

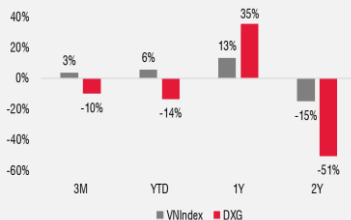
## CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 20/04/2024  
**NGÀNH:** BẤT ĐỘNG SẢN  
**TPPT:** Trịnh Anh Tuấn  
**Email:** [tuanta2@ssi.com.vn](mailto:tuanta2@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8713

Giá CP ngày 19/04/2024: 15.600 Đồng

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 474  
 Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 12.036  
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 721  
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 13.576.950  
 Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 22/11,7  
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 259,6  
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 20,4  
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

Được thành lập bởi ông Lương Trí Thìn vào năm 2003, Tập đoàn Đất Xanh đã trở thành một trong những chủ đầu tư và cung cấp dịch vụ môi giới bất động sản chuyên nghiệp hàng đầu tại Việt Nam.

Sau gần 20 năm phát triển, Tập đoàn Đất Xanh đang tích cực mở rộng quy mô trong ngành bất động sản, cung cấp căn hộ cho hàng trăm nghìn gia đình trên khắp cả nước. Hiện tại DXG dự kiến đầu tư 31 dự án với tổng quỹ đất lên tới 2.100 ha.

## Tiếp tục đầu tư và đẩy mạnh hoàn thiện pháp lý các dự án trọng điểm hỗ trợ quá trình phục hồi của DXG trong năm 2024-2025

**Kết quả hoạt động năm 2023:** Cùng với nền kinh tế suy yếu trong giai đoạn 2022-2023, các chủ đầu tư bất động sản như DXG cũng bị ảnh hưởng tiêu cực do tiến độ pháp lý các dự án chậm và nhìn chung bị ảnh hưởng nặng khi thị trường bất động sản chững lại. Ngoài ra, thanh khoản thị trường bất động sản cũng giảm mạnh đã ảnh hưởng đến mảng dịch vụ môi giới (DXS) của DXG trong năm 2023.

Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2023, với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ cũng như chính quyền các địa phương, DXG đã có những bước tiến trong việc hoàn thành các nghĩa vụ của mình với Nhà nước và khách hàng, bao gồm việc tiếp tục thanh toán quyền sử dụng đất cho dự án Datxanhhomes (DXH) Riverside (trước đây có tên là Gem Riverside) và hoàn thiện cơ sở hạ tầng tại dự án Gem Skyworld để bàn giao đất nền cho người mua.

Trong năm 2023, cùng với việc bàn giao các căn trong dự án Opal Skyline, theo chúng tôi được biết DXG cũng đã bàn giao các căn chung cư của dự án Gem Skyworld và ghi nhận 2,82 nghìn tỷ đồng (giảm 2% svck) trong mảng bán bất động sản, tương đương 76,1% doanh thu thuần trong năm 2023. Các mảng hoạt động khác như môi giới bất động sản, xây dựng và dịch vụ cho thuê/quản lý đạt 905 tỷ đồng (giảm 68% svck) chủ yếu do dịch vụ môi giới giảm đáng kể (giảm 71% svck từ 2,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 xuống còn 601 tỷ đồng trong năm 2023).

Trong danh mục các dự án của Công ty, DXG đã và đang cố gắng hoàn thiện các phê duyệt pháp lý cần thiết. Với việc Luật Đất đai mới được thông qua vào đầu năm 2024 (có hiệu lực từ tháng 1/2025), chúng tôi cho rằng quá trình phê duyệt pháp lý cho các dự án của DXG sẽ được đẩy nhanh hơn.

**Đối với triển vọng năm 2024,** theo chia sẻ của DXG, công ty dự kiến sẽ tiếp tục bán các căn hộ tại dự án Gem Skyworld, dự án bất động sản đất nền tại tỉnh Đồng Nai và mở bán hai dự án khác gồm dự án DXH Riverside tại TP. Thủ Đức, TP. HCM; và dự án Opal Luxury tại TP. Dĩ An, tỉnh Bình Dương. Với tiến độ pháp lý và đầu tư tốt của các dự án này, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bắt đầu mở bán dự án DXH Riverside và Opal Luxury trong nửa cuối năm 2024 do các căn hộ chung cư có thể đáp ứng nhu cầu nhà ở. Mặt khác, dự án Gems Skyworld có sản phẩm là các nhà phố - những sản phẩm có tính đầu tư cao hơn, nên chúng tôi dự kiến sẽ bắt đầu bán lại từ năm 2025. Do đó, chúng tôi ước tính doanh số bán hàng của DXG trong năm 2024 sẽ đạt 5,4 nghìn tỷ đồng từ hai dự án DXH Riverside và Opal Luxury.

Chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ tiếp tục bàn giao 750 căn còn lại của dự án Opal Skyline. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng dịch vụ môi giới sẽ phục hồi với 1,02 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 70% svck), do DXS có kế hoạch tuyển dụng thêm nhân viên bán hàng trong năm 2024. Như vậy, DXG dự kiến đạt doanh thu và LNST lần lượt là 3,27 nghìn tỷ đồng (giảm 12,2% svck) và 182 tỷ đồng (tăng 21,0% svck). Ở mức giá 15.6000 đồng, DXG đang giao dịch ở mức P/E 2024 là 54,2x và P/B là 1,0x, là mức định giá hợp lý khi so sánh với các chủ đầu tư niêm yết khác.

**Cho năm 2025,** chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ mở bán lại dự án Gem Skyworld và bàn giao căn hộ thấp tầng cho khách hàng trong năm 2025. Như vậy, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST lần lượt sẽ đạt 4,14 nghìn tỷ đồng (tăng 26,6% svck) và 335 tỷ đồng (tăng 84,0% svck).

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** (1) Khó khăn về mặt pháp lý đối với 31 dự án theo quy hoạch phát triển (tổng diện tích đất 2.100 ha); và (2) thị trường bất động sản tiếp tục chậm so với dự kiến.

**Quan điểm ngắn hạn: TÍCH CỰC** do: (1) thị trường bất động sản có dấu hiệu phục hồi khi thị trường thiếu nguồn cung mới trong khi nguồn cầu vẫn dồi dào - đặc biệt ở phân khúc chung cư; và (2) sự hỗ trợ tổng thể của Chính phủ nhằm tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc phê duyệt các dự án, điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc phê duyệt các dự án DXG tại TP. HCM và tỉnh Bình Dương.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.891	10.089	5.512	3.725	3.271	4.141
Tăng trưởng doanh thu thuần	-50,28%	249,03%	-45,37%	-32,42%	-12,20%	26,62%
Lợi nhuận gộp	1.875	5.598	2.970	1.710	1.723	2.173
Tỷ suất lợi nhuận gộp	64,85%	55,48%	53,89%	45,92%	52,69%	52,47%
Doanh thu tài chính	72,6	352,7	464,4	409,2	33,1	61
Chi phí tài chính	-858,3	-543,6	-521,1	-593,3	-496,2	-556,7
Chi phí bán hàng và quản lý	-1.082,6	-2.885,1	-2.139,8	-976,5	-932,1	-1.180,2
Thu nhập thuần khác	31,1	-6,1	-7,3	15,8	0,4	0,5
LNTT	27	2.516	768	453	328	497
Lợi nhuận ròng	-174	1.595	534	150	182	275
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-109,2%	-1016,3%	-66,5%	-71,8%	21,0%	51,4%
Biên lợi nhuận ròng	-6,0%	15,8%	9,7%	4,0%	5,6%	6,6%
EPS (VND)	-957	1.942	352	282	288	435

Nguồn: DXG, SSI ước tính

### Bàn giao chung cư tại dự án Opal Skyline & Gem Skyworld giúp DXG duy trì lợi nhuận

Tỷ đồng	2023	2022	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận	
					2023	2022
Doanh thu thuần	3.706	5.512	-32,8%	67%		
Lợi nhuận gộp	1.693	2.970	-43,0%		45,7%	53,9%
Lợi nhuận hoạt động	898	1.153	-22,0%		24,2%	20,9%
EBIT	990	1.230	-19,5%		26,7%	22,3%
EBITDA	1.072	1.316	-18,5%		28,9%	23,9%
LNTT	458	768	-40,4%		12,3%	13,9%
LNST	155	534	-71,0%	109%	4,2%	9,7%
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	176	215	-17,9%		4,8%	3,9%

Nguồn: DXG, SSI Research

Năm 2023 là một trong những năm khó khăn nhất đối với DXG, với xu hướng giảm của thị trường bất động sản kể từ Q4/2022. Tuy nhiên, với doanh số bán hàng từ các dự án Opal Skyline và Gem Skyworld hai năm trước, DXG vẫn có thể duy trì được lợi nhuận trong cả năm 2023.

Trong năm 2023, DXG đạt 3,7 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (giảm 32,8% svck) và LNST đạt 155 tỷ đồng (giảm 71,0% svck). Doanh thu giảm mạnh so với cùng kỳ do dịch vụ môi giới giảm đáng kể (giảm 70,2% svck đạt 601,5 tỷ đồng trong năm 2023), cũng như dịch vụ xây dựng sụt giảm khi các dự án chững lại (giảm 80,6% svck đạt 95,1 tỷ đồng trong năm 2023).

