

## CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH (DXG) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND24.800	VND36.700	0,00%	KHẢ QUAN	Bất động sản

Ngày 01/08/2022

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

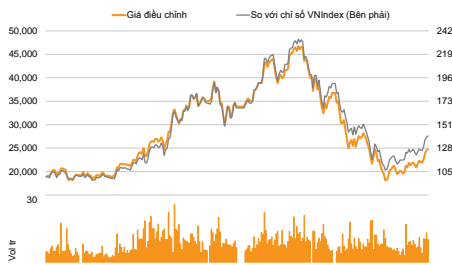
Consensus\*: Mua:6 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh dự phóng LN ròng 2022/23 lần lượt giảm 3,9%/2,6% so với dự phóng trước.
- Điều chỉnh tăng giá mục tiêu 46,8% so với dự phóng trước.

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	46.750
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18/150
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	207.367tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	14.915
Free float (%)	48
P/E trượt (x)	21,0
P/B hiện tại (x)	2,1

### Cơ cấu sở hữu

Lương Trí Thìn	18,04%
NAV Investment Corp.	4,49%
Khác	77,47%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Lê Anh Sơn**

son.leanh@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Vững vàng vượt thử thách

- Doanh thu (DT) và lợi nhuận (LN) ròng 6T22 của DXG giảm 48,9%/43,6% svck, hoàn thành lần lượt 28,3%/18,9% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi kì vọng hai dự án lớn là Gem Riverside và Gem Premium được mở bán Q3/22 và 2024 sẽ đóng góp DT lớn cho DXG giai đoạn 2024-2028.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 36.700 đồng/cp.

### KQKD Q2/22 âm ảm do ít các dự án được bàn giao

DXG ghi nhận doanh thu Q2/22 giảm 56,5% svck xuống còn 1.550 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu bàn giao BĐS giảm 71% svck bởi mức nền cao trong năm 2021. Do nhiều dự án của DXG chưa bàn giao và ghi nhận trong quý, trong nửa đầu năm DXG mới hoàn thành cất nóc dự án Opal Skyline và chỉ ghi doanh thu từ dự án Gem Skyworld và St. Moritz với tỷ trọng lần lượt là 64% và 36% doanh thu phát triển BĐS. Theo đó, doanh thu và LN ròng 6T22 giảm lần lượt 48,9%/43,6% svck và hoàn thành 28,3%/18,9% dự phóng của chúng tôi.

### Khởi thông pháp lý, hai đại dự án bên sông Sài Gòn trở thành động lực mới

Gem Riverside và Gem Premium là hai dự án lớn của DXG thuộc phân khúc cao cấp đã hoàn thiện pháp lý sau nhiều năm hoãn lại và sẽ lần lượt được mở bán trong Q3/22 và 2024. Với quỹ đất còn hạn chế tại khu vực nội thành ven sông Sài Gòn, chúng tôi kì vọng hai dự án này sẽ được hưởng lợi nhờ đà tăng giá và sẽ là động lực tăng trưởng, đóng góp doanh thu lớn cho DXG trong giai đoạn 2024-26. Theo ước tính, dự án Gem Riverside có thể đem lại 9.155 tỷ đồng LNTT trong giai đoạn 2024-26.

### Ngành BĐS đang đối mặt nhiều thách thức ảnh hưởng triển vọng ngành

Chúng tôi nhận thấy ngành BĐS đang đối mặt với nhiều thách thức làm ảnh hưởng đến triển vọng ngành, gồm: 1) lãi suất tăng ảnh hưởng đến quyết định mua nhà, 2) giá vật liệu tăng có thể làm tăng giá nhà ở và 3) thắt chặt các khoản vay ngân hàng ở lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Từ đó, chúng tôi thay đổi dự phóng doanh thu 2022/23 của DXG giảm lần lượt 2,5%/2,4% so với dự phóng trước đó, LN ròng 2022/23 giảm lần lượt 3,9%/2,6% so với dự phóng trước đó. Bất chấp thách thức với toàn ngành BĐS, chúng tôi vẫn cho rằng DXG nhiều khả năng sẽ đạt được dự phóng nhờ thị phần dẫn đầu mảng dịch vụ và được thúc đẩy bởi quỹ đất lớn tại các vị trí chiến lược.

### Duy trì Khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 36.700 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 46,8% so với báo cáo trước đó nhằm phản ánh tiềm năng tăng trưởng KQKD, cùng với quỹ đất, dự án tại các vị trí chiến lược. Tiềm năng tăng giá: 1) giá bán các dự án tại Bình Dương, TP.HCM cao hơn so với dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm 1) lãi suất vay mua nhà tăng cao hơn dự kiến ảnh hưởng tới quyết định mua nhà, tỷ lệ hấp thụ và 2) giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2,891	10,089	11,518	17,608
Tăng trưởng DT thuần	(50.3%)	249.0%	14.2%	52.9%
Biên lợi nhuận gộp	64.9%	55.5%	55.1%	59.5%
Biên EBITDA	11.6%	29.6%	38.7%	42.9%
LN ròng (tỷ)	(496)	1,155	2,046	4,423
Tăng trưởng LN ròng	(140.8%)		77.1%	116.2%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	(953)	2,066	3,422	7,399
EPS điều chỉnh	(953)	2,066	3,422	7,399
BVPS	11,834	14,670	17,712	25,111
ROAE	(7.5%)	15.5%	21.1%	34.6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## VỮNG VÀNG VƯỢT THÁCH THỨC

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 36.700 đồng/cp

#### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích Tập đoàn Đất Xanh (DXG VN, HOSE) nhờ vào vị thế, kinh nghiệm gần 20 năm của DXG trên thị trường bất động sản. DXG đang dần hoàn thiện hệ sinh thái toàn diện theo chuỗi giá trị từ Đầu tư – Xây dựng – Dịch vụ giúp doanh nghiệp tối ưu hóa nguồn lực, nắm bắt cơ hội thị trường và gia tăng giá trị cho khách hàng. Chúng tôi đánh giá tích cực về DXG trong dài hạn nhờ vào những triển vọng của hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty:

