

## THEO DÕI

Giá mục tiêu: **22.500 VND (▲9%)**

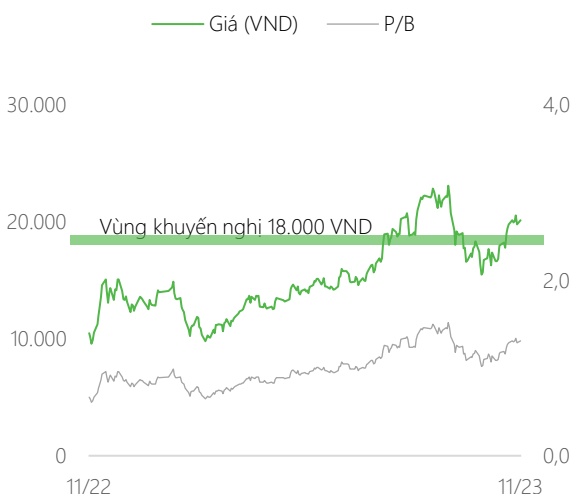
Cập nhật: 21/11/2023

## TRIỂN VỌNG 2023

**Tích cực:** Doanh thu hồi phục trở lại vào cuối năm.

**Tiêu cực:** Áp lực nợ vay đè nặng vào năm sau.

**Khuyến nghị:** DXG được kì vọng sẽ có tăng trưởng dương trong quý 4, chính vì vậy mức độ hấp dẫn của cổ phiếu sẽ được hỗ trợ trong thời gian cuối năm. Mức giá an toàn để tham gia là quanh 18.000 VND.



## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Bất động sản
Giá hiện tại (VND/cp)	20.250
Vốn hóa (Tỷ VND)	12.079
Số lượng CPLH (triệu cp)	610
EPS 4 quý gần nhất	-456
P/B	1,31
Cao nhất 52 tuần	23.100
Thấp nhất 52 tuần	9.600

# DXG

CTCP Tập đoàn Đất Xanh

# DSC

## TỔNG QUAN

DXG có mảng kinh doanh truyền thống là môi giới sơ cấp bất động sản với quy mô về đại lý và nhân sự lớn hàng đầu cả nước. Tận dụng những lợi thế từ kinh nghiệm khi tham gia đầu tư, phát triển các dự án cùng khách hàng, DXG đã lấn sân sang trực tiếp phát triển các dự án của riêng mình và đạt được chỗ đứng nhất định tại thị trường phía Nam.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Bức tranh kinh doanh đang dần tươi sáng hơn

Giai đoạn bàn giao của Opal Skyline (đã bán hết 100%) bắt đầu vào tháng 9 đã và sẽ là động lực chính của doanh thu và lợi nhuận cho cả năm nay (đúng theo dự tính của chúng tôi), từ đó giúp kết quả kinh doanh có thể **thoát khỏi tăng trưởng âm trong 3 tháng cuối năm**.

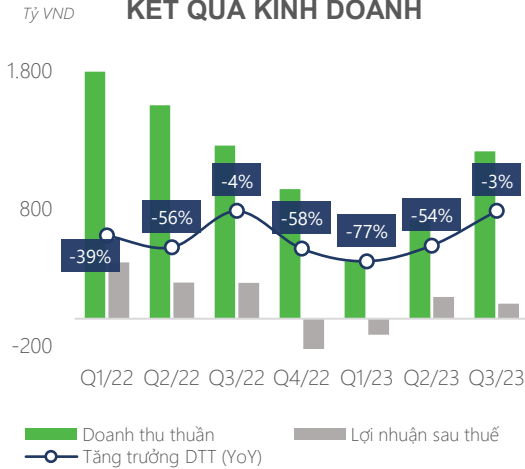
### Các dự án mới trong kế hoạch có thể mang tới bùng nổ nhưng vẫn chỉ dừng ở mức kì vọng

Hoạt động thu tóm và mở rộng quỹ đất của DXG diễn ra khá tích cực vào năm qua. Đặc biệt, tại Bình Dương, công ty đã có thêm 3 khu đất tương ứng 3 dự án Park View (5 ha), Park City (10 ha) và Opal Luxury (8,6 ha). Ngoài ra, dự án DXH Riverside cũng có thể mang tới nguồn thu khủng khi được định vị là dự án cao cấp nhất của DXG. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy **những dự án kể trên vẫn chưa có những tiến triển đáng kể và chưa thể mở bán trong năm nay**.

