

Giá hiện tại: 16.150 VND

Giá kỳ vọng: 18.800 VND

Khuyến nghị: MUA +16,4%

Mã cổ phiếu	DXG
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	20.850
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	12.050
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.639,36
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	13.389.202
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	720,7
Beta	1,5
P/E	38,1
P/B	0,75

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp:

Công ty CP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) được thành lập năm 2003, khởi đầu là một đơn vị môi giới, chuyên phân phối các dự án bất động sản tại khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Sau hơn 20 năm phát triển DXG trở thành một trong những đơn vị phát triển BĐS chuyên nghiệp với hệ thống phân phối rộng khắp, chiếm khoảng 30% thị phần môi giới toàn quốc.

DXH Riverside: Động lực cho sự phục hồi và tăng trưởng trong 2025

Luận điểm đầu tư

- Mô hình kinh doanh của DXG dựa trên nền tảng hệ sinh thái toàn diện với hoạt động phát triển dự án kinh doanh BĐS là cốt lõi và hệ thống phân phối BĐS rộng khắp nhiều kinh nghiệm.
- Nền tảng môi giới vững chắc qua công ty con là Công ty CP Dịch vụ BĐS Đất Xanh (HOSE: DXS) hiện chiếm khoảng 33% thị phần môi giới trên toàn quốc. Dịch vụ môi giới trọn gói với mức hoa hồng lớn (10%-20%) đem lại cho DXS tỷ suất sinh lời vượt trội và lợi thế cạnh tranh so với các công ty môi giới BĐS khác.
- Trong năm 2024 nhiều vướng mắc pháp lý của các dự án trọng điểm đã dần được tháo gỡ là những tín hiệu tích cực hứa hẹn sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng và hoạt động kinh doanh đang kém khả quan của DXG do không có dự án mới mở bán. Dự án DXH Riverside đã được cấp Giấy phép xây dựng dự kiến mở bán trong năm 2025 được kỳ vọng dự án chiến lược trong giai đoạn 2025 – 2026, cùng với việc tái mở bán của dự án GSW. Trong khi đó, giao dịch môi giới BĐS dự kiến tiếp tục phục hồi trong năm 2025 với sự ấm dần lên của thị trường BĐS.

Diễn biến giá cổ phiếu DXG



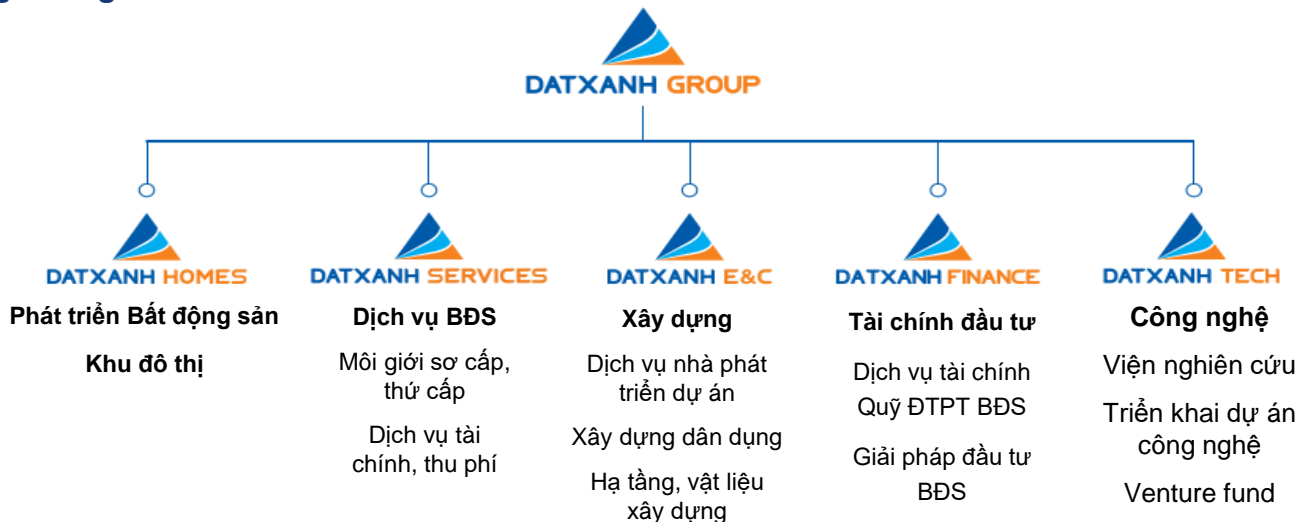
Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024E
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	10.089	5.512	3.725	4.015
Tăng trưởng YoY	249,0%	-45,4%	-32,4%	7,8%
Lợi nhuận sau thuế Công ty mẹ (tỷ đồng)	1.157	215	172	133
Tăng trưởng YoY		-81,4%	-20,0%	-22,4%
Doanh số bán hàng (tỷ đồng) (*)	4.164	1.996	195	198
Tăng trưởng YoY		-18,9%	-52,1%	-90,2%
Biên lợi nhuận gộp (%)	55,3%	53,5%	45,9%	51,2%
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	26,8%	14,9%	19,7%	23,2%
Biên lợi nhuận ròng (%)	15,7%	9,6%	4,0%	8,3%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.941,6	352,2	281,9	177,7
ROA (%)	4,5%	0,7%	0,6%	0,5%
ROE (%)	10,3%	1,6%	1,2%	0,9%
Nợ ròng/VCSH	13,0%	34,5%	35,3%	28,2%

THÔNG TIN CHUNG

Giới thiệu về doanh nghiệp

Công ty CP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) tiền thân là công ty TNHH Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh do ông Lương Trí Thìn sáng lập năm 2003. DXG khởi đầu là một đơn vị môi giới chuyên phân phối sản phẩm của các dự án BĐS tại địa bàn thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận. Sau hơn 20 năm phát triển, DXG đã trở thành doanh nghiệp môi giới có tên tuổi, đồng thời mở rộng sang lĩnh vực đầu tư và phát triển bất động sản với nhiều dự án quy mô lớn tại HCM, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu. Với định hướng đa ngành nghề, DXG đặt mục tiêu tăng trưởng bền vững, tập trung phát triển các dự án chất lượng cao, tận dụng thế mạnh các mảng kinh doanh cốt lõi hiện có để mở rộng hệ sinh thái và đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh.