- Với mảng dịch vụ, DXG vẫn tiếp tục khẳng định vị thế dẫn đầu toàn quốc với thị phần môi giới BĐS của CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh (DXS VN, HOSE) trong năm 2021 đạt 33%. Trong khi những công ty nhỏ phải đối mặt với những khó khăn do ảnh hưởng bởi Covid-19 lên hoạt động môi giới BĐS thì DXS đã nhanh chóng giành lấy thị phần nhờ đẩy mạnh đầu tư vào nền tảng công nghệ giúp tăng tốc độ xử lý hồ sơ và giao dịch gấp 10 lần. Gem Sky World, Opal Skyline ... là những dự án đạt được kết quả giao dịch tốt thông qua nền tảng này. Triển vọng mảng dịch vụ của DXG vẫn tươi sáng trong năm 2022 khi DXS đã đạt mục tiêu doanh thu đạt 8.400 tỷ đồng (+94% svck), LNST đạt 1.250 tỷ đồng (+132% svck).
- Với mảng phát triển dự án, chúng tôi nhận thấy DXG đang sở hữu quỹ đất tiềm năng tại TP.HCM đặc biệt với 2 đại dự án Gem Riverside (mở bán Q3/22) và Gem Premium (mở bán 2024) sẽ đóng góp doanh thu lớn cho DXG trong giai đoạn 2022-25. Bên cạnh 2 đại dự án lớn được tháo gỡ nút thắt về pháp lý, DXG vẫn sẽ đẩy mạnh các dự án với quy mô nhỏ tại TP.HCM và các dự án tại các thành phố vệ tinh như Bình Dương, Đồng Nai. Chúng tôi đánh giá cao nhu cầu ở thực đối với các dự án nội đô của DXG tại khu vực TP.HCM và Bình Dương, do đó chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ khi mở bán sẽ ở mức cao trong bối cảnh nguồn cung căn hộ trong nội thành TP.HCM ở mức thấp. Đóng góp cho mức tăng doanh thu chính của DXG trong năm 2022 của DXG tới từ các dự án như St Moritz, Opal Boulevard, Gem Sky World... Chúng tôi kỳ vọng việc mở bán dự án Gem Riverside trong Q3/22 sẽ đóng góp 9.155 tỷ đồng LNTT cho DXG trong giai đoạn 2024-26.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 36.700 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 36.700 đồng/cp (từ 25.000đồng/cp) tới từ việc:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá giá trị tài sản ròng (RNAV) đối với các dự án BĐS của DXG để tính giá trị các dự án. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu NPV khác nhau đối với từng dự án thay vì một mức chung cho RNAV hợp nhất do thiếu dữ liệu quá khứ cho việc xác định mức chiết khấu hợp lý. Chúng tôi tăng định giá mảng đầu tư BĐS của DXG tới từ việc điều chỉnh giá bán các dự án phù hợp thị trường và giảm chiết khấu cho các dự án đã hoàn thiện pháp lý và được mở bán trong thời gian tới như: DXH Parkview, DXH Park City và đặc biệt đại dự án Gem Riverside, chúng tôi kỳ vọng pháp lý cho dự án này sẽ hoàn toàn được thông qua và dự kiến bắt đầu mở bán từ Q3/22.
- Với mảng môi giới chúng tôi áp dụng chiết khấu dòng tiền với dự phóng trong 10 năm với WACC là 12,7% dựa trên kết quả kinh doanh của DXS với tỷ lệ sở hữu tương ứng của DXG tại công ty con này và chiết khấu 25% giá trị nhằm loại trừ các khoản giao dịch nội bộ. Chúng tôi điều chỉnh tăng định giá mảng môi giới để phản ánh triển vọng tăng trưởng KQKD mạnh mẽ của DXS trong giai đoạn 2022-2025.
- Cổ phiếu DXG đã giảm hơn 60% so với mức đỉnh tháng 3/2022, chúng tôi nhận thấy đây là cơ hội để tích lũy 1 trong những cổ phiếu sở hữu

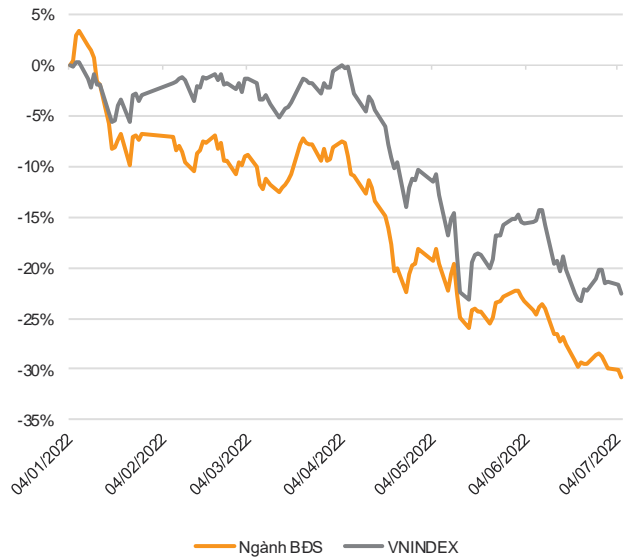
hệ sinh thái hoàn thiện về phát triển, dịch vụ BĐS với tiềm năng tăng trưởng tích cực nhờ sở hữu quỹ đất lớn.

Hình 1: DXG đã giảm 60% từ mức đỉnh tháng 3/2022 (Đơn vị: đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro

Hình 2: Chỉ số nhóm ngành BĐS lao dốc 30,7% kể từ đầu năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FiinPro

Hình 3: Định giá theo phương pháp định giá thành phần (SOTP)

Định giá từng phần	Phương pháp	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	Lưu ý
Đầu tư & phát triển BĐS	RNAV	22.025	Chúng tôi tăng định giá mảng đầu tư BĐS của DXG tới từ việc điều chỉnh giá bán các dự án phù hợp với thị trường và giảm chiết khấu cho các dự án đã hoàn thiện pháp lý, dự kiến được mở bán trong thời gian tới như: DXH Parkview, DXH Park City và đặc biệt đại dự án Gem Riverside
Dịch vụ BĐS	DCF	7.918	Chúng tôi tăng định giá mảng dịch vụ để phản ánh tiềm năng tăng trưởng tích cực.
<b>Cộng</b>	Giá trị sổ sách cuối Q2/22		
Tiền và tương đương tiền		2.485	
Các khoản đầu tư ngắn hạn		154	
Đầu tư vào công ty con/ công ty liên kết		397	
Tài sản khác		1.372	
<b>Trừ</b>	Giá trị sổ sách cuối Q2/22		
Nợ vay		5.978	
Nợ phải trả khác		1.101	
Lợi ích cổ đông thiểu số		4.942	
Giá trị doanh nghiệp		22.329	
SLCP đang lưu hành (triệu cp)		609	
Giá trị mỗi cổ phiếu		36.649	
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp, làm tròn)</b>		<b>36.700</b>	Tăng giá mục tiêu 46,8% so với báo cáo trước.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá: 1) giá bán các dự án tại Bình Dương, TP.HCM cao hơn so với dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm 1) việc phát hành trái phiếu huy động vốn chậm hơn so với dự kiến 2) lãi suất vay mua nhà tăng cao hơn dự kiến ảnh hưởng tới quyết định mua nhà, tỷ lệ hấp thụ và 3) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng cao.