Tuy nhiên, các căn hộ tại dự án Opal Skyline và Gem Skyworld được bàn giao đã giúp doanh số bất động sản duy trì ổn định với doanh thu đạt 2,82 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, tương đương mức doanh thu trong năm 2022.

Biên lợi nhuận gộp năm 2023 là 45,7%, thấp hơn mức 53,9% so với cùng kỳ, do biên lợi nhuận gộp giảm trên tất cả các mảng chính, bao gồm cả doanh thu bất động sản và dịch vụ môi giới.

Để đối phó với khó khăn của thị trường bất động sản, chi phí SG&A đã được cắt giảm mạnh đạt 976 tỷ đồng trong năm 2023, giảm 54,4% svck. Ngoài ra, trong năm 2023, DXG thoái vốn 3 công ty con, ghi nhận lãi hơn

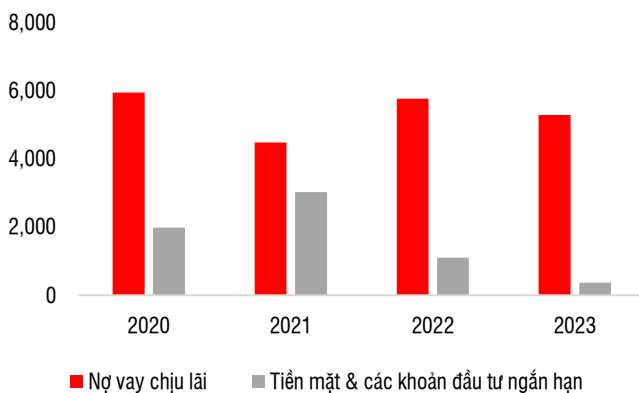
329 tỷ đồng. Hai trong số các công ty con thoái vốn thuộc mảng dịch vụ xây dựng và một công ty con là CTCP Sài Gòn Riverview sở hữu 2,84 ha tại TP. Thủ Đức, TP. HCM.

Như vậy, DXG duy trì được lợi nhuận trong năm 2023 ở mức 155 tỷ đồng, mặc dù lợi nhuận giảm 71% svck do xu hướng giảm của thị trường bất động sản trong năm.

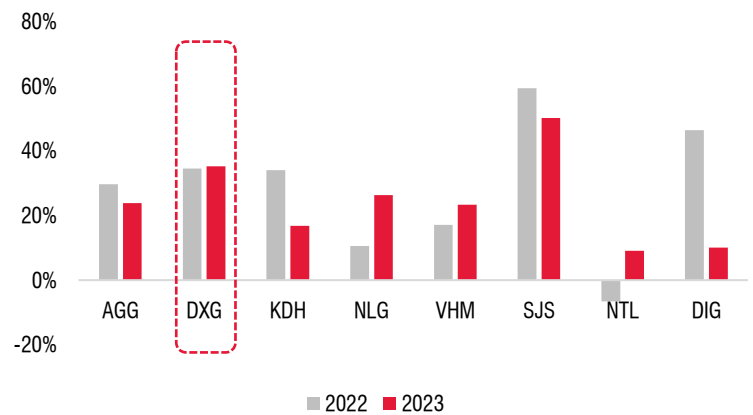
Trong năm 2023, nợ phải trả lãi ở mức 5,29 nghìn tỷ đồng, thấp hơn 8,4% so với năm 2022 trong khi trạng thái tiền mặt chỉ còn 373 tỷ đồng, giảm 66% svck. Như vậy, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu trong năm 2023 là 35,3%, cao hơn mức 34,6% của năm 2022 – tỷ lệ này thuộc nhóm cao nhất trong số các chủ đầu tư niêm yết.

Để ứng phó với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu cao, trong Q4/2023 DXG đã phát hành cổ phiếu ra công chúng cho cổ đông với tỷ lệ 6:1 (tức là cổ đông sở hữu 6 cổ phiếu hiện hữu có quyền mua 1 cổ phiếu mới với giá 12.000 đồng/cổ phiếu) và ESOP, và tăng vốn điều lệ thành công từ 6,11 nghìn tỷ đồng lên 7,22 nghìn tỷ đồng trong Q1/2024. Mục đích chào bán nhằm tăng vốn điều lệ cho CTCP Đầu tư Kinh doanh BĐS Hà An (Hà An), công ty con của DXG, nhằm hoàn trả nợ trái phiếu của Hà An. Hiện Hà An là chủ đầu tư các dự án Gem Skyworld, DXH Parkview, Sunview Garden. Chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ giảm bớt gánh nặng nợ và sử dụng phần vốn còn lại để phát triển tiếp các dự án hiện tại trong danh mục đầu tư trên cả nước.