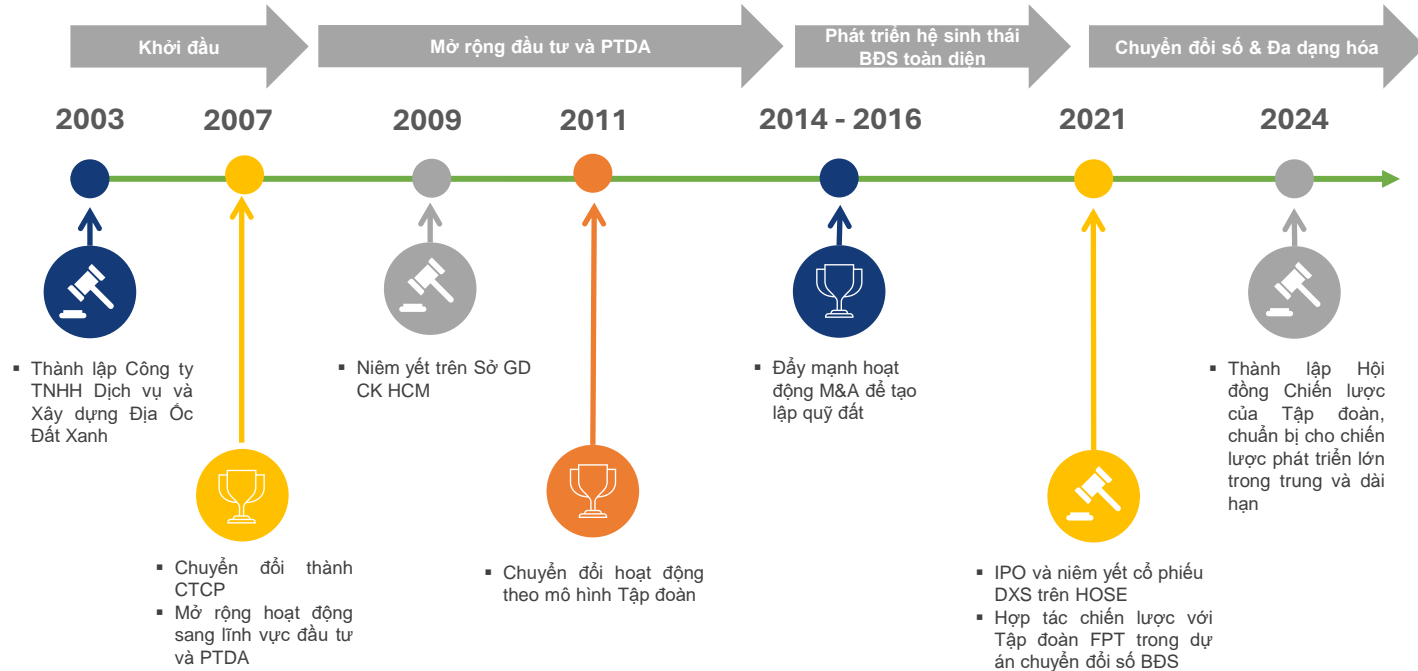
Ngành nghề kinh doanh



I. TỔNG QUAN

LỊCH SỬ HOẠT ĐỘNG

Sự chuyển mình mạnh mẽ từ một doanh nghiệp phân phối nhỏ thành Tập đoàn bất động sản chuyên nghiệp sở hữu hệ sinh thái toàn diện.

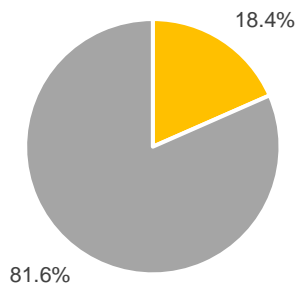


I. TỔNG QUAN

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

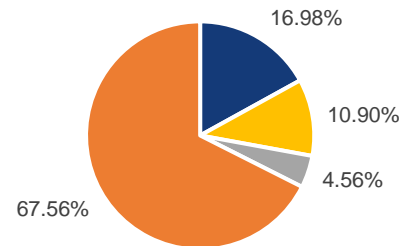
- Cổ đông chiếm tỷ lệ sở hữu lớn nhất là Ông Lương Trí Thìn – người sáng lập và là Chủ tịch HĐQT của DXG từ năm 2003. Tháng 7/2024, ông Lương Trí Thìn thôi giữ chức Chủ tịch HĐQT; tuy nhiên ông vẫn là thành viên HĐQT DXG đồng thời đảm nhiệm chức Chủ tịch Hội đồng chiến lược của Tập đoàn, đơn vị có nhiệm vụ xây dựng và hoạch định chiến lược cho HĐQT, Ban điều hành về các vấn đề đầu tư, kinh doanh và quyết sách quan trọng trong mọi hoạt động của Tập đoàn. Như vậy, ông Thìn vẫn tiếp tục tham gia vào hoạt động quản lý của DXG, mặc dù việc thay đổi và chuyển giao ban lãnh đạo có thể dẫn đến sự thiếu ổn định trong ngắn hạn tại DXG, đặc biệt là trong bối cảnh thị trường bất động sản chưa có sự phục hồi rõ rệt như hiện nay.
- Nhóm cổ đông nước ngoài chiếm tỷ lệ sở hữu lớn thứ hai tại DXG là Nhóm quỹ ngoại Dragon Capital với tỷ lệ sở hữu hiện tại là 10,9%. Trong thời gian gần đây, nhóm quỹ ngoại Dragon Capital thường xuyên thực hiện những giao dịch mua bán luân phiên đối với DXG, tuy nhiên lượng đơn vị giao dịch không lớn so với quy mô nắm giữ.

Cơ cấu sở hữu của DXG theo phân nhóm nhà đầu tư



■ Sở hữu nhà nước ■ Sở hữu nước ngoài ■ Khác

Cơ cấu sở hữu của DXG theo nhóm cổ đông lớn



■ Ông Lương Trí Thìn ■ Nhóm quỹ ngoại Dragon Capital
■ Công ty CP Đầu tư NAV ■ Khác

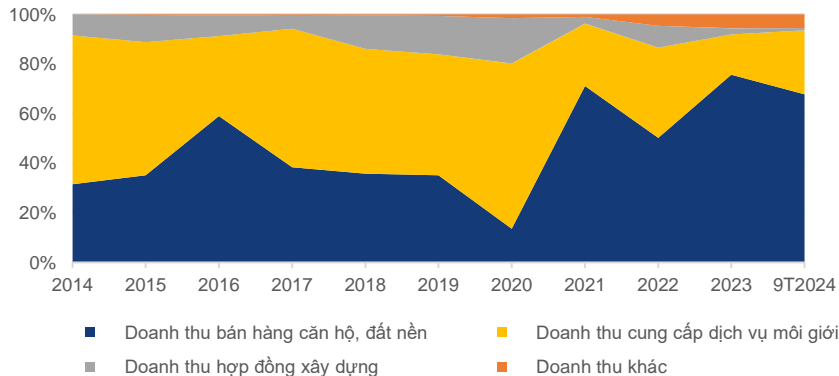
I. TỔNG QUAN

Hai lĩnh vực chính đem lại doanh thu lớn nhất là Đầu tư phát triển dự án BĐS và Dịch vụ môi giới

Doanh thu của DXG đến từ ba nguồn chính: phát triển dự án, hoạt động môi giới và xây dựng; trong đó doanh thu từ hoạt động môi giới và bán BĐS luôn chiếm tỷ trọng trên 80% trong giai đoạn 2014 đến nay.