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tính tới ngày 29/07/2022)

Tên công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (đv tiền bán địa)	Giá mục tiêu (đv tiền bán địa)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			2022	2023		2022	2023		2022	2023	2022	2023		
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	Khả quan	24.800	36.700	645,4	16,8	9,7	12,0	1,6	1,1	21,1	34,6	6,6	12,1
CTCP Vinhomes	VHM VN	Khả quan	59.900	115.000	11.173,7	9,3	6,8	38,3	2,2	1,4	34,5	21,9	17,2	13,3
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc Nova	NVL VN	Khả quan	74.500	82.200	6.223,0	38,5	20,6	59,1	4,0	3,1	11,1	16,4	2,0	3,6
CTCP Đầu tư & Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	Khả quan	37.500	52.400	1.151,6	20,7	15,3	44,4	2,6	2,0	12,7	17,2	8,4	12,4
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	Khả quan	39.150	56.000	642,3	19,5	8,2	58,9	1,7	1,3	8,7	17,0	3,3	8,7
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG VN	KKN	38.300	N/A	1.000,6	21,7	19,6	9,1	3,1	N/A	16,5	12,5	7,1	6,5
CTCP Đầu tư Hải Phát	HPX VN	KKN	26.200	N/A	341,4	37,6	N/A	183,1	2,4	N/A	6,4	N/A	2,4	N/A
CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest	VPI VN	KKN	62.000	N/A	584,3	33,6	N/A	N/A	4,5	N/A	13,9	N/A	4,1	N/A
CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa Vũng Tàu	HDC VN	KKN	46.500	N/A	215,3	14,6	N/A	33,1	3,1	N/A	24,0	N/A	8,8	N/A
CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật	IJC VN	KKN	19.750	N/A	183,7	8,8	N/A	7,3	1,2	N/A	13,8	N/A	7,5	N/A
<b>Trung bình</b>						<b>22,1</b>	<b>13,4</b>	<b>49,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>15,7</b>	<b>17,0</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>
<b>Trung vị</b>						<b>20,1</b>	<b>12,5</b>	<b>38,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>13,8</b>	<b>17,0</b>	<b>7,1</b>	<b>8,7</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

### Tóm tắt KQKD Q2/22: Kết quả âm ảm do ít các dự án BĐS được bàn giao

Hình 5: So sánh KQKD Q2/22 và 6T22

(Tỷ đồng)	Q2/22	Q2/21	%svck	6T22	6T21	%svck	% so với dự phóng cả năm	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>1.550</b>	<b>3.560</b>	<b>-56,5%</b>	<b>3.342</b>	<b>6.535</b>	<b>-48,9%</b>	<b>28,3%</b>	Doanh thu Q2/22 giảm 56,5% svck, 6T22 giảm 48,9% svck chủ yếu do mức nền cao trong nửa đầu năm 2021 và chỉ mới hoàn thành 28,3% so với dự phóng cả năm của chúng tôi. Doanh thu trong 6T22 chủ yếu tới từ việc bàn giao 2 dự án Gem Skyworld và St. Moritz với đóng góp ước tính lần lượt 64%/36% doanh thu mảng phát triển BĐS.
Phát triển BĐS	776	2.685	-71,1%	1.760	4.661	-62,2%	28,1%	
Dịch vụ BĐS	557	704	-20,9%	1.267	1.600	-20,8%	25,8%	
Khác	217	170	27,5%	315	274	15,1%	49,2%	
LN gộp	793	1.956	-59,5%	1.829	3.692	-50,4%	27,8%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>51,2%</b>	<b>54,9%</b>	<b>-3,8 điểm %</b>	<b>54,7%</b>	<b>56,5%</b>	<b>-1,8 điểm %</b>	<b>-1 điểm %</b>	
Chi phí bán hàng	275	701	-60,8%	535	1.264	-57,6%	60,6%	Chi phí bán hàng 6T22 giảm 57,6% nhờ việc DXG đẩy mạnh hoạt động bán hàng qua nền tảng công nghệ.
Chi phí QLDN	272	189	43,9%	444	338	31,5%	39,8%	
% chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần	35,3%	25,0%	10,3 điểm %	29,3%	24,5%	4,8 điểm %	12,4 điểm %	
LN ròng từ hoạt động kinh doanh	327	957	-65,8%	844	1.873	-54,9%	18,4%	
LNTT	316	981	-67,8%	852	1.904	-55,3%	21,8%	
LNST	262	479	-45,2%	670	1.189	-43,6%	21,4%	
<b>LN ròng</b>	<b>133</b>	<b>299</b>	<b>-55,5%</b>	<b>403</b>	<b>830</b>	<b>-51,4%</b>	<b>18,9%</b>	LN ròng 6T22 giảm 55,5% svck, chỉ đạt 18,9% dự phóng của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

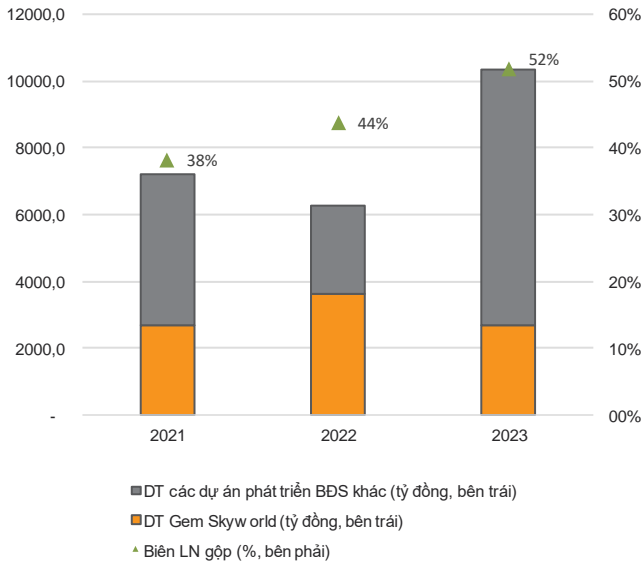
### Triển vọng 2022-23: Gem Skyword vẫn là dự án đóng góp chính

Chúng tôi kì vọng DXG sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt mở bán quỹ căn còn lại dự án Gem Skyworld trong năm 2022 và 2023. Theo ước tính của chúng tôi, Gem Skyworld vẫn tiếp tục là dự án đóng góp chính cho doanh thu mảng phát triển BĐS của DXG trong năm 2022/23 với tỷ trọng lần lượt đạt 57,6%/26,2%.

