

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HSX: DXG)

- DXG ghi nhận LN ròng giảm 20.0% svck trong năm 2023 do doanh thu mảng phát triển BĐS và môi giới sụt giảm mạnh.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2024-25 có thể tăng trưởng 36.2%/88.1% với động lực chính từ bàn giao các dự án Gem Sky World và Opal Skyline.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với DXG giá mục tiêu 25,100 đồng/cp.

Doanh thu và LNST lần lượt giảm 32.4% và 71.9% svck trong năm 2023

Mảng phát triển BĐS mang lại nguồn doanh thu chính cho công ty, chiếm 76% tổng doanh thu cả năm, đạt 2,819 tỷ đồng (+0.9% svck) trong khi mảng dịch vụ môi giới sụt giảm chỉ còn 602 tỷ đồng (-70.2% svck). Biên LN gộp năm 2023 đạt 45.9% (-8 điểm % svck) chủ yếu do doanh thu năm 2023 đến từ việc ghi nhận bàn giao dự án Opal Skyline – sản phẩm phân khúc tầm trung với biên lợi nhuận thấp hơn. Doanh thu tài chính đạt 409 tỷ đồng (-11.9% svck), chủ yếu đến từ lãi chuyển nhượng cổ phần tại Sài Gòn Riverview (315 tỷ đồng) trong khi chi phí tài chính đạt 593 tỷ đồng (+13.8% svck) do chi phí lãi vay tăng mạnh. Tổng hợp lại, DXG ghi nhận LN ròng cả năm 2023 đạt 172 tỷ đồng, giảm 20% svck.

LN ròng 2024-25 có thể tăng 36.2%/88.1% svck nhờ vào tiếp tục bàn giao các dự án đang có và hoạt động môi giới hồi phục

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2024-2025 ghi nhận doanh thu đạt 3,745 tỷ đồng (+0.5% svck)/4,460 tỷ đồng (+19.1% svck) và LN ròng đạt 234 tỷ đồng (+36.2% svck)/440 tỷ đồng (+88.1% svck) nhờ các yếu tố (1) Công ty sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu bàn giao từ dự án Gem Sky World và Opal Skyline (2) Hoạt động môi giới sẽ hồi phục từ mức nền thấp của năm 2023. DXH Riverside hiện đang trong quá trình xin GPXD và kỳ vọng sẽ mở bán vào cuối Q3/24, đây đã tỏ ra sức nóng ngay từ những ngày đầu giới thiệu tới công chúng, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu công ty từ 2026.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 25,100 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho DXG dựa trên các luận điểm chính: (1) Năm 2024 sẽ là sự trở lại của các dự án trọng điểm được khai thông pháp lý như Gem Sky World và DXH Riverside tại Quận 2, TP.HCM. (2) Cơ cấu tài chính có sự cải thiện nhờ vào phát hành mới và dòng tiền mở bán dự án. Rủi ro giảm giá của DXG gồm: (1) Khả năng hấp thụ của dự án Gem Sky World yếu hơn kỳ vọng do đây là phân khúc đất nền, mang tính đầu tư, ít gắn liền với nhu cầu ở thật (2) Tiến độ pháp lý của DXH Riverside không đạt như kỳ vọng (3) Thị trường BĐS nói chung yếu đi một cách bất thường.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	5,512	3,725	3,745	4,460
Lợi nhuận ròng	215	172	234	440
Tăng trưởng DTT	-45.4%	-32.4%	0.5%	19.1%
Tăng trưởng LN ròng	-81.4%	-20.0%	36.2%	88.1%
Biên lợi nhuận gộp	53.9%	45.9%	52.7%	54.3%
Biên LN ròng	3.9%	4.6%	6.3%	9.9%
ROAE	2.4%	1.9%	2.3%	4.0%
ROAA	0.9%	0.7%	0.9%	1.7%
EPS (VND/CP)	351	281	328	617
BVPS (VND/CP)	15,112	15,370	15,219	15,836

Nguồn: DXG, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

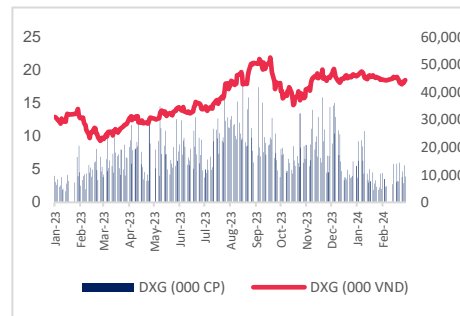
VND25,100

Tiềm năng tăng giá

26.4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	18,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	22,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9,100
Vốn hóa (tỷ VND)	13,369
P/E (TTM)	62.61
P/B	0.78
Thị suất cổ tức (%)	0.00
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	18.87

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Cơ cấu sở hữu (%)

Lương Trí Thìn	16.98
Dragon capital	9.98
CTCP Đầu tư NAV	4.56
Công ty CP Đầu tư Hải Đăng	4.04

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Minh Trí

Tri1.NguyenMinh@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn Đất Xanh

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của DXG là 25,100 đồng/cổ phiếu (sử dụng phương pháp RNAV) dựa trên các luận điểm chính:

