

# CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH (HSX: DXG)

## DXG – KỲ VỌNG BÀN GIAO DỰ ÁN ĐÚNG KẾ HOẠCH

### TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Tập đoàn Đất Xanh có tiền thân là môi giới bất động sản sơ cấp với quy mô và nhân sự lớn nhất cả nước, tận dụng lợi thế từ kinh nghiệm khi tham gia đầu tư, phát triển dự án cùng khách hàng, DXG đã trực tiếp phát triển xây dựng các dự án bất động sản của riêng mình; thông qua hệ thống phân phối để chào bán đến khách hàng tiềm năng và đạt được chỗ đứng của riêng mình.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Chính phủ tích cực ban hành nhiều chính sách gỡ rối pháp lý, vì vậy thị trường BĐS được kỳ vọng tan băng và dần phục hồi từ cuối năm 2023
- Kỳ vọng doanh thu của Đất Xanh được cải thiện nhờ bàn giao dự án Opal Skyline và Gem Sky World năm 2023
- Sức khỏe tài chính doanh nghiệp ổn định với tỷ lệ sử dụng đòn bẩy thấp và không có áp lực thanh toán trái phiếu đến hạn
- Kế hoạch tăng vốn điều lệ công ty năm 2023 lên 7.795 tỷ đồng qua việc phát hành 167,7 triệu cổ phiếu trong năm 2023

### RỦI RO

- Rủi ro pháp lý: Luật Đất đai và Luật Kinh doanh BĐS chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và tiến độ triển khai một số dự án của DXG như DXH Riverside, Park View, Park City...
- Rủi ro tài chính: DXG đã có 5 quý liên tiếp có dòng tiền hoạt động kinh doanh âm và cơ cấu khoản phải thu lớn với cơ cấu phức tạp
- Rủi ro thị trường chung: Lãi suất cho vay mua BĐS vẫn duy trì ở mức cao 12% – 13% vì vậy nhu cầu giao dịch BĐS vẫn khá ảm đạm

### ĐỊNH GIÁ:

- Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp định giá gồm so sánh P/E, P/B và đánh giá RNAV với trọng số tương đương nhau. Giá trị cổ phiếu DXG được xác định ở mức 20.400 đồng/cổ phần.



Đồ thị giá 52 tuần của DXG

Nguồn: CafeF tổng hợp

Khuyến nghị*	MUA
Giá đóng cửa (11/10/2023):	17.750
Giá mục tiêu*	20.400
Upside	14,9%
Ngành	Bất động sản
Vốn hóa thị trường	13.481 tỷ đồng
Biến động giá 52T	11%
Khối lượng GDBQN	1,6 triệu
Giá trị GDBQN	157 tỷ đồng
KLCP đang lưu hành	610.031.516 triệu
Tỷ lệ free-float	10%
Tỷ lệ sở nước ngoài	20,11%

\* Cập nhật: 11/10/2023

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	5.815	2.898	10.131	5.555	3.426
LN gộp	3.084	1.874	5.597	2.970	1.928
LN ròng	1.886	-174	1.595	534	514
Tổng tài sản	19.881	23.311	28.254	30.321	27.580
Vốn CSH	9.228	9.084	13.381	14.085	14.906
EPS cuối kỳ (VNĐ/CP)	3.072	-956	2.139	355	702
Giá trị sổ sách	17,753	17,527	22,451	23,088	20,352

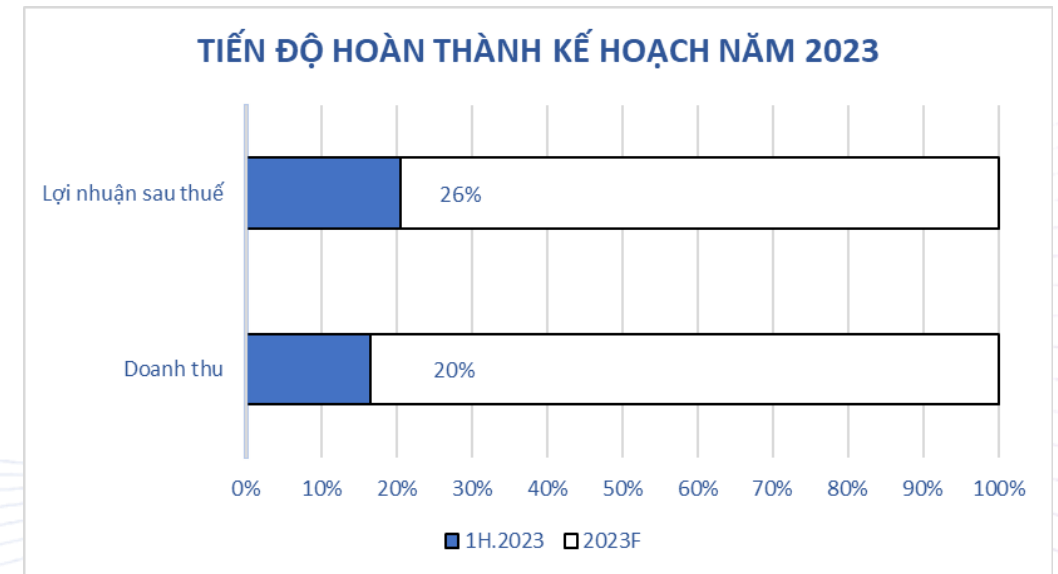
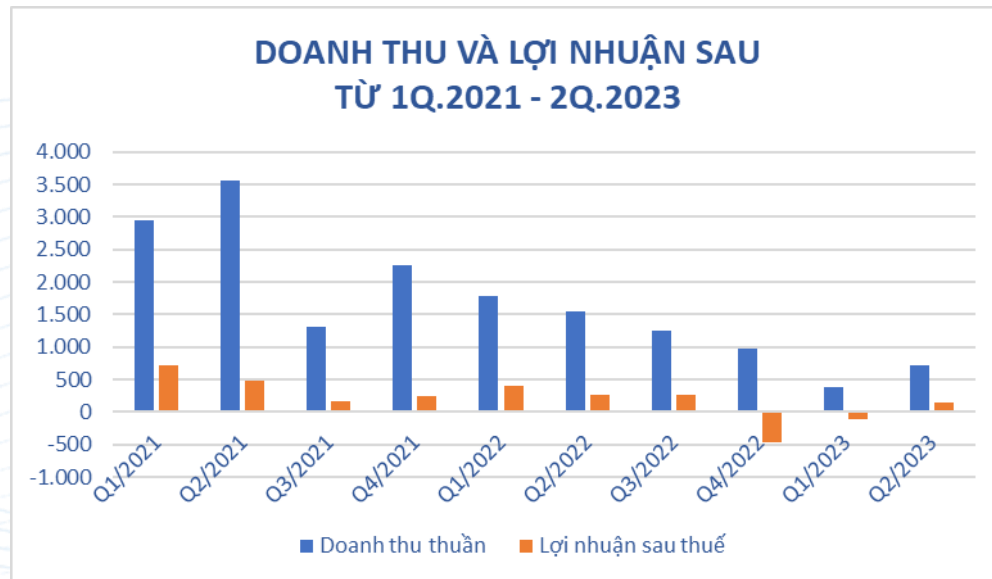
Chỉ số tài chính	2019	2020	2021	2022	2023F
% Doanh thu	25,18%	-50,16%	249,5%	-45,16%	-38,32%
% LNST	9,46%	-109%	1016,3%	-66,5%	-3,7%
Tỷ suất LN gộp	53%	65%	55%	53%	56%
ROA	7,24%	-2,3%	4,49%	0,73%	1,86%
ROE	15,77%	-5,41%	10,3%	1,56%	3,44%
PE	4,72	-16,69	16,36	35,95	16
PB	0,82	0,91	1,56	0,55	1,2



## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH BÁN NIÊN 2023

- Doanh thu và lợi nhuận 2Q.2023 ghi nhận ở mức 714 tỷ đồng và 157 tỷ đồng, tương ứng giảm 54% và 40% svck. Trong đó doanh thu bán căn hộ và đất nền đạt 453.8 tỷ đồng (-43% svck) và doanh thu dịch vụ môi giới bất động sản đạt 176 tỷ đồng (-68% svck). LNST đạt 157 tỷ đồng, chủ yếu đến từ doanh thu tài chính 342 tỷ đồng từ lợi nhuận thanh lý khoản đầu tư (bán sỉ đất nền dự án) 315 tỷ đồng.
- Doanh thu và lợi nhuận 1H 2023 của DXG đều ghi nhận ở mức thấp svck, lần lượt là 1.092 tỷ đồng và 39 tỷ đồng, tương ứng giảm 68% và 94% svck. So với kế hoạch năm 2023, thì doanh thu bán niên hoàn thành 20% kế hoạch (5.500 tỷ đồng) và LNST hoàn thành 39% kế hoạch (155 tỷ đồng)

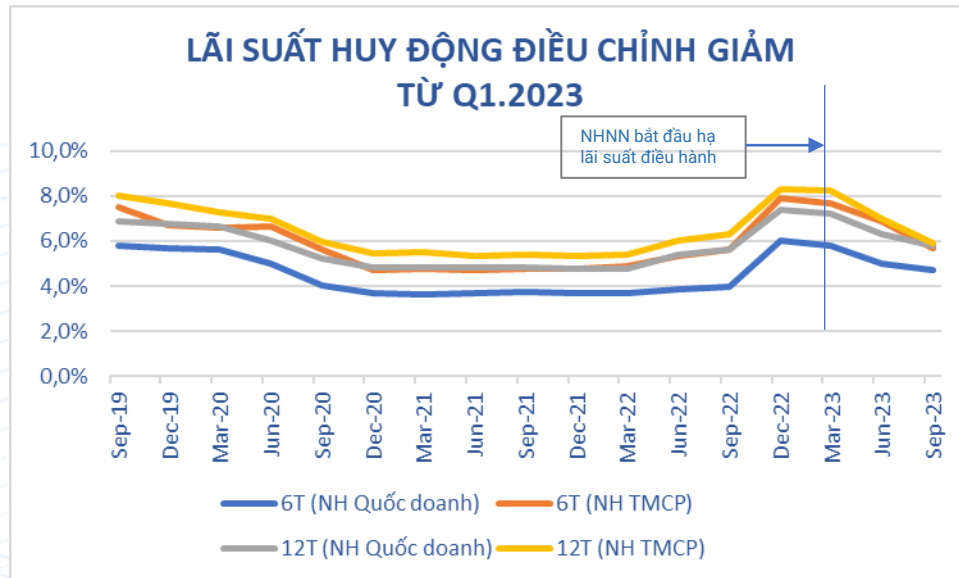
- ✓ Mảng kinh doanh căn hộ và đất nền giảm 43% do số lượng sản phẩm bàn giao tại 2 dự án Opal Skyline và Gem Sky World chưa đúng với kế hoạch, vấn đề pháp lý vẫn chưa được giải quyết triệt để.
- ✓ Mảng dịch vụ môi giới bất động sản giảm 68% do thị trường bất động sản ảm đạm, nhu cầu mua nhà của người dân giảm vì lãi suất cho vay tăng cao, dẫn đến số lượng căn hộ và đất nền được giao dịch thấp.



