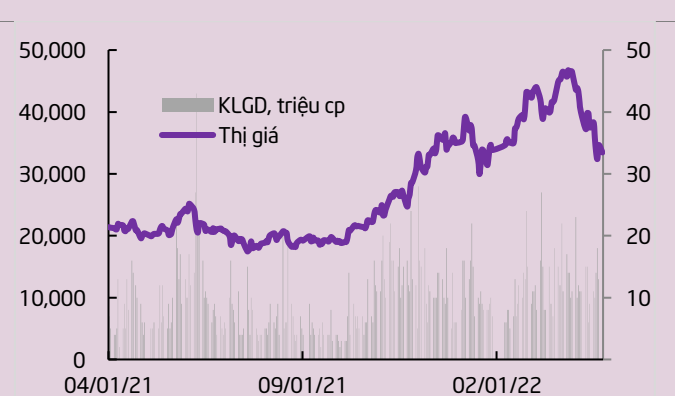


Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	38,400
Lợi nhuận kỳ vọng	50.6%
Giá thị trường (19.05.2022)	25,500

Thông tin cổ phiếu

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần (VND/CP)	17,300 – 46,700
Giá trị vốn hóa (tỷ đ)	18,89
SLCP lưu hành (triệu CP)	607,529,390
KLGD bình quân 3 tháng	11,659,768
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ đ)	468.33
Vốn điều lệ (tỷ đ)	5,977
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	30.67%
Giới hạn room nước ngoài (%)	59.00%

Diễn biến giá



Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (DXG) tiền thân là Công ty TNHH Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh được thành lập năm 2003. Công ty chuyển đổi sang hoạt động theo mô hình tập đoàn năm 2011 và được niêm yết giao dịch trên sàn HOSE năm 2009. Trải qua hơn 10 năm hình thành và phát triển, Công ty Cổ phần Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh đã trở thành một trong những công ty phát triển nhanh trong lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản tại Việt Nam, là đơn vị dẫn đầu toàn quốc về phân phối đất dự án, căn hộ. Hiện tại công ty có hệ thống phân phối hàng đầu Việt Nam với hệ thống các chi nhánh, công ty thành viên, công ty liên kết, công ty liên doanh hoạt động trên khắp cả nước.

DXG – Thăng hoa giá trị từ những viên ngọc quý Đông Nam Bộ

Với danh mục dự án ngắn hạn tập trung tại TP.HCM và các tỉnh vệ tinh, DXG đang đứng trước vận hội lớn để hưởng lợi trên nhu cầu nhà ở và tiềm năng tăng giá bán dựa trên: (1) sự thu hút lao động của khu vực TP.HCM và các tỉnh vệ tinh, kéo theo nhu cầu tăng trưởng nhà ở; (2) nguồn cung bất động sản đang suy giảm trong những năm gần đây; (3) các dự án cơ sở hạ tầng thuộc gói đầu công sẽ tăng tính kết nối của các khu vực ngoại thành TP.HCM với các trung tâm tài chính và sản xuất công nghiệp; (4) Nhờ thiết kế, giá bán hợp lý và kênh phân phối mạnh, các dự án phát triển bởi DXG đều ghi nhận mức độ hấp thụ cao.

DXG bắt đầu chuyển mình từ kinh doanh dự án đơn lẻ sang nhà phát triển hệ sinh thái khu đô thị. Vừa qua công ty đang có các hoạt động thâm tóm quỹ đất, phục vụ cho chiến lược phát triển khu đô thị. Xây dựng hệ sinh thái BĐS đi kèm với dịch vụ và tiện ích sẽ gia tăng được giá trị sản phẩm và đem nguồn doanh thu bền vững cho doanh nghiệp thay vì chỉ ghi nhận doanh thu một lần sau khi mở bán dự án như mô hình phát triển BĐS truyền thống. Theo kế hoạch phát triển giai đoạn trung hạn, Đất Xanh sẽ phát triển 11 dự án tại TP HCM, Hậu Giang, Kiên Giang, Đồng Nai, Vĩnh Phúc với trong đó có 5 khu đô thị và các dự án cao tầng. Với tổng quỹ đất ước tính 379 ha, các dự án này khi được triển khai sẽ đem lại nguồn thu dự kiến 122,300 tỷ đồng cho doanh nghiệp.

Kết quả kinh doanh dự kiến sẽ bùng nổ trong giai đoạn 2022-2026. Theo ước tính tiến độ triển khai dự án của DXG, chúng tôi nhận thấy kể từ năm 2022, mảng đầu tư bất động sản của doanh nghiệp sẽ bước vào giai đoạn bùng nổ doanh thu và lợi nhuận với hàng loạt dự án trọng điểm, có giá trị cao được đưa vào kinh doanh.

Cho năm 2022, chúng tôi dự báo DXG sẽ đạt doanh thu thuần 9,274 tỷ đồng, giảm 8.5% so với cùng kỳ nhưng sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 17.1% lên mức 1,355 tỷ đồng. Biên lợi nhuận dự kiến sẽ gia tăng trên kỳ vọng doanh nghiệp bàn giao ba dự án có giá trị cao trong năm nay.

KHUYẾN NGHỊ

Dựa theo phương pháp định giá từng phần (SOTP), chúng tôi xác định giá trị hợp lý của DXG ở mức 38,400đ/cp, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 50.6% so với giá đóng cửa ngày 19/05/2022

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	2,891	10,089	9,274
Lợi nhuận gộp	tỷ VND	1,875	5,598	5982
Chi phí quản lý	tỷ VND	1,083	2,885	3181
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	-496	1,157	1,355
Biên lãi gộp	%	64.9%	55.5%	64.2%
Biên lãi ròng	%	-17.1%	11.5%	14.6%
ROA	%	-2.30%	4.49%	2.3%
ROE	%	-5.41%	10.30%	10.5%
EPS	VND	-953	1,936	2,231
B/V	VND	11,834	14,670	25,042
P/E	X	-28.01	13.79	17.21
P/B	X	2.26	1.82	1.53

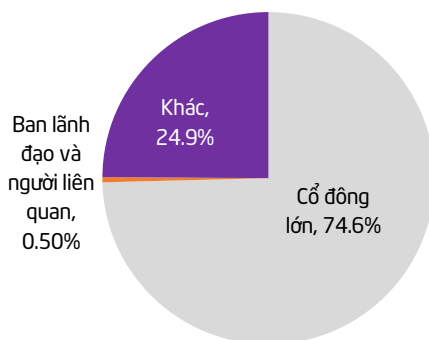
(Nguồn: TPS Research)

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (DXG) tiền thân là Công ty TNHH Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh được thành lập năm 2003. Công ty chuyển đổi sang hoạt động theo mô hình tập đoàn năm 2011 và được niêm yết giao dịch trên sàn HOSE năm 2009. Trải qua hơn 10 năm hình thành và phát triển, Công ty Cổ phần Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh đã trở thành một trong những công ty phát triển nhanh trong lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản tại Việt Nam, là đơn vị dẫn đầu toàn quốc về phân phối đất dự án, căn hộ. Hiện tại công ty có hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam với hệ thống các chi nhánh, công ty thành viên, công ty liên kết, công ty liên doanh hoạt động trên khắp cả nước. Tính đến năm 2021, DXG hiện nắm 33% thị phần môi giới bất động sản trên cả nước.