Bên cạnh đó, dự án Opal Skyline đã tiến hành cất nóc trong Q2/22 và dự kiến sẽ bàn giao trong Q4/22, sẽ đóng góp khoảng 28,5% doanh thu phát triển BĐS của DXG trong năm 2022.

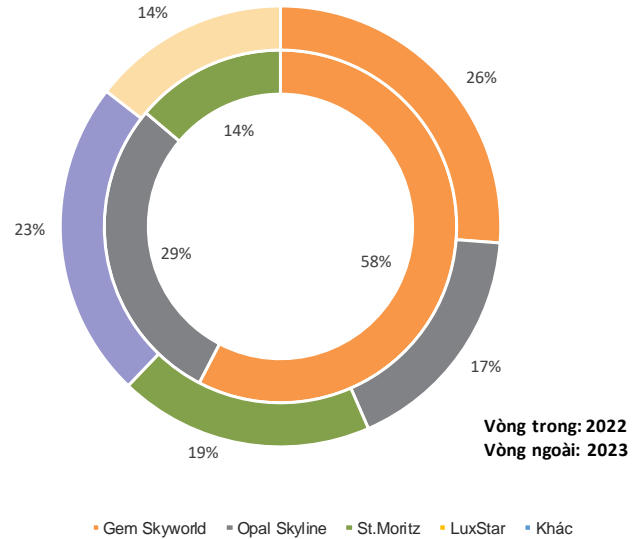


**Hình 6: Gem Skyworld vẫn là dự án dẫn dắt doanh thu phát triển BĐS của DXG trong năm 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: LuxStar được kì vọng bàn giao trong năm 2023 sẽ đóng góp lớn cho doanh thu mảng phát triển BĐS**



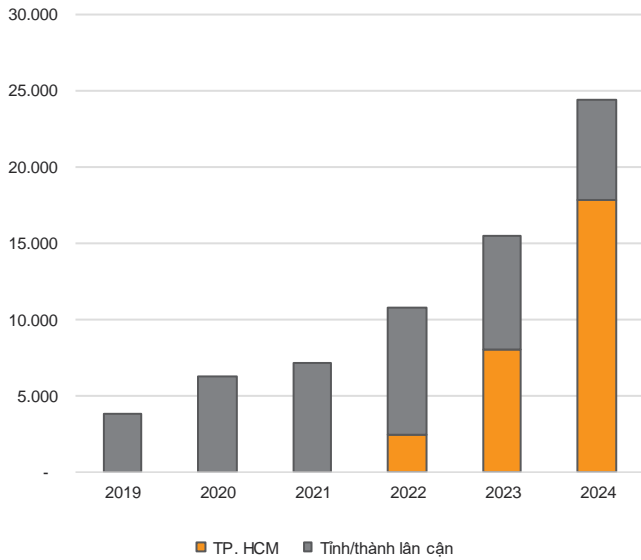
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Ngoài mở bán quỹ căn còn lại tại Gem Skyworld và Opal Skyline, kế hoạch của DXG trong giai đoạn 2022-23 là đẩy mạnh triển khai các dự án:

- Mở bán trở lại dự án Gem Riverside từ Q3/22 sau khi hoàn thiện pháp lý.
- Hoàn thiện xây dựng các dự án tại tỉnh Bình Dương như: Opal City view (0,97ha), DXH Parkview (5,1ha) và DXH Park City (9,5ha) và đưa vào mở bán từ trong năm 2023.
- Mở rộng quỹ đất với các dự án mới: DXH Diamond City (10,6ha) ở Thanh Hóa, DXH Lux City (96,2ha) và DXH Green City (43,4ha) ở Hậu Giang, DXH New City (37,8ha) ở Vĩnh Phúc.
- Mở bán LuxStar tại Quận 7, sẽ là động lực tăng trưởng cho doanh thu năm 2023 của mảng phát triển BĐS.

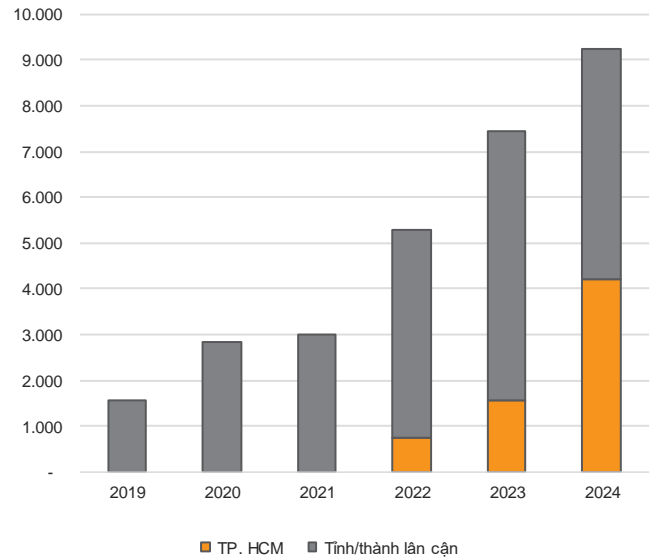
Doanh số kí bán mới của DXG được kì vọng sẽ tăng mạnh từ năm 2022 nhờ hoạt động mở bán của nhiều dự án lớn với mức tăng 2022/23 lần lượt 51%/41,7% svck. Trong đó, chúng tôi ước tính doanh số kí bán mới tại TP. HCM sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2022-23 với đóng góp chính tới từ Gem Riverside, ước tính sẽ đóng góp hơn 8 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng ước tính một số lượng lớn các dự án trong TP.HCM có thể được phê duyệt để khởi công trong giai đoạn 2022-24.