**Biểu đồ 1: Vị thế tiền mặt và nợ của DXG (tỷ đồng)**



**Biểu đồ 2: Tỷ lệ nợ/VCSH của các chủ đầu tư niêm yết trong năm 2023 so với 2022 (%)**



Nguồn: DXG, SSI Research

## Tiền độ phát triển một số dự án trọng điểm

### Dự án Gem Skyworld, tỉnh Đồng Nai



Dự án Gem Skyworld bao gồm 4.022 căn nhà phố/biệt thự trên tổng diện tích 92,2 ha tại xã Long Đức, huyện Long Thành, tỉnh Đồng Nai. DXG đã trúng đấu giá trong năm 2019 và bắt đầu bán sản phẩm trong năm 2020. Tính đến năm 2023, DXG đã bán được khoảng 2.300 căn. Tuy nhiên, theo yêu cầu của chính quyền tỉnh Đồng Nai, DXG phải hoàn thiện cơ sở hạ tầng trước khi nhận được giấy phép bán hàng từ chính quyền địa phương. Do đó, DXG đã hoàn thành việc xây dựng trường học bên trong dự án và bán cho các nhà đầu tư giáo dục trong giai đoạn 1 của dự án vào năm 2023 và được chính quyền tỉnh Đồng Nai chấp thuận cho phép bán hàng 2.305 căn. Đối với giai đoạn thứ hai, DXG dự kiến hoàn thành việc xây dựng các trường tiểu học và cơ sở y tế vào Q2/2024 để bắt đầu mở bán trong Q3/2024.

### Dự án DXH Riverside (Gem Riverside), TP. Thủ Đức, TP. HCM



Dự án DXH Riverside (tên trước đây là Gem Riverside) có tổng diện tích đất 6,71 ha, dự kiến phát triển 3.175 căn chung cư tại Phường An Phú, Quận 2, TP. Thủ Đức, TP. HCM.



Theo quy hoạch tổng thể trước đó, dự án có 2.302 căn chung cư và DXG đã xin phê duyệt tăng số lượng căn trong dự án. Trong năm 2018, UBND Quận 2, TP.HCM đã phê duyệt 3.175 căn hộ. Do đó, DXG cần phải trả thêm phí quyền sử dụng đất do số lượng căn nhiều hơn. Theo DXG, với sự hỗ trợ từ Chính phủ trong năm 2023, dự án đã có chốt được phí sử dụng đất và DXG đã trả thêm khoảng 150 tỷ đồng trong năm 2023.

Hiện DXG đang xin giấy phép xây dựng và giấy phép bán hàng. Chúng tôi ước tính công ty sẽ bắt đầu mở bán trong Q4/2024 sau khi nhận được giấy phép bán hàng từ chính quyền Thành phố Thủ Đức.

### **Dự án Opal Luxury, TP. Dĩ An, tỉnh Bình Dương**



Dự án Opal Luxury gồm có 3.400 căn chung cư và 13 căn nhà phố thương mại cùng 1 tòa chung cư nhà ở xã hội có tổng diện tích 8,39 ha tọa lạc tại phường An Bình, TP. Dĩ An, tỉnh Bình Dương. Dự án nằm gần tòa chung cư Opal Boulevard do DXG phát triển và bàn giao trong Q1/2021 (1.446 căn). Đây là lợi thế cho dự án Opal Luxury khi người mua tại TP. Dĩ An có thể có dự án tương tự để so sánh.

Thủ tục pháp lý của dự án này đã gần hoàn tất. Ngoài ra, Sở Tài nguyên và Môi trường tỉnh Bình Dương đã yêu cầu tính tiền sử dụng đất trong năm 2022 và chúng tôi hiểu rằng dự án có thể sớm có phương án tính giá đất cuối cùng. Theo DXG trong cuộc họp báo cáo kinh doanh cuối quý 4 năm 2023, công ty có kế hoạch mở bán dự án vào năm 2024.