### Mảng môi giới tái cơ cấu mạnh mẽ chờ thị trường sôi động trở lại

So với mảng bán dự án, mảng môi giới có độ nhạy hơn nhiều với tâm lý thị trường. Việc bó hẹp về cả cung lẫn cầu trên thị trường thời gian qua đã giáng một đòn mạnh lên hoạt động này. Trong bối cảnh thị trường cần thêm thời gian để sôi động trở lại, chúng tôi nhận định hoạt động này sẽ được điều chỉnh khá mạnh, trong đó, nguồn thu từ mảng môi giới sẽ ở mức cực thấp kéo dài đến khoảng giữa 2024.

## KẾT QUẢ KINH DOANH



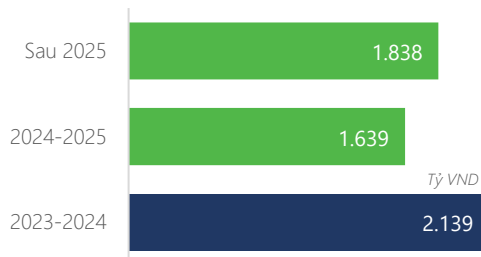
## KẾT QUẢ KINH DOANH

## "Sức sống mới" từ Opal Skyline

Sau thời gian bết bát trong nửa đầu năm, quý 3/2023, kết quả kinh doanh đã gần như trở lại được mức bình thường. Cụ thể, doanh thu đạt 1.214 tỷ (-3% YoY), trong đó hơn 80%, khoảng 1.012 tỷ (+46% YoY) đến từ bàn giao các dự án bất động sản là Opal Skyline và phần nhỏ còn lại của Gem Sky World. Mặc dù vậy, vì biên lợi nhuận bó hẹp do mảng môi giới gặp bất lợi, đồng thời không có hiệu ứng từ doanh thu tài chính đột biến nên lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 110 tỷ (-30% QoQ, -58% YoY).

Lũy kế 9 tháng tổng doanh thu đạt 2.306 tỷ (-50% YoY), lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ đạt 129 tỷ (-77% YoY), hoàn thành lần lượt 42% và 82% kế hoạch năm.

## CƠ CẤU NỢ VAY ĐÁO HẠN

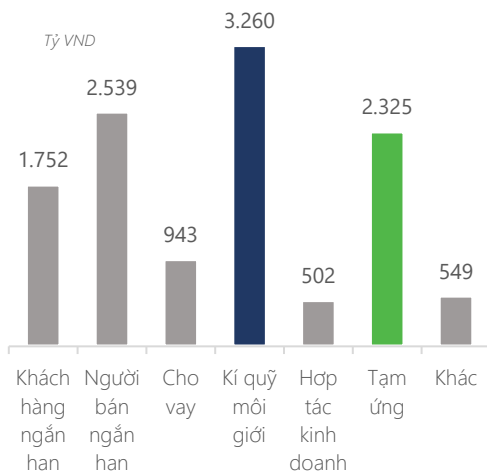


## Áp lực thanh khoản dời sang 2024

Trong báo cáo gần đây nhất (Q1/2023), chúng tôi nhận định 2023 sẽ là trọng điểm đáo hạn các khoản nợ vay của DXG. Mặc dù vậy, nhờ nghị định 08, kì hạn của những khoản nợ trên hầu hết đã được dời sang 2024.