# KỶ VỌNG THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN BẮT ĐẦU PHỤC HỒI TỪ CUỐI NĂM 2023

- Mặt bằng lãi suất hạ nhiệt giúp thị trường dần “tan băng”: Ngân hàng Nhà nước đã hạ lãi suất điều hành liên tiếp 4 lần tính từ Q1.2023, hiện tại đang duy trì ở mức thấp cho thấy trạng thái thanh khoản dồi dào.
  - => Cho thấy mục tiêu được ưu tiên của NHNN là giảm mặt bằng lãi suất cho vay, tăng khả năng tiếp cận vốn của người dân và doanh nghiệp trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng yếu.
  - => Việc lãi suất huy động ở các ngân hàng lần lượt giảm theo yêu cầu của NHNN đã giúp các DN phát triển BĐS giảm áp lực lãi vay đối với các khoản vay theo lãi suất thả nổi.

- Chính phủ tích cực đưa ra các chính sách gỡ rối về pháp lý và nguồn vốn cho doanh nghiệp BĐS => Kỳ vọng giảm thiểu khó khăn, đẩy nhanh quá trình cấp phép dự án đúng quy định cho các DN phát triển BĐS, hỗ trợ phục hồi thị trường BĐS



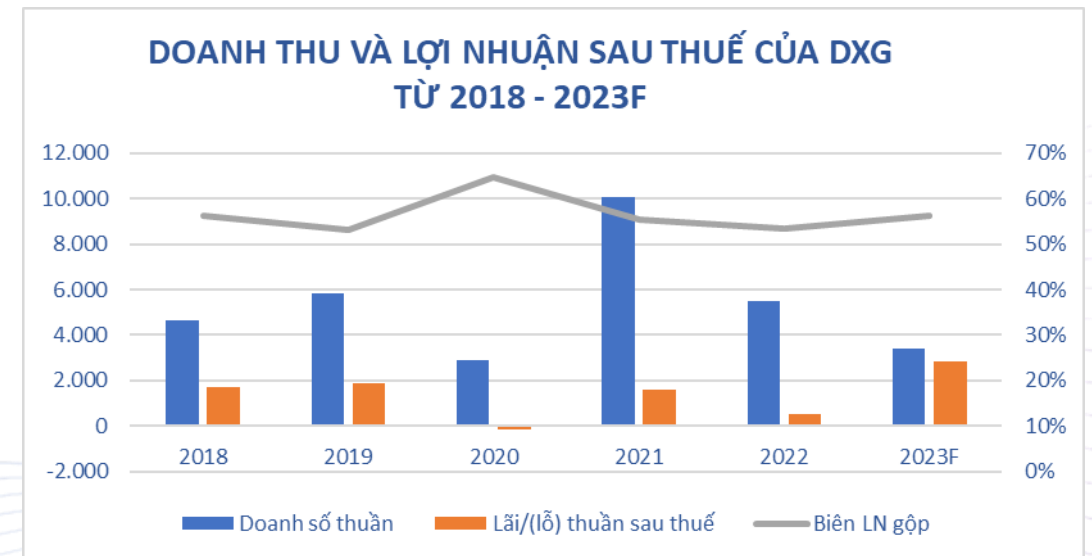
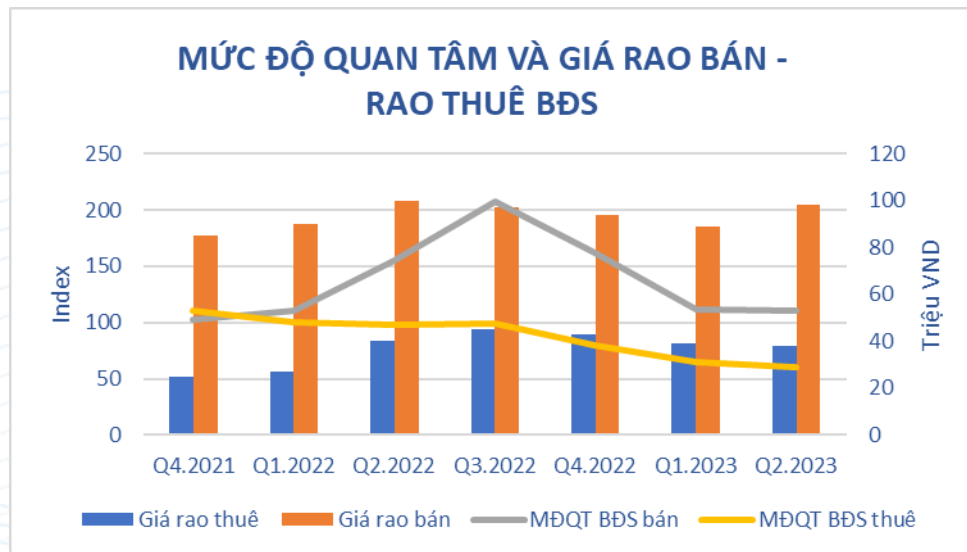
Chính sách		Nội dung
Nghị quyết số 33/NQ-CP		Tháo gỡ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh và bền vững
Lãi suất	Nghị định 31/2022/NĐ-CP và Thông tư 03/2022/TT-	Hỗ trợ lãi suất 2% từ nguồn ngân sách nhà nước 40.000 tỷ đồng Lãi suất cho vay mới mua nhà giảm từ 0,5% - 2% trong tháng
NOXH	QĐ 338/QĐ-TTg	Thủ tướng Chính phủ phê duyệt kế hoạch xây dựng 1.000.000 NHNN công bố gói hỗ trợ 120.000 tỷ đồng cho NOXH
Nới lỏng tín dụng	Nghị định 08/2023/NĐ-CP	Cho phép kéo dài kì hạn của trái phiếu, tối đa là 2 năm
	Thông tư 02/2023/TT-NHNN	Cơ cấu lại thời gian trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ
	Nghị quyết số 33/NQ-CP	Giãn nợ gốc, lãi vay, cơ cấu lại nhóm nợ, dự án đáp ứng nhu cầu thực, thanh khoản tốt được tạo điều kiện vay vốn
Cơ sở hạ tầng	Chỉ thị số 08/CT-TTg	Chính phủ thành lập 5 tổ công tác tháo gỡ đầu tư công. Các dự án cao tốc, đầu tư công đang được thực hiện đúng kế hoạch
Thông tư 10/2023/NĐ-CP		Bổ sung điều kiện cấp sổ hồng dự án BĐS nghỉ dưỡng
TT06/2023/NHNN		Cho phép người vay mua nhà vay ngân hàng khác để trả nợ ngân hàng này
Dự thảo NQ thay thế NQ54/2017 thí điểm chính sách đối với sự phát triển của TP. Hồ Chí Minh		Cơ chế riêng phát triển TP. HCM thành đô thị
Dự thảo Luật Đất đai, Kinh doanh BĐS, Nhà ở sửa đổi (dự kiến thông qua tháng 10/2023)		Sửa đổi, bổ sung các Luật về BĐS giúp thị trường phát triển bền vững