### Các dự án khác

Theo báo cáo bạch cuối năm 2023, tại thời điểm 30/9/2023, công ty dự kiến đầu tư vào 31 dự án bất động sản với tổng diện tích đất lên tới 2.100 ha. Một số thông tin tóm tắt dự án trọng điểm cụ thể như sau:

Tên dự án	Diện tích đất (ha)	Vị trí	Loại sản phẩm	Sở hữu của DXG	Tình trạng phát triển tính đến tháng 4/2024
Opal Cityview	0,97	Tỉnh Bình Dương	Chung cư	100%	Công ty TNHH Charm & CI Việt Nam – chủ đầu tư dự án và là công ty con của DXG đã nộp đơn xin chuyển đổi mục đích sử dụng đất khác (không phải đất ở) sang đất ở đối với diện tích đất của dự án trong năm 2023 và đang tiếp tục làm việc với tỉnh Bình Dương để hoàn tất quá trình vào năm 2024.
Opal Luxury	8,4	Tỉnh Bình Dương	Chung cư	100%	Dự án đã có quy hoạch tổng thể và phê duyệt đầu tư từ năm 2022. Ngoài ra, trong năm 2022, Sở Tài nguyên và Môi trường tỉnh Bình Dương đã có thông báo tìm kiếm tư vấn tính toán phí sử dụng đất cho dự án.
DXH Parkview	5,13	Tỉnh Bình Dương	Chung cư	100%	DXG đã nộp đơn với chính quyền tỉnh Bình Dương để chuyển đổi mục đích sử dụng đất đối với diện tích đất của dự án từ đất khác (không phải đất ở) sang đất ở vào đầu năm 2024.
DXH New City	37,9	Tỉnh Vĩnh Phúc	Nhà phố	100%	Công ty đã nộp đơn xin chuyển mục đích sử dụng đất từ loại đất khác sang đất ở trong năm 2023
Gem Premium	6,49	TP. Thủ Đức, TP. HCM	Chung cư	75%	Dự án đã có quy hoạch tổng thể và phê duyệt đầu tư từ năm 2016, 2017. Dự án nằm trong quy hoạch sử dụng đất của TP. HCM nhằm chuyển đổi đất khác sang đất ở trong năm 2023.
Sunview Garden	1,76	TP. Thủ Đức, TP. HCM	Chung cư	100%	Công ty đã nộp đơn xin chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ đất khác sang đất ở trong năm 2023.
Opal City	6,07	TP. Thủ Đức, TP. HCM	Chung cư	100%	Dự án đã hoàn thành giải phóng mặt bằng trong năm 2020 và xin chuyển đổi đất từ đất khác sang đất ở trong năm 2023.
Lux Star	1,1	Quận 7, TP. HCM	Chung cư	100%	Dự án chưa được chấp thuận đầu tư và TP.HCM đã loại dự án này khỏi quy hoạch sử dụng đất 2023.
DXH Park City	10,4	Tỉnh Bình Dương	Hỗn hợp	100%	DXG đã nộp đơn lên chính quyền tỉnh Bình Dương để chuyển đổi mục đích sử dụng đất đối với diện tích đất của dự án từ đất khác sang đất ở vào năm 2022 và vẫn đang làm việc với các cơ quan chức năng để hoàn thiện thủ tục.
Gem Green Bay	171,9	Cam Lâm, tỉnh Khánh Hòa	Nhà phố	99,9%	Việc phê duyệt đầu tư đã bị hủy bỏ và Công ty đã đăng ký một dự án mới trên cùng khu vực. Chúng tôi được biết dự án đang chờ quy hoạch tổng thể của Cam Lâm, tỉnh Khánh Hòa trước khi xin cấp phép dự án mới.

Theo thông tin trong báo cáo bạch vào tháng 12/2023, các dự án Gem Skyworld và Opal Skyline đang được bàn giao nhưng các dự án khác vẫn đang trong quá trình phê duyệt pháp lý. Ngoài dự án Gem Skyworld và Opal Skyline, chúng tôi kỳ vọng dự án DXH Riverside - TP. HCM và dự án Opal Luxury, tỉnh Bình Dương sẽ bắt đầu mở bán trong nửa cuối năm 2024.

## Chính phủ liên tục hỗ trợ để tháo gỡ khó khăn pháp lý cho dự án bất động sản

Vào ngày 13/3/2024, Bộ Tài nguyên và Môi trường đã công bố đề xuất lên Quốc hội yêu cầu xây dựng nghị quyết quy định chi tiết chương trình thí điểm cho phép các chủ đầu tư có quyền sử dụng đất với mục đích sử dụng phi đất ở (có thể là đất nông nghiệp hoặc theo hình thức đất phi nông nghiệp như đất liên quan đến du lịch hoặc đất thương mại) hoặc nhận từ người khác thông qua thỏa thuận (được định nghĩa là chuyển nhượng, tài trợ hoặc góp vốn) có thể xin phê duyệt từ các cơ quan địa phương để đầu tư các dự án nhà ở thương mại.