- DXG hiện đang là một trong những doanh nghiệp phát triển bất động sản hàng đầu tại Việt Nam và có mạng lưới dịch vụ BĐS trải dài khắp cả nước. Tính đến giữa năm 2022, doanh nghiệp đang nắm giữ tổng quỹ đất lên đến 4,100 ha, thuộc vị trí hàng đầu trong ngành, trong đó 51% là các quỹ đất lớn của khu vực kinh tế lõi miền Nam như Đồng Nai, Bình Dương, Long An.
- Chúng tôi kì vọng thị trường BĐS hồi phục từ nửa cuối năm 2024 do (1) 3 dự thảo luật BĐS quan trọng (Nhà ở, Đất đai, Kinh doanh Bất động sản) đã được thông qua cùng với các thông tư, nghị định góp phần tháo gỡ những vướng mắc cho các doanh nghiệp, (2) các chính sách tín dụng dần được nới rộng, lãi suất cho vay giảm. Tuy vậy, dự kiến nguồn cung trong năm 2024-2025 vẫn bị thắt chặt do quỹ đất chưa kịp tạo lập để nhà đầu tư tham gia đấu giá quyền sử dụng đất, đấu thầu dự án có sử dụng đất. Do đó, chúng tôi kì vọng doanh nghiệp hiện đang có dự án có tiềm năng mở bán như DXG có thể hưởng lợi trong giai đoạn này. Chúng tôi kỳ vọng năm 2024 sẽ là sự trở lại của các dự án trọng điểm được khai thông pháp lý như Gem Sky World và DXH Riverside tại Quận 2.
- Doanh nghiệp đang đứng tại thời điểm xuất hiện sự phục hồi trong kết quả kinh doanh, LN ròng trong năm 2024 -2025 theo dự phóng của chúng tôi có thể đạt 234 tỷ đồng (+36.2% svck)/440 tỷ đồng (+88.1% svck) nhờ vào tiếp tục bàn giao các dự án sẵn có, sự hồi phục của hoạt động môi giới và một phần nhờ vào mức nền thấp.
- Cơ cấu tài chính có sự cải thiện nhờ vào phát hành mới và dòng tiền mở bán dự án: Chúng tôi kỳ vọng vào sự cải thiện sức khỏe tài chính của công ty nhờ vào đợt phát hành gần đây và dòng tiền thu được từ các dự án sắp tới.

Rủi ro đầu tư

- Khả năng hấp thụ của dự án Gem Sky World yếu hơn kỳ vọng do đây là phân khúc đất nền, mang tính đầu tư, ít gắn liền với nhu cầu ở thật.
- Tiến độ pháp lý của DXH Riverside không đạt như kỳ vọng.
- Thị trường BĐS nói chung yếu đi một cách bất thường.

Định giá

Hình 2: Giá định WACC

Giá định WACC	
Beta	1.3
Chi phí nợ vay	11.0%
Chi phí VCSH	14.7%
Tỷ trọng nợ vay	27.4%
Tỷ trọng VCSH	72.6%
WACC	13.1%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Tóm tắt định giá

Định giá theo RNAV	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp	Chú thích
Phát triển BĐS	19,844		RNAV	
DXH Riverside	6,523	100.0%	Chiết khấu dòng tiền	- Dự án đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng, kế hoạch sẽ mở bán vào cuối Q3/24. - Dự kiến 4 trên 12 block còn lại của dự án sẽ được mở bán trở lại vào cuối Q3/24.
Gem Skyworld	6,357	100.0%	Chiết khấu dòng tiền	- Dự kiến sẽ mở bán trở lại Phân khu Topaz Town vào nửa cuối năm 2024. - Các phân khu The Emerald Park, Aquamarine Park, Opal Park sẽ được mở bán trở lại từ năm 2025-27.
Gem Premium	1,294	75.0%	Chiết khấu dòng tiền	
Opal Skyline	372	100.0%	BV	
Gem City (Opal City)	501	100.0%	BV	
Opal Cityview	196	100.0%	BV	
Lux Star	162	100.0%	BV	
DXH Parkcity	978	100.0%	BV	
Khác	3,461	100.0%	BV	
Dịch vụ môi giới	4,368	56.0%	Chiết khấu dòng tiền	- Áp dụng mô hình DCF 5 năm để định giá giá trị EV mảng dịch vụ môi giới (DXS) và chiết khấu 10% để phản ánh sự thận trọng trong sự hồi phục chung của thị trường bất động sản.
Cộng:				
Tiền và khoản tương đương tiền	276			
Đầu tư ngắn hạn	97			
Khoản phải thu ngắn hạn	10,285			- Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% với các khoản phải thu ngắn hạn
Tài sản ngắn hạn khác	294			
Tài sản dài hạn	394			
Trừ:				
Nợ vay	5,289			
Nợ phải trả khác	7,562			
Lợi ích CĐTS	4,783			
RNAV	18,073			
SLCP đang lưu hành (triệu)	713			
Giá mục tiêu (đồng/cp)	25,100			

Nguồn: MBS Research

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa Triệu USD	P/E (x)		P/B (x)		D/E		ROE (%)	
						TTM	24	TTM	24	TTM	24	TTM	24
Doanh nghiệp phát triển BĐS													
CTCP Tập đoàn ĐT Địa ốc NoVa	NVL VN Equity	17,850	NA	KKN	1,408.7	39.1	36.6	1.8	1.8	1.2	NA	1.8	NA
CTCP PT BĐS Phát Đạt	PDR VN Equity	32,000	NA	KKN	958.6	32.2	27.8	2.5	2.2	0.3	NA	7.7	NA
CTCP ĐT và KD Nhà Khang Điền	KDH VN Equity	38,600	35,100	Khả quan	1,240.3	22.5	16.5	1.5	1.3	0.4	0.4	8.7	9.3
CTCP ĐT Nam Long	NLG VN Equity	44,300	43,300	Khả quan	686.3	20.9	17.8	1.4	1.2	0.5	0.3	5.3	5.4
Tổng Cty CP ĐT PT XD	DIG VN Equity	31,950	NA	KKN	791.2	157.1	114	2.6	NA	0.4	NA	2.2	NA
Trung bình						54.4	42.5	2.0	1.6	0.6	0.4	5.1	7.4
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN Equity	19,850	25,100	Khả quan	578.8	77.0	74.9	1.4	1.3	0.4	0.5	1.6	1.6

