 năm 2023, dự án đã được cấp phép chuyển nhượng đất cho 2.305 lô đất (tương đương 60% quy mô dự án) bởi phòng Tài nguyên và Môi trường tỉnh Đồng Nai. Tuy nhiên, phân khúc sản phẩm của dự án này sẽ khó thu hút người mua nhà trong các

đợt mở bán mới do tâm lý thị trường còn tương đối thận trọng đối với sản phẩm đất nền, sản phẩm mang mục đích đầu tư hơn là để ở.

Mặc dù dự án đã gần hoàn thiện việc xây dựng các tiện ích cần thiết như trường học và khu thương mại, đủ điều kiện để mở bán các giai đoạn tiếp theo, nhưng theo quan sát của chúng tôi, tỷ lệ lấp đầy vẫn khá thấp. Số cư dân trở về sinh sống tại dự án là không đáng kể trong khi số khách hàng đã mua trước đó muốn bán nhà/đất của họ tương đối cao. Vì vậy giá thứ cấp hiện tại của dự án thậm chí còn thấp hơn so với giá bán dự kiến của DXG cho giai đoạn mới, đặt ra những thách thức lớn cho việc ra mắt các phân khu mới sắp tới. Chúng tôi cho rằng dự án này sẽ đóng góp vào doanh số ký bán cho DXG trong nửa cuối năm 2024, nhưng giá trị đóng góp sẽ không lớn.

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 2Q24, 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/m² với diện tích trung bình của các sản phẩm là 100m²/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 2024-27.)

Opal Luxury - Dự án nhà ở phân khúc trung cấp chưa có tiến triển pháp lý

Trong giai đoạn phục hồi của thị trường, các dự án tầm trung phù hợp với nhu cầu thực ở như dự án Opal Luxury dự kiến sẽ có tỷ lệ hấp thụ cao. Tuy nhiên, dự án hiện đang chậm các thủ tục pháp lý chưa có dấu hiệu tiến triển trong thủ tục và yêu cầu nhiều thủ tục pháp lý khác, bao gồm bước xin giấy phép quy hoạch chi tiết 1/500. Chúng tôi dự báo dự án sẽ được xây dựng vào năm 2026, chậm hơn một năm so với dự báo trước đó do mất nhiều thời gian để có được các phê duyệt pháp lý cần thiết.

Dự án nằm gần Quốc lộ 1A, cách đại lộ Phạm Văn Đồng chưa đến một km, có kết nối tốt với TP.HCM. Với tổng diện tích gần 87 ha, dự án sẽ bao gồm sáu tòa nhà chung cư 30 tầng, có khả năng cung cấp hơn 3.400 căn hộ cho thị trường. Dự án Opal Luxury sẽ được ra mắt vào năm 2026, dự kiến góp 2.500 tỷ đồng doanh số ký bán trong năm 2026 và cũng sẽ là dự án đóng góp ký bán chính cho năm 2025-28 cùng với hai dự án chính khác là GSW và DXH Riverside.

Triển vọng KQKD: Chuyển biến pháp lý của dự án giúp DXG hồi phục

Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn 2024-26

Hình 3: Điều chỉnh dự phóng 2025 vì thời gian tải khởi động dự án Gem Sky World được dời lại.

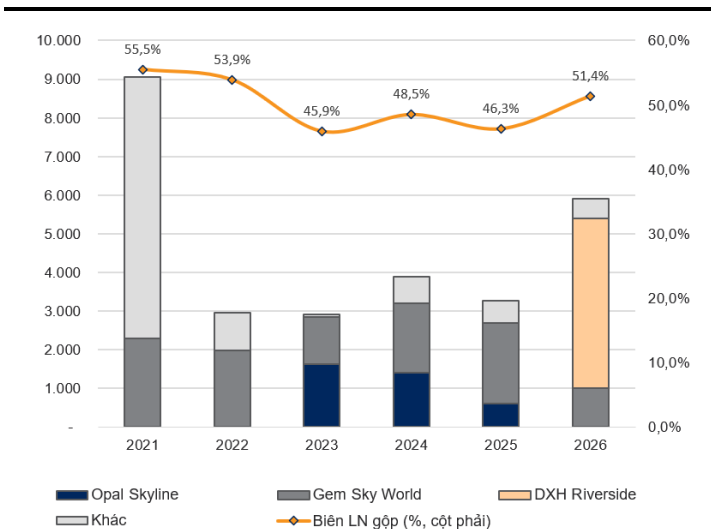
| (tỷ đồng) | Mới | | | Cũ | | Thay đổi | | Lưu ý |
|--------------------|------------|------------|--------------|------------|------------|--------------|---------------|---|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 | |
| Doanh thu thuần | 3.964 | 3.615 | 5.847 | 4.215 | 4.682 | -6,0% | -22,8% | Chúng tôi đã điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng lợi nhuận 2024 của DXG và điều chỉnh lớn hơn đối với dự phóng lợi nhuận năm 2025 do doanh số ký bán suy yếu, do vướng mắc pháp lý trong việc mở bán phân khu mới của dự án GSW. Đồng thời, đồng thời dự án GSW mang nhiều mục đích đầu tư sẽ gặp nhiều khó khăn để đạt tỷ lệ hấp thụ tốt trong bối cảnh thận trọng của thị trường với những sản phẩm không gắn liền nhu cầu thực ở. Chúng tôi đã thêm mới dự phóng cho năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi tốt doanh thu trong năm 2026 nhờ dự án DXH Riverside, dự án đã đạt được cột mốc pháp lý quan trọng với giấy phép xây dựng được cấp vào cuối Q3/24. Dự án dự kiến sẽ được mở bán vào cuối 2025 và có thể ghi nhận doanh thu từ 2026. |
| % tăng trưởng svck | 6,4% | -8,8% | 61,7% | 13,2% | 11,1% | -6,8 điểm % | -19,9 điểm % | |
| Lợi nhuận gộp | 1.923 | 1.674 | 3.005 | 1.939 | 2.107 | -0,8% | -20,6% | Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp 2026 sẽ cải thiện tốt, tăng 5,1 điểm % so với năm 2025, nhờ đóng góp lớn từ dự án căn hộ cao cấp DXH Riverside vào lợi nhuận cả năm. Dự án này được hưởng lợi từ vị trí đắc địa trong bối cảnh nguồn cung mới khan hiếm tại TP.HCM và xu hướng tăng giá căn hộ trong khu vực những năm gần đây. |
| Biên LN gộp (%) | 47,5% | 46,3% | 51,4% | 46,2% | 46,0% | +1,3 điểm % | -0,3 điểm % | |
| Chi phí BH&QLDN | (1.068) | (992) | (1.434) | (1.092) | (1.172) | -2,2% | -15,4% | |
| LN từ HĐKD | 855 | 682 | 1.571 | 847 | 885 | -0,9% | 29,8% | |
| Thu nhập khác | 16 | 16 | 16 | 10 | 10 | 60,0% | 60,0% | |
| LNTT | 556 | 474 | 1.235 | 605 | 602 | 8,8% | 27,0% | |
| LN ròng | 244 | 223 | 694 | 263 | 336 | -7,2% | -33,6% | |
| % tăng trưởng svck | 41,9% | -8,6% | 211,2% | 52,9% | 27,8% | -11,0 điểm % | -36,4 điểm % | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