Mặc dù vậy, nỗ lực trả nợ cũng đã được thể hiện dù không lớn trên báo cáo tài chính khi tổng giá trị nợ vay mới giảm khoảng 350 tỷ.

## CƠ CẤU KHOẢN PHẢI THU



## Khoản phải thu lớn với cơ cấu phức tạp có thể coi là một rủi ro với dòng tiền

So với các doanh nghiệp cùng ngành, DXG có tỷ trọng khoản phải thu cao vượt trội, chiếm gần 40% tài sản, điều này góp phần khiến dòng tiền kinh doanh liên tục âm từ Q1/2022. Trong đó, khoản kí quỹ môi giới là cao nhất, với bối cảnh thị trường ảm đạm, tốc độ thu hồi đối với khoản này sẽ rất chậm, hơn nữa rủi ro về việc phải trích lập cũng hiện hữu khi khả năng bán hàng của DXG sẽ yếu đi đáng kể (2022, 2021 lần lượt trích lập 255 tỷ và 211 tỷ).

## ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

### Thông tin cổ tức

DXG không có thói quen trả cổ tức tiền mặt mà chủ yếu dưới dạng cổ phiếu, một cách không đều đặn.

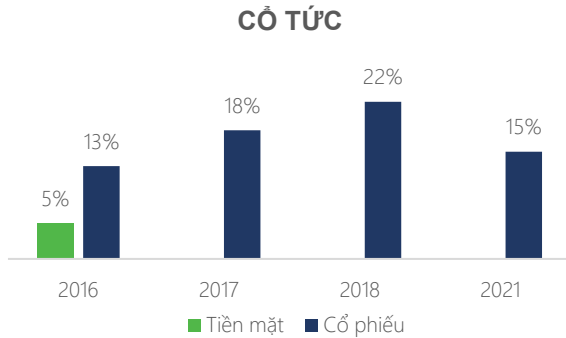
### Định giá

Do 4 quý lũy kế vẫn ghi lỗ, P/E của DXG đang ở mức -44 lần. Mặc khác P/B của DXG, mặc dù đã tăng lên khá nhiều so với mức hấp dẫn trong báo cáo quý 1, hiện ở mức 1,31 lần, vẫn thấp hơn nếu so với trung bình 5 năm là 1,38 lần. Mặc dù vậy, do tính chu kỳ của và mức độ đầu cơ cao với cổ phiếu, mức P/B được chấp nhận bởi thị trường có thể vượt 1,4 lần.

### Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC dự phóng kết quả kinh doanh 2023 của DXG sẽ suy giảm đáng kể so với năm trước. Doanh thu cả năm có thể đạt khoảng 3.650 tỷ (-34% YoY), lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ 155 tỷ (-28% YoY). Dựa trên phương pháp P/B, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý cho cổ phiếu DXG là 22.500 VND/ cổ phiếu (Upside 9% so với giá đóng cửa ngày 21/11/2023)

Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu DXG, giá mục tiêu bình quân là 21.100 VND.



(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	10.089	5.512	3.650
Tăng trưởng DTT	249%	-55%	-34%
LNST của CĐCT mẹ	1.157	215	155
Tăng trưởng LNST	N/A	-81%	-28%

## BIỂU ĐỒ GIÁ



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

**Trương Thái Đạt,**  
GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

**Phạm Vân Trang,**  
Chuyên viên Phân tích  
trang.pv@dsc.com.vn

**Nguyễn Minh Tuấn,**  
Chuyên viên Phân tích  
tuan.nm@dsc.com.vn

**Tiền Quốc Việt,**  
Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

**Phan Duy Thành,**  
Chuyên viên Phân tích  
thanh.pd@dsc.com.vn

**Nguyễn Vũ Thái Sơn,**  
Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

**Nguyễn Hoàng Hiệp,**  
Trưởng nhóm vĩ mô  
hiep.nh@dsc.com.vn