- Trước năm 2020, dịch vụ môi giới BĐS luôn là mảng đóng góp lớn nhất cho doanh thu và lợi nhuận của DXG với trên 50% doanh thu thuần với thị phần môi giới BĐS lớn nhất cả nước cùng mạng lưới phân phối và đội ngũ nhân viên có kinh nghiệm, chuyên môn cao.
- Từ năm 2021 trở lại đây, cơ cấu doanh thu các mảng hoạt động của DXG chứng kiến sự hoán đổi tỷ trọng giữa doanh thu phát triển BĐS và doanh thu môi giới BĐS. Tỷ trọng doanh thu hoạt động môi giới chỉ còn ~25%-35% tổng doanh thu (cá biệt năm 2023, doanh thu môi giới BĐS chỉ chiếm 16% tổng doanh thu), trong khi đó tỷ trọng hoạt động bán BĐS đóng góp gần 70% doanh thu. Cụ thể, đến hết Q3/2024, doanh thu môi giới BĐS đạt 828 tỷ đồng, tương đương 38% doanh thu bán hàng của DXG là gần 2.200 tỷ đồng. Cơ cấu này cũng phản ánh tình trạng hấp thụ thấp của thị trường BĐS trong 9 tháng đầu năm 2024.

Tỷ trọng doanh thu của DXG (%) trong 2014-9T2024



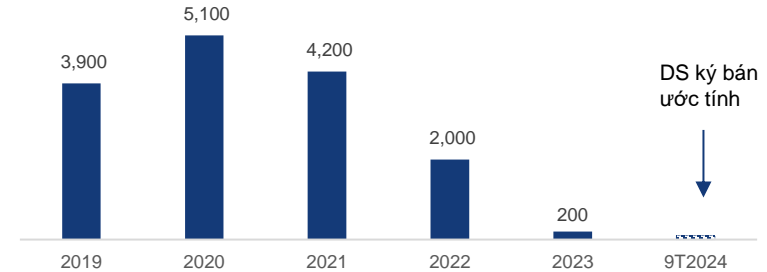
II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh số bán hàng và doanh thu có xu hướng giảm từ năm 2021 – 2022, doanh thu ghi nhận sự phục hồi nhẹ trong 9T2024

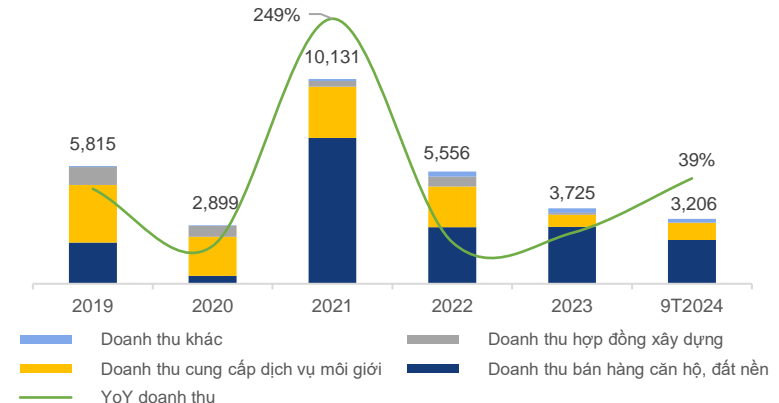


- **Doanh số ký bán** năm 2020 đạt mức cao nhất với giá trị trên 5.000 tỷ đồng; chủ yếu từ mở bán dự án Gem Sky World (GSW) tại Đồng Nai và dự án Opal Cityview tại Bình Dương. Từ năm 2021 doanh số bán hàng giảm do không có dự án mới mở bán, dự án GSW dừng mở bán sau khi bán được ~60% do những vướng mắc về pháp lý. Đến năm 2023 doanh số ký bán thấp ở mức kỷ lục, ước tính chỉ khoảng 200 tỷ đồng từ việc bán các sản phẩm của các dự án đã mở bán trước đó.
- Năm 2021, DXG ghi nhận mức **doanh thu** kỷ lục hơn 10.000 tỷ đồng, gấp 3,5 lần năm trước đó, chủ yếu đến từ hoạt động bán căn hộ, nhà phố, đất nền với hơn 7.200 tỷ đồng. Giai đoạn 2022-2023 ghi nhận mức doanh thu sụt giảm -30%-40% YoY, chủ yếu do khó khăn của thị trường BĐS dẫn đến doanh thu từ hoạt động môi giới giảm mạnh. 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu ghi nhận sự phục hồi nhẹ với mức tăng trưởng 39% YoY lên hơn 3.200 tỷ đồng, đạt 82% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 226 tỷ đồng, vượt kế hoạch năm 2024. Sự cải thiện của doanh thu môi giới BĐS trong 9T2024 phản ánh những dấu hiệu phục hồi của thị trường BĐS.

Doanh số ký bán 2019 - 9T2024



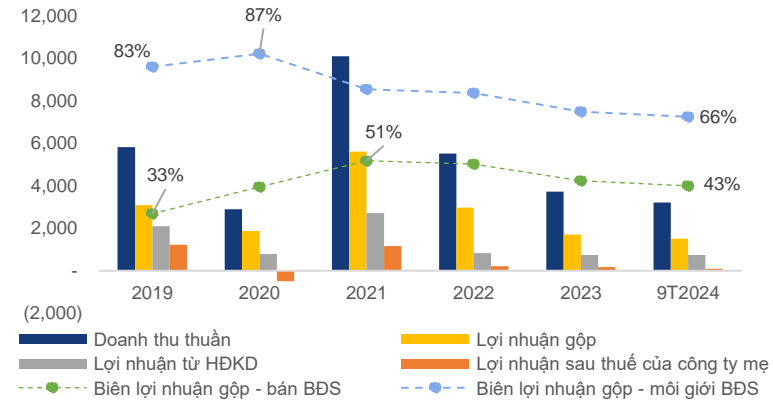
Cơ cấu doanh thu (tỷ đ) của DXG trong 2019-9T2024



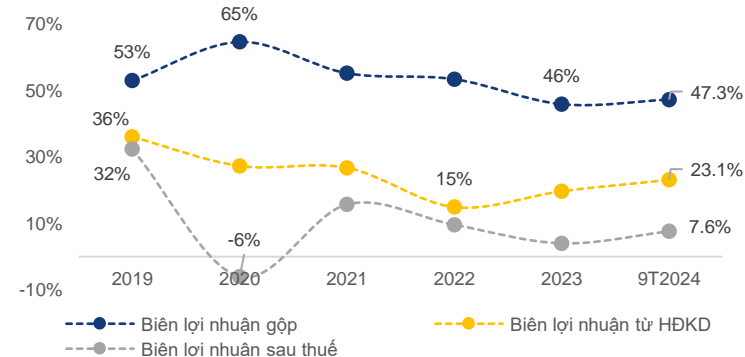
Cắt giảm chi phí và tái cấu trúc để cải thiện hiệu quả hoạt động trong bối cảnh khó khăn của thị trường BĐS