Các thông tin chi tiết chính thức của đề xuất cũng bao gồm giới hạn cấp tỉnh áp dụng cho chương trình thí điểm này. Theo chi tiết của chương trình thí điểm, mỗi tỉnh sẽ có số dự án được phép thực hiện thí điểm không vượt quá 30% tổng số dự án nhà ở được phê duyệt và 20% tổng diện tích nhà ở theo kế hoạch quốc gia đến năm 2030. Nếu được phê duyệt, các dự án bất động sản gặp khó khăn trong việc chuyển mục đích sử dụng đất khác sang đất ở có thể được hưởng lợi.

Ngày 26/3/2024, Thủ tướng Chính phủ đã ký Công văn đôn đốc một số bộ, trong đó có Bộ Tài nguyên & Môi trường, Bộ Tài chính soạn thảo các văn bản quy phạm pháp luật triển khai Luật Đất đai mới. Đồng thời, Thủ tướng yêu cầu Bộ TN&MT soạn thảo tờ trình Quốc hội xin thay đổi thời điểm có hiệu lực của Luật Đất đai mới từ ngày 1/1/2025 sang ngày 1/7/2024, tức là sớm hơn 6 tháng. Những văn bản pháp lý này sẽ cung cấp thêm hướng dẫn cho các chủ đầu tư để các dự án hiện tại của họ được phê duyệt nhanh hơn.

Ngoài ra, vào ngày 03/04/2024, sau 3 năm xin phê duyệt đầu tư, CTCP Đầu tư Metro Star (công ty con của CT Group), chủ đầu tư dự án Metro Star tại TP. Thủ Đức đã nhận được sự chấp thuận của UBND TP. Thủ Đức tiếp tục phát triển tòa nhà 1.800 căn chung cư tại TP. Thủ Đức. Động thái mới của chính quyền TP. Thủ Đức được kỳ vọng sẽ khuyến khích các chủ đầu tư khác, trong đó có DXG, hoàn thiện pháp lý cho các dự án của Công ty tại TP. Thủ Đức, TP. HCM. Chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ đáp ứng các yêu cầu pháp lý đối với 3 dự án chung cư tại TP. Thủ Đức và mở bán trong giai đoạn 2026-2027 nhằm đáp ứng nhu cầu nhà ở của khách hàng tại TP. HCM.

## Triển vọng và luận điểm đầu tư

Theo bản cáo bạch của DXG năm 2023, tại ngày 30/9/2023, DXG có 31 dự án bất động sản đang được phát triển với tổng diện tích đất là 2.100 ha. Chúng tôi được biết DXG có những lô đất tốt tại TP. HCM và tỉnh Bình Dương (22,1 ha tại TP. Thủ Đức & Quận 7, TP. HCM và gần 25 ha tại tỉnh Bình Dương) để phát triển chung cư để bán. Nếu các thủ tục pháp lý của dự án này hoàn tất, DXG có thể được hưởng lợi từ nhu cầu căn hộ cao ở cả TP. HCM và tỉnh Bình Dương.

Theo ĐHCĐ thường niên năm 2024 của DXG tổ chức vào ngày 19/4/2024, ban lãnh đạo DXG đặt kế hoạch hoàn tất pháp lý của 8 dự án quan trọng trong năm 2024. Các dự án này nằm ở TP. HCM, tỉnh Bình Dương và tỉnh Đồng Nai với khoảng 20.000 căn để bán và ban lãnh đạo kỳ vọng với nguồn cung như vậy sẽ giúp Công ty có thể ghi nhận tăng trưởng đáng kể kể từ năm 2025 trở đi.

Với kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi từ năm 2025, chúng tôi tin rằng DXG sẽ được hưởng lợi từ: i) các lô đất hiện tại đặc biệt là từ các dự án mà DXG đã hoàn thiện các yêu cầu pháp lý; và ii) sự phục hồi của mảng dịch vụ môi giới khi thị trường phục hồi.

Trong năm 2024, với sự khởi động lại tốt của dự án Gem Skyworld, DXH Riverside và Opal Luxury, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bắt đầu bán sản phẩm tại các dự án DXH Riverside và Opal Luxury trong nửa cuối năm 2024. Các sản phẩm chung cư này có thể đáp ứng nhu cầu nhà ở, trong khi các căn nhà phố của dự án Gems Skyworld thiên về mục đích đầu tư hơn nên dự kiến DXG có thể mở bán lại từ năm 2025 trở đi. Do đó, chúng tôi ước tính doanh số bán hàng của DXG trong năm 2024 sẽ đạt 5,4 nghìn tỷ đồng từ cả hai dự án DXH Riverside và Opal Luxury, điều này cho thấy sự phục hồi đáng kể từ mức khoảng 150 tỷ đồng doanh số bán hàng trong năm 2023. Ngoài ra, việc mở bán lại dự án Gem Skyworld cùng với hai dự án đã mở bán trong nửa cuối năm 2024, doanh số bán hàng trong năm 2025 dự kiến đạt 12,6 nghìn tỷ đồng (tăng 133% svck), đảm bảo hiệu quả hoạt động tốt hơn từ năm 2026.