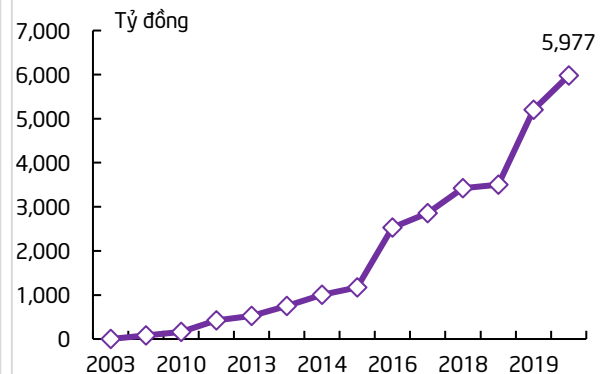
Công ty hoạt động chính trong 4 lĩnh vực: phát triển bất động sản, môi giới bất động sản, xây dựng và dịch vụ quản lý bất động sản. Trong đó hai lĩnh vực chủ chốt của tập đoàn là đầu tư phát triển dự án và môi giới với tỷ trọng đóng góp vào doanh thu 2021 lần lượt là 74.3% và 21.3%. Nhờ vào hoạt động bàn giao dự án Opal Boldevard cũng như mở bán Opal Skyline và Opal Sky World, doanh thu mảng chuyển nhượng bất động sản trong 2021 ghi nhận sự bứt phá, tăng 18 lần so với cùng kì lên mức 7,523.7 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông



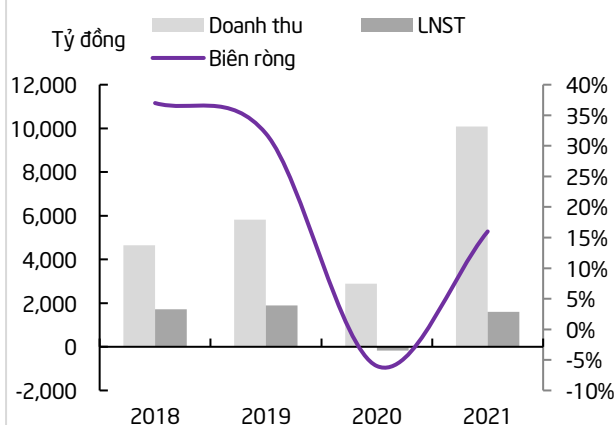
(Nguồn: Fiinpro)

Quá trình tăng vốn điều lệ



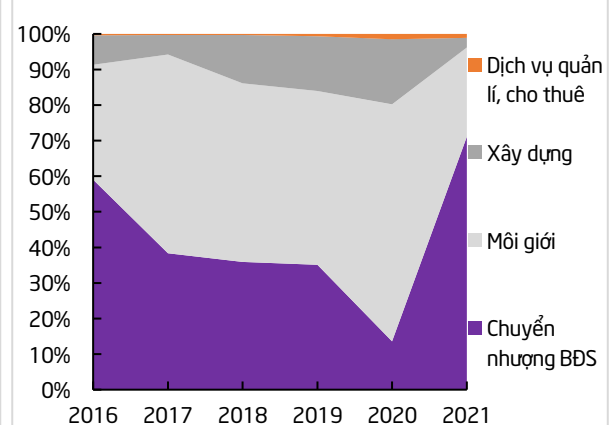
(Nguồn: Fiinpro)

Kết quả kinh doanh những năm gần đây



(Nguồn: Fiinpro)

Cơ cấu doanh thu theo nhóm ngành



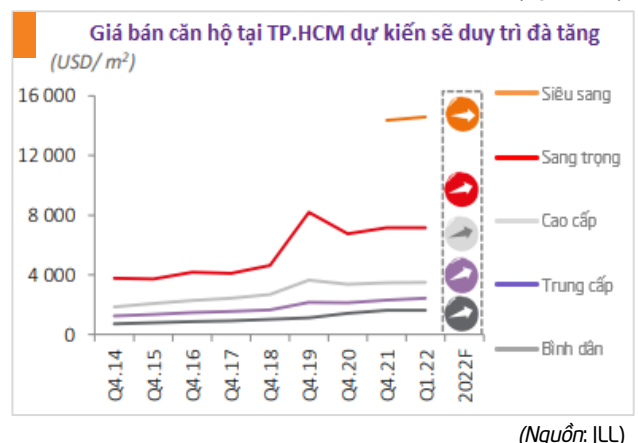
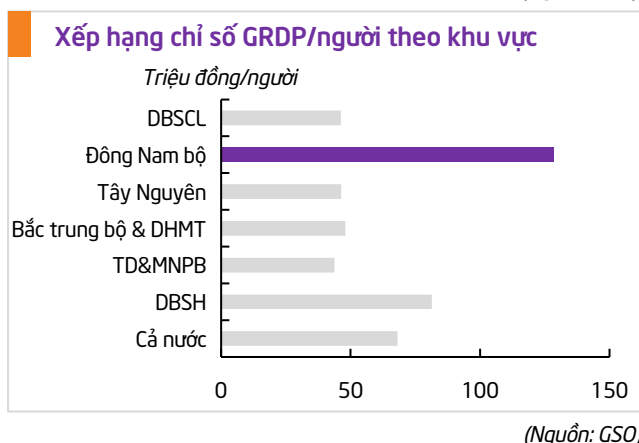
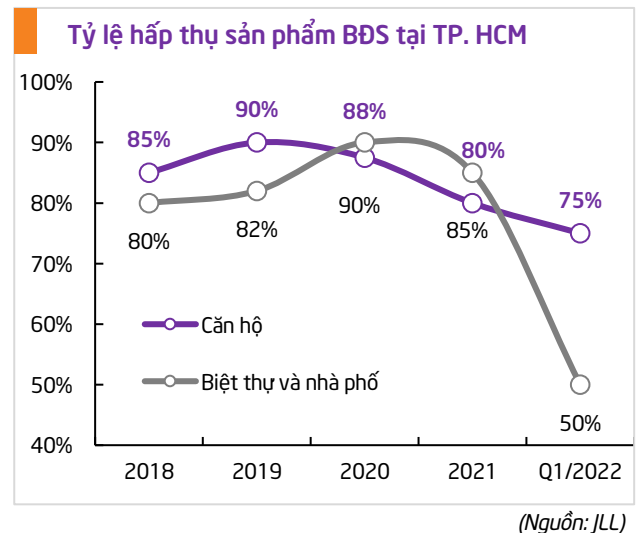
(Nguồn: Fiinpro)

(Nguồn: DXG)

Luận điểm đầu tư

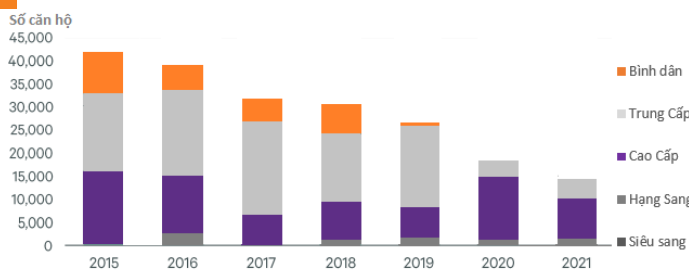
Doanh nghiệp sở hữu danh mục dự án giá trị, tọa lạc tại khu vực có thị trường BĐS sôi động nhất cả nước

Hiện DXG đang triển khai 3 dự án lớn tại TP.HCM, bao gồm Gem Riverside, Gem Premium, Lux Star. Gem Riverside là một trong những dự án trọng điểm của DXG thuộc phân khúc cao cấp tại TP.HCM với vị trí đắc địa, liền kề với hai trục đường chính là cao tốc Long Thành – Dầu Giây và đại lộ Mai Chí Thọ. Với quy mô 6.7ha, dự án bao gồm 12 block cung cấp 3,200 sản phẩm, dự kiến sẽ mở bán trong Q2-Q3/2022. Dự án Lux Star cũng là một trong các dự án nổi bật của DXG tại khu vực quận 7 với quy mô 10,900 m2. Dự án đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý, dự kiến sẽ bắt đầu triển khai trong 2023. Nổi bật trong danh mục các dự án của DXG là Gem Premium, chúng tôi ước tính giá trị của dự án đạt hơn 53% tổng giá trị doanh thu của danh mục dự án ngắn hạn. Là một trong 4 dự án ven sông nội thành Sài Gòn, Gem Premium được dự kiến sẽ là dự án được mở bán đầu tiên trong nhóm 4 dự án này. Trên góc độ pháp lý, dự án là tổ hợp của ba dự án khác nhau, chỉ tính riêng dự án Gem Premium và Gem River View đã có quỹ đất hơn 10 ha. Hiện tại, doanh nghiệp đang xúc tiến thu gom các quỹ đất lân cận nhằm đưa tổng quy mô dự án lên 15 ha để xây dựng một khu đô thị cao cấp với tổ hợp căn hộ, trung tâm thương mại dịch vụ, khách sạn và văn phòng tại TP. Thủ Đức.