# KỶ VỌNG DOANH THU CẢI THIẾN DO BÀN GIAO DỰ ÁN OPAL SKYLINE VÀ GEM SKY WORLD

- Đất Xanh Group đã trải qua năm 2022 đầy khó khăn do:
    - ✓ Khủng hoảng tín dụng dẫn tới chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm giảm thiểu rủi ro cho thị trường, gây áp lực thanh khoản ngắn hạn.
    - ✓ Lãi suất vay mua nhà của nhóm NHNN và NH tư nhân tăng cao, lần lượt tăng lên 12% - 13% so với cuối năm 2021, sau khi lãi suất huy động tăng trở lại đã làm giảm nhu cầu mua nhà của người dân.
- => Điều này làm cho biên lợi nhuận gộp của DXG bị thu hẹp (giảm 47%) so với năm trước (2021), trong khi tổng doanh thu cũng ghi nhận sụt giảm 45% svck. Vì vậy, chúng tôi đánh giá đây là khó khăn chung của toàn ngành bất động sản trong năm 2022 và nửa đầu năm 2023, khi việc bàn giao nhà và xây dựng dự án cũng đang bị trì hoãn do cả chủ đầu tư lẫn người mua.

➢ Tổng doanh thu lũy kế 6 tháng đầu năm 2023 của Đất Xanh Group ghi nhận đạt 1.092 tỷ đồng, giảm 67% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế giảm 94% so với cùng kỳ 2022.

=> Chúng tôi dự báo nửa cuối năm 2023, DXG sẽ cải thiện doanh thu do:  
 (1) dự kiến bàn giao dự án Opal Skyline và Gem Sky World,  
 (2) doanh thu dịch vụ môi giới bất động sản cải thiện do thị trường bất động sản được dự đoán sẽ ấm dần lên vào cuối năm 2023.



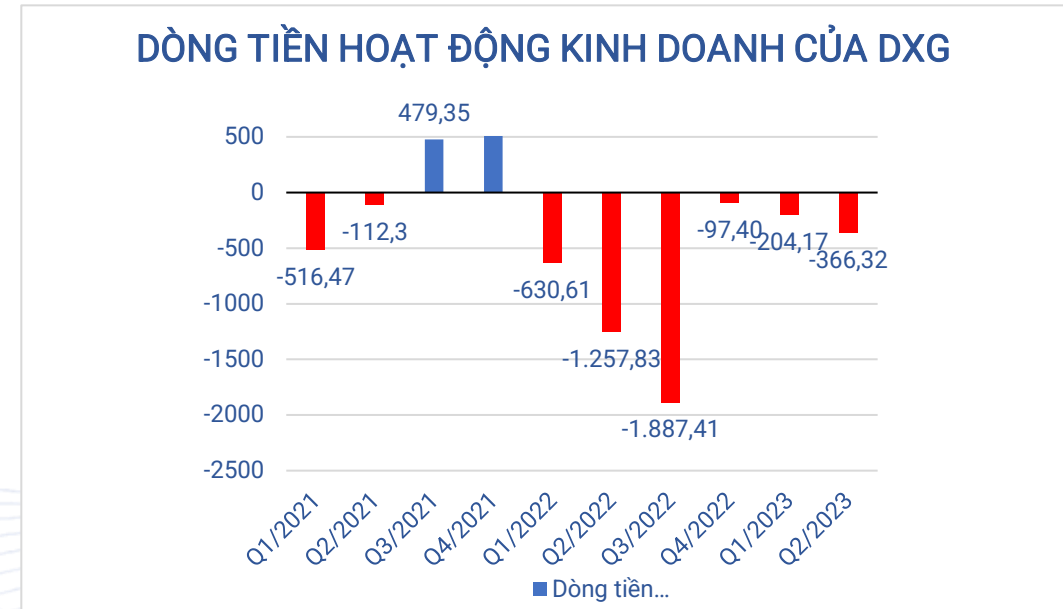
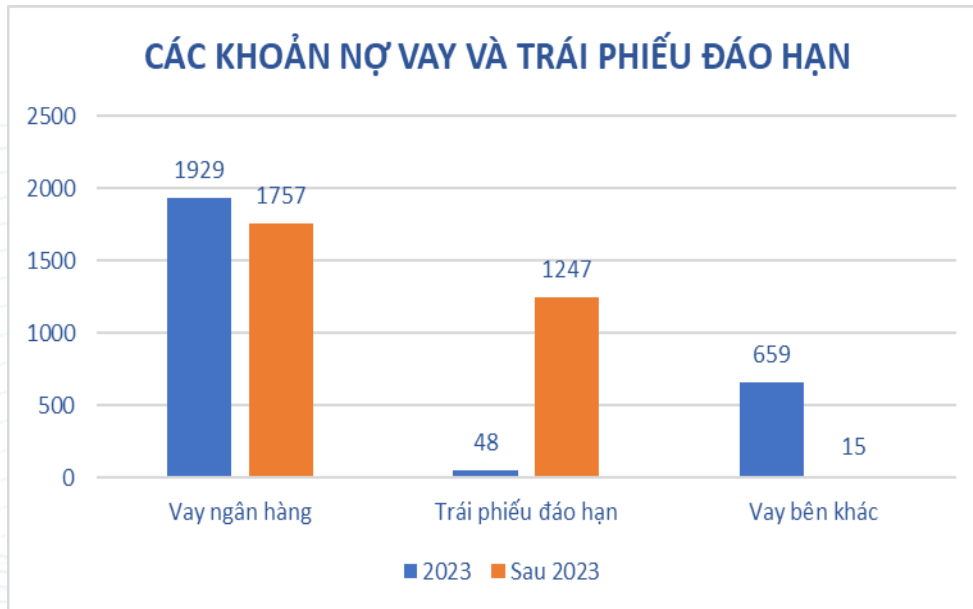
# SỨC KHỎE TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP DUY TRÌ ỔN ĐỊNH