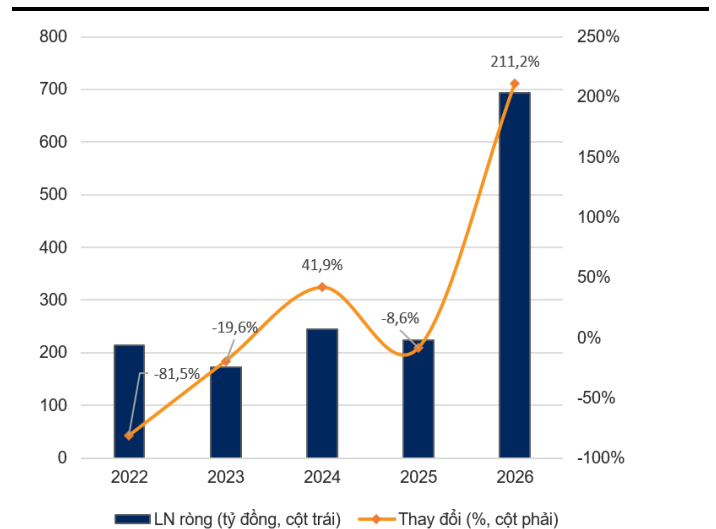
Giữ nguyên dự phóng LN 2024 và điều chỉnh dự phóng LN 2025

Chúng tôi đã duy trì dự phóng LN của DXG cho năm 2024 không đổi, dự phóng LN đạt 244 tỷ đồng tăng 41,9% svck, chủ yếu đến từ bàn giao các căn hộ còn lại của dự án Opal Skyline và Gem Sky World. Chúng tôi đã giảm dự báo lợi nhuận của DXG cho năm 2025 xuống 34% còn 223 tỷ đồng, giảm 8,6% svck. Chúng tôi thêm mới dự phóng DT và LN cho 2026 cho thấy mức tăng trưởng DT và LN lần lượt là 62% và 211% svck, đạt 5.850 tỷ đồng và 694 tỷ đồng. Phần lớn DT và LN từ năm 2024 đến năm 2026 dự kiến sẽ đến từ các dự án GSW và DXH Riverside.

Hình 4: Dự phóng doanh thu bàn giao nhà 2024-26 (tỷ đồng)



Hình 5: Dự phóng lợi nhuận ròng 2024-26 (tỷ đồng)

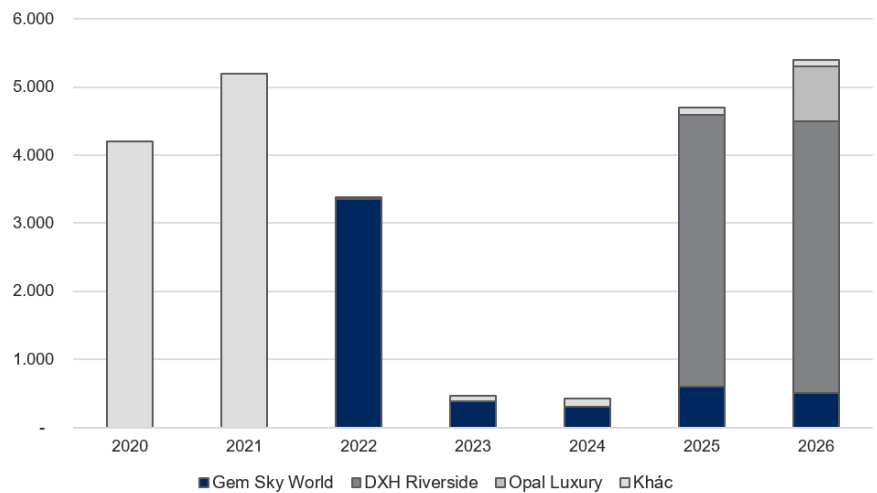


Pháp lý ách tắc của các dự án kéo theo doanh số ký bán sụt giảm

Với những thách thức trong việc triển khai mới các dự án tại TP.HCM và các tỉnh lân cận, chúng tôi đánh giá năm 2024 sẽ vẫn là một năm khó khăn đối với DXG. Các dự án của công ty đang gặp phải những trở ngại pháp lý trong việc triển khai các dự án hiện có và triển khai mới. Chúng tôi dự kiến DXG sẽ mở bán một số sản phẩm còn lại của dự án Gem Sky World đã được triển khai trước đó trong nửa cuối năm 2024 và DXG sẽ tiếp tục kết thúc năm với doanh số ký bán kém do những thách thức của thị trường.