**Hình 8: Doanh số kí bán mới tại TP. HCM được kì vọng tăng mạnh từ năm 2022 nhờ dự án Gem Riverside mở bán trở lại (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Số lượng căn hộ bán mới tại khu vực lân cận TP. HCM vẫn chiếm tỷ trọng chính trong giai đoạn 2022-23 (căn)**



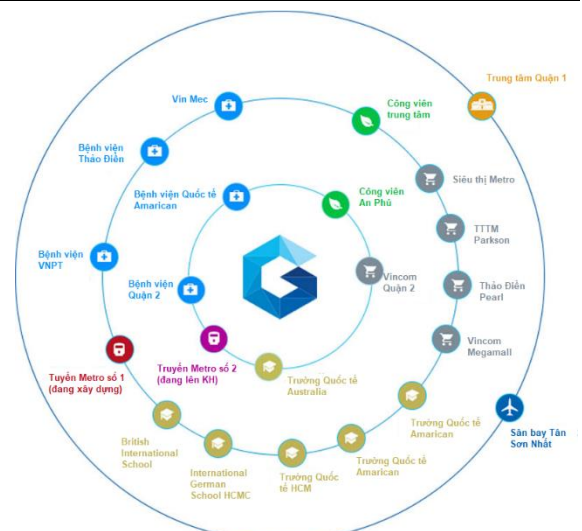
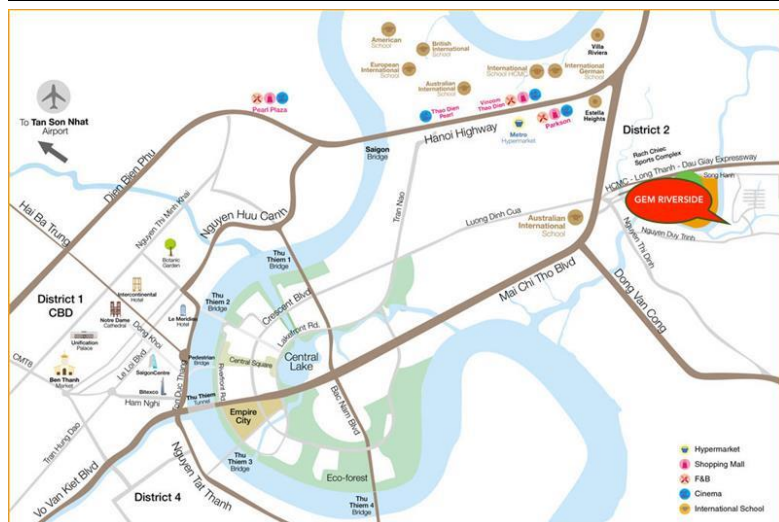
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Khởi thông pháp lý, hai đại dự án bên sông Sài Gòn trở lại**

Gem Riverside là dự án chung cư cao cấp đầu tiên của DXG, sở hữu vị trí chiến lược tại Quận 2, bên bờ sông Sài Gòn, mặt tiền đường song hành với cao tốc Long Thành – Dầu Giây, dễ dàng kết nối với các tuyến đường lớn huyết mạch, các quận khu vực phía Đông thành phố và một số tỉnh thành lân cận như Đồng Nai, Bình Dương và Vũng Tàu...

Sau 4 năm hoãn lại, dự án Gem Riverside đã chính thức hoàn tất pháp lý cơ bản và chỉ còn chờ cấp giấy phép xây dựng. Chúng tôi kì vọng Gem Riverside sẽ chính thức được mở bán trong Q3/22 và sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho DXG trong giai đoạn 2024-26.

**Hình 10: Gem Riverside sở hữu vị trí chiến lược tại Quận 2**



Nguồn : VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Dự án Gem Riverside



- Vị trí: An Phú, Quận 2, TP. HCM
- Diện tích: 67.100m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 381.000m<sup>2</sup>
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 12 block, cao 33-34 tầng: 34 căn hộ duplex villa, 96 căn penthouse, 3.045 căn hộ tiêu chuẩn
- Tổng vốn đầu tư: 21.000 tỷ đồng
- Thời điểm mở bán dự kiến: Q3/22

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Gem Premium là dự án DXG sở hữu nhiều lợi thế, là dự án cuối cùng tại TP.HCM sở hữu 2 mặt tiền sông Sài Gòn với chiều dài 1,7km. Dự án Gem Premium gồm ba dự án thành phần. Riêng hai dự án thành phần Gem Premium và Gem River View có quy mô hơn 10 ha. DXG đang mua thêm các khu đất lân cận để mở rộng quy mô dự án trên 15ha và sẽ tách nhỏ hoàn thành pháp lý từng dự án để không ảnh hưởng chung tới tiến độ toàn bộ dự án. Dự kiến Gem Premium sẽ bắt đầu được mở bán từ 2024.

Hình 12: Dự án Gem Premium



- Vị trí: Hiệp Bình Chánh, Thủ Đức, TP. HCM
- Diện tích: 150.000m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 525.000m<sup>2</sup>
- Mật độ xây dựng: 29%
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 15 block cao tầng và 1 block tổ hợp trung tâm: tổng 5.000 căn
- Tổng vốn đầu tư: 63.000 tỷ đồng
- Thời điểm mở bán dự kiến: 2024

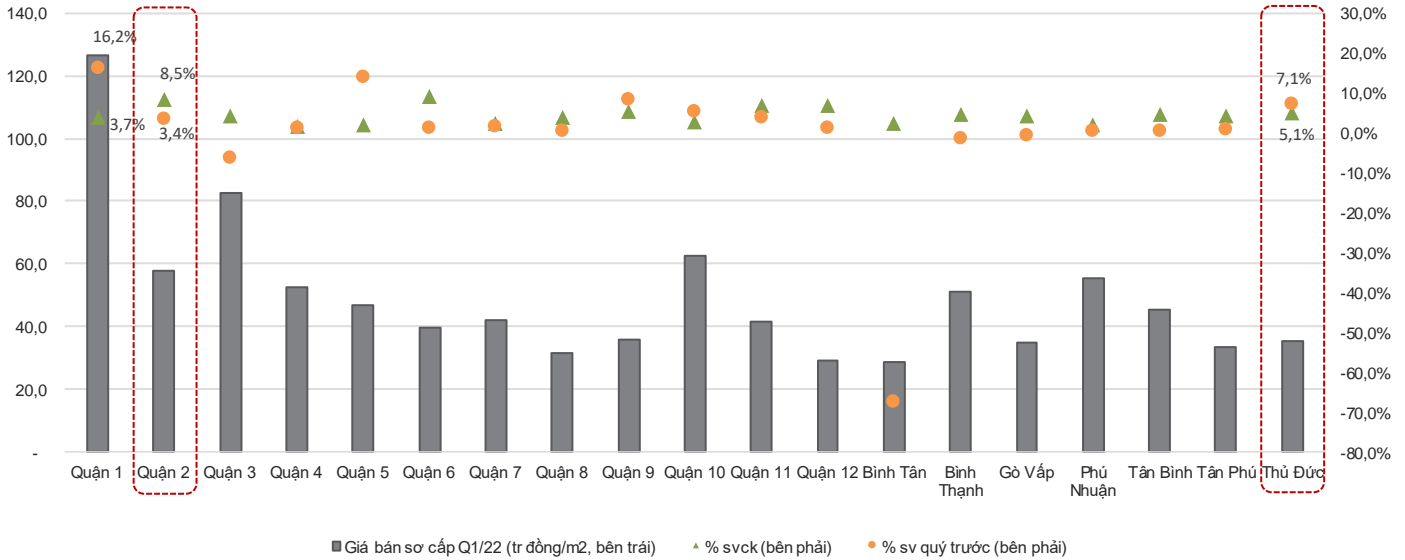
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kì vọng việc mở bán 2 dự án Gem Riverside và Gem Premium trong thời gian tới sẽ đóng góp doanh thu lớn cho DXG từ năm 2024-2028. Theo ước tính của chúng tôi, dự án Gem Riverside có thể đem lại 9.155 tỷ đồng LNTT trong giai đoạn 2024-26. Chúng tôi đánh giá khả quan về tỷ lệ hấp thụ tại 2 dự án này của DXG trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung căn hộ trong nội đô TP. HCM, đặc biệt là khu vực ven sông, hiện chỉ còn 4 dự án bao gồm khu vực cảng