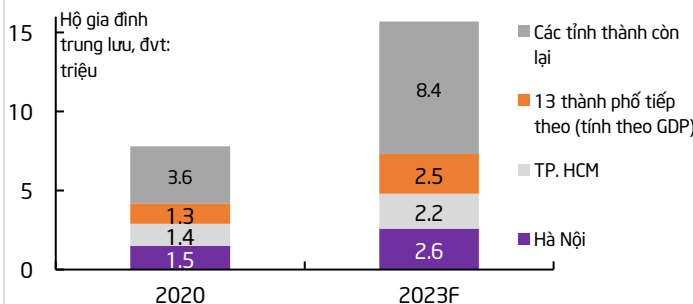


Các dự án bất động sản của Đất Xanh ở khu vực vệ tinh như Bình Dương và Đồng Nai dự kiến sẽ đạt được **tỷ lệ tiếp nhận cao** trên cơ sở: (1) Báo cáo của Tổng cục Thống kê và UNFPA cho thấy khu vực Đông Nam Bộ có tỷ lệ lao động di cư cao nhất cả nước (20.3%), kéo theo sự tăng trưởng nhu cầu nhà ở; (2) thống kê nguồn cung dự án mở bán mới tại HCM đang có xu hướng suy giảm sản phẩm phân khúc bình dân – trung cấp, qua đó tăng lợi thế cạnh tranh của các dự án DXG tại khu vực ngoại thành; (3) các tỉnh vệ phía đông có hệ thống hạ tầng giao thông kết nối đồng bộ tương đối hoàn thiện ở khu vực miền Nam, dự kiến các dự án cao tốc và đường vành đai trong giai đoạn tiếp theo sẽ gia tăng tính kết nối của các tỉnh này với các khu vực trung tâm tài chính & sản xuất công nghiệp; (4) sở hữu vị trí tương đối đẹp và gần trục giao thông lớn tại Dĩ An, Thuận An gần với TP.HCM, các dự án phát triển bởi Đất Xanh dự kiến sẽ đạt độ hấp thụ cao nhờ thiết kế, giá bán hợp lý và kênh phân phối mạnh của công ty. Trong năm 2021, DXG đã ghi nhận kết quả ấn tượng với việc hoàn tất mở bán 1,500 căn hộ tại dự án Opal Skyline chỉ trong một buổi sáng.

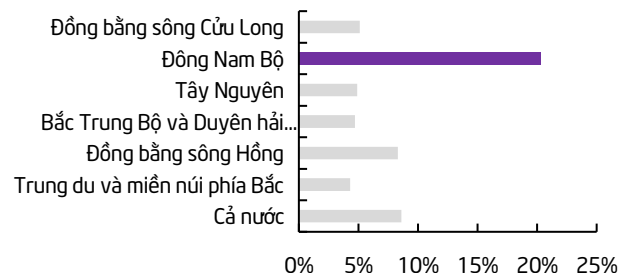
Nguồn cung căn hộ mở bán tại TP.HCM, theo phân khúc sản phẩm



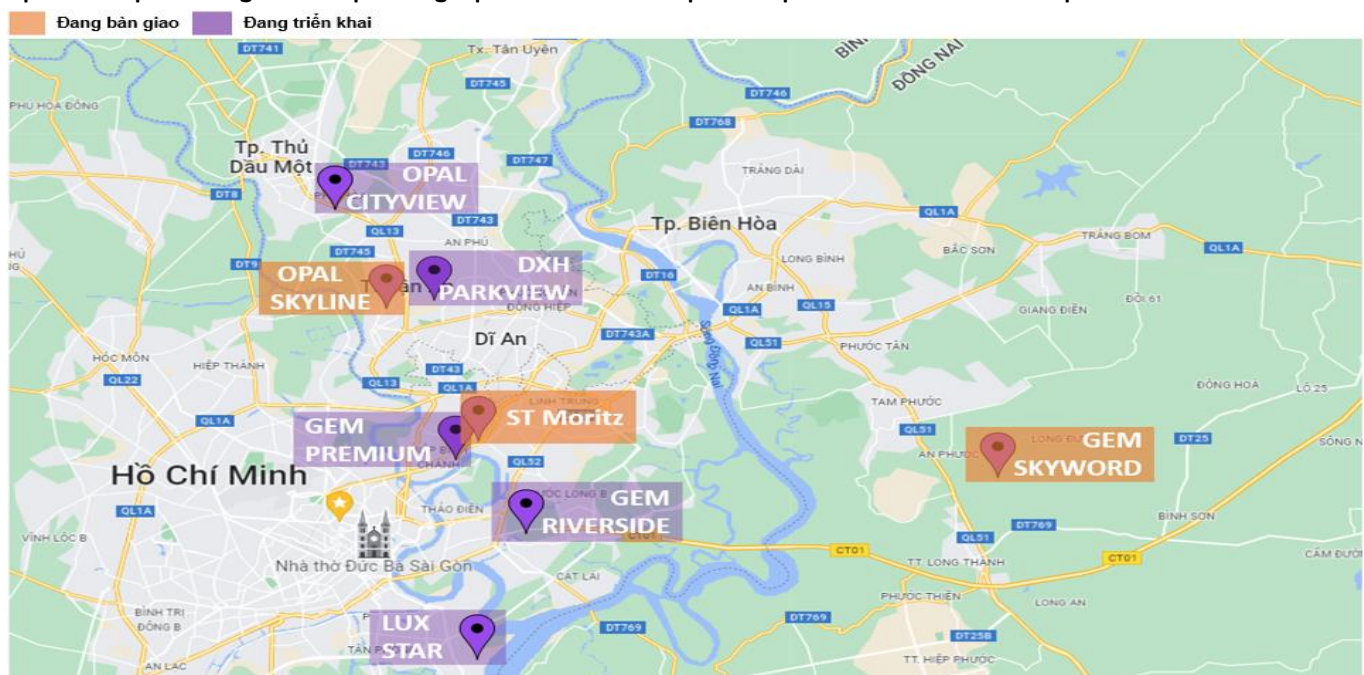
Dự phóng tăng trưởng hộ gia đình trung lưu



Tỷ lệ người di cư theo khu vực



Vị trí các dự án trong danh mục trung hạn của Đất Xanh tại khu vực TP.HCM và các tỉnh vệ tinh



(Nguồn: CBRE, McKinsey, GSO, UNFPA, Google Map, TPS Research)

DXG bắt đầu chuyển mình từ kinh doanh dự án đơn lẻ sang nhà phát triển hệ sinh thái khu đô thị

Trong Q4/2021, DXG đã hoàn thành việc tích lũy quỹ đất tại thành phố Thuận An, tỉnh Bình Dương với hai dự án có tổng quy mô đạt lần lượt 10 ha và 5 ha, dự kiến sẽ đưa vào triển khai trong các năm tới. Qua năm 2022, doanh nghiệp công bố sẽ tiếp tục gia tăng quỹ đất tại các tỉnh địa phương nhằm hoàn thiện hệ sinh thái bất động sản.

Hoạt động thu gom quỹ là bước đầu trong giai đoạn chuyển mình của Đất Xanh từ kinh doanh các dự án đơn lẻ sang phát triển khu đô thị. Xây dựng hệ sinh thái BĐS đi kèm với dịch vụ và tiện ích sẽ gia tăng được giá trị sản phẩm và đem nguồn doanh thu bền vững cho doanh nghiệp thay vì chỉ ghi nhận doanh thu một lần sau khi mở bán dự án như mô hình phát triển BĐS truyền thống. Trên thị trường, nhiều doanh nghiệp lớn đã phát triển mô hình khu đô thị rất thành công như Vinhomes với Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Grand Park, Vinhomes Smart City hay Novaland với Aqua City, NovaWorld Phan Thiết và NovaWorld Hồ Tràm.