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tóm tắt kết quả kinh doanh 2023

Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 73.8% svck

Hình 5: So sánh KQKD năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2022	2023	% svck	Nhận xét
Doanh thu	5,556	3,725	-33.0%	
- Doanh thu từ bán căn hộ, nhà phố và đất nền	2,793	2,819	1.0%	- Doanh thu BĐS chủ yếu đến từ việc bàn giao dự án Opal Skyline. Tính tới cuối năm 2023, DXG đã bàn giao tổng cộng 750 căn với giá bán trung bình khoảng 30 triệu/m ² . Doanh thu ghi nhận từ dự án Opal Skyline trong năm 2023 vào khoảng 1,785 tỷ đồng. - Đối với dự án Gem Sky World, DXG ghi nhận doanh thu khoảng 1,000 tỷ tương ứng với khoảng 400 sản phẩm, giá bán trung bình 25 triệu VNĐ/m ² .
- Doanh thu dịch vụ BĐS	2,018	602	-70.2%	- Sự thiếu hụt dự án trên thị trường do các vấn đề pháp lý.
- Doanh thu từ xây dựng	490	95	-80.6%	- Sự thiếu hụt dự án trên thị trường do các vấn đề pháp lý.
- Doanh thu khác	255	209	-18.1%	
Các khoản giảm trừ doanh thu	-	-	0.0%	
Biên lợi nhuận gộp	54.3%	46.0%		
- Biên lợi nhuận gộp bán căn hộ, nhà phố và đất nền	50.1%	44.5%		- Biên LN gộp giảm chủ yếu do thay đổi cơ cấu sản phẩm bàn giao khi hoạt động bàn giao chủ yếu là căn hộ ở dự án Opal Skyline – với biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với nhà phố thương mại.
- Biên lợi nhuận gộp dịch vụ BĐS	74.0%	67.8%		
- Biên lợi nhuận gộp xây dựng	10.4%	16.5%		
- Biên lợi nhuận gộp khác	27.8%	15.9%		
Lợi nhuận gộp	2,970	1,710	-42.4%	
Chi phí bán hàng	1,057	586	-44.6%	- Hoạt động bán hàng chậm lại đáng kể do thị trường chung.
% Chi phí bán hàng	19.0%	15.7%		
Chi phí quản trị	1,083	391	-63.9%	- Nỗ lực tiết giảm chi phí, tái cấu trúc doanh nghiệp và cắt giảm số lượng nhân viên (2,468 người cuối năm 2023 so với 3,773 người vào cuối năm 2022).
% Chi phí quản trị	19.5%	10.5%		
Lợi nhuận hoạt động	830	734	-11.6%	
Thu nhập tài chính	464	409	-11.9%	- Chủ yếu đến từ tiền lãi thanh lý cổ phần tại Sài Gòn Riverview (315 tỷ đồng), phần còn lại là lãi tiền gửi.
Chi phí tài chính	521	593	13.8%	- Trong đó tiền lãi vay là 537 tỷ đồng (+16.1% svck).
LNTT	768	453	-41.0%	
Thuế TNDN	234	303	29.4%	
LNST	534	150	-71.8%	
% Biên lợi nhuận sau thuế	10%	4%		
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	319	-22	-106.8%	
Lợi nhuận ròng	215	172	-20.0%	- Sự sụt giảm mạnh của hoạt động phát triển và môi giới BĐS.

Nguồn: DXG, MBS Research

Dự án Gem Sky World và DXH Riverside sẽ là động lực tăng trưởng mảng phát triển BĐS giai đoạn 2024 - 2025

Gem Sky World – Dự án trọng điểm hưởng lợi nhờ vương quốc mắc pháp lý được tháo gỡ

Hình 6: Thông tin dự án Gem Skyworld



Gem Skyworld

- Vị trí: Huyện Long Thành, Đồng Nai
- Diện tích: 92 ha
- Loại hình: Đất nền và shophouse
- Quy mô: 2,700 đất nền và 1,300 shophouse
- Tổng vốn đầu tư: 9,700 tỷ đồng
- Tình trạng: Hiện tại mới được phê duyệt đủ điều kiện bán 2,300 đất nền của GD 2 và 3. Đã bán thành công 60% số sản phẩm.
- GD 1: 100 shophouse và 700 đất nền. Đã bàn giao.
- GD 2: 100 shophouse và 1,000 đất nền. Đang bàn giao kể từ Q1/23.
- GD 3: Dự kiến 1,100 shophouse và 1,200 đất nền. Dự kiến triển khai sau 2024.
- Tiến độ ghi nhận doanh thu: 10% trong 2024, khoảng 400 đơn vị sản phẩm trong GD 2.