Sài Gòn (hơn 10 ha), khu cảng ICD nội địa Rạch Chiếc (hơn 50 ha), khu Thanh Đa và Gem Premium.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy giá bán sơ cấp trung bình tại Quận 2 và Thủ Đức vẫn đang duy trì tốc độ tăng ổn định, cao hơn so với mặt bằng chung của TP.HCM.

Hình 13: Giá bán sơ cấp tại Quận 2 tăng 8,5% svck, tăng cao nhất trong các quận tại TP.HCM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DHOMES, CBRE

### Gia tăng huy động vốn cho kế hoạch phát triển đầy tham vọng

Đầu tháng 2/2022, DXG đã thông qua phương án phát hành trái phiếu ra công chúng có tổng mệnh giá tối đa là 4.000 tỷ đồng. Trái phiếu không chuyển đổi, không kèm chứng quyền, có bảo đảm bằng tài sản là cổ phiếu DXS của DXG.

DXG cũng đã thông báo về việc sử dụng nguồn vốn này khi góp thêm 4.000 tỷ đồng vào CTCP Đầu tư kinh doanh Bất động sản Hà An. Đây cũng là công ty con chịu trách nhiệm chính trong hoạt động Kinh doanh Bất động sản của DXG. Theo ước tính, sau khi góp thêm vốn, phần vốn góp của DXG chiếm 99,9% vốn điều lệ của Bất động sản Hà An. Thời gian thủ tục góp vốn trong năm 2022.

Bên cạnh đó, DXG có chủ trương phát hành 300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế, kì hạn 5 năm, không có tài sản đảm bảo. DXG cũng đã tìm được đối tác nước ngoài, chúng tôi kì vọng DXG có thể hoàn thành cuối tháng 8/2022 hoặc muộn nhất là tháng 9/2022.

Chúng tôi tin rằng các kế hoạch huy động của DXG sẽ giải quyết được vấn đề nguồn vốn, bổ sung nhiều dự án, quỹ đất quy mô lớn. Đặc biệt, do là trái phiếu chuyển đổi nên nhu cầu vốn, sử dụng vốn linh hoạt – là bước ngoặt giúp tăng cường nội lực trong giai đoạn khó khăn về huy động vốn.



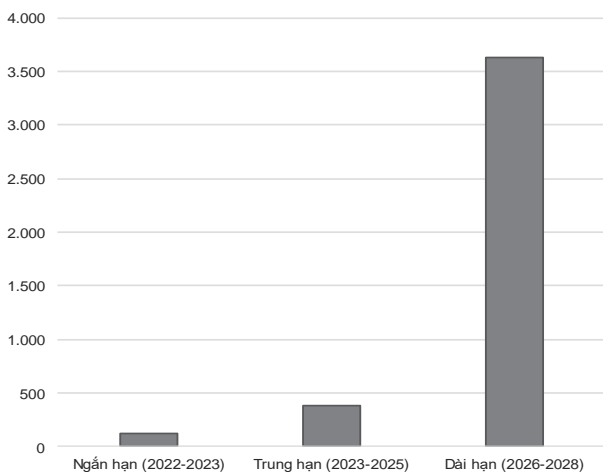
Hình 14: Danh mục dự án của DXG

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Quy mô (m2)	Diện tích sàn (m2)	Giá trị phát triển ước tính (tỷ đồng)	Thời điểm mở bán dự kiến
<b>Đang phát triển</b>						
Opal City View	Bình Dương	Căn hộ	9.700	146.000	4.672	Q3/2022
Gem Riverside	TP. HCM	Căn hộ	67.100	381.000	21.000	Q3/2022
DXH Parkview	Bình Dương	Căn hộ	51.300	679.000	21.728	Q3/2022
Lux Star	TP. HCM	Căn hộ	10.900	81.000	3.888	Q4/2022
Opal Central Park	Bình Dương	Căn hộ	11.900	146.000	4.672	Q1/2023
DXH Park City	Bình Dương	Căn hộ	95.000	629.000	17.612	Q2/2023
Gem Tower	Đồng Nai	Căn hộ	48.250	525.000	12.600	Q4/2023
Gem Premium	TP. HCM	Căn hộ	150.000	525.000	63.000	Q4/2023
DXH Green Village	Hậu Giang	Thấp tầng	434.700	108.675	4.869	2023
Opal Tower	TP. HCM	Căn hộ	4.900	43.540	3.344	2023
Gem City	TP. HCM	Căn hộ	60.700	269.115	13.456	2023
Lux Riverview	TP. HCM	Căn hộ	8.500	76.936	2.954	2024
DXH New City	Vĩnh Phúc	Căn hộ	378.700	113.610	5.817	2024
DXH Airport City	Đồng Nai	Căn hộ	1.520.000	1.211.451	69.780	2024
DXH Opal Village	Hậu Giang	Căn hộ	472.000	118.000	5.286	2024
DXH Gem City	Kiên Giang	Căn hộ	807.000	201.750	9.038	2024
<b>Các dự án phát triển trong tương lai</b>						
Opal Centre Point	TP. HCM	Căn hộ	17.600	70.400	3.379	2025
Palm City	TP. HCM	Căn hộ	74.100	106.564	6.820	2025
Opal Riverview	TP. HCM	Căn hộ	12.500	50.000	2.400	2025
DXH Lux City	Hậu Giang	Tổ hợp dự án	962.000	240.500	10.774	2026
Gem Green Bay	Khánh Hòa	Tổ hợp dự án	1.719.000	429.750	19.253	2026
DXH Grand City	Long An	Tổ hợp dự án	14.210.000	4.263.000	190.982	2026
Gem Central Bay	Bình Thuận	Tổ hợp dự án	890.000	222.500	11.392	2026
DXH Mega City	Bắc Giang	Tổ hợp dự án	3.600.000	1.080.000	55.296	2027
DXH Opal Green City	Bình Phước	Tổ hợp dự án	3.000.000	750.000	28.800	2027
Gem City Riverside	Quảng Nam	Tổ hợp dự án	2.780.000	695.000	35.584	2027
Gem Diamond Bay	Ninh Thuận	Tổ hợp dự án	9.150.000	2.287.500	117.120	2027
<b>Tổng</b>			<b>40.545.850</b>	<b>15.450.291</b>	<b>745.516</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