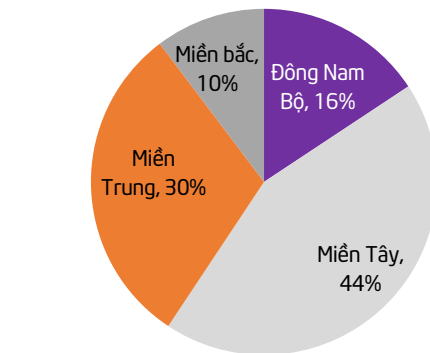
Theo kế hoạch phát triển giai đoạn trung hạn, Đất Xanh sẽ phát triển 11 dự án tại TP HCM, Hậu Giang, Kiên Giang, Đồng Nai, Vĩnh Phúc, trong đó có 5 khu đô thị và các dự án cao tầng. Với tổng quỹ đất ước tính 379 ha, các dự án này khi được triển khai sẽ đem lại nguồn thu dự kiến 122,300 tỷ đồng cho doanh nghiệp.

Danh mục dự án của Đất Xanh Group

Thời gian triển khai	Dự án	Vị Trí	Phân khúc	Quy mô m ²
Ngắn hạn				1,376,550
1	Opal Skyline	Bình Dương	Cao Tầng	10,200
2	Gem Sky World	Đồng Nai	Khu Đô Thị	922,200
3	Lux Star	TP. HCM	Cao Tầng	10,900
4	Opal City View	Bình Dương	Cao Tầng	9,700
5	Gem Riverside	TP. HCM	Cao Tầng	67,100
6	DXH Parkview	Bình Dương	Cao Tầng	51,300
7	Opal Central Park	Bình Dương	Cao Tầng	11,900
8	Gem Tower	Đồng Nai	Cao Tầng	48,250
9	DXH Park City	Bình Dương	Cao Tầng	95,000
10	Gem Premium	TP. HCM	Cao Tầng	150,000
Trung hạn				3,790,700
1	DXH Green village	Hậu Giang	Khu Đô thị	434,700
2	Opal Tower	TP. HCM	Cao Tầng	4,900
3	Lux Riverview	TP. HCM	Cao Tầng	8,500
4	Gem City	TP. HCM	Cao Tầng	60,700
5	DXH New City	Vĩnh Phúc	Khu Đô thị	378,700
6	DXH Airport City	Đồng Nai	Khu Đô thị	1,520,000
7	DXH Opal Village	Hậu Giang	Khu Đô thị	472,000
8	DXH Gem City	Kiên Giang	Khu Đô thị	807,000
9	Opal Central Point	TP. HCM	Cao Tầng	17,600
10	Palm City	TP. HCM	Cao Tầng	74,100
11	Opal Riverview	TP. HCM	Cao Tầng	12,500

Thời gian triển khai	Dự án	Vị Trí	Phân khúc	Quy mô m ²
Dài hạn				36,311,000
1	DXH Lux City	Hậu Giang	Khu Đô thị	962,000
2	Gem Greenbay	Khánh Hoà	Khu Đô thị	1,719,000
3	DXH Grand City	Long An	Khu Đô thị	14,210,000
4	Gem Central Bay	Bình Thuận	Khu Đô thị	890,000
5	DXH Mega City	Bắc Giang	Khu Đô thị	3,600,000
6	Opal Green City	Bình Phước	Khu Đô thị	3,000,000
7	Gem City Riverside	Quảng Nam	Khu Đô thị	2,780,000
8	Gem Diamond Bay	Ninh Thuận	Khu Đô thị	9,150,000

Cơ cấu quỹ đất theo khu vực



(Nguồn: DXG)

Huy động nguồn vốn mới tạo tiền đề phát triển dự án

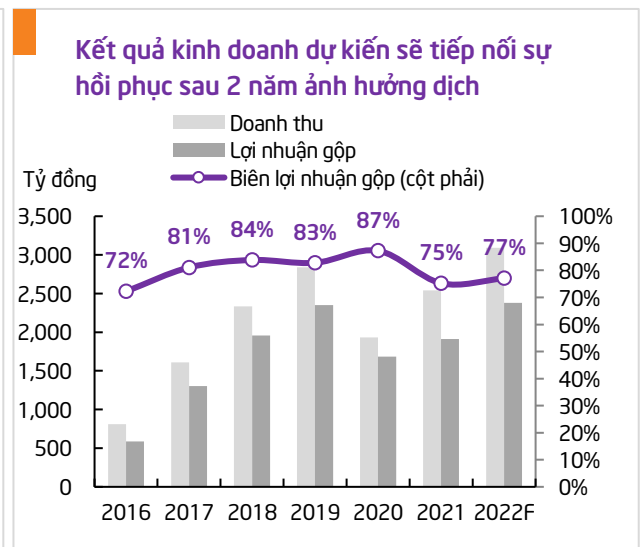
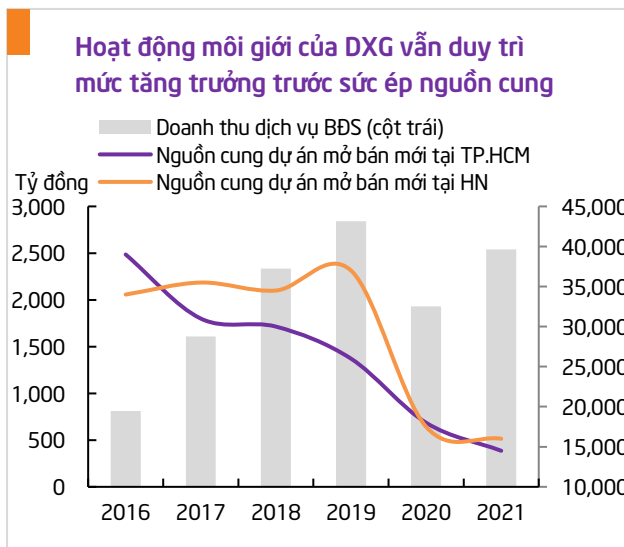
Theo bản công bố nghị quyết Hội đồng quản trị, DXG có kế hoạch về việc phát hành trái phiếu chuyển đổi, giá trị ước tính 300 triệu USD cho các đối tác chiến lược nước ngoài, kỳ hạn trái phiếu là 5 năm với lãi suất chưa công bố, trái phiếu không kèm tài sản đảm bảo. Việc chuyển hướng huy động từ kênh quốc tế là một bước đi phù hợp của DXG trong bối cảnh nhà nước đang tăng cường các biện pháp nhằm ổn định thị trường trái phiếu Việt Nam.

Đi kèm với kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi, DXG cũng thông qua nghị quyết về việc góp vốn vào CTCP Đầu tư Kinh Doanh Bất động sản Hà An (DXG sở hữu 99.99%) với giá trị vốn góp đạt 4,000 tỷ đồng, tương đương với nguồn huy động dự kiến. Công ty Bất động sản Hà An là chủ đầu tư dự án Gem Sky World (Đồng Nai) mà DXG đang phát triển. Đây là một trong những dự án có quy mô lớn của DXG bên cạnh Gem Premium và Gem Riverside.

Hoạt động môi giới duy trì mức tăng trưởng khả quan

Mảng môi giới của DXG có vị thế dẫn đầu với thị phần sơ cấp đạt 35% trong 2021. Mặc dù nguồn cung dự án tại TP.HCM và Hà Nội bắt đầu suy giảm từ 2016, mảng môi giới vẫn đạt mức tăng trưởng doanh thu khả quan với mức CAGR giai đoạn 2016-2021 đạt 25.6%. Biên lợi nhuận gộp luôn duy trì ở mức cao, dao động 72% - 87%.

Cho năm 2022, mảng môi giới bất động sản của DXG được kì vọng sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu 22% trên giả định dự phóng giá trị hợp đồng các dự án phân phối. Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành môi giới BĐS vẫn duy trì khả quan trên cơ sở: (1) nguồn cung bất động sản tại TP.HCM và Hà Nội dự kiến sẽ hồi phục sau nhiều năm suy giảm dự án mở bán mới; (2) dịch bệnh được đẩy lùi hỗ trợ ngành du lịch phục hồi kéo theo nhu cầu cho nhóm BĐS nghỉ dưỡng (3); lạm phát gia tăng sẽ hướng dòng tiền vào các kênh đầu tư như thị trường bất động sản (4); chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong giai đoạn tới. Tập trung xây dựng, nâng cấp cơ sở hạ tầng sẽ gia tăng sự kết nối giữa các khu vực, hỗ trợ sức tiêu thụ của các dự án bất động sản vùng ven.