- Mảng dịch vụ môi giới BĐS là mảng kinh doanh có **biên lợi nhuận gộp** cao của DXG với biên lợi nhuận gộp trung bình 75%-80%; tuy nhiên từ năm 2023 đến nay, biên lợi nhuận gộp của hoạt động môi giới có sự suy giảm đáng kể, chỉ còn 66% cuối Q3/2024. Nguyên nhân chính là do (1) sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của hoạt động môi giới BĐS với sự tham gia của ngày càng nhiều các đơn vị môi giới và sản giao dịch BĐS; (2) thay đổi hành vi của người mua nhà, giảm sự phụ thuộc vào môi giới và chuyển dần sang các kênh thông tin khác.
- Cùng với mảng môi giới, hoạt động bán BĐS cũng ghi nhận biên lợi nhuận gộp giảm từ năm 2021 do giá vốn bán hàng tăng.
- Từ năm 2023, trong bối cảnh thị trường khó khăn DXG đã thực hiện cắt giảm 2/3 nhân sự, giải thể nhiều công ty con, tái cấu trúc mô hình hoạt động, kiện toàn bộ máy quản trị. Nhờ đó các khoản **chi phí bán hàng và chi phí quản lý** được cắt giảm lần lượt 45% và 65%. Biên lợi nhuận từ HĐKD nhờ đó có sự cải thiện đáng kể trong năm 2023 và 9T2024.

Doanh thu và lợi nhuận



Biên lợi nhuận

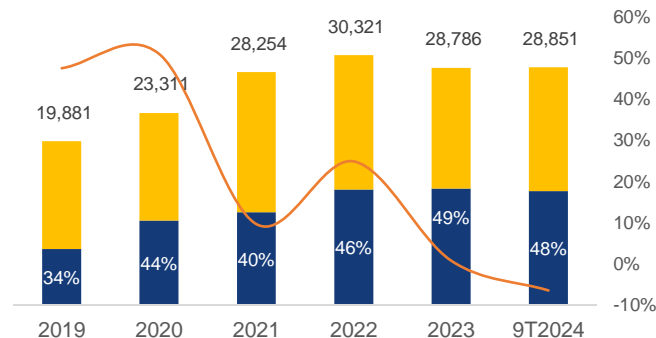


II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Người mua trả tiền trước và Hàng tồn kho có xu hướng giảm

- Khác với nhiều doanh nghiệp cùng ngành BĐS khác, giá trị **hàng tồn kho** của DXG luôn ít hơn 50% tổng tài sản của công ty. Giá trị hàng tồn kho có xu hướng chững lại trong năm 2023 và 9T2024 do trong thời gian vừa qua công ty đang tập trung tháo gỡ vướng mắc pháp lý của các dự án hiện tại (Gem Sky World và DXH Riverside) để có thể sớm tiếp tục mở bán và bàn giao sản phẩm cho khách mua.
- **Người mua trả tiền trước** cũng có xu hướng giảm trong thời gian gần đây phản ánh tình trạng bán hàng giảm sút của DXG do không có dự án mới mở bán.

Tỷ trọng hàng tồn kho/tổng tài sản

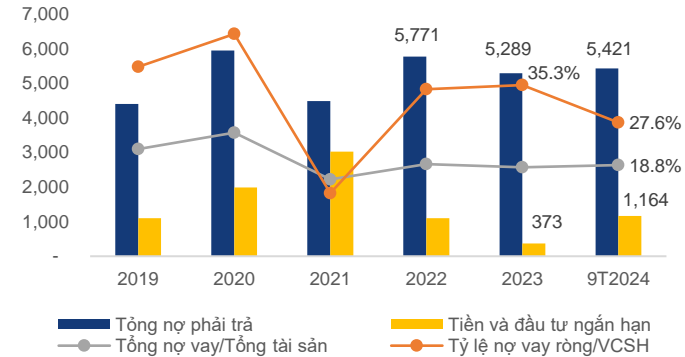


II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

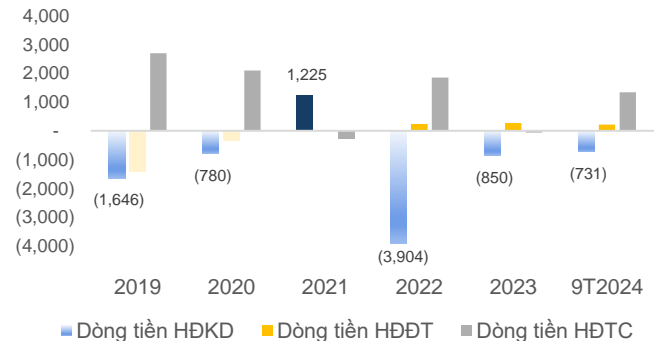
Huy động vốn từ kênh ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn, áp lực đáo hạn trái phiếu không quá lớn; tuy nhiên dòng tiền hoạt động âm

- **Nợ phải trả:** Cuối năm 2023, tỷ lệ nợ phải trả ngắn và dài hạn của DXG là 5,29 nghìn tỷ (trong đó 49% là nợ vay ngắn hạn), thấp hơn 8,4% so với năm 2022 trong khi trạng thái tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn ở mức rất thấp chỉ còn 373 tỷ đồng. Để giảm tỷ lệ nợ ròng/VCSH ở mức cao trên 35%, cuối năm 2023 DXG đã hoàn thành chào bán 101,7 triệu cổ phiếu, tăng vốn điều lệ thành công từ 6,11 nghìn tỷ đồng lên 7,22 nghìn tỷ đồng trong Q1/2024. Nhờ vậy, tỷ lệ nợ ròng/VCSH giảm xuống mức 27,6% cuối Q3/2024.
- **Xét cơ cấu nợ vay,** đến cuối Q3/2024 DXG đang vay nợ tại 12 ngân hàng Việt Nam và chi nhánh nước ngoài, với tổng số nợ vay là hơn 4.000 tỷ đồng, chiếm tới 74% tổng nợ vay của công ty. Các khoản nợ vay ngân hàng chủ yếu để bổ sung vốn lưu động, mua tài sản, tài trợ dự án. So với nợ vay ngân hàng, giá trị trái phiếu đã phát hành của DXG thấp hơn nhiều. Đến cuối Q3/2024 tổng nợ trái phiếu của DXG là 1.388 tỷ, trong đó đến hạn trong năm 2025 là 950 tỷ.
- Tỷ lệ đòn bẩy có sự cải thiện trong 9T2024 chủ yếu là do nguồn tiền đến từ hoạt động tăng vốn. Trong khi đó **nguồn tiền từ HĐKD** của công ty gần như liên tục âm từ năm 2016 đến nay (ngoại trừ năm 2021 khi doanh thu tăng đột biến và lãi trước thuế đạt trên 2.500 tỷ đồng). Đây cũng là tình trạng chung của các doanh nghiệp BĐS nhất là trong hai năm gần đây do doanh số bán hàng yếu, kinh doanh bị ảnh hưởng bởi sự trầm lắng của thị trường BĐS, trong khi đó việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng và trái phiếu còn gặp nhiều khó khăn.