Tại ĐHCĐ, DXG thông qua kế hoạch doanh thu và LNST năm 2024 lần lượt là 3,9 nghìn tỷ đồng (tăng 5% svck) và 226 tỷ đồng (tăng 31% svck). Trong bối cảnh thị trường bất động sản vẫn còn khó khăn, thủ tục pháp lý chậm trễ và doanh số bán hàng thấp trong năm 2023, kế hoạch kinh doanh đề xuất năm 2024 của DXG là đáng khích lệ.

Đồng thời, ĐHCĐ cũng đã thông qua 2 phương án tăng vốn cổ phần mới, cụ thể như sau: đợt 1 phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 24:05 (tức là cổ đông có 24 cổ phiếu được mua 5 cổ phiếu mới) với giá 12.000 đồng/cổ phiếu, đợt 2 thông qua phát hành riêng lẻ, trong đó DXG phát hành 93,5 triệu cổ phiếu mới với giá tối thiểu 18.600 đồng/cổ phiếu. Nếu thành công, DXG có thể huy động thêm 3,54 nghìn tỷ đồng để trả các khoản nợ hiện tại và tăng tỷ lệ sở hữu của DXG tại các công ty con.

Đối với ước tính lợi nhuận năm 2024, chúng tôi ước tính DXG sẽ tiếp tục chỉ bán giao 750 căn còn lại trong dự án Opal Skyline. Ngoài ra, đối với dịch vụ môi giới, thị trường bất động sản đã có một số dấu hiệu giao dịch và phục hồi giá, đặc biệt là tại Hà Nội. Do đó, DXS (công ty con của DXG) dự kiến tuyển dụng thêm 2.000 nhân viên bán hàng, bổ sung vào số lượng nhân viên hiện tại là 2.275 người. Do đó, chúng tôi ước tính mảng này sẽ tăng trưởng 70% svck và đạt 1.022 tỷ đồng trong năm 2024. Như vậy, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST lần lượt là 3,27 nghìn tỷ đồng (giảm 12,2% svck) và 182 tỷ đồng (tăng 21,0% svck). Trong vài năm qua, DXG có thu nhập tài chính khá tốt từ việc thoái vốn các công ty con. Đối với dự báo năm 2024, chúng tôi không ước tính thu nhập tài chính từ việc thoái vốn.

Cho năm 2025, với doanh thu mới từ dự án Gem Skyworld và việc tiếp tục bán hàng tại dự án DXH Riverside và Opal Luxury, chúng tôi ước tính DXG có thể đạt 12,6 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng (tăng 133% svck). Tuy nhiên, phần lớn doanh số bán hàng đến từ phân khúc chung cư nằm ở khu vực mà DXG cần hoàn thiện xây dựng trong 2-3 năm tới trước khi ghi nhận doanh thu. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2025 sẽ lần lượt đạt 4,14 nghìn tỷ đồng (tăng 26,6% svck) và 335 tỷ đồng (tăng 84,0% svck) chủ yếu từ dự án Gem Skyworld.

Ở mức giá 15.6000 đồng, DXG đang giao dịch ở mức P/E 2024 là 54,2x và P/B là 1,0x, là mức định giá hợp lý khi so sánh với các chủ đầu tư niêm yết khác.

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** (1) Khó khăn về mặt pháp lý đối với 31 dự án theo quy hoạch phát triển (tổng diện tích đất 2.100 ha); và (2) thị trường bất động sản tiếp tục chậm so với dự kiến.

**Quan điểm ngắn hạn: TÍCH CỰC** do: (1) thị trường bất động sản có dấu hiệu phục hồi khi thị trường thiếu nguồn cung mới trong khi nguồn cầu vẫn dồi dào - đặc biệt ở phân khúc chung cư; và (2) sự hỗ trợ tổng thể của Chính phủ nhằm tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc phê duyệt các dự án khác nhau, điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc phê duyệt các dự án DXG tại TP. HCM và tỉnh Bình Dương.



## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	919	276	508	1.034
+ Đầu tư ngắn hạn	181	97	97	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	11.948	11.423	12.657	14.189
+ Hàng tồn kho	14.031	14.139	15.204	15.232
+ Tài sản ngắn hạn khác	292	295	342	432
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>27.371</b>	<b>26.230</b>	<b>28.809</b>	<b>30.886</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	147	149	131	166
+ GTCL Tài sản cố định	394	372	341	426
+ Bất động sản đầu tư	132	110	115	107
+ Tài sản dài hạn dở dang	711	723	723	723
+ Đầu tư dài hạn	506	394	394	369
+ Tài sản dài hạn khác	1.059	808	674	665
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>2.950</b>	<b>2.557</b>	<b>2.378</b>	<b>2.456</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>30.321</b>	<b>28.786</b>	<b>31.187</b>	<b>33.342</b>
+ Nợ ngắn hạn	12.255	11.618	11.697	12.989
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>2.023</i>	<i>2.591</i>	<i>1.990</i>	<i>2.118</i>
+ Nợ dài hạn	3.981	2.982	3.829	4.354
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>3.748</i>	<i>2.699</i>	<i>3.524</i>	<i>3.971</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>16.236</b>	<b>14.600</b>	<b>15.526</b>	<b>17.343</b>
+ Vốn góp	6.118	6.118	7.225	7.225
+ Thặng dư vốn cổ phần	80	80	284	284
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.308	1.736	1.943	2.325
+ Quỹ khác	5.578	6.252	6.226	6.182
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.085</b>	<b>14.186</b>	<b>15.679</b>	<b>16.016</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>30.321</b>	<b>28.786</b>	<b>31.204</b>	<b>33.359</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-3.904	-850	-1.251	32
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	237	268	-52	-85
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.848	-61	1.535	579
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-1.819</b>	<b>-643</b>	<b>232</b>	<b>526</b>
Tiền đầu kỳ	2.738	919	276	508
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>919</b>	<b>276</b>	<b>508</b>	<b>1.034</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,23	2,26	2,46	2,38
Hệ số thanh toán nhanh	1,06	1,02	1,13	1,17
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,09	0,03	0,05	0,08
Nợ ròng / EBITDA	2,51	4,6	5,66	4,5
Khả năng thanh toán lãi vay	2,66	1,84	1,66	1,98
Ngày phải thu	110,4	146,5	164,3	156,7
Ngày phải trả	143,5	173,6	187,8	175
Ngày tồn kho	1.814,4	2.552,1	3.461,0	2.866,6
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,46	0,49	0,5	0,48
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,54	0,51	0,5	0,52
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,15	1,03	0,99	1,08
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,41	0,37	0,35	0,38
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,14	0,18	0,13	0,13

Nguồn: DXG, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.512</b>	<b>3.725</b>	<b>3.271</b>	<b>4.141</b>
Giá vốn hàng bán	-2.542	-2.014	-1.547	-1.938
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.970</b>	<b>1.710</b>	<b>1.723</b>	<b>2.203</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	464	409	33	61
Chi phí tài chính	-521	-593	-496	-548
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-1.057	-586	-491	-621
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.083	-391	-442	-559
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>775</b>	<b>437</b>	<b>328</b>	<b>536</b>
Thu nhập khác	-7	16	0	1
Lợi nhuận trước thuế	768	453	328	537
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>534</b>	<b>150</b>	<b>182</b>	<b>335</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>215</b>	<b>172</b>	<b>207</b>	<b>381</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	319	-22	-25	-47
EPS cơ bản (VND)	352	282	288	529
Giá trị sổ sách (VND)	15.155	15.414	15.153	15.686
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	1.230	990	825	1.085
EBITDA	1.316	1.072	886	1.118
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-45,4%	-32,4%	-12,2%	26,6%
EBITDA	-56,9%	-18,5%	-17,3%	26,2%
EBIT	-58,8%	-19,5%	-16,7%	31,5%
Lợi nhuận ròng	-66,5%	-71,8%	21,0%	84,0%
Vốn chủ sở hữu	5,3%	0,7%	10,5%	2,2%
Vốn điều lệ	2,3%	0,0%	18,1%	0,0%
Tổng tài sản	7,3%	-5,1%	8,3%	6,9%
<b>Định giá</b>				
PE	36,2	68,6	54,2	29,5
PB	0,8	1,3	1	1
Giá/Doanh thu	1,4	3,2	3,4	2,7
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	9,5	11,8	18,2	14,5
EV/Doanh thu	2,3	3,4	4,9	3,9
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	53,9%	45,9%	52,7%	53,2%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	20,9%	24,1%	24,2%	24,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,7%	4,0%	5,6%	8,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	19,2%	15,7%	15,0%	15,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	19,6%	10,5%	13,5%	13,5%
ROE	3,9%	1,1%	1,2%	2,1%
ROA	1,8%	0,5%	0,6%	1,0%
ROIC	4,5%	1,7%	2,2%	3,1%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Bất động sản

#### Trịnh Anh Tuấn

Trưởng phòng Phân tích

tuanta2@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8713

#### Dữ liệu

##### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baongq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043