(Nguồn: Fiiipro, TPS Research)

Một số dự án tiêu biểu đang được phân phối trong năm 2022

Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Tổng sản phẩm
Gem Sky World	Long Thành, Đồng Nai	92	4,022 sản phẩm
Gem Riverside	Quận 2, TP. HCM	12	1,670 căn hộ
Opal Cityview	TP. Thủ Dầu Một	1.5	1,600 căn hộ
Dragon Castle	Hạ Long, Quảng Ninh	1	3 toà gồm 1,288 căn hộ
Vinhomes Smart City	Nam Từ Liêm, Hà Nội	280	58 toà chung cư, 98 căn biệt thự
Eurowindow Park City	TP. Thanh Hoá	6.7	216 căn shophouse
Regal Victoria	Quảng Nam - Đà Nẵng	2	67 căn biệt thự
Dragon Smart City	TP. Đà Nẵng	78	Đất nền nhà liền kề: 301,783 m ² Đất biệt thự: 67,905 m ²
Regal Pavillon	Hải Châu, Đà Nẵng	1.3	96 shophouse
Vạn Phát Avenue	TP. Sóc Trăng	42	1,000 sản phẩm đất nền, nhà liền kề và biệt thự
Garden Riverside	Thủ Thừa, Long An	26.2	Nhà liền kề (3.73 ha), nhà liền kề vườn (2.54 ha), biệt thự (4.1 ha), nhà ở cao tầng (0.91 ha)
Maspero	Sóc Trăng	42	450 sản phẩm
FLC Tropical GĐ2	Hạ Long, Quảng Ninh	40	240 sản phẩm

(Nguồn: DXS)

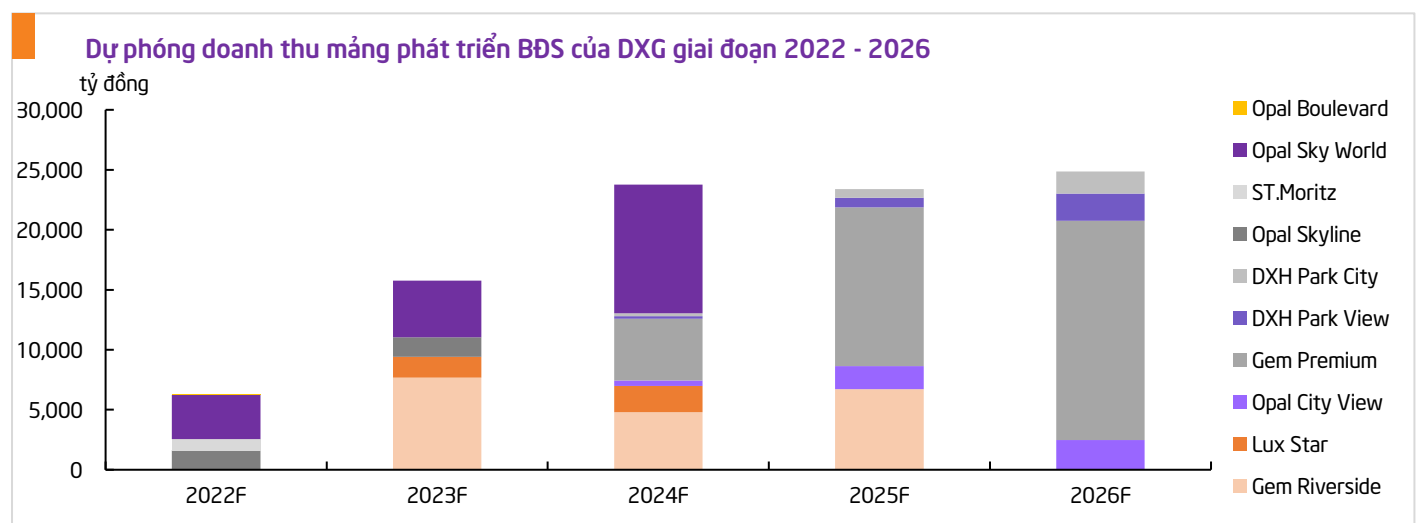
Kết quả kinh doanh dự kiến sẽ bùng nổ trong giai đoạn 2022-2026

Theo ước tính tiến độ triển khai dự án của DXG, chúng tôi nhận thấy kể từ năm 2022 đến năm 2026, mảng đầu tư phát triển bất động sản của doanh nghiệp sẽ bước vào giai đoạn bùng nổ doanh thu và lợi nhuận với hàng loạt dự án trọng điểm, có giá trị cao được đưa vào triển khai. Trong quý 1, công ty đã ghi nhận toàn bộ doanh thu của ST. Moritz và phần còn lại của dự án Opal Boulevard. Bên cạnh đó, trên cơ sở dự án Gem Sky World đã hoàn thành phân khu Topaz Town, Garnet Town và Pearl Town trong khi dự án Opal Skyline đang gấp rút cất nóc một toà dự án, chúng tôi kì vọng DXG có thể đẩy nhanh tiến độ để bàn giao hai dự án này trong năm nay. Đối với các dự án khác trong năm nay, công ty có kế hoạch mở bán Gem Riverside trong Q2/Q3 và gấp rút hoàn thiện khâu pháp lý của dự án Opal City View và Lux Star để đưa vào kinh doanh trong cuối năm 2022/đầu năm 2023.

Cho giai đoạn tiếp theo, việc đưa dự án Gem Premium và Gem Riverside vào mở bán sẽ hỗ trợ kết quả kinh doanh của DXG bùng nổ lên tầm cao mới. Trong đó, dự án Gem Premium chiếm hơn 53% tổng giá trị doanh thu ước tính của danh mục dự án ngắn hạn. Chúng tôi kì vọng doanh nghiệp sẽ sớm hoàn tất mở rộng quỹ đất, hoàn thành khâu pháp lý để đẩy nhanh triển khai dự án nhằm đem lại nguồn thu lớn trong giai đoạn 2023-2026.

Dự án	2022	2023	2024	2025	2026	Tiến độ
						Chú thích: Đang triển khai Ghi nhận doanh thu
Opal Skyline						Dự kiến bàn giao một toà dự án trong Q4/2022
ST. Moritz						Bàn giao trong 2022
Gem Sky World						Bàn giao một phần trong 2022
Gem Riverside						sẵn sàng mở bán vào Q2-Q3/2022
Lux Star						Đang trong quá trình điều chỉnh quy hoạch 1/2000
Opal Cityview						Đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý
Gem Premium						Mở rộng quy mô và điều chỉnh quy hoạch 1/500
DXH Park View						Đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý
DXH Park City						Đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý
Gem Tower						Dự kiến sẽ chuyển đổi mục đích thành văn phòng Đất Xanh

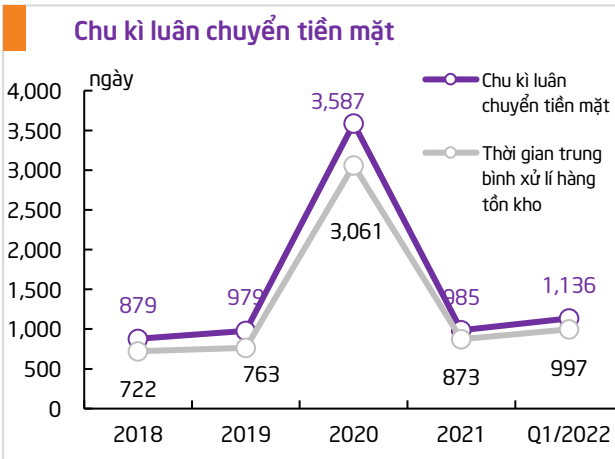
(Nguồn: TPS Research)