Nợ và tỷ lệ nợ

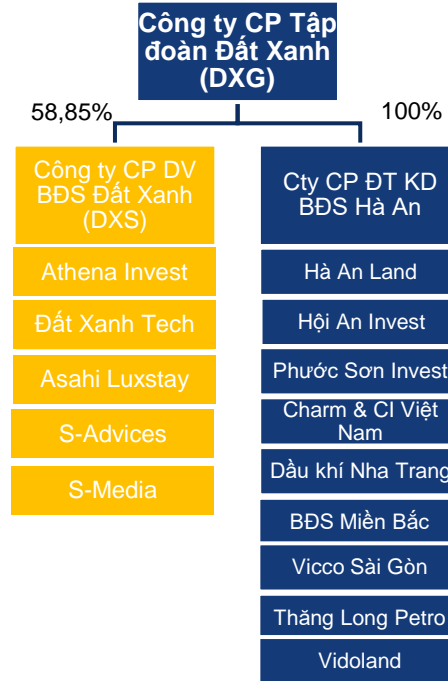


Dòng tiền DXG

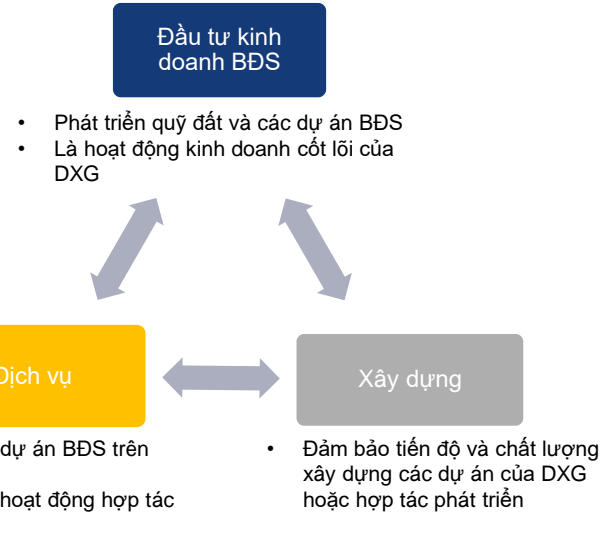


II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Hệ sinh thái toàn diện với nền tảng môi giới vững chắc và mảng kinh doanh BĐS là hoạt động cốt lõi



Cuối Q3/2023, cơ cấu tổ chức của DXG có 85 công ty con. Chúng tôi chỉ liệt kê một số công ty con chủ chốt trong hệ sinh thái của DXG.



Mô hình kinh doanh của DXG là mô hình kinh doanh khép kín tạo ra sự linh hoạt cho hoạt động kinh doanh của Tập đoàn khi các mảng kinh doanh có thể hỗ trợ lẫn nhau. Tính đến thời điểm hiện tại mảng Đầu tư kinh doanh BĐS và phát triển dự án BĐS là mảng cốt lõi và chiến lược của DXG, đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của Công ty. Trong khi đó mảng dịch vụ BĐS (bao gồm dịch vụ môi giới, tư vấn và quản lý cho thuê BĐS) đóng vai trò hỗ trợ mạnh mẽ, giúp đảm bảo tiến độ bán hàng cho các dự án do DXG phát triển.

Nền tảng môi giới vững chắc (Công ty CP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh – HOSE: DXS)

Trong mảng dịch vụ môi giới BĐS, DXG vẫn khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường thông qua Công ty CP Dịch vụ BĐS Đất Xanh (HOSE: DXS).

Lịch sử hình thành và phát triển

2010-2011

- Thành lập Đất Xanh Services
- Thành lập các công ty con DX Miền Bắc, Miền Nam

2016-2018

- Thành lập công ty con tại Miền Nam Trung Bộ và Miền Tây
- Tổng sản phẩm phân phối đạt mốc 50.000 sản phẩm

2019-2021

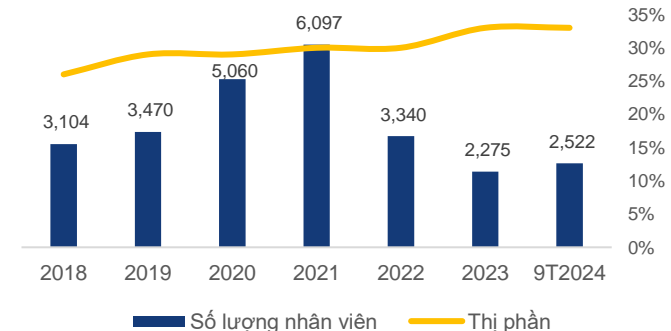
- Tái cấu trúc trở thành Công ty kinh doanh dịch vụ BĐS toàn diện
- Tổng sản phẩm phân phối đạt 130.000 sản phẩm
- Niêm yết cổ phiếu trên HOSE

2022 - 2024

- Tái cấu trúc hệ thống quản trị
- Thành lập Đất Xanh Commercial (môi giới BĐS thương mại)

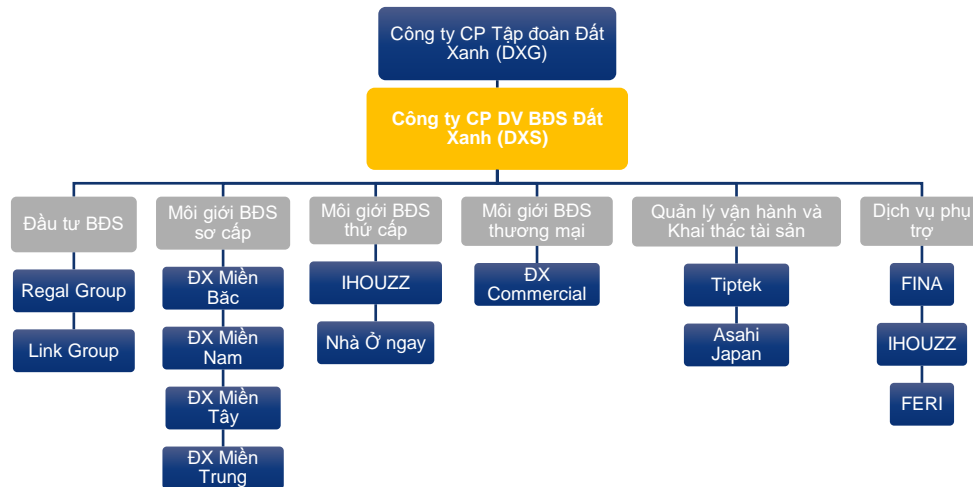
- **33%** thị phần cả nước – **Top 1 thị phần môi giới sơ cấp** theo sản lượng bán
- Hệ thống phân phối rộng khắp: ~**1.000** sản môi giới, văn phòng, chi nhánh kinh doanh BĐS trên tất cả 63 tỉnh thành; nhiều kênh bán hàng trực tuyến: nhadat.net; realagent.vn
- **30.000+** sản phẩm bán ra mỗi năm, đa dạng từ biệt thự, nhà phố, shophouse, chung cư cho tới các sản phẩm đất nền, nghỉ dưỡng.
- **500+** dự án phân phối trên cả nước của các chủ đầu tư hàng đầu Việt Nam; trong đó các dự án từ Công ty mẹ DXG đóng góp ~15% doanh thu hàng năm.