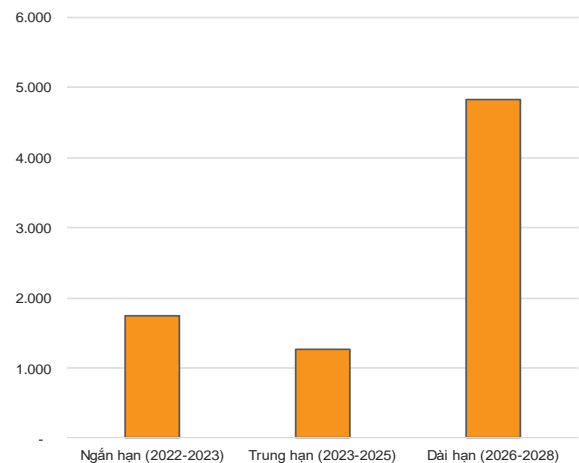
Theo ước tính của chúng tôi, trong giai đoạn nửa cuối năm 2022-2027, sẽ có 27 dự án lớn của DXG được mở bán với tổng mức đầu tư đạt 745,5 nghìn tỷ đồng, với quỹ đất ước đạt hơn 4.545 ha chủ yếu tại khu vực miền Trung và miền Nam.

Hình 15: DXG sở hữu quỹ đất lớn để phát triển các dự án... (ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: ...và dự báo sẽ đóng góp doanh thu lớn trong tương lai (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Một số dự án trọng điểm của DXG

Hình 17: DXH Parkview



- Vị trí: TP Thuận An, tỉnh Bình Dương
- Diện tích: 51.300m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 679.000m<sup>2</sup>
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 6.500 căn hộ
- Tổng vốn đầu tư: 21.728 tỷ đồng
- Thời điểm mở bán dự kiến: Q3/22

Hình 18: Opal City View



- Vị trí: TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
- Diện tích: 9.700m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 146.000m<sup>2</sup>
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 2 block A&B cao 36 tầng gồm 1 tầng hầm và 36 tầng nổi: 1.583 sản phẩm
- Tổng vốn đầu tư: 4.672 tỷ đồng
- Thời điểm mở bán dự kiến: Q2/23

Hình 19: DXH Park City



- Vị trí: TP Thuận An, tỉnh Bình Dương
- Diện tích: 95.000m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 629.000m<sup>2</sup>
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 6.500 căn hộ cao cấp bao gồm: Căn hộ 1 PN, 2 PN, 3 PN, Penhouse, Shophouse, Officetel...
- Tổng vốn đầu tư: 17.612 tỷ đồng
- Thời điểm mở bán dự kiến: Q2/23

Hình 20: Opal Central Park



- Vị trí: Lái Thiêu, TP Thuận An, tỉnh Bình Dương
- Diện tích: 11.900m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 146.000m<sup>2</sup>
- Mật độ xây dựng: 40%
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 2 block - 1.700 căn
- Tổng vốn đầu tư: 4.672 tỷ đồng
- Thời điểm mở bán dự kiến: Q1/23

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Điều chỉnh dự phóng 2022-24

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD của DXG trong giai đoạn 2022-24 như sau:

#### 2022:

- Chúng tôi điều chỉnh doanh thu năm 2022 giảm 2,5% xuống còn 11.518 tỷ đồng so với dự phóng trước đó. Nguyên nhân chính là do chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu mảng dịch vụ theo tình hình hoạt động môi giới của DXS cũng như kế hoạch lãnh đạo DXS đề ra.
- Từ mức giảm của doanh thu, chúng tôi điều chỉnh LN gộp/LN ròng năm 2022 lần lượt giảm 3,5%/3,9% so với dự phóng trước đó.

#### 2023:

- Chúng tôi không thay đổi dự phóng doanh thu mảng phát triển BĐS, duy trì mức 10.334 tỷ đồng (+65,2% svck). Chúng tôi tiếp tục điều chỉnh doanh thu mảng dịch vụ BĐS giảm 6,1% xuống 6.568 tỷ đồng dẫn tới điều chỉnh doanh thu năm 2023 giảm 2,4% so với dự phóng trước đó.
- Dẫn tới LN ròng giảm 2,6% so với dự phóng trước đó, đạt 4.423 tỷ đồng (+116,2svck)