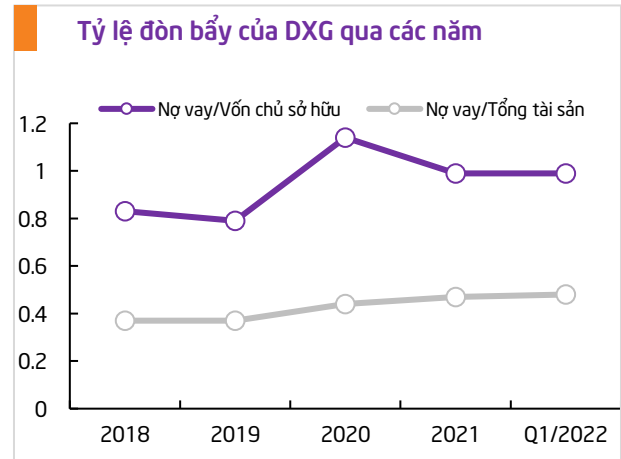
(Nguồn: TPS Research)

Bản cân đối kế toán ghi nhận tín hiệu cải thiện tích cực

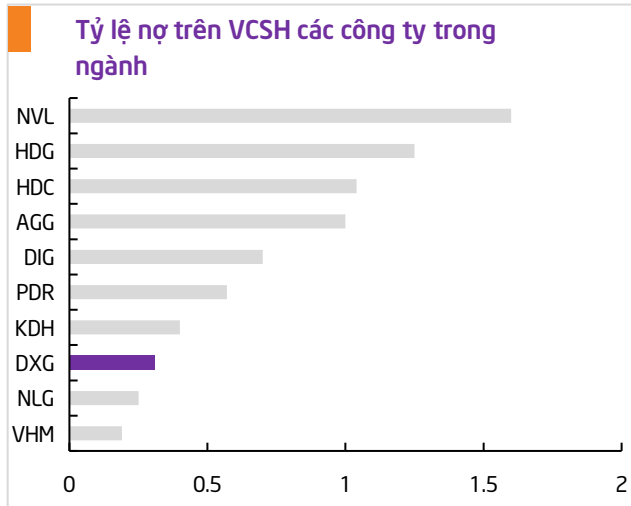
Nếu như năm 2020 là năm thấp điểm của DXG khi tốc độ bàn giao Gem Sky World Long Thành chậm hơn dự kiến thì công ty đã tập trung đẩy nhanh mở bán dự án Gem Skyworld và bàn giao Opal Boulevard trong 2021. Có thể thấy, tốc độ luân chuyển tồn kho của DXG ghi nhận sự cải thiện rõ rệt trong 2021, từ 3,061 ngày xuống còn 873 ngày, hỗ trợ chu kỳ luân chuyển tiền mặt cũng cải thiện mạnh về mức 828 ngày, giảm 72% cùng kỳ năm trước. Trên cơ sở dòng tiền mạnh mẽ, DXG có thể thực hiện nghĩa vụ thanh toán với đối tác và giải quyết nợ vay nhằm hạ thấp tỷ lệ đòn bẩy tài chính. Tại thời điểm cuối năm 2021, nợ vay trên vốn chủ và tổng tài sản của DXG chỉ đạt 0.16 và 0.53 lần, tương đối lành mạnh so với một công ty phát triển bất động sản. Hệ số Altman Z-Score cũng tăng lên mức 2.76 cho thấy các áp lực những năm trước phần nào đã được giải toả trong 2021.



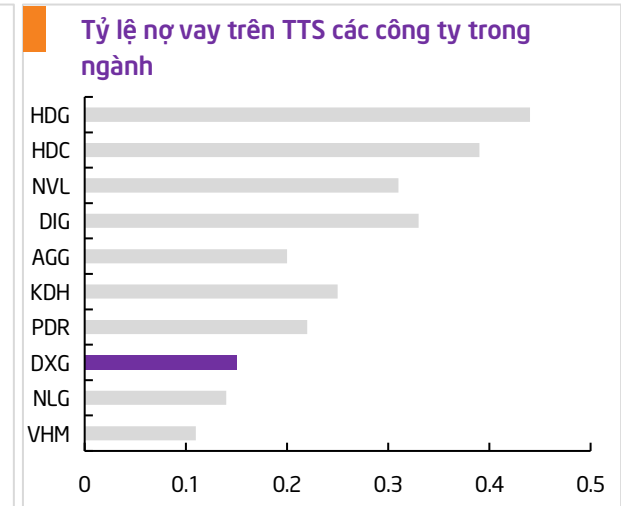
(Nguồn: Fiinpro)



(Nguồn: TPS Fiinpro)



(Nguồn: Fiinpro)

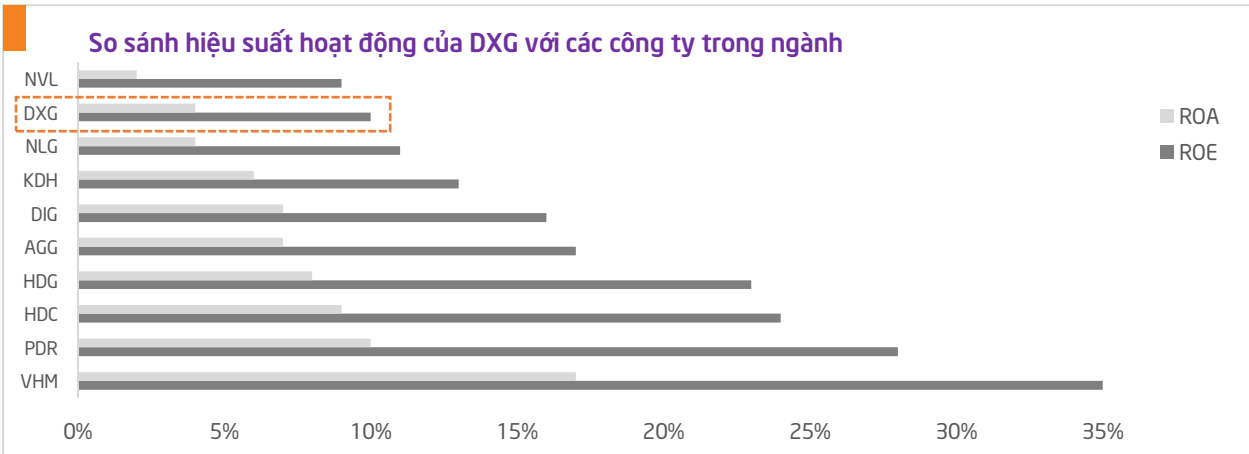


(Nguồn: Fiinpro)

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021
Vốn lưu động ròng/ Tổng tài sản	0.31	0.32	0.24	0.37
Lợi nhuận giữ lại/ Tổng tài sản	0.11	0.09	0.04	0.09
EBIT/ Tổng tài sản	0.25	0.20	0.13	0.30
Vốn hoá/ Tổng nợ phải trả	1.11	0.71	0.58	1.40
Doanh thu thuần/ Tổng tài sản	0.34	0.29	0.12	0.36
Altman Z-score	2.34	1.90	1.22	2.76

(Nguồn: TPS Research)

Ngoài ra, khả năng sinh lời của DXG cũng là một điểm đáng lưu ý, chỉ số ROE và ROA chỉ đạt mức 10.31% và 4.49%, thấp hơn đáng kể so với công ty cùng ngành. Tuy vậy, do DXG đang có chiến lược gia tăng quỹ đất nên cần rất nhiều nhu cầu về vốn. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng chỉ đang xúc tiến triển khai 9 trên tổng số 29 dự án trong kế hoạch phát triển quỹ đất. Tồn kho tại cuối năm 2021 tăng 9,6% lên mức 11,238 tỷ đồng với bất động sản dở dang chiếm tỷ trọng 84% bao gồm các dự án Gem Sky World, Gem Riverside, Home Park City. Bất động sản thành phẩm tăng mạnh lên 1,885 tỷ đồng (+390% YoY), chiếm 18% tỷ trọng hàng tồn kho. Chúng tôi kì vọng trong những năm tới, hệ số sinh lời của DXG sẽ cải thiện tích cực khi các dự án lớn được đưa vào mở bán.



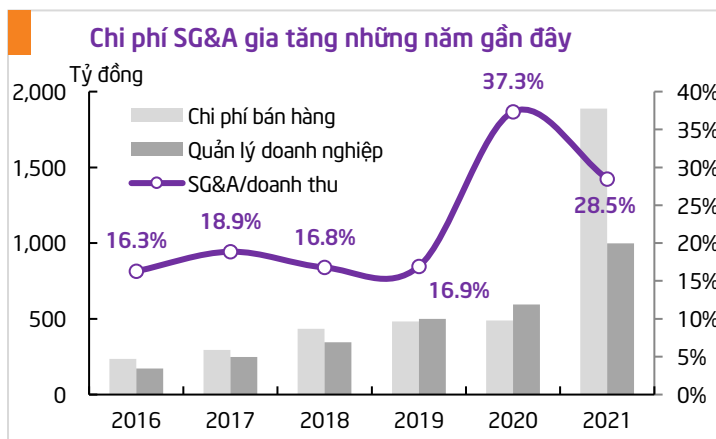
Chi phí bán hàng và quản lí doanh nghiệp dự kiến sẽ gia tăng

(Nguồn: Fiinpro)

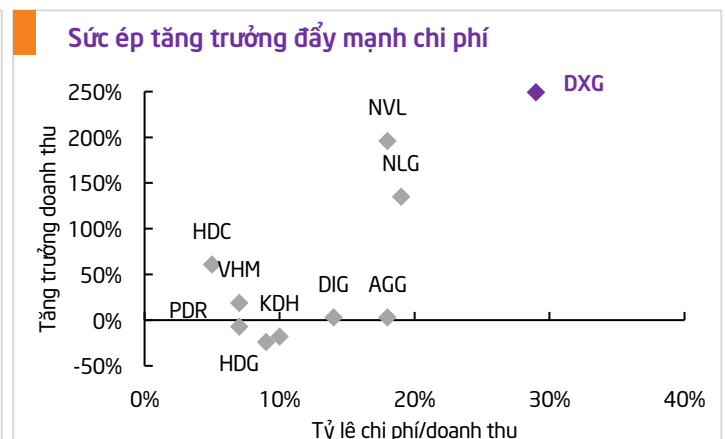
Đi cùng với mức tăng trưởng lợi nhuận cao, chúng tôi nhận thấy DXG đang chịu sức ép từ sự gia tăng chi phí trong giai đoạn gần đây, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Tính đến cuối 2021, tỷ lệ chi phí hiện chiếm đến 28.5% doanh thu thuần, trong đó chi phí môi giới ghi nhận mức tăng 754% YoY, chiếm tỷ trọng 40.8% tổng chi phí bán hàng và 10.1% doanh thu.

Tuy vậy chúng tôi cho rằng các chi gia tăng là phù hợp trong bối cảnh DXG đẩy mạnh kênh môi giới và tăng cường mở bán các dự án mới trong 2021. Tỷ trọng chi phí bán hàng & QLDN trên doanh thu cũng có sự cải thiện về mức 28.5% so với mức 37.3% của năm 2020.

Bên cạnh đó DXG đã có sự chuyển mình hướng tới sự đa dạng hoá hoạt động kinh doanh, nâng cao chuỗi giá trị dịch vụ bất động sản với các định vụ như: (1) cung cấp tài chính cho hoạt động mua nhà ở (FINA); (2) sàn mua bán bất động sản (IHOZZ); (3) cộng đồng kết nối môi giới, đào tạo nghiệp vụ, kiến thức và quảng bá dự án (PROPCOM); (4) giải pháp công nghệ hỗ trợ điều hành, số hoá quy trình bán hàng cho doanh nghiệp phân phối bất động sản (REAL AGENT). Mục tiêu của công ty trong giai đoạn tiếp theo sẽ hướng đến việc tạo ra nguồn thu nhập bền vững (recurring income) với tỷ trọng tối thiểu 50% trong cơ cấu doanh thu. Qua đó, chúng tôi dự kiến chi phí trong giai đoạn tiếp theo sẽ gia tăng nhằm phục vụ các kế hoạch đầu tư và mở rộng chuỗi giá trị của Đất Xanh.



(Nguồn: Fiinpro)



(Nguồn: Fiinpro)

Dự phóng kết quả kinh doanh

Cho năm 2022, chúng tôi dự báo DXG sẽ đạt doanh thu thuần 9,274 tỷ đồng, giảm 8.5% so với cùng kỳ năm trước nhưng sẽ duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 17.1% lên mức 1,355 tỷ đồng. Biên lợi nhuận dự kiến sẽ gia tăng trên kỳ vọng doanh nghiệp bàn giao ba dự án có giá trị lớn trong năm nay.

Tổng hợp các giả định và dự phóng

DVT: tỷ đồng	2021	2022F	% YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	10,132	9,274	-8.5%	Cho năm 2022, chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ giữ mức doanh thu ở nền cao của năm 2021 với sự tăng trưởng của các mảng môi giới BĐS, xây dựng và dịch vụ. Riêng mảng phát triển dự án, doanh thu trong năm dự kiến sẽ giảm nhẹ do yếu tố thời vụ
- Phát triển bất động sản	7,206	5,799	-19.5%	Doanh thu mảng phát triển bất động sản được đóng góp nhờ ghi nhận phần doanh thu còn lại của dự án Opal Boulevard và kế hoạch bàn giao của ba dự án ST. Moritz (190 căn), Gem Sky World (1,500 SP) và 1 toà dự án của Opal Skyline (750 căn). Trong đó dự án ST. Moritz và phần còn lại của Opal Boulevard đã được bàn giao hết vào Q1/22. Ở dự án Opal Skyline, 1 trong 2 tháp dự án đang trong quá trình cất nóc và hoàn thiện thiết kế bên trong. Dự án Gem Riverside đã hoàn thiện phân khu Topaz Town, Garnet Town and Pearl Town. Chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ đẩy nhanh tốc độ triển khai hai dự án này và bàn giao kịp tiến độ trong năm 2022
- Môi giới bất động sản	2,541	3,057	20.3%	Từ các dự án được Đất Xanh đưa vào phân phối trong 2022, doanh thu mảng MG dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng 20.3% so với cùng kỳ. Cơ sở hỗ trợ mảng môi mới: (1) nguồn cung bất động sản tại TP.HCM và Hà Nội dự kiến sẽ hồi phục sau nhiều năm suy giảm dự án mở bán mới; (2) dịch bệnh được đẩy lùi hỗ trợ ngành du lịch phục hồi kéo theo sự tăng trưởng của nhóm BĐS nghỉ dưỡng (3); lạm phát gia tăng sẽ hướng dòng tiền vào các kênh đầu tư trú ẩn an toàn như thị trường bất động sản (4) chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư tập trung xây dựng cơ sở hạ tầng sẽ tăng sự kết nối giữa các khu vực, đem đến tiềm năng cho các dự án bất động sản vùng ven
- Xây dựng	276	304	10.0%	
- Dịch vụ	109	114	5.0%	
Lợi nhuận gộp	5,640	5,982	6.1%	Việc bàn giao các dự án bất động sản có giá trị cao như ST. Moritz và Opal Skyline sẽ đem lại biên lợi nhuận cao hơn cho doanh nghiệp trong 2022
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>55.7%</i>	<i>64.5%</i>		
SG&A	2,885	3,181	10.3%	Các chi phí bán hàng dự kiến sẽ tăng lên phục vụ cho kế hoạch mở bán số lượng lớn các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp như Gem Riverside
<i>SG&A/Doanh thu</i>	<i>28%</i>	<i>34%</i>		
Lợi nhuận sau thuế	1,157	1,355	17.1%	Ước tính biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp sẽ mở rộng lên mức 14.6%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>11.5%</i>	<i>14.6%</i>		

(Nguồn: TPS Research)

Định giá

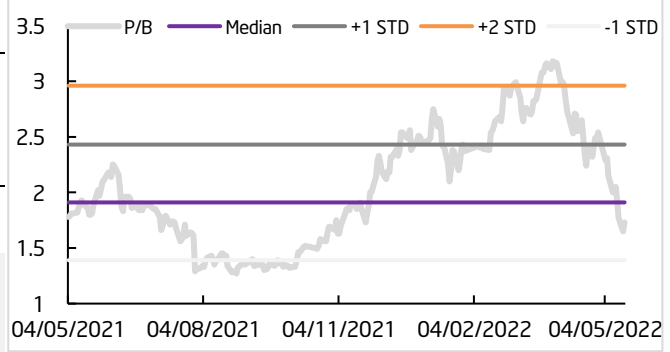
Dựa theo phương pháp đánh định giá từng phần (SOTP), chúng tôi xác định giá trị hợp lý của DXG ở mức 38,400đ/cp, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 50.6% tính theo giá đóng cửa vào 19/05/2022. Trong giả định định giá, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% lên giá trị các dự án hình thành trong tương lai được nhằm phản ánh độ rủi ro khi DXG vẫn đang trong quá trình mở rộng quy mô dự án và chưa hoàn thiện pháp lý. Cổ phiếu hiện giao dịch với mức P/B forward 1.53x, thấp hơn 15% so với mức định giá hiện tại.