Số lượng nhân viên và thị phần



Nền tảng môi giới vững chắc (Công ty CP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh – HOSE:DXS)

Cơ cấu tổ chức và lĩnh vực hoạt động kinh doanh cốt lõi

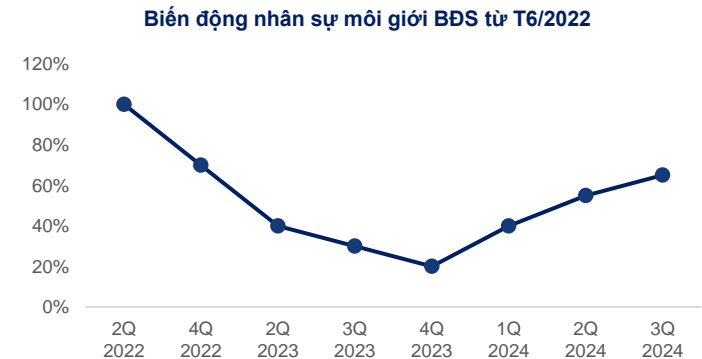
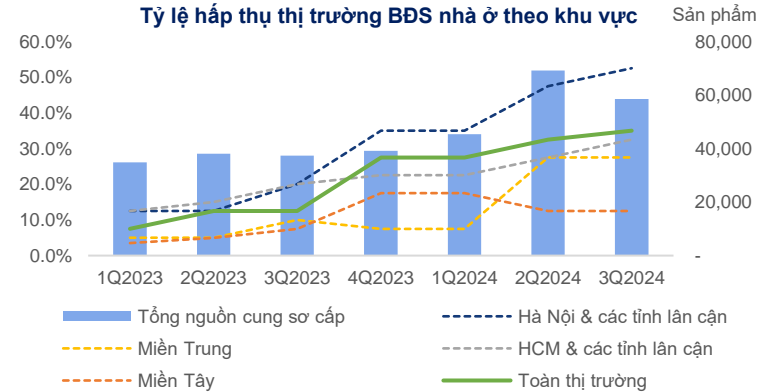


- **Môi giới BĐS sơ cấp:** mạng truyền thống và thế mạnh của DXS, chiếm 33% thị phần nhờ mạng lưới mở rộng trên toàn quốc, đội ngũ bán hàng được đào tạo bài bản, mối quan hệ rộng khắp với nhiều chủ đầu tư (Vinhomes, Capitaland, TNR, Nhà Khang Điền, Phát Đạt,...). Dịch vụ môi giới trọn gói (bao gồm tư vấn pháp lý, thiết kế, chiến lược marketing, chiến lược giá và bán hàng) với mức hoa hồng lớn (10%-20%) đem lại cho DXS tỷ suất sinh lời vượt trội và lợi thế cạnh tranh so với các công ty môi giới BĐS khác.
- **Môi giới BĐS thứ cấp:** Môi giới bán lại, môi giới thuê và cho thuê trên cơ sở phát triển nền tảng công nghệ.
- **Quản lý BĐS:** quản lý tòa nhà căn hộ, văn phòng, bán lẻ; quản lý cho thuê
- **Dịch vụ phụ trợ:** thẩm định giá, nghiên cứu thị trường và maketing

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng dịch vụ môi giới BĐS dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong Quý 4/2024 và 2025

- Theo báo cáo thị trường của Viện nghiên cứu Kinh tế - Tài chính – Bất động sản DXS (FERI), nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ của thị trường BĐS nhà ở trên cả nước đều có dấu hiệu phục hồi từ đầu năm 2024, đặc biệt là ở Hà Nội và các tỉnh lân cận. Tổng nguồn cung đạt gần 60.000 sản phẩm với tỷ lệ hấp thụ toàn thị trường đạt 32%-37%, trong đó tỷ lệ hấp thụ tại thị trường Hà Nội và các tỉnh lân cận lên đến 55%.
- Theo báo cáo của Hội môi giới BĐS Việt Nam (VARs) tính từ đầu năm 2023 đến hết 3Q2024 đã có hơn 5.500 doanh nghiệp BĐS quay trở lại hoạt động. Hàng loạt văn phòng môi giới mở cửa với khoảng 70% nhân sự môi giới hoạt động trở lại. Đây là dấu hiệu cho thấy thị trường BĐS đã có sự phục hồi và dự báo sẽ dần ấm lên trong quý cuối 2024 và năm 2025.
- DXS với vị thế là đơn vị môi giới BĐS với thị phần lớn nhất Việt Nam đã bắt đầu xây dựng trở lại đội ngũ bán hàng sau giai đoạn cắt chi phí 2022-2023 nhằm đón đầu sự phục hồi của thị trường. Với hoạt động môi giới toàn diện tham gia sâu vào quá trình phát triển dự án từ những bước đầu khi cung cấp các dịch vụ pháp lý, marketing, công nghệ và quản lý bán hàng, chúng tôi đánh giá DXS sẽ ghi nhận sự phục hồi KQKD ở mảng môi giới BĐS trước so với hoạt động bán BĐS. Cụ thể, trong 9T2024, doanh thu môi giới của DXS đạt 843 tỷ, với tỷ lệ tăng trưởng +100% yoy. Chúng tôi dự kiến doanh thu mảng môi giới BĐS của DXS năm 2024 có thể đạt ~1.300 tỷ đ, vượt doanh thu bán BĐS trong kỳ.



Mảng kinh doanh BĐS là hoạt động cốt lõi

Công ty CP Đầu tư Kinh doanh Bất động sản Hà An, 100% sở hữu bởi DXG, được thành lập năm 2018 và giữ vai trò trụ cột trong mảng phát triển quỹ đất và các dự án BĐS của DXG. Hầu hết các dự án của DXG hiện đã được chuyển về BĐS Hà An là chủ đầu tư, ngoại trừ dự án DXH Riverside do DXG trực tiếp triển khai.

Chiến lược kinh doanh

- Từ năm 2017, DXG đã đẩy mạnh hoạt động M&A để tích lũy quỹ đất phát triển dự án, chủ yếu tập trung tại khu vực phía Đông HCM (Dự án Gem Riverside, Gem Riverview, Gem Premium, Opal Riverside, Opal Garden,...) và phía Nam HCM (Lux Garden, Lux Riverview, Lux City,...)
- Trong 2-3 năm tới, chiến lược kinh doanh của DXG là tập trung vào phân khúc chung cư với quy mô tầm trung, tập trung tại Thủ Đức, HCM và tỉnh Bình Dương. Các dự án đều đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý, dự kiến có thể bắt đầu triển khai bán hàng trong giai đoạn 2025 – 2027.