Nguồn: DXG, MBS Research

Dự án được mở bán lần đầu vào T7/20. Vào T10/23, Sở Tài nguyên và Môi trường tỉnh Đồng Nai thông báo 2,305 thửa đất tại dự án đã đủ điều kiện chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho khách hàng. Tập đoàn Đất Xanh đang tích cực hoàn thiện cơ sở hạ tầng và tiện ích nội khu như 2 trường mầm non, trạm y tế và trung tâm thương mại. Nhiều khả năng các tiện ích này sẽ được hoàn thành vào nửa đầu 2024, đồng nghĩa với việc dự án sẽ được mở bán trở lại vào nửa cuối năm 2024. Phân khu Topaz Town bao gồm 355 lô đất nền sẽ được mở bán trở lại vào năm 2024 và các phân khu khác gồm Emerald Park, Aquamarine Park, Opal Park sẽ được mở bán vào giai đoạn 2025 - 2027. Chúng tôi cho rằng khả năng hấp thụ của dự án trong ngắn hạn vẫn sẽ chưa được cải thiện nhiều khi sản phẩm của dự án gắn liền với phân khúc đầu tư hơn là nhu cầu ở thực. Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán dự án năm 2024-25 có thể đạt 1,542/4,192 tỷ đồng (chiếm 47.9%/62.8% tổng giá trị ký bán trong kỳ). Doanh thu ghi nhận từ Gem Sky World có thể đạt 2,209/2,210 tỷ đồng giai trong 2024-25.

Dự án DXH Riverside – Sự trở lại được chờ đón giai đoạn 2024 – 2025

Hình 7: Thông tin dự án Gem Riverside



Gem Riverside

- Vị trí: An Phú, Quận 2, TP. HCM
- Diện tích: 67.100m²; Diện tích sàn: 381,000 m²
- 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: 5,200 tỷ đồng
- Tình trạng: Đang trong quá trình xin GPXD, dự kiến mở bán cuối Q3/24.
- Tiến độ ghi nhận doanh thu: 16% trong 2026, 32% trong 2027, 52% vào 2028

Nguồn: DXG, MBS Research

Dự án DXH Riverside có quy mô 6.7 ha tại Thành phố Thủ Đức, TP. Hồ Chí Minh, DXG đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục xin cấp giấy phép xây dựng và kỳ vọng sẽ mở bán vào nửa cuối năm nay. Dự án này sẽ đóng vai trò quan

trọng đối với doanh thu của công ty trong giai đoạn 2024 – 2026. Dự án hiện có thiết kế 12 block nhà cao tầng từ 32-34 tầng với tổng cộng hơn 3,100 căn hộ phân khúc cao cấp. Chúng tôi kỳ vọng dự án dự kiến sẽ mở bán vào năm 2024-2026, với mức giá bán kỳ vọng khoảng 90 triệu đồng/m². Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán dự án năm 2024-25 có thể đạt 1,680/2,485 tỷ đồng (chiếm 52.1%/37.2% tổng giá trị ký bán trong kỳ). Dự án có thể bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ 2026.

DXH Parkview và DXH Park City là những dự án tiềm năng trung hạn

Hình 8: Thông tin dự án DXH Parkview



DXH Parkview

- Vị trí: TP Thuận An, Bình Dương
- Diện tích: 51,300m²; Diện tích sàn: 679,000m²
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 6,500 căn hộ
- Tổng vốn đầu tư: 8,500 tỷ đồng
- Tình trạng: Đang thực hiện điều chỉnh 1/500 dự kiến hoàn thiện vào sau 2025 và có thể mở bán vào 2026

Nguồn: DXG, MBS Research

Hình 9: Thông tin dự án DXH Parkcity



DXH Parkcity

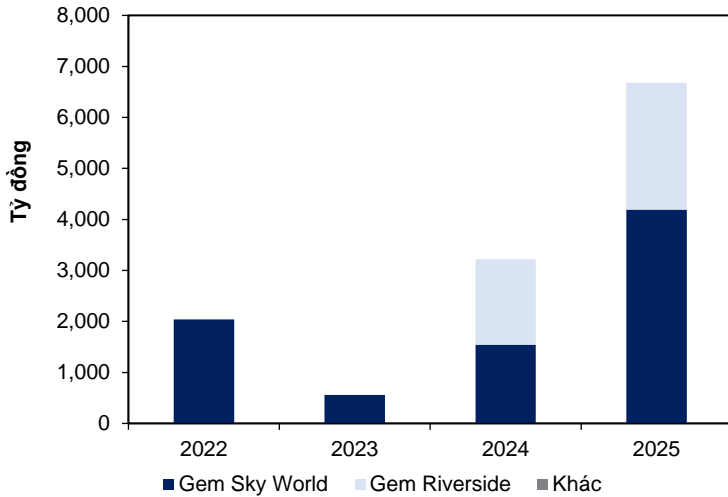
- Vị trí: TP Thuận An, Bình Dương
- Diện tích: 95,000m²; Diện tích sàn: 629,000m²
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 6,500 căn hộ cao cấp bao gồm: Căn hộ 1 PN, 2 PN, 3 PN, Penthouse, Shophouse, Officetel...
- Tổng vốn đầu tư: 17,612 tỷ đồng
- Tình trạng: Chưa có quy hoạch 1/500, dự kiến hoàn thiện vào sau 2026 và có thể mở bán vào 2027

Nguồn: DXG, MBS Research

Với quỹ đất trong khu vực nội đô ngày càng chật chội, để đảm bảo cho các mục tiêu phát triển dài hạn, DXG đã tích cực phát triển ra các đô thị vệ tinh để đảm bảo nguồn cung dự án. Trong giai đoạn 2021-2022, DXG đã mua lại thành công đất cho hai dự án khu dân cư mới là DXH Park View và DXH Park City. Cả 2 dự án đều có mức dự toán đầu tư lớn (DXH Park View: 8,500 tỷ đồng và DXH Parkcity: 17,612 tỷ đồng). Tổng diện tích của cả 2 dự án khoảng 14.6 ha và dự kiến cung cấp ra thị trường khoảng 13,000 căn hộ, hiện tại dự án đang trong giai đoạn phát triển ban đầu, chưa hoàn thiện quy hoạch 1/500, xác định tiền sử dụng đất.