#### 2024:

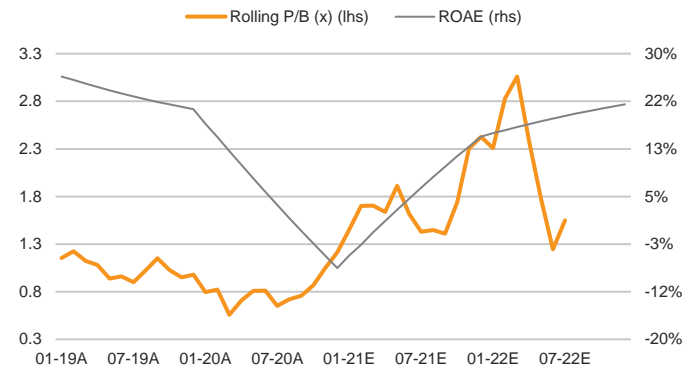
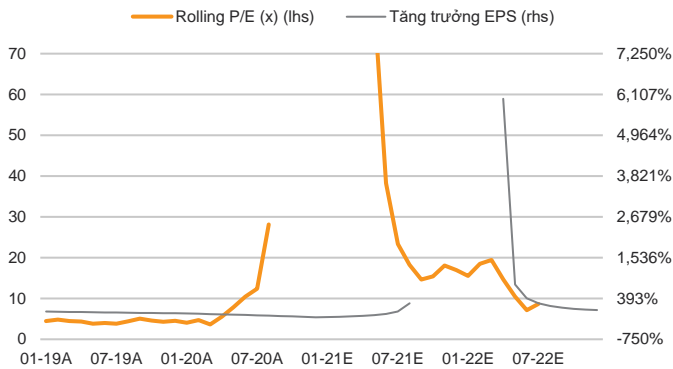
- Chúng tôi điều chỉnh doanh thu mảng phát triển BĐS tăng 18,1% lên 8.515 tỷ đồng so với dự phóng trước đó để phản ánh triển vọng tiền độ bàn giao cũng như đã tăng giá tại dự án Gem Riverside. Chúng tôi nâng doanh thu lên 18.446 tỷ đồng, tăng 4% so với dự phóng trước đó.
- Từ đó, chúng tôi điều chỉnh tăng biên LN gộp 1,6 điểm % so với dự phóng trước đó
- Chúng tôi điều chỉnh tăng LN ròng tăng 11,3% so với dự phóng trước đó.

Hình 21: Điều chỉnh dự phóng 2022-24

(Tỷ đồng)	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	11.518	17.608	18.446	11.817	18.032	17.730	-2,5%	-2,4%	4,0%
<i>Bàn giao BĐS</i>	6.257	10.334	8.515	6.257	10.334	7.208	0,0%	0,0%	18,1%
<i>Dịch vụ BĐS</i>	4.620	6.568	9.155	4.918	6.993	9.746	-6,1%	-6,1%	-6,1%
<i>Khác</i>	641	705	776	641	705	776	0,0%	0,1%	0,0%
LN gộp	6.348	10.473	14.488	6.579	10.802	13.639	-3,5%	-3,0%	6,2%
Biên LN gộp	55,1%	59,5%	78,5%	55,7%	59,9%	76,9%	-0,6 điểm %	-0,4 điểm %	1,6 điểm %
Chi phí BH&QLDN	1.951	2.982	3.124	2.001	3.054	3.003	-2,5%	-2,4%	4,0%
LN ròng từ hoạt động kinh doanh	4.397	7.491	11.364	4.578	7.748	10.636	-3,9%	-3,3%	6,8%
LNTT	3.733	7.196	10.949	3.914	7.452	10.221	-4,6%	-3,4%	7,1%
LN ròng	2.046	4.423	6.905	2.130	4.543	6.203	-3,9%	-2,6%	11,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	10,089	11,518	17,608
Giá vốn hàng bán	(4,492)	(5,170)	(7,135)
Chi phí quản lý DN	(998)	(1,041)	(1,535)
Chi phí bán hàng	(1,888)	(910)	(1,447)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>2,711</b>	<b>4,397</b>	<b>7,491</b>
EBITDA thuần	2,711	4,397	7,491
<b>Chi phí khấu hao</b>			
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2,711</b>	<b>4,397</b>	<b>7,491</b>
Thu nhập lãi	353	62	68
Chi phí tài chính	(544)	(726)	(364)
Thu nhập ròng khác	(6)	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,514</b>	<b>3,733</b>	<b>7,196</b>
Thuế	(921)	(747)	(1,439)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(438)	(941)	(1,333)
<b>LN ròng</b>	<b>1,155</b>	<b>2,046</b>	<b>4,423</b>
Thu nhập trên vốn	1,155	2,046	4,423
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>1,155</b>	<b>2,046</b>	<b>4,423</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	2,738	8,244	13,663
Đầu tư ngắn hạn	286	286	286
Các khoản phải thu ngắn hạn	10,796	11,369	13,361
Hàng tồn kho	11,238	10,534	8,807
Các tài sản ngắn hạn khác	198	213	224
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>25,256</b>	<b>30,646</b>	<b>36,341</b>
Tài sản cố định	1,089	1,096	1,103
Tổng đầu tư	870	869	869
Tài sản dài hạn khác	1,040	993	953
<b>Tổng tài sản</b>	<b>28,255</b>	<b>33,603</b>	<b>39,267</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2,963	3,414	3,755
Phải trả người bán	849	977	1,348
Nợ ngắn hạn khác	9,445	11,454	10,648
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>13,257</b>	<b>15,845</b>	<b>15,751</b>
Vay & nợ dài hạn	1,517	1,517	1,517
Các khoản phải trả khác	99	101	101
Vốn điều lệ và	5,978	5,978	5,978
LN giữ lại	2,669	4,530	8,953
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8,770</b>	<b>10,588</b>	<b>15,011</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,612	5,553	6,886
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>28,255</b>	<b>33,603</b>	<b>39,267</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,514</b>	<b>3,733</b>	<b>7,196</b>
Khấu hao	69	29	30
Thuế đã nộp	(442)	(747)	(1,439)
Các khoản điều chỉnh khác	(62)	(62)	(68)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>943</b>	<b>4,304</b>	<b>(1,484)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>3,022</b>	<b>7,259</b>	<b>4,235</b>
Đầu tư TSCĐ	(38)	(30)	(31)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	0	0
Các khoản khác	45	62	68
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>10</b>	<b>32</b>	<b>37</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1,482	(43)	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(1,460)	451	341
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(300)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(278)</b>	<b>408</b>	<b>341</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,780	2,738	8,244
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>2,754</b>	<b>7,698</b>	<b>4,613</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,534	10,436	12,857

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	11.4%	17.8%	25.1%
Vòng quay TS	0.39	0.37	0.48
ROAA	4.5%	6.6%	12.1%
Đòn bẩy tài chính	3.46	3.20	2.85
ROAE	15.5%	21.1%	34.6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	62.3	62.3	62.3
Số ngày nắm giữ HTK	913.2	743.7	450.5
Số ngày phải trả tiền bán	69.0	69.0	69.0
Vòng quay TSCĐ	9.66	10.54	16.02
ROIC	6.5%	9.7%	16.3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.9	1.9	2.3
Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.3	1.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.5	0.9
Vòng quay tiền	906.4	736.9	443.8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	249.0%	14.2%	52.9%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	242.3%	62.2%	70.4%
Tăng trưởng LN ròng		77.1%	116.2%
Tăng trưởng EPS		65.6%	116.2%

Nguồn: VND RESEARCH



**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT****Khuyến nghị cổ phiếu**

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

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

**Khuyến nghị ngành**

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

**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.

**Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích**

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

**Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích**

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

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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