Các dự án chủ chốt dự kiến triển khai trong thời gian tới của DXG:

Dự Án	Vị trí	Diện tích (ha)	% sở hữu	Sản phẩm (căn)		Tiến độ triển khai dự kiến					Tiến độ pháp lý		
				Cao tầng	Thấp tầng	Mở bán	Bàn giao	2025	2026	2027		2028	sau 2029
Dự án đang triển khai													
Gem Skyworld	Long Thành, Đồng Nai	92,2	100%		Sê4.0 26	2020	2021						Đã bán ~60% và bàn giao ~40%.Đã hoàn thiện pháp lý đủ điều kiện tiếp tục bàn giao cuối 2024. Dự kiến tiếp tục mở bán trong năm 2025
Bất động chuẩn bị triển khai													
DXH Riverside	TP Thủ Đức, HCM	6,7	100%	3.175		2025	2027						Đã được cấp GPXD T9/2024 Dự kiến mở bán Q1 2025
Gem Premium	TP Thủ Đức, HCM	15,0	75%	2.630		2027	2029						Đang hoàn thiện pháp lý QH 1/500 và CTĐT
Opal City	TP Thủ Đức, HCM	6,1	100%	2.100		2027	2029						Đang hoàn thành QH1/500
Opal Cityview	Bình Dương	1,0	100%	1.538		2027	2029						Đang hoàn thành QH 1/500

III. LUẬN ĐIỂM ĐÀU TƯ

Vướng mắc pháp lý các dự án trọng điểm dần được tháo gỡ

GEM SKY WORLD (GSW)

CĐT: Công ty CPĐT KD BĐS Hà An

Vị trí: Long Thành – Đồng Nai, cách sân bay Long Thành 10km

Quy mô: 92 ha

Tổng số lượng sản phẩm: 4.022 sản phẩm đất nền, nhà phố, nhà phố thương mại

Thời gian triển khai: 2020-2027



Tiến độ bán hàng: Dự án GSW mở bán lần đầu vào tháng 7/2020 với khoảng 700 căn đã được bán trong giai đoạn đầu. Tính đến cuối 3Q2024, dự án đã bán ~2.300 căn (tương đương 60% tổng sản phẩm), trong đó 1.600 căn đã được bàn giao, còn 700 căn đã bán nhưng chưa được bàn giao và ghi nhận doanh thu.

Tiến độ xây dựng: DXG đang tiếp tục hoàn thiện cơ sở hạ tầng và các tiện ích nội khu, bao gồm 2 trường mầm non, cơ sở y tế, khu vực thương mại.

Tiến độ pháp lý: T10/2023, 2.305 lô đất nền được Sở Tài nguyên và Môi trường tỉnh Đồng Nai cấp giấy phép chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho khách hàng. Khách hàng đã nhận được thông báo ra sổ trong T11/2023. Đến hiện tại khoảng 1.500 căn đã được bàn giao sổ.

Theo DXG dự kiến đầu năm 2025 sẽ tiếp tục mở bán các sản phẩm thuộc phân khu Topaz Town. Chúng tôi đánh giá khả năng hấp thụ của thị trường đối với dự GSW trong ngắn hạn sẽ chưa được cải thiện do tình hình thị trường BĐS phía Nam phục hồi chậm và các sản phẩm của GSW chủ yếu thuộc phân khúc đầu tư. Tuy nhiên, với các yếu tố về hạ tầng ngày càng hoàn thiện, tiến độ xây dựng của sân bay Long Thành đang được đẩy mạnh, dự đoán tốc độ hấp thụ sẽ nhanh hơn trong giai đoạn 2026-2027. Chúng tôi ước tính tổng doanh số bán các sản phẩm còn lại của GSW khoảng 6.300 – 6.500 tỷ đồng.

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vướng mắc pháp lý các dự án trọng điểm dần được tháo gỡ

DATXANHOMES RIVERSIDE

CĐT: Công ty CP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

Vị trí: Thành phố Thủ Đức, HCM

Quy mô: 4,3 ha; 12 tòa

Tổng số lượng sản phẩm: 3.175 sản phẩm (theo phê duyệt 1/500 mới được phê duyệt)

Thời gian bán hàng dự kiến: 2025 – 2028

Thời gian bàn giao dự kiến: 2027 – 2030



Dự án DXH Riverside đã được mở bán lần đầu năm 2018 với giá trung bình từ 33 – 38 tr đ/m². Tuy nhiên do các thủ tục về pháp lý phức tạp dẫn đến triển khai chậm trễ và phải tạm dừng. Q1/2024, DXG đã hoàn thành nộp bổ sung chi phí sử dụng đất cho QH1/500 điều chỉnh. Tháng 9/2024 dự án đã hoàn thành Giấy phép xây dựng và dự kiến sẽ mở bán lại vào đầu năm 2025.

Đối với các căn đã bán trong giai đoạn 2018 – 2019, đến hiện tại còn 300 căn chưa được thu hồi. DXG hiện đang thảo luận các phương án chấm dứt hợp đồng với khách hàng để thu hồi toàn bộ sản phẩm trước khi mở bán lại.

Chúng tôi kỳ vọng DXH Riverside sẽ là dự án trọng điểm của DXG sau khi được mở bán dự kiến vào nửa đầu năm 2025, đem lại dòng tiền cho công ty trong giai đoạn 2025-2026 và là động lực chính tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2027-2028.

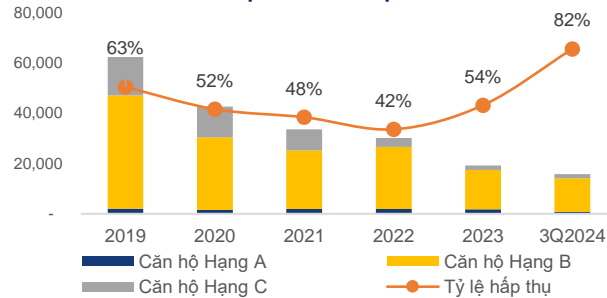
DXH Riverside có vị trí đắc địa, ba mặt là sông, nằm ngay cạnh đường kết nối cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây với khả năng kết nối linh hoạt trung tâm Quận 1 và khu đô thị Thủ Thiêm trong vòng 5-10 phút di chuyển. Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán của DXH Riverside có thể đạt khoảng 24 nghìn tỷ đồng, trong giai đoạn 2025 – 2028. Với biên lợi nhuận 30-35%, DXH Riverside được kỳ vọng sẽ đem lại mức lợi nhuận rất lớn (khoảng 8 nghìn tỷ đồng) cho DXG trong thời gian tới.