➤ Các khoản nợ vay tài chính:

- ✓ Tính đến hết tháng 6/2023, tổng các khoản nợ vay của DXG là 6.027 tỷ đồng, chiếm 20% tổng tài sản, tăng nhẹ 4,4% so với đầu năm 2023. Trong đó, các khoản nợ vay tài chính ngắn hạn của DXG tăng 48,76%, chủ yếu tăng do các khoản vay dài hạn ngân hàng đến hạn trả và các khoản vay tổ chức, cá nhân khác. Ngược lại, các khoản nợ vay tài chính dài hạn giảm 730 tỷ đồng (~19,47%) so với đầu năm 2023, chủ yếu giảm từ việc DXG đã thanh toán trái phiếu đáo hạn (giảm 542 tỷ đồng)

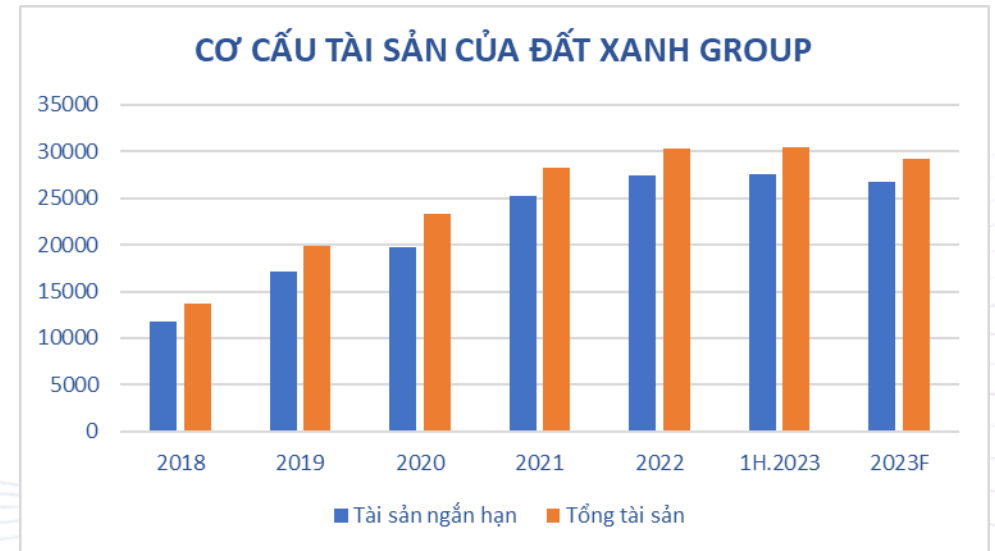
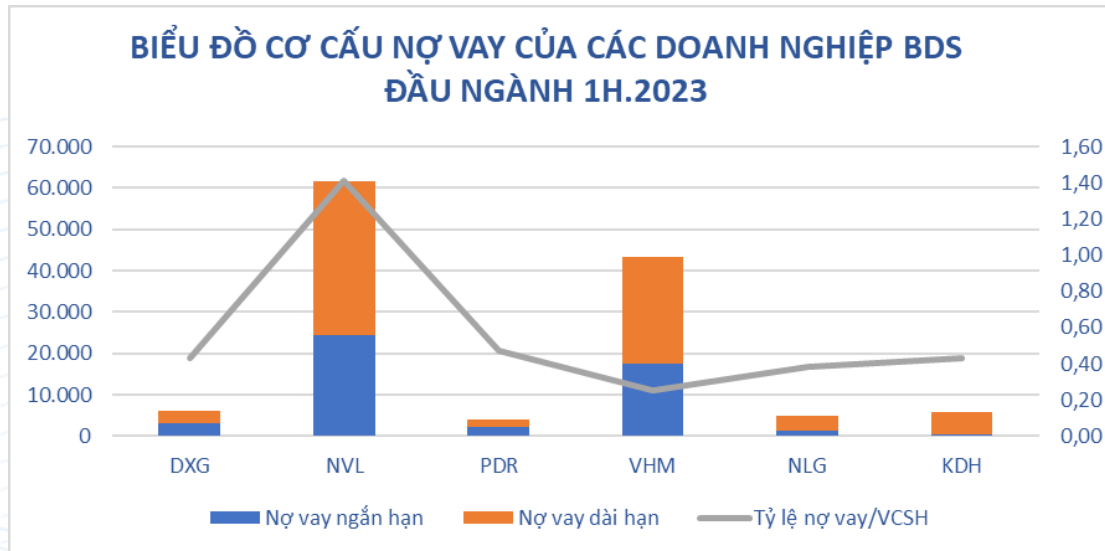
=> Tỷ lệ nợ vay/VCSH là 0,43 – DXG sử dụng đòn bẩy khá vừa phải với tỷ lệ nợ vay ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành, cho thấy sức khỏe tài chính của công ty khá tốt. Tuy nhiên, dòng tiền HĐKD quý 2/2023 âm 366 tỷ đồng (-366 tỷ đồng), là quý thứ 6 âm liên tiếp của DXG, do việc đầu tư hàng loạt các dự án BDS mới để mở rộng quy mô phát triển, cũng là một yếu tố cần lưu ý đối với DXG.