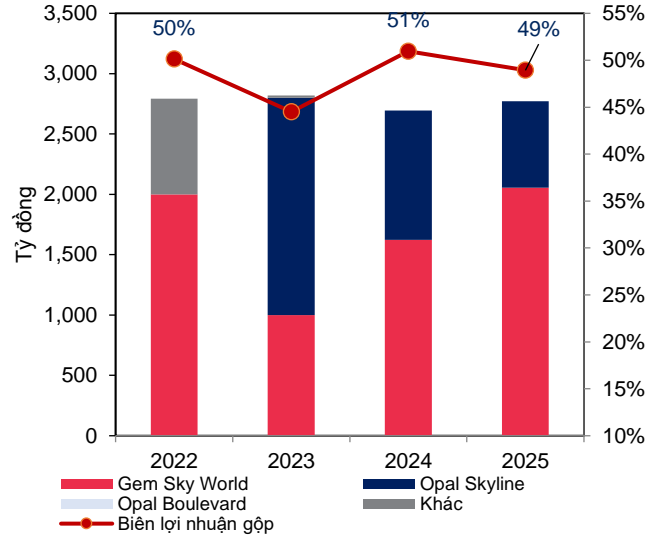
Theo tiến độ, hai dự án có thể được hoàn thành vào cuối 2026 và có thể mở bán vào năm 2027. Tuy nhiên, do tình trạng dự án vẫn còn rất mới và vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý nên theo quan điểm thận trọng, chúng tôi giữ nguyên giá trị sổ sách các dự án này trong mô hình định giá.

Hình 10: Dự phóng giá trị ký bán của DXG 2024-2025



Nguồn: DXG, MBS Research

Hình 11: Dự phóng doanh thu mảng bất động sản DXG 2024 - 2025



Nguồn: DXG, MBS Research

Hình 12: Kế hoạch phát triển dự án của DXG

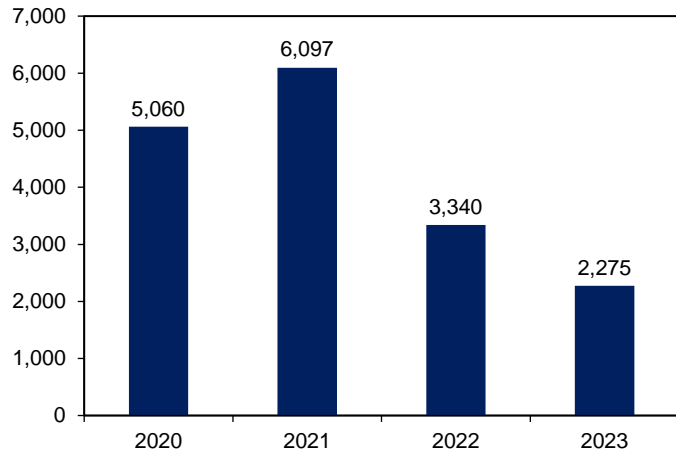
Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu của DXG	Quy mô (ha)	Số sản phẩm	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Sau 2028
DXH Riverside	Quận 2, TP.HCM	Căn hộ	100%	6.7	3,200							
Gem Skyworld	Long Thành, Đồng Nai	Tổ hợp dự án	100%	92.2	4,026							
Gem Premium	Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ	75%	15.0	2,600							
Opal Skyline	Thủ Dầu Một, Bình Dương	Căn hộ	100%	1.0	1,530							
Gem City	Quận 9, TP.HCM	Căn hộ	100%	6.1	2,000							
Opal Cityview	Thủ Dầu Một, Bình Dương	Căn hộ	100%	1.0	1,583							
DXH Park City	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	100%	5.1	6,500							
DXH Park View	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	100%	9.5	6,500							

Nguồn: DXG, MBS Research

Hoạt động môi giới đã có những tín hiệu hồi phục

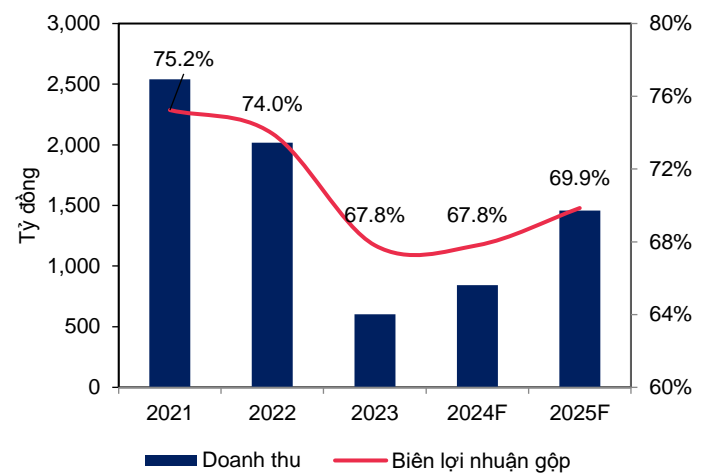
Theo Báo cáo triển vọng thị trường BĐS năm 2024 của CBRE, trong nửa cuối 2023 thị trường bất động sản dân dụng đã chứng kiến sự hồi phục trong số lượng giao dịch căn hộ mới bán ra, lần lượt đạt 4,930 sản phẩm (+101% so với nửa đầu năm 2023) và 3,363 sản phẩm (+63% so với nửa đầu năm 2023). DXG đang có kế hoạch tăng gấp đôi đội ngũ bán hàng của công ty từ khoảng 2,000 nhân sự vào cuối năm 2023 lên khoảng 4,000 nhân sự vào cuối quý 2/2024 nhằm đón đầu sự phục hồi của thị trường BĐS. Khác với mảng phát triển bất động sản với các dự án cụ thể đi kèm những câu chuyện pháp lý riêng biệt như chúng tôi đã đề cập phía trên thì mảng môi giới lại phụ thuộc khá nhiều vào tình hình sức khỏe của thị trường BĐS nói chung –theo quan điểm của chúng tôi phải bắt đầu đến năm 2025 mới thật sự thấy được sự hồi phục. Khối lượng giao dịch sẽ hồi phục một cách khiêm tốn và chủ yếu tập trung vào các phân khúc giá cả phải chăng, gắn liền với nhu cầu ở thực tại các thành phố lớn và có thể cần thời gian lâu hơn đối với các khu vực khác. Nhờ sự phục hồi của thị trường, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng môi giới 2024-25 có thể đạt 842/1,458 tỷ đồng, tăng 40.0%/73.1% svck. Biên lợi nhuận gộp có thể tăng lên 67.8%/69.9% trong 2024-25.