Tổng hợp định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị
Mảng đầu tư phát triển dự án	DCF	23,787
Môi giới bất động sản	P/E mục tiêu	6,204
NAV		29,991
Tiền mặt		5,823
Nợ vay		11,977
Lợi ích cổ đông thiểu số		438
Giá trị vốn cổ phần		23,399
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)		609,276,876
Giá trị hợp lý mỗi cổ phần (đ/cp)		38,404
Thị giá ngày 12/05/2022 (đ/cp)		25,500
Lợi nhuận kỳ vọng		50.6%

(Nguồn: TPS Research)

Lịch sử P/B giao dịch



(Nguồn: Fiinpro)

So sánh các chỉ tiêu tài chính của DXG với các doanh nghiệp cùng ngành

Mã CK	Sàn	Vốn hoá	Q1/2022										TTM	TTM	
			Doanh thu		Lợi nhuận ròng		Tổng tài sản		Vốn chủ sở hữu		D/E	ROA	ROE	P/E	P/B
		Tỷ đồng	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY					
VHM	HOSE	291,307	12,986	-31%	4,725	-14%	233,963	13%	136,072	44%	0.19	17.06%	31.36%	7.6	2.25
NVL	HOSE	152,664	4,507	-57%	1,046	49%	224,133	46%	43,452	15%	1.60	1.93%	9.14%	40.89	4.2
PDR	HOSE	38,284	586	7%	279	11%	21,536	24%	8,388	22%	0.57	9.42%	24.17%	20.09	5.24
KDH	HOSE	26,810	836	-83%	300	45%	17,397	28%	11,141	33%	0.40	8.60%	13.02%	20.25	2.56
DIG	HOSE	25,894	500	4%	62	43%	16,393	38%	7,667	59%	0.70	6.58%	15.43%	24.17	3.47
NLG	HOSE	17,998	236	149%	33	-91%	23,432	19%	12,940	32%	0.25	3.10%	5.74%	23.34	2.04
HDG	HOSE	8,266	1,354	-49%	296	-26%	15,986	14%	5,705	31%	1.25	6.52%	20.07%	7.81	1.8
HDC	HOSE	4,643	296	35%	98	25%	4,140	24%	1,543	24%	1.04	8.95%	23.11%	13.92	3.06
AGG	HOSE	4,301	343	64%	4	-50%	14,491	41%	2,886	27%	1.00	3.27%	15.87%	8.79	1.86
Trung vị		25,894	586	4%	279	11%	17,397	24%	8,388	31%	0.70	6.58%	15.87%	20.09	2.56
Trung bình		63,352	2,405	4%	760	-1%	63,497	27%	25,533	32%	0.78	7.27%	17.55%	18.54	2.94
DXG	HOSE	15,917	2,954	-39%	408	-43%	28,871	12%	13,971	44%	0.31	3.16%	6.71%	17.31	1.73

(Nguồn: Fiinpro)

Rủi ro đầu tư

Việc chậm tiến độ triển khai các dự án Gem Riverside và Opal Skyline có thể ảnh hưởng đến kế hoạch bàn giao các dự án trong năm 2022 và 2023.

Bên cạnh nợ vay ngân hàng thương mại, DXG cũng có kế hoạch phát hành một số trái phiếu để bổ sung vốn cho hoạt động phát triển dự án. Hiện nay, Chính phủ hiện có các động thái chấn chỉnh và ổn định thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp, qua đó có khả năng ảnh hưởng đến khả năng huy động thêm vốn từ trái phiếu của nhóm BĐS nói chung và Đất Xanh nói riêng. Trong tháng 4 vừa qua không ghi nhận doanh nghiệp phát triển BĐS dân cư nào phát hành trái phiếu.

Phụ lục báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	5,814	2,891	10,089	9,274
Giá vốn hàng bán	(2,730)	(1,016)	(4,492)	(3,292)
Lợi nhuận gộp	3,084	1,875	5,598	5,982
Thu nhập tài chính	270	73	353	194
Chi phí tài chính	(209)	(858)	(544)	(739)
Chi phí bán hàng	(483)	(489)	(1,887)	(1,770)
Chi phí QLDN	(501)	(594)	(998)	(1,411)
Lợi nhuận hoạt động	2,310	(4)	2,522	2,257
Thu nhập khác	79	31	(6)	(65)
Chi phí khác	(47)	(78)	(76)	(111)
Lợi nhuận khác	79	31	(6)	(65)
Lợi nhuận từ công ty liên kết	149	(11)	0	0
Lợi nhuận trước thuế	2,389	27	2,516	2,193
Thuế TNDN	(506)	(350)	(849)	(400)
Lợi nhuận sau thuế	1,886	(174)	1,595	1,793
Lợi ích cổ đông thiểu số	670	322	438	438
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1,217	(496)	1,157	1,355

Bản cân đối kế toán	2019	2020	2021	FY2022F
Tài sản ngắn hạn	17,066	19,723	25,255	32,422
Tiền và tương đương	793	1,780	2,738	5,823
Các khoản phải thu	9,023	7,213	10,796	11,263
Hàng tồn kho	6,791	10,252	11,238	14,840
Tài sản dài hạn	2,814	3,588	2,999	3,163
Phải thu dài hạn	172	671	516	516
Tài sản cố định	362	355	427	591
Tài sản dở dang	168	773	778	852
Đầu tư tài chính dài hạn	1,185	107	353	354
Tài sản dài hạn khác	928	1,683	925	850
Tổng tài sản	19,881	23,311	28,254	35,585
Nợ phải trả	10,653	14,227	14,873	20,340
Nợ ngắn hạn	7,277	10,319	13,257	11,302
Nợ vay ngắn hạn	1,063	2,069	2,963	2,963
Các khoản phải trả	1,187	604	849	1,065
Nợ ngắn hạn khác	3,420	4,041	6,116	5,391
Nợ dài hạn	3,376	3,909	1,616	9,038
Nợ vay dài hạn	3,337	3,876	1,517	9,015
Nợ dài hạn khác	40	33	99	23
Vốn chủ sở hữu	9,228	9,084	13,381	15,245
Vốn góp	6,989	6,154	8,769	10,195
Vốn điều lệ	11	11	11	11
Cổ đông thiểu số	1,716	841	2,669	4,024
Tổng cộng nguồn vốn	2,239	2,930	4,612	5,050

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2019	2020	2021	2022F
Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh	(1,646)	(780)	1,225	(4,170)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(1,413)	(334)	10	(312)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	2,693	2,101	(277)	7,568
Tăng giảm tiền mặt	(365)	986	958	3,085
Số dư tiền đầu kì	1,159	793	1,780	2,738
Số dư tiền cuối kì	793	1,780	2,738	5,823

(Nguồn: TPS Research)

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.

Analyst

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên

028 7301 3839 (Ext 543)

nguyennhb@tpbs.com.vn

Head of Research

Ngô Thị Lệ Thanh

028 7301 3839 (Ext 121)

thanhnt@tps.com.vn

LIÊN HỆ

PHÒNG PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)

 028 7301 3839

 p.pt@tpbs.com.vn

 <https://www.tpbs.com.vn/>