=> Chúng tôi nhận thấy DXG tạm thời không có áp lực quá lớn liên quan đến đáo hạn trái phiếu do công ty chỉ còn 48 tỷ đồng trái phiếu đến hạn thanh toán năm 2023 với 422 tỷ đồng tiền mặt nắm giữ và 14.788 tỷ đồng hàng tồn kho. Các khoản trái phiếu còn lại sẽ đến hạn thanh toán vào cuối năm 2024 và 2025.



## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP DUY TRÌ ỔN ĐỊNH

- Tính đến 30/06/2023, Tổng tài sản của DXG không thay đổi quá nhiều (tăng 1%) so với đầu năm, đạt 30.497 tỷ đồng.
  - ✓ Tài sản ngắn hạn chiếm hơn 90% và tài sản dài hạn chiếm chưa đến 10% tổng tài sản. Tài sản phân bổ chủ yếu ở Hàng tồn kho (đạt 14.788 tỷ đồng, tương đương 48% tổng tài sản) và Các khoản phải thu ngắn hạn (đạt 11.870 tỷ đồng, tương đương 39% tổng tài sản)
  - ✓ Hàng tồn kho tăng 758 tỷ đồng (~5%) lên 14.788 tỷ đồng so với đầu năm. Lượng lớn hàng tồn kho này đến từ các dự án Opal Skyline, Gem Sky World, Gem Riverside và Home Park City.
  - ✓ Khoản mục Người mua trả tiền trước ngắn hạn đạt hơn 2.462 tỷ đồng (tăng 3%) so với đầu năm.



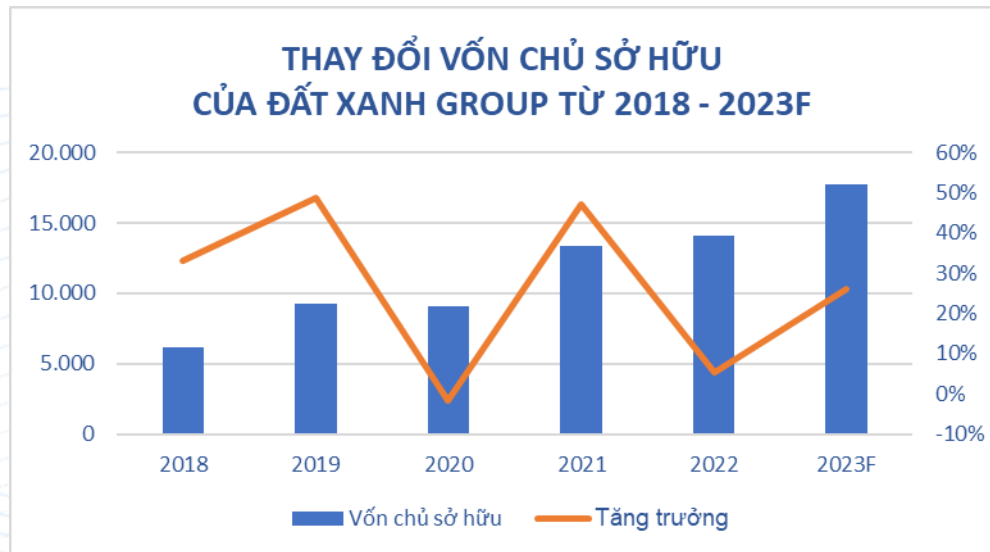


## TĂNG VỐN THÔNG QUA PHÁT HÀNH ESOP VÀ TRẢ CỔ TỨC

- Tại ĐHCĐ 2023, Đất Xanh Group đã thông qua kế hoạch tăng vốn điều lệ qua việc phát hành 167,7 triệu cổ phiếu trong năm 2023.
- ✓ 101,7 triệu cổ phiếu được phát hành cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ thực hiện quyền dự kiến là 6:1 (mỗi cổ đông sở hữu 6 cổ phiếu sẽ nhận được quyền mua thêm 1 cổ phiếu mới với giá là 12.000 đồng). Dự kiến công ty sẽ thu về hơn 1.220 tỷ đồng với phương án này. Với số tiền này, Đất Xanh sẽ sử dụng 1.118,5 tỷ đồng để thanh toán thuế (220 tỷ đồng) và thanh toán nợ (bao gồm cả gốc và lãi) cho CTCP Hội An Invest (210,5 tỷ đồng) và Công ty TNHH TM-DV Hà Thuận Hùng (688 tỷ đồng). Phần còn lại của đợt phát hành 101,6 tỷ đồng được dùng để thanh toán thuế và chi phí hoạt động của Đất Xanh Group