Hình 13: Nhân sự DXS qua các năm



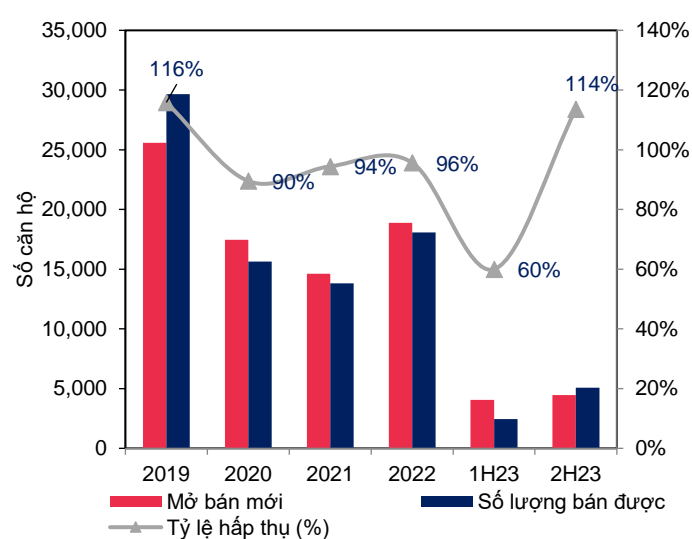
Nguồn: DXG, MBS Research

Hình 14: Dự phóng doanh thu, biên lợi nhuận gộp mảng môi giới



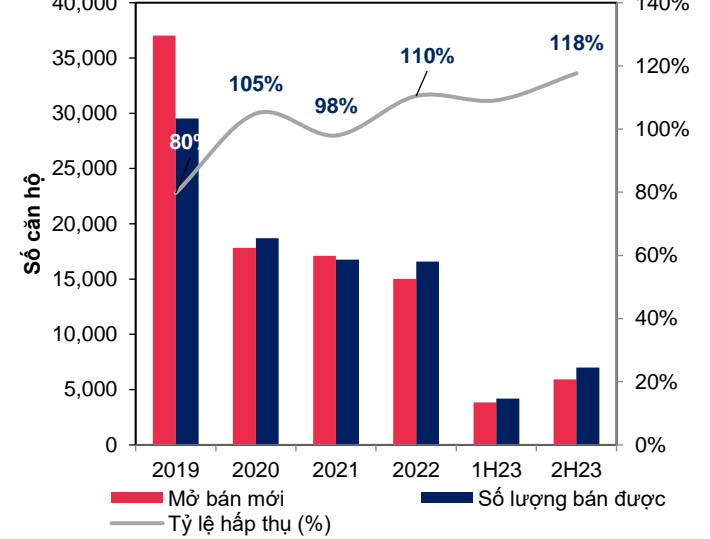
Nguồn: DXG, MBS Research

Hình 15: Thị trường BĐS dân dụng HCM, 2019 - 2023



Nguồn: CBRE, MBS Research

Hình 16: Thị trường BĐS dân dụng HN, 2019 - 2023



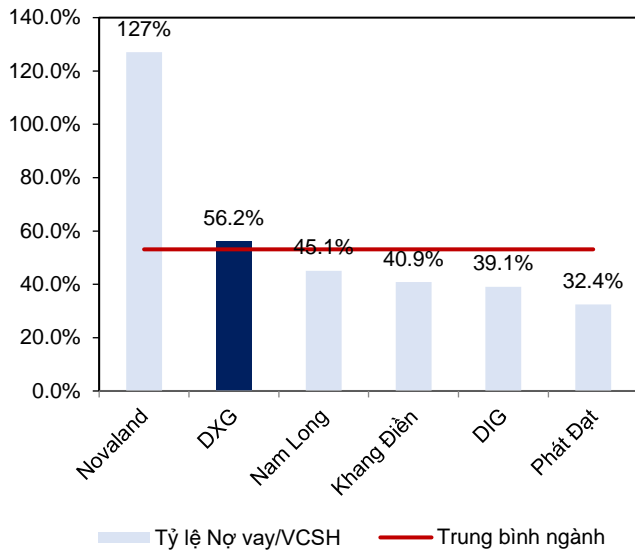
Nguồn: CBRE, MBS Research

Sức khỏe tài chính được kỳ vọng dần cải thiện

Tính đến thời điểm cuối năm 2023, cơ cấu tài chính của DXG cho thấy tín hiệu cải thiện. Dòng tiền kinh doanh (OCF) đã liên tục âm trong nhiều năm (ngoại trừ năm 2021), chủ yếu do đầu tư nhiều vào phát triển các dự án với tốc độ khá nhanh trong quá khứ. Các dự án này gặp nhiều vấn đề về pháp lý, dẫn đến không thể khai thông được dòng tiền. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu đã có sự cải thiện khi đã giảm từ 62.9% về còn 56.2% vào cuối năm 2023, gần như tương đương so với mức trung bình ngành là 53.1%.