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

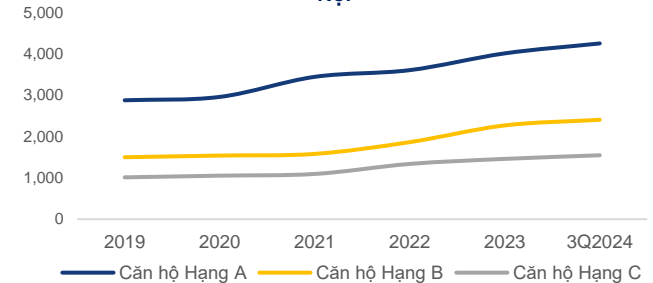
Cập nhật thị trường BĐS Hà Nội 3Q2024

Nguồn cung căn hộ tăng mạnh với tỷ lệ hấp thụ tăng vọt so với các quý trước, chủ yếu nhờ pháp lý minh bạch được phát triển bởi các chủ đầu tư có uy tín. 70% các căn hộ thuộc phân khúc trên 4 tỷ/căn. Khu vực phía Tây tiếp tục dẫn đầu số lượng giao dịch trong kỳ.

Nguồn cung sơ cấp và tỷ lệ hấp thụ căn hộ theo loại hình - Hà Nội

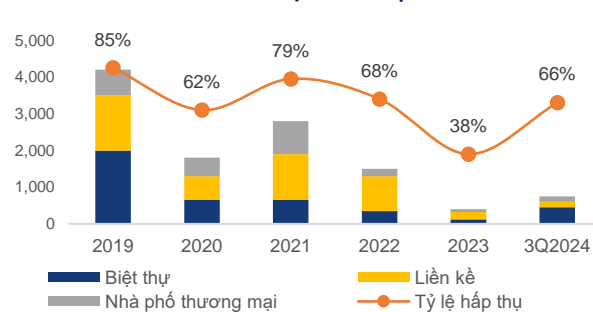


Giá sơ cấp bình quân theo loại hình căn hộ - Hà Nội

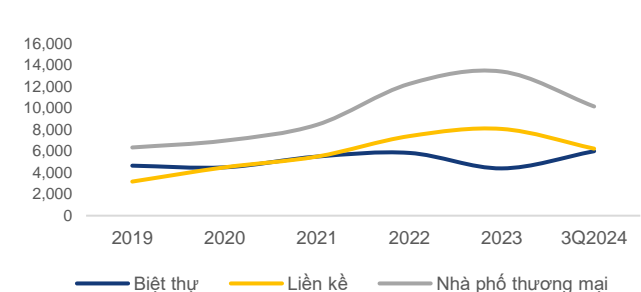


Thị trường Biệt thự & Nhà phố: Nguồn cung mới tăng nhẹ so với quý trước chủ yếu từ các dự án ngoại thành có giá bán thấp. Tỷ lệ hấp thụ nhờ đó cũng có sự cải thiện rõ rệt

Nguồn cung sơ cấp và tỷ lệ hấp thụ Biệt thự & Nhà phố - Hà Nội



Giá sơ cấp bình quân Biệt thự & Nhà phố - Hà Nội



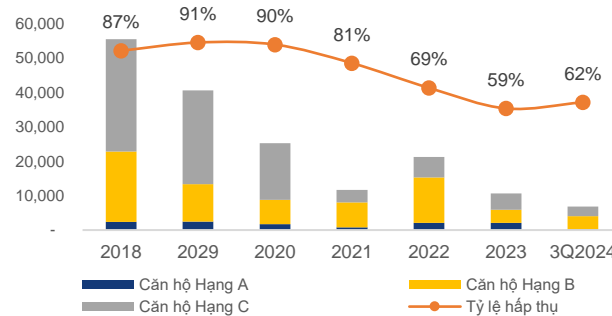
III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cập nhật thị trường BĐS Thành phố HCM 3Q2024

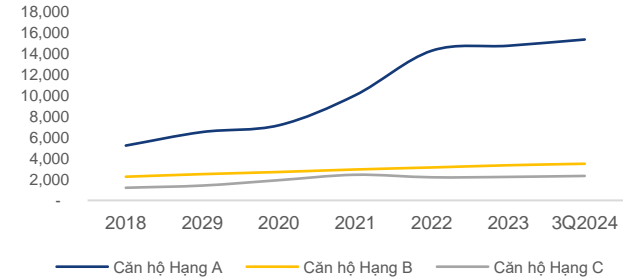
Phân khúc căn hộ bán khá trầm lắng do nguồn cung hạn chế và tình hình kinh tế chung. Giá bán sơ cấp bình quân của các phân khúc đều giữ ở mức cao và không có xu hướng giảm



Nguồn cung sơ cấp và tỷ lệ hấp thụ căn hộ theo loại hình - Hồ Chí Minh

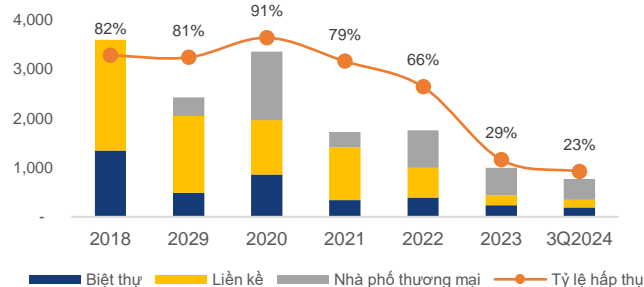


Giá sơ cấp bình quân theo loại hình căn hộ - Hồ Chí Minh

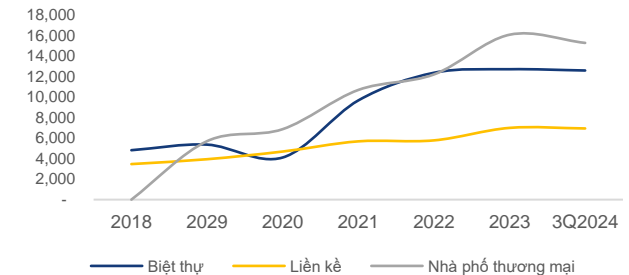


Thị trường Nhà phố/Biệt thự có sự phục hồi nhẹ với sự tăng trưởng của phân khúc giá rẻ

Nguồn cung sơ cấp và tỷ lệ hấp thụ Biệt thự & Nhà phố - Hồ Chí Minh



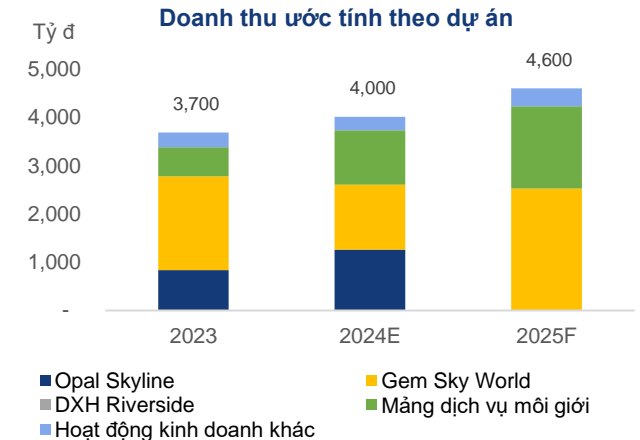