- ✓ 57 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với mức giá chào bán là 15.000 đồng/cổ phiếu, dự thu về 855 tỷ đồng. Đất Xanh dự kiến sẽ sử dụng toàn bộ số tiền huy động được để tỷ lệ sở hữu tại CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh thông qua việc nhận chuyển nhượng của nhà đầu tư.
- ✓ 9 triệu cổ phiếu ESOP với tổng giá trị huy động được là 90 tỷ đồng

=> Nếu đợt phát hành thành công, Tập đoàn Đất Xanh sẽ nâng vốn điều lệ tăng từ 6.118 tỷ đồng lên 7.795 tỷ đồng



Nguồn: VietinBank Securities Research

# ESOP





## TÁI CẤU TRÚC MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG - THAM VỌNG CHUYỂN ĐỔI SỐ TOÀN DIỆN

- Chủ động tái cấu trúc danh mục đầu tư, để tập trung nguồn lực để triển khai những dự án trọng điểm thay vì đầu tư dàn trải như trước đây
  - ✓ Hoàn tất chuyển nhượng 99,9% cổ phần tại Sài Gòn River với giá chuyển nhượng là 650 tỷ đồng, thu lãi 315,13 tỷ đồng đã ghi nhận vào doanh thu
  - ✓ Thông qua chủ trương thoái toàn bộ vốn cổ phần của DXG tại Công ty Cổ phần DBFS (dự kiến thu về nguyên gốc 75,5 tỷ đồng)

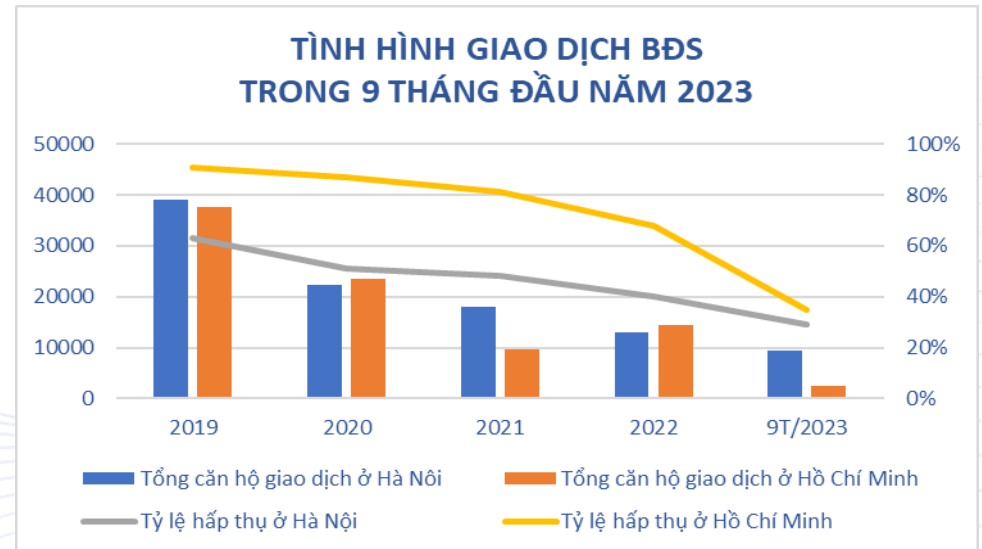
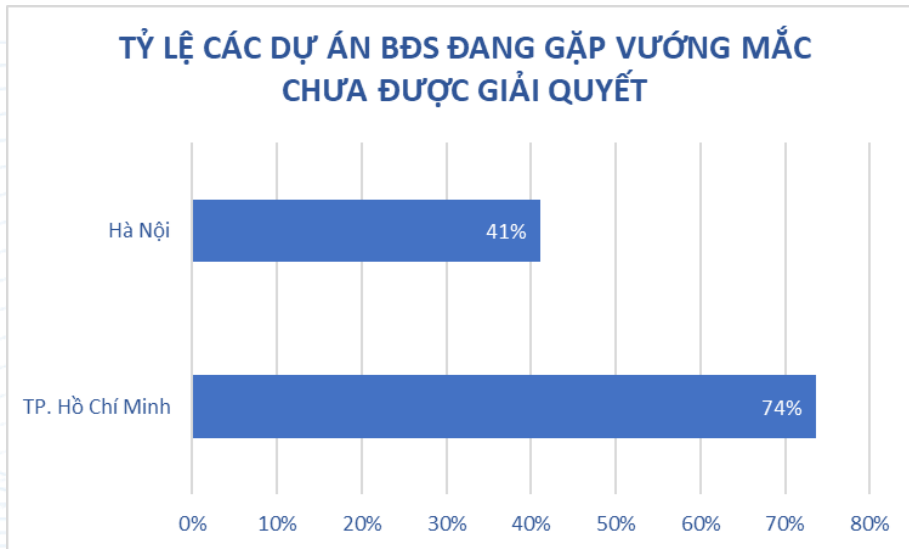
- Với mục tiêu dài hạn nâng vốn hóa lên hàng chục tỷ đô và tối ưu chuyển đổi số, Đất Xanh thay đổi song song cả mô hình kinh doanh và quản trị:
  - ✓ Đất Xanh hợp tác cùng McKinsey để tư vấn chiến lược, bắt đầu đầu tư vào phần mềm từ 2020, lựa chọn đơn vị cung cấp giải pháp số 1 thế giới là SAP và FPT là đơn vị để triển khai dự án chuyển đổi số toàn diện.
  - ✓ Tiếp tục triển khai xây dựng và hoàn thiện hệ thống ERP và đưa vào vận hành cuối năm 2023 như kế hoạch đề ra.
- => Kế hoạch đến năm 2026, 60% doanh thu của Đất Xanh sẽ đến từ mảng kinh doanh lĩnh vực kinh tế số



## RỦI RO TIỀM ẨN

- Rủi ro pháp lý
  - ✓ Luật Đất đai và Luật Kinh doanh BĐS chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và tiến độ triển khai một số dự án của DXG như DXH Riverside, Park View, Park City... Việc hoàn thiện và triển khai áp dụng các quy định mới được kì vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường BĐS sôi động trở lại.
- Rủi ro tài chính
  - ✓ Tuy hiện tại DXG không tồn tại rủi ro về thanh khoản, nhưng cần lưu ý yếu tố dòng tiền hoạt động kinh doanh của công ty âm 5 quý liên tiếp. Vì như thế có nghĩa là công ty đang bị chôn vốn với dòng tiền phải thu về chậm, dẫn tới sự nguy hiểm trong tình hình tài chính trong bối cảnh thị trường bất động sản tiếp tục ảm đạm. Các khoản phải thu lớn (tính đến hết 1H.2023, chiếm 43% tỷ trọng tài sản) với cơ cấu phức tạp cũng là một rủi ro tài chính của DXG.

- Rủi ro từ thị trường BĐS chung
  - ✓ Lãi suất huy động giảm giúp các doanh nghiệp phát triển BĐS giảm áp lực lãi vay đối với các khoản vay theo lãi suất thả nổi. Tuy nhiên, lãi suất cho vay trung bình thực tế đối với lĩnh vực BĐS vẫn đang ở mức cao 12 – 13%/năm. Vì vậy hiện tại nhu cầu giao dịch trên thị trường vẫn đang khá ảm đạm. Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS sẽ ảm dần lên khi lãi suất vay mua nhà giảm về quanh mức 10 – 11%



## DỰ BÁO KQKD NĂM 2023 VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp định giá bao gồm phương pháp định giá dựa trên tài sản ròng RNAV và phương pháp so sánh chỉ số P/E, P/B. Giá trị cổ phiếu được xác định ở mức 20.400 đồng. Doanh thu của Đất Xanh Group ước tính đạt 3.426 tỷ đồng, bằng 62,2% kế hoạch đặt ra của Đất Xanh Group trong năm 2023 (5.500 tỷ đồng). Lãi gộp kì vọng sẽ được cải thiện tốt hơn vào các tháng cuối năm khi ghi nhận doanh thu bàn giao dự án Opal Skyline và Gem Sky World, ước tính đạt 1.928 tỷ đồng.

Do hoạt động kinh doanh của công ty bị ảnh hưởng bởi thị trường bất động sản nói chung giao dịch khá ảm đạm, dẫn tới doanh thu tổng sụt giảm dù bàn giao các dự án hoàn thành như Opal Skyline và Gem Sky World và chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 50% so với năm 2022. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của Đất Xanh Group giảm so với năm 2022, đạt khoảng 514 tỷ đồng.

Mô hình định giá	Trọng số	Giá	Giá hiện tại
P/E	34%	11.235	17.750
P/B	33%	24.423	17.750
RNAV	33%	25.747	17.750
<b>Giá mục tiêu bình quân (đồng/cp)</b>		<b>20.400</b>	<b>17.750</b>

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh số thuần</b>	<b>5.814</b>	<b>2.898</b>	<b>10.131</b>	<b>5.555</b>	<b>3.426</b>	<b>5.323</b>
<i>Giá vốn hàng bán</i>	-2.729	-1.016	-4.491	-2.541	-1.474	-2.238
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.084</b>	<b>1.874</b>	<b>5.597</b>	<b>2.970</b>	<b>1.928</b>	<b>3.056</b>
<i>Thu nhập tài chính</i>	270	73	353	464	291	285
<i>Chi phí tài chính</i>	-209	-858	-544	-521	-531	-561
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	-199	-309	-468	-462	-471	-481
<i>Chi phí bán hàng</i>	-483	-489	-1.887	-1.057	-538	-934
<i>Chi phí quản lý doanh nghiệp</i>	-501	-594	-998	-1.083	-501	-858
<i>Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh</i>	2.310	-4	2.522	775	650	987
<i>Thu nhập khác, ròng</i>	79	31	-6	-7	-7	-7
<i>Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh</i>	0	0	0	0	0	0
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>2.389</b>	<b>27</b>	<b>2.516</b>	<b>768</b>	<b>643</b>	<b>980</b>
<i>Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp</i>	-502	-201	-921	-234	-129	-196
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>1.886</b>	<b>-174</b>	<b>1.595</b>	<b>534</b>	<b>514</b>	<b>784</b>



# TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

**Bản quyền năm 2023 thuộc về tác giả.** Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và tác giả không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của nhà đầu tư. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của tác giả.

**PHAN THỊ THU HƯỜNG**  
Chuyên viên phân tích

 Tầng 1 - Tầng 4, Tòa nhà N02-T2 Khu Đoàn ngoại giao, phường Xuân Tảo, quận Bắc Từ Liêm, thành phố Hà Nội.

 huongptt@cts.vn

 +84-969-405-333