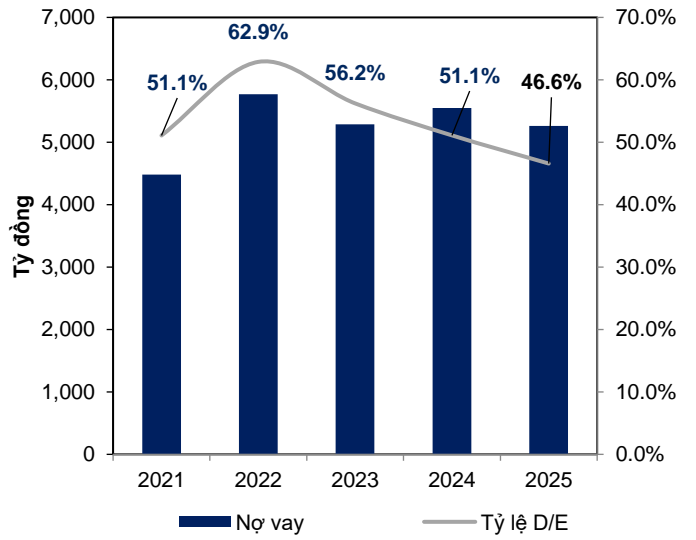
Công ty vừa thực hiện phát hành thành công cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 6:1, tổng số cổ phần bán được trong đợt phân phối này là 101,671,919 cổ phần với giá 12,000 đồng, nâng tổng vốn điều lệ lên hơn 7,000 tỷ đồng và thu ròng về 1,219 tỷ đồng. Điều này sẽ giúp cơ cấu tài chính của DXG sẽ được cải thiện trong thời gian sắp tới với tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm về mức 50.5%/45.8% giai đoạn 2024-2025.

Hình 17: Tỷ lệ D/E của DXG so với trung bình ngành



Nguồn: DXG, MBS Research

Hình 18: Dự phóng cơ cấu vốn DXG



Nguồn: DXG, MBS Research

Dự phóng KQKD 2024 – 2025

Hình 17: Tóm tắt dự báo KQKD 2024/2025 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	% svck	2025F	%svck	Nhận xét
Doanh thu	3,725	3,745	0.5%	4,460	19.1%	
- Doanh thu từ bán căn hộ, nhà phố và đất nền	2,819	2,694	-4.5%	2,772	2.9%	Dự án Opal Skyline năm 2024 có thể đạt 1,071 tỷ VNĐ, tương ứng với khoảng 460 căn hộ (30% tổng số căn). Doanh thu dự phóng từ dự án Gem Sky World năm 2024 có thể đạt 1,623 tỷ VNĐ, tương ứng bàn giao khoảng 400 đơn vị sản phẩm.
- Doanh thu dịch vụ BĐS	602	842	40.0%	1,458	73.1%	Hồi phục từ mức nền thấp năm 2023
- Doanh thu từ xây dựng	95	-	-100.0%	-	0.0%	
- Doanh thu khác	209	209	0.0%	230	10.0%	
Các khoản giảm trừ doanh thu	-	-	0.0%	-	0.0%	
Biên lợi nhuận gộp	46.0%	52.7%		54.3%		Hồi phục đáng kể nhờ vào đóng góp của cơ cấu sản phẩm bàn giao và hoạt động môi giới
- Biên lợi nhuận gộp bán căn hộ, nhà phố và đất nền	44.5%	51.0%		48.9%		
- Biên lợi nhuận gộp dịch vụ BĐS	67.8%	67.8%		69.9%		
- Biên lợi nhuận gộp xây dựng	16.5%	N/A		N/A		
- Biên lợi nhuận gộp khác	15.9%	15.0%		19.6%		
Lợi nhuận gộp	1,710	1,975	15.5%	2,420	22.5%	
Chi phí bán hàng	586	747	27.5%	878	17.6%	Chi phí tăng cao khi khởi động lại các hoạt động bán hàng
% Chi phí bán hàng	15.7%	19.9%		19.7%		
Chi phí quản trị	391	516	32.0%	563	9.1%	
% Chi phí quản trị	10.5%	13.8%		12.6%		
Lợi nhuận hoạt động	734	712	-2.9%	712	0.0%	
Thu nhập tài chính	409	320	-21.7%	432	35%	Các hoạt động chuyển nhượng công ty kỳ vọng giảm xuống
Chi phí tài chính	593	519	-12.6%	541	4%	Chi phí tài chính nhìn chung sẽ giảm do kỳ vọng đôn bẫy tài chính và lãi suất sẽ giảm
LNTT	453	390	-13.8%	734	88%	
Thuế TNDN	303	78	-74.2%	147	88%	
LNST	150	312	107.9%	587	88%	
% Biên lợi nhuận sau thuế	4%	8%		13.2%		
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-22	78		147	88.1%	
Lợi nhuận ròng	172	234	36.2%	440	88.1%	Tăng trưởng nhờ vào nguồn cung tại một số dự án được tháo gỡ pháp lý và hoạt động môi giới với biên lợi nhuận cao sẽ hồi phục từ mức nền thấp năm ngoái