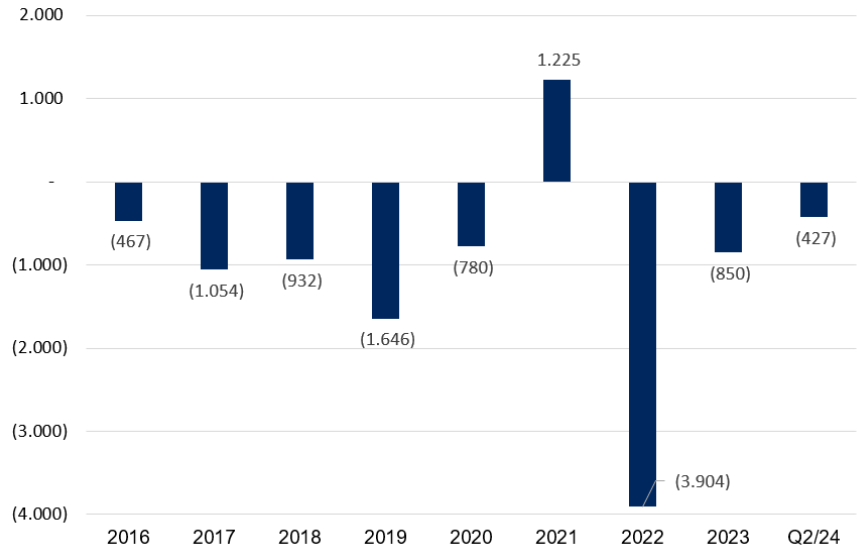
Chúng tôi kỳ vọng rằng trong 2025, DXG sẽ bắt đầu xây dựng dự án DXH Riverside sau một thời gian dài xin cấp phép pháp lý. Tính đến cuối 3Q24, dự án đã có những chuyển biến pháp lý tích cực với việc phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500 và giấy phép xây dựng. Dự án này sẽ là nguồn đóng góp chính cho doanh số ký bán cho DXG trong giai đoạn 2025-2028 khi các dự án khác đang gặp khó khăn trong việc triển khai. Tiến độ pháp lý của dự án DXH Riverside đóng vai trò quan trọng trong việc giảm áp lực tài chính cho DXG trong giai đoạn tới. Khi dự án căn hộ cao cấp DXH Riverside nhận được giấy phép mở bán (sau khi hoàn thành xây dựng tầng hầm), chúng tôi cho rằng việc mở bán dự án sẽ không gặp nhiều khó khăn nhờ vị trí đặc địa của dự án. Chúng tôi kỳ vọng rằng vào năm 2026, các thủ tục pháp lý cho Opal Luxury (hiện đang trong giai đoạn đầu phát triển) sẽ có những chuyển biến thuận lợi để có thể bắt đầu triển khai xây dựng và bắt đầu mở bán vào 2026-2027, nhờ đó đa dạng hóa danh mục sản phẩm cung cấp ra thị trường của DXG.

Hình 6: Dự án DXH Riverside sẽ đóng góp lớn vào doanh số ký bán từ 2025 (tỷ đồng)



Phân tích cấu trúc tài chính: Thách thức dòng tiền hiện hữu khi DXG gặp những khó khăn trong việc mở bán

Hình 7: Dòng tiền HĐKD gần như liên tục âm từ 2016 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF) đã âm gần liên tục từ năm 2018 đến hết Q2/24. Lý do chính là DXG đã đầu tư vào mở rộng quỹ đất để phát triển dự án trong những năm gần đây. Tuy nhiên, các dự án của DXG vẫn đang ở giai đoạn đầu phát triển và phần lớn là đất nông nghiệp, sẽ yêu cầu công ty thực hiện nhiều quy trình để có thể chuyển đổi cho mục đích thương mại. Ngoài ra, nhiều thủ tục pháp lý cần phải hoàn tất trước khi các dự án này có thể được phát triển thương mại.

Trong giai đoạn vừa qua, DXG đã không đẩy mạnh hoàn thành nghĩa vụ tài chính của các dự án một cách quyết liệt, bao gồm việc xác định đất để chuyển đổi mục đích sử dụng của đất từ mục đích nông nghiệp sang mục đích thương mại, điều này sẽ là một bất lợi cho DXG khi không tận dụng được khung giá đất cũ của nhà nước. Từ ngày 1 tháng 1 năm 2026, khung giá đất cũ của chính phủ được sử dụng để xác định tiền sử dụng đất và đền bù (cập nhật 5 năm một lần) sẽ được thay thế bằng một danh mục giá đất mới được cập nhật hàng năm bởi Ủy ban Nhân dân tỉnh. Khung giá đền bù đất mới sẽ bám sát với giá thị trường, điều này sẽ có lợi cho thị trường vì việc giải phóng mặt bằng sẽ được đẩy nhanh nhờ dễ dàng đạt được sự đồng thuận của chủ đất để bàn giao cho các DN phát triển BĐS. Tuy nhiên, điều này sẽ dẫn đến chi phí đầu vào cao hơn cho các DN phát triển bất động sản và đặt ra những thách thức tài chính khác.

Ngoài ra, các dự án hình thành trong tương lai của DXG thường bị chậm tiến độ do thủ tục pháp lý, điều này đã ảnh hưởng đến dòng tiền từ thanh toán của khách hàng và có thể gây rủi ro kinh doanh. Đồng thời, Luật Kinh doanh Bất động sản (Sửa đổi) quy định mức tiền đặt cọc tối đa cho khách hàng chỉ có thể là 5% giá trị căn nhà hình thành trong tương lai, từ đó làm tăng gánh nặng nguồn vốn đối với DXG.

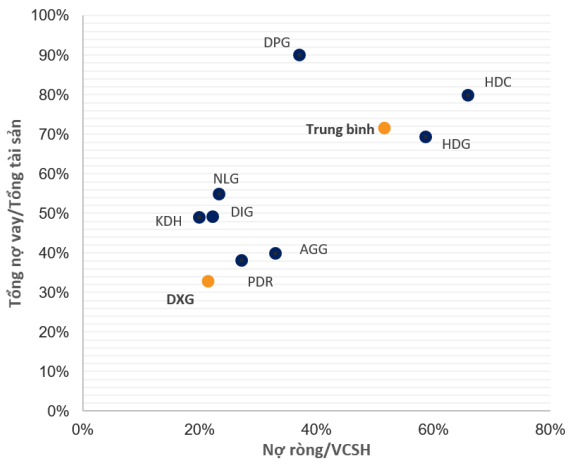
DXG tiếp tục duy trì đòn bẩy kinh doanh ổn định

So với đầu năm, nợ của DXG tại cuối Q2/24 không thay đổi đáng kể. Nợ tính đến cuối Q2/24 giảm 3,8% so với đầu năm, đạt 5.100 tỷ đồng. Chỉ số tiền mặt trên nợ ngắn hạn, giảm từ 54% vào cuối năm 2022 xuống 14% vào cuối năm

2023 và sau đó tăng trở lại lên 41% vào cuối Q2/24. Trong khi đó, chỉ số nợ ngắn hạn trên tổng nợ tăng từ 35% vào cuối năm 2022 lên 49% vào cuối năm 2023 và tiếp tục tăng lên 54% vào cuối Q2/24. Tuy nhiên, DXG dự kiến phát hành cổ phiếu trong năm nay để giảm nợ ngắn hạn, các chỉ số sẽ tiếp tục cải thiện tốt hơn trong sau khi DXG phát hành thành công.

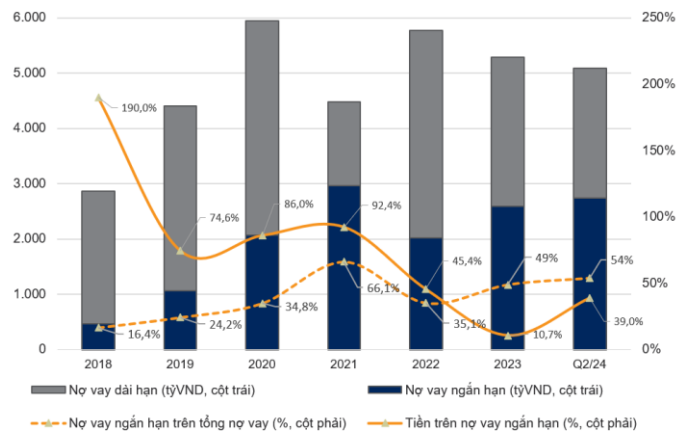
Đến cuối Q2/24, DXG vẫn duy trì một cấu trúc tài chính tương đối vững chắc so với các đối thủ cùng ngành. Tỷ lệ nợ ròng/VCSH chỉ ở mức 25%, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của ngành là 48-53%. Tương tự, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của DXG chỉ ở mức 33%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của ngành là 53-58%. Các chỉ số tài chính cải thiện nhờ DXG các đợt tăng vốn liên tục của DXG trong các năm qua. Dù đã thành công trong việc cải thiện các chỉ số tài chính, chúng tôi cho rằng DXG cần lưu ý rằng sự cải thiện này chủ yếu được thúc đẩy bởi phát hành cổ phiếu. Để đạt được sự phục hồi kinh doanh bền vững, DXG cần tập trung vào việc phát triển mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi và tạo ra lợi nhuận thông qua việc phát triển các dự án bất động sản.

Hình 8: Tính đến cuối Q2/24 các chỉ số tài chính của DXG vẫn duy trì tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành ...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: ... tuy nhiên, năng lực tài chính của DXG đang suy giảm trong các năm gần đây.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đến cuối Q2/24, tổng nợ trái phiếu của DXG là 1.356 tỷ đồng giảm 50 tỷ đồng so với đầu năm. Các khoản trái phiếu đáo hạn trong năm 2024 đều đã được thanh toán. Giá trị của trái phiếu đáo hạn trong năm 2025, 2026 và 2027 lần lượt là 950 tỷ đồng, 205 tỷ đồng và 202 tỷ đồng. Trong ngắn hạn, DXG không gặp áp lực thanh toán trái phiếu trong giai đoạn 2025-27, vì số dư tiền mặt của công ty tính đến cuối Q2/24 đạt 1.100 tỷ đồng (tương đương 43 triệu USD), tăng 287% so với đầu năm, một phần nhờ vào nguồn thu từ phát hành trái phiếu riêng lẻ của năm trước. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng đây không phải cách hiệu quả cho sự phát triển lâu dài của doanh nghiệp.

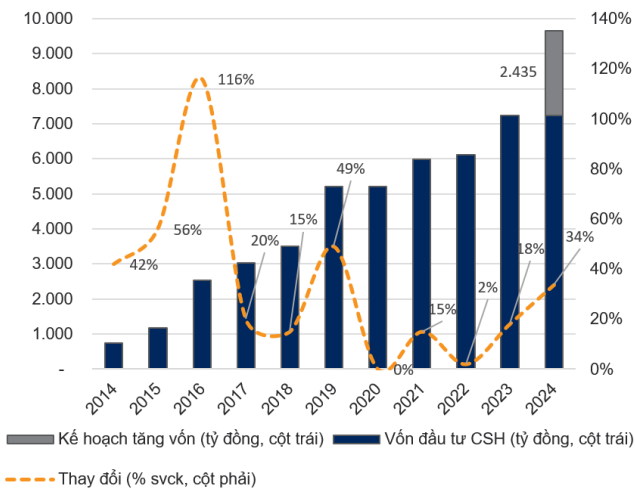
Với lượng tài sản đảm bảo lớn, bao gồm quyền sử dụng đất tại các dự án trọng điểm như Opal Skyline, DXH Sky World, DXH Park City, DXH Park View và cổ phiếu DXS, chúng tôi tin rằng trong trường hợp xấu nhất, DXG sẽ sử dụng các tài sản đảm bảo này để trả nợ trái phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng trong tương lai, DXG chiến lược phát triển phù hợp với tình hình thị trường, qua đó đảm bảo tăng trưởng bền vững và tránh rủi ro thanh khoản trong tương lai.

Kế hoạch tăng vốn cung cấp nguồn tiền quan trọng cho DXG

DXG đang có kế hoạch chào bán hơn 150 triệu cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu (tương đương 21% số cổ phiếu đang lưu hành) trong 2024, với giá chào bán tối thiểu là 12.000 đồng/cổ phiếu. Tỷ lệ phát hành là 24:5 (cổ đông sở hữu 24 cổ phiếu có quyền mua thêm 5 cổ phiếu mới). Tổng vốn huy động dự kiến sẽ vượt 1.800 tỷ đồng. Nguồn tiền thu được sẽ được DXG sử dụng để thanh toán các khoản nợ đến hạn và các nghĩa vụ về lãi cho năm nay và năm sau, giúp công ty hoàn toàn cơ cấu tài chính và chuẩn bị nguồn lực cho các kế hoạch đầu tư cho giai đoạn tới.

Đồng thời, DXG còn có kế hoạch chào bán 93,5 triệu cổ phiếu (tương đương 13,2% cổ phiếu đang lưu hành) trong năm 2024 cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với giá tối thiểu là 18.600 đồng/cổ phiếu, với tổng vốn huy động dự kiến hơn 1.739 tỷ đồng. Số tiền thu được sẽ được sử dụng để góp thêm vốn và tăng tỷ lệ sở hữu của mình trong công ty con DXS lên gần 70% - hiện đang nắm giữ 56% (DXG sẽ mua tối đa 68,2 triệu cổ phiếu DXS - tương đương gần 12% cổ phiếu đang lưu hành của DXS từ năm nhà đầu tư nước ngoài: Victory Holding Investment Limited, Hanoi Investments Holdings Limited, Norges Bank, DC Developing Markets Strategies Public Limited Company và Danang Investments Limited). Giá chuyển nhượng cổ phiếu DXS sẽ được thỏa thuận bên ngoài phạm vi giao dịch của cổ phiếu DXS tại thời điểm chuyển nhượng.

Hình 10: DXG liên tục tăng phát hành vốn để mở rộng quỹ đất và phát triển dự án. Nếu tăng vốn thành công, P/B DXG sẽ đạt 0,9 lần.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Áp lực đáo hạn trái phiếu không quá lớn, tuy nhiên DXG vẫn đối mặt nhiều thách thức vì thị trường có nhiều yếu tố bất định.

| Thời điểm đáo hạn | Tổ chức phát hành | Tài sản đảm bảo | Tổng dư nợ tới hết Q2/24 (tỷ đồng) |
|---------------------------------------|-----------------------|---|------------------------------------|
| 2025 | | | 950 |
| 29/4/2025 | VPBank | Quyền sử dụng lô đất tại Thuận An, Bình Dương (dự án DXH Park City) | 450 |
| 11/19/2025 | VPBank | Quyền sở hữu tài sản hợp đồng đặt cọc Hà An và Sài Gòn Riverside. | 300 |
| 31/12/2025 | Vietinbank Securities | 6.000.000 cp DXS | 200 |
| 2026 | | | 205 |
| 20/07/2026 | Chứng khoán JB | 22.000.000 cp DXS | 205 |
| 2027 | | | 252 |
| 28/06/2027 | Alpha Securities | Quyền sử dụng đất và các tài sản trên đất tại trụ sở công ty. | 200 |
| <i>Chi phí phát hành chưa phân bổ</i> | | | <i>(10)</i> |
| Tổng | | | 1.356 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Những rủi ro ảnh hưởng định giá: DXG vẫn phải đối mặt nhiều thách thức

Quá trình chuyển giao ban lãnh đạo có thể dẫn đến thiếu ổn định

Ông Lương Trí Thìn tiếp tục tham gia lãnh đạo với tư cách là thành viên Hội đồng Quản trị sau khi từ chức Chủ tịch HĐQT DXG vào tháng 7 năm 2024. Hội đồng Chiến lược đã được thành lập bầu ông Lương Trí Thìn làm Chủ tịch hội đồng này. Hội đồng Chiến lược chịu trách nhiệm lập kế hoạch và thực hiện chiến lược cho Hội đồng Quản trị, đồng thời hội đồng này cũng như đưa ra các quyết định quan trọng cho hoạt động của DXG. Do đó, sự tham gia của ông Lương Trí Thìn vào hoạt động quản lý DXG vẫn không thay đổi nhiều, mặc dù ông đã rời khỏi vị trí Chủ tịch DXG sau hơn 20 năm đảm nhiệm vai trò này. Thay thế ông là ông Lương Ngọc Huy, nguyên Phó Tổng Giám đốc DXG, người được bổ nhiệm làm Chủ tịch cùng ngày và trở thành thành viên Hội đồng Quản trị.

Chúng tôi khá ngạc nhiên trước việc bổ nhiệm ông Huy, trước đó không có thông tin về quá trình chuyển giao trong ban lãnh đạo cấp cao. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ gây ra những sự không ổn định ngắn hạn trong quản lý và cần thời gian để ông Huy có thể chứng minh được sự phù hợp và ổn định của mình. Đặc biệt, sự chuyển giao này diễn ra trong bối cảnh thị trường bất động sản đang suy yếu, sự phục hồi không mạnh mẽ và pháp lý bất động sản có nhiều thay đổi, cần nhiều thông tư, nghị định để hướng dẫn thị trường khi Luật Đất đai sửa đổi vừa có hiệu lực vào ngày 01/08/2024. Những sửa đổi này, dù bảo vệ người mua nhà, nhưng có thể gây ra thách thức cho DXG vì hầu hết các dự án của công ty đều đang trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển và cần hoàn thành nhiều thủ tục pháp lý để đưa dự án vào khai thác thương mại.

Các luật bất động sản sửa đổi đặt thêm các áp lực khác lên cho DXG

Các luật bất động sản sửa đổi sẽ có tác động lớn đến các DN phát triển bất động sản hình thành trong tương lai. Theo luật bất động sản sửa đổi, các DN phát triển dự án bất động sản chỉ có thể nhận trước tối đa 5% tiền đặt cọc từ người mua nhà khi bán nhà được hình thành trong tương lai. Một số dự án của DXG hiện chỉ đang trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển và cần phê duyệt nhiều thủ tục pháp lý, bao gồm việc xác định tiền sử dụng đất, vì vậy đây sẽ là một gánh nặng chi phí cho các giai đoạn tiếp theo đối với DXG. Chúng tôi tin rằng luật bất động sản sửa đổi sẽ đặt thêm các thách thức lên cho DXG vì bị giảm khoảng tiền đặt cọc của khách hàng (là một nguồn vốn tốt mà không mất chi phí lãi). Đồng thời, DXG hiện đang phải đối mặt với các thách thức khác bao gồm khó khăn về dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, có thể gây áp lực lên kế hoạch kinh doanh của DXG.

Định giá: Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 17.500 đồng/cổ phiếu

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) với giả định WACC là 12,9% (từ 12,7% trong báo cáo trước). Với lãi suất phi rủi ro (Rf) là 2,79% (lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam và phần bù rủi ro thị trường (Rm) là 7,78% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)).

Hình 12: Định giá (tỷ đồng)

| Định giá theo phương pháp từng phần | Giá trị hợp lý Q4/23 | Giá trị hợp lý Q2/24 | Tỷ lệ sở hữu | Phương pháp | Chú thích |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|--------------|-------------|--|
| Phát triển BĐS | 17.414 | 18.306 | 100% | RNAV | |
| Gem Sky World | 3.725 | 3.691 | 100% | DCF | - Phân khu Topaz Town dời thời gian mở bán trở lại qua 2025. - Các phân khu The Emerald Park, Aquamarine Park, Opal Park sẽ được mở bán trở lại từ năm 2025-27 khi điều kiện thị trường cải thiện và nguồn cung thứ cấp của dự án này giảm xuống. |
| DXH Riverside | 4.219 | 5.124 | 100% | DCF | - Dự án này đóng vai trò quan trọng trong việc làm giảm đi thách thức dòng tiền của DXG và dự án đã nhận được chuyển biến pháp lý quan trọng. Dự án đã đồng thời nhận được điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng vào cuối Q3/24. - Dự án gồm 12 block cung cấp thị trường hơn 3.200 sản phẩm với giá bán trung bình 100-120 triệu đồng/m2, dự án được kỳ vọng sẽ bắt đầu mở bán từ nửa cuối 2025. |
| Opal Luxury | 1.836 | 1.768 | 100% | DCF | - Dự án sẽ cung cấp dòng sản phẩm phân khúc trung cấp cho danh mục của DXG trong 2026-2028. |
| Opal Skyline | 1.287 | 1.235 | 100% | DCF | - Dự án dự kiến cung cấp hơn 3.000 sản phẩm với giá bán trung bình 35-40 triệu đồng/m2 |
| Opal City View | 732 | 697 | 100% | DCF | |
| DXH Park View | 825 | 786 | 100% | DCF | |
| DXH Park City | 872 | 865 | 100% | DCF | |
| DXH Premium | 1.604 | 1.859 | 75% | DCF | |
| Khác | 2.314 | 2.281 | 100% | BV | |
| Dịch vụ môi giới BĐS | 3.846 | 4.105 | 56% | DCF | - 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. - Chúng tôi tin rằng nửa cuối 2024 vẫn sẽ là thời gian khó khăn cho DXS khi các dự án được triển khai chậm chạp và chúng tôi kỳ vọng rằng việc triển khai các dự án của DXG sẽ được cải thiện trong nửa cuối 2025. Trước khi hoạt động mở bán được đẩy mạnh vào giai đoạn 2026-28 nhờ sự tái khởi động của GSW và ra mắt mới của DXH Riverside. |
| Cộng: | | | | | |
| Tiền và tương đương tiền | 276 | 1.070 | | | |
| Đầu tư ngắn hạn | 97 | 65 | | | |
| Tài sản khác | 11.722 | 11.609 | | | - Bao gồm 6,654 tỷ đồng từ các khoản Phải thu ngắn hạn và 361 tỷ đồng từ khoản Đầu tư vào công ty liên doanh kết, liên kết. |
| Trừ: | | | | | |
| Nợ vay | 5.290 | 5.088 | | | |
| Nợ phải trả khác | 8.314 | 8.305 | | | |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 4.783 | 4.910 | | | |
| RNAV | 14.968 | 16.852 | | | |
| Số lượng CPDLH (triệu) | 611 | 722 | | | |
| Chiết khấu RNAV | 10% | 25% | | | - Chúng tôi nâng mức chiết khấu lên 25% do những rủi ro mà DXG có thể gặp phải gồm: 1) Giá trị kỳ bán trong 9 tháng đầu năm không đạt kỳ vọng; 2) sự thay đổi lớn trong ban quản trị; 3) Các yếu tố bất định 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. |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | 22.100 | 17.500 | | | - Tương đương với P/B 0,9 lần với giá mục tiêu được đưa ra. |
| Giả định WACC | | | | | |
| Phần bù rủi ro thị trường (Rm) | 9,0% | 7,8% | | | |
| Lãi suất phi rủi ro (Rf) | 2,2% | 2,8% | | | |
| Beta | 1,3 | 1,5 | | | |
| Chi phí VCSH | 13,9% | 14,1% | | | |
| Chi phí nợ vay | 11,5% | 11,5% | | | |
| Tỷ trọng nợ vay | 27,2% | 24,6% | | | |
| Tỷ trọng VCSH | 72,8% | 75,4% | | | |
| WACC | 12,7% | 12,9% | | | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tiềm năng tăng giá đến từ sự ổn định nhanh chóng sau khi có thay đổi trong ban lãnh đạo cấp cao của DXG. Chủ tịch mới được kỳ vọng sẽ sẽ đẩy nhanh tiến độ phát triển của các dự án. Đối với lãi suất cho vay thế chấp vẫn duy trì

hấn dẫn, sẽ giúp cải thiện tâm lý thị trường và nhu cầu vốn của các DN phát triển bất động sản. Rủi ro giảm giá: 1) việc tái khởi động các dự án và triển khai các dự án mới chậm hơn dự kiến, và 2) mức hấp thụ trong các đợt mở bán mới của DXG không đạt như kỳ vọng.

Hình 13: So sánh với các DN cùng ngành

| Công ty | Mã | Vốn hóa | Doanh thu 2023 | svck | Doanh thu 6T24 | svck | LN ròng 2023 | svck | LN ròng 6T24 | svck | ROE 2023 | P/E trượt 12T | P/B hiện tại | Nợ ròng/VCSH Q2/24 (%) |
|----------------------------|---------------|------------|----------------|---------------|----------------|---------------|--------------|---------------|--------------|-------------|------------|---------------|--------------|------------------------|
| | | tr USD | tr USD | % | tr USD | % | tr USD | % | tr USD | % | % | lần | lần | % |
| BDS nhà ở | | | | | | | | | | | | | | |
| Vinhomes | VHM VN | 7.346 | 4.069,0 | 66,0% | 1.448,5 | -41,2% | 1.311,3 | 15,7% | 464,0 | 46,0% | 12,4 | 8,1 | 0,9 | 24,0% |
| Novaland | NVL VN | 860 | 187,4 | -57,2% | 89,3 | 35,5% | 23,8 | -72,0% | 14,9 | 50,3% | 1,4 | 10,0 | 0,5 | 125,0% |
| Phát Đạt | PDR VN | 738 | 24,3 | -59,0% | 6,5 | -6,2% | 26,9 | -39,9% | 4,1 | -75,8% | 8,0 | 33,1 | 1,8 | 27,1% |
| Nam Long | NLG VN | 627 | 125,0 | -26,7% | 18,2 | -61,6% | 19,0 | -13,0% | 2,7 | -77,5% | 3,0 | 37,7 | 1,2 | 26,2% |
| Khang Điền | KDH VN | 1.385 | 85,1 | -27,1% | 38,9 | -3,5% | 28,1 | -35,1% | 13,6 | -23,6% | 4,6 | 49,9 | 1,9 | 32,6% |
| Đầu tư Phát triển Xây dựng | DIG VN | 539 | 40,8 | -46,2% | 6,4 | -54,9% | 4,7 | -17,6% | 0,4 | -88,3% | (0,3) | 151,0 | 1,8 | 17,1% |
| <i>Trung bình</i> | | | 755,3 | -25,0% | 268,0 | -22,0% | 235,6 | -27,0% | 83,3 | -28,2% | 4,9 | 48,3 | 1,4 | 42,0% |
| Đất Xanh | DXG VN | 453 | 146,4 | -33,0% | 41,8 | 100,7% | 6,8 | -20,0% | 2,6 | 4,9% | 2,1 | 60,8 | 0,8 | 25,4% |

*Dữ liệu cập nhật ngày 3/10/2024

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Phụ lục A: Các dự án chính được DXG phát triển giai đoạn 2024 – 2028

Hình 14: Dự án Gem Sky World – Dự án khởi động xây dựng trở lại vào Q2/24, nhưng không có kế hoạch mở bán lại trong nửa cuối năm 2024 do khó khăn của thị trường. Kế hoạch mở bán trở lại dời sang năm 2025 khi tâm lý thị trường dần trở nên tích cực.



- 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, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Dự án DXH Riverside – Dự án có chuyên biến pháp lý tích cực, bao gồm điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng. DXG dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng vào cuối Q4/24 hoặc đầu 2025 và dự án sẽ được mở bán vào nửa cuối năm 2025.



- 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 - 2028

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Dự án Opal Luxury – Dự án phân khúc trung cấp giúp đã dạng nguồn cung các phân khúc của DXG giai đoạn 2026-28.



- Vị trí: Dự án nằm gần Quốc lộ 1A, cách đại lộ Phạm Văn Đồng chưa đến 1km, kết nối thuận tiện đến TP.HCM.
- Tổng diện tích: 86,8ha
- Tổng sản phẩm: 3.400 căn hộ
- Mật độ xây dựng: 28%
- Sản phẩm chính: Căn hộ, văn phòng.
- Thời gian phát triển: 2027 - 2029

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: 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

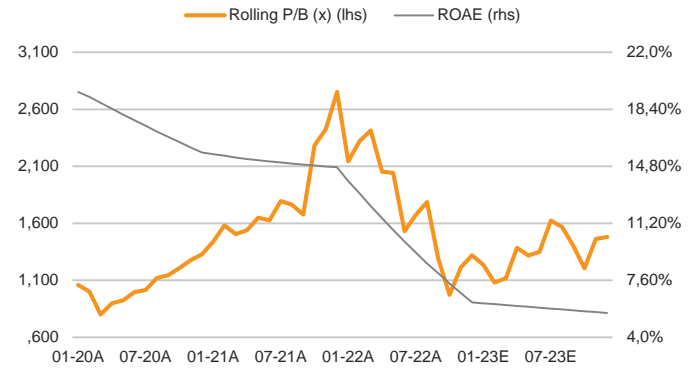
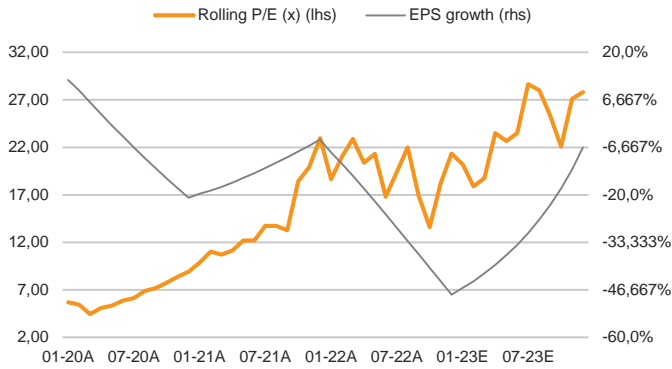
Figure 18: DXH Park City – Dự án vẫn đang trong giai đoạn phát triển ban đầu và cần hoàn thiện nhiều thủ tục pháp lý: chấp thuận chủ trương đầu tư, quy hoạch tổng thể 1:500 và xác định tiền sử dụng đất.



- 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

| (tỷVND) | 12-24E | 12-25E | 12-26E |
|---------------------------------------|------------|------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 3.964 | 3.615 | 5.847 |
| Giá vốn hàng bán | (2.041) | (1.941) | (2.842) |
| Chi phí quản lý DN | (374) | (381) | (458) |
| Chi phí bán hàng | (694) | (611) | (976) |
| LN hoạt động thuần | 855 | 682 | 1.571 |
| EBITDA thuần | 773 | 600 | 1.489 |
| Chi phí khấu hao | 82 | 82 | 82 |
| LN HĐ trước thuế & lãi vay | 855 | 682 | 1.571 |
| Thu nhập lãi | 183 | 147 | 131 |
| Chi phí tài chính | (498) | (371) | (483) |
| Thu nhập ròng khác | 16 | 16 | 16 |
| TN từ các Cty LK & LD | 0 | 0 | 0 |
| LN trước thuế | 556 | 474 | 1.235 |
| Thuế | (178) | (133) | (358) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (134) | (118) | (183) |
| LN ròng | 244 | 223 | 694 |
| Thu nhập trên vốn | 244 | 223 | 694 |
| Cổ tức phổ thông | 0 | 0 | 0 |
| LN giữ lại | 244 | 223 | 694 |

Bảng cân đối kế toán

| (tỷVND) | 12-24E | 12-25E | 12-26E |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền | 818 | 1.084 | 1.425 |
| Đầu tư ngắn hạn | 97 | 97 | 97 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 10.934 | 10.718 | 10.890 |
| Hàng tồn kho | 14.374 | 15.814 | 16.214 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 295 | 295 | 295 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 26.518 | 28.008 | 28.921 |
| Tài sản cố định | 1.095 | 1.095 | 1.095 |
| Tổng đầu tư | 394 | 394 | 394 |
| Tài sản dài hạn khác | 1.068 | 1.068 | 1.068 |
| Tổng tài sản | 29.074 | 30.564 | 31.477 |
| Vay & nợ ngắn hạn | 2.748 | 2.461 | 2.276 |
| Phải trả người bán | 715 | 724 | 684 |
| Nợ ngắn hạn khác | 8.238 | 9.536 | 9.865 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 11.701 | 12.721 | 12.825 |
| Vay & nợ dài hạn | 2.499 | 2.694 | 2.858 |
| Các khoản phải trả khác | 284 | 284 | 284 |
| Vốn điều lệ và | 7.225 | 7.225 | 7.225 |
| LN giữ lại | 1.944 | 2.133 | 2.723 |
| Vốn chủ sở hữu | 9.774 | 9.915 | 10.427 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 4.817 | 4.951 | 5.084 |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu | 29.074 | 30.564 | 31.477 |

Báo cáo LCTT

| (tỷVND) | 12-24E | 12-25E | 12-26E |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| LN trước thuế | 556 | 474 | 1.235 |
| Khấu hao | 82 | 82 | 82 |
| Thuế đã nộp | (178) | (133) | (358) |
| Các khoản điều chỉnh khác | (74) | (343) | (219) |
| Thay đổi VLĐ | (641) | 934 | 1.046 |
| LC tiền thuần HKKD | (811) | 540 | 551 |
| đầu tư TSCĐ | (94) | (79) | (105) |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ | 0 | 0 | 0 |
| Các khoản khác | 271 | (103) | (84) |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác | 0 | 0 | 0 |
| LC tiền từ HĐĐT | 177 | (182) | (189) |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 1.220 | 0 | 0 |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ | 0 | 0 | 0 |
| Tiền vay ròng nhận được | (43) | (92) | (21) |
| Dòng tiền từ HĐTC khác | (1) | 0 | 0 |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH | 0 | 0 | 0 |
| LC tiền thuần HĐTC | 1.176 | (92) | (21) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ | 276 | 818 | 1.084 |
| LC tiền thuần trong năm | 542 | 266 | 341 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ | 818 | 1.084 | 1.425 |

Các chỉ số cơ bản

| | 12-24E | 12-25E | 12-26E |
|---------------------------------|---------|---------|--------|
| Dupont | | | |
| Biên LN ròng | 6,2% | 6,2% | 11,9% |
| Vòng quay TS | 0,14 | 0,12 | 0,19 |
| ROAA | 0,8% | 0,7% | 2,2% |
| Đòn bẩy tài chính | 1,99 | 2,06 | 2,03 |
| ROAE | 1,7% | 1,5% | 4,5% |
| Hiệu quả | | | |
| Số ngày phải thu | 1.006,8 | 1.082,1 | 679,8 |
| Số ngày nắm giữ HTK | 51,8 | 44,8 | 64,0 |
| Số ngày phải trả tiền bán | 127,8 | 136,1 | 87,9 |
| Vòng quay TSCĐ | 0,28 | 0,30 | 0,19 |
| ROIC | 1,2% | 1,1% | 3,4% |
| Thanh khoản | | | |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 2,3 | 2,2 | 2,3 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 1,0 | 0,9 | 1,0 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Vòng quay tiền | 930,8 | 990,8 | 655,9 |
| Chỉ số tăng trưởng (yoy) | | | |
| Tăng trưởng DT thuần | 6,4% | (8,8%) | 61,7% |
| Tăng trưởng LN từ HKKD | 16,5% | (20,2%) | 130,4% |
| Tăng trưởng LN ròng | 41,9% | (8,5%) | 210,9% |
| Tăng trưởng EPS | 41,9% | (8,5%) | 210,9% |

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 trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

Steven Woo – Trưởng Phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Trần Trung Kiên – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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