Nguồn: DXG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Lưu chuyển tiền tệ	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	5,512	3,725	3,745	4,460	LN trước thuế	768	453	390	734
Giá vốn hàng bán	(2,542)	(2,014)	(1,769)	(2,040)	Khấu hao	86	82	33	33
Lợi nhuận gộp	2,970	1,710	1,975	2,420	Thuế đã nộp	(485)	(184)	(78)	(147)
Chi phí quản lý DN	(1,083)	(391)	(516)	(563)	Điều chỉnh khác	(208)	(281)	(197)	(296)
Chi phí bán hàng	(1,057)	(586)	(747)	(878)	Thay đổi VLĐ	(4,065)	(921)	(958)	(996)
LN từ HĐKD	830	734	712	978	LCTT từ HĐKD	(3,904)	(850)	(810)	(672)
Thu nhập lãi	464	409	320	432	Đầu tư TSCĐ	(148)	(129)	(24)	(25)
Chi phí tài chính	(521)	(593)	(519)	(541)	Thu từ nhượng bán TSCĐ	6	20	-	-
Thu nhập ròng khác	72	108	-	-	LCTT từ đầu tư	237	268	163	261
TN từ các Cty LK & LD	2	(112)	(124)	(136)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	417	29	1,220	-
LN trước thuế	768	453	390	734	Tiền vay ròng nhận được	1,769	(14)	259	(285)
Thuế TNDN	(234)	(303)	(78)	(147)	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	(0)	-	-
Lợi nhuận sau thuế	534	150	312	587	Cổ tức cho CSH	(338)	(76)	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	319	(22)	78	147	LCTT từ hoạt động TC	1,848	(61)	1,479	(285)
Lợi nhuận ròng	215	172	234	440	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,738	919	276	1,105
					LC tiền thuần trong năm	(1,819)	(643)	833	(696)
					Tiền & tương đương tiền cuối kì	919	276	1,109	409
Bảng cân đối kế toán	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Các chỉ số cơ bản	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tiền và tương đương tiền	919	276	1,105	409	Tăng trưởng DTT	-45.4%	-32.4%	0.5%	19.1%
Đầu tư ngắn hạn	181	97	107	118	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-69.4%	-11.6%	-2.9%	37.4%
Phải thu khách hàng	12,169	11,428	13,049	14,184	Tăng trưởng EBT	-69.5%	-41.0%	-13.8%	88.1%
Hàng tồn kho	14,238	14,139	13,746	14,343	Tăng trưởng LN ròng	-66.5%	-71.8%	107.9%	88.1%
Tài sản ngắn hạn khác	293	294	303	314	Biên LN gộp	53.9%	45.9%	52.7%	54.3%
Tổng tài sản ngắn hạn	27,800	26,234	28,310	29,368	Biên LN ròng	9.7%	4.0%	8.3%	13.2%
Phải thu dài hạn	147	149	149	149	ROAE	5.9%	1.6%	3.1%	5.3%
Tài sản cố định	394	372	376	380	ROAA	1.8%	0.5%	1.0%	1.9%
Xây dựng cơ bản dở dang	711	723	723	723	Vòng quay tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
BĐS đầu tư	132	110	98	85	Tổng nợ vay/VCSH	62.9%	56.2%	51.1%	46.6%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Nợ vay ròng/VCSH	52.9%	53.3%	40.9%	43.0%
Đầu tư vào công ty LD,LK	481	369	369	369	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	15.8%	17.4%	14.4%	15.2%
Đầu tư dài hạn khác	934	693	656	626	Số ngày phải thu	117.6	155.1	143.1	137.6
Lợi thế thương mại	171	145	145	145	Số ngày tồn kho	1,829	2,571	2,876	2,513
Tổng tài sản dài hạn	2,971	2,561	2,515	2,477	Số ngày phải trả tiền bán	143.5	173.6	148.6	129.8
Tổng tài sản	30,771	28,795	30,825	31,845	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.2	2.3	2.3	2.2
					Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.0	1.2	1.1
					Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.0	0.1	0.0
Vay & nợ ngắn hạn	2,023	2,591	2,850	3,135					
Phải trả người bán	1,149	767	674	777					
Phải trả ngắn hạn khác	9,598	8,270	8,606	9,220					
Tổng nợ ngắn hạn	12,771	11,628	12,129	13,132					
Vay & nợ dài hạn	3,748	2,699	2,699	2,129					
Các khoản phải trả khác	232	278	278	278					
Tổng Nợ dài hạn	3,981	2,976	2,976	2,407					
Tổng nợ	16,751	14,604	15,106	15,539					
Vốn điều lệ	6,118	6,118	7,135	7,135					
Thặng dư vốn cổ phần	80	80	284	284					
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)					
LN giữ lại	2,242	1,741	1,970	2,411					
Các quỹ thuộc VCSH	741	1,471	1,471	1,471					
Vốn chủ sở hữu	9,179	9,408	10,858	11,298					
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,841	4,783	4,861	5,008					
Tổng vốn chủ sở hữu	9,179	9,408	10,858	11,298					
Tổng nợ và VCSH	30,771	28,795	30,825	31,845					

Nguồn: DXG, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Đỗ Lan Phương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Nguyễn Minh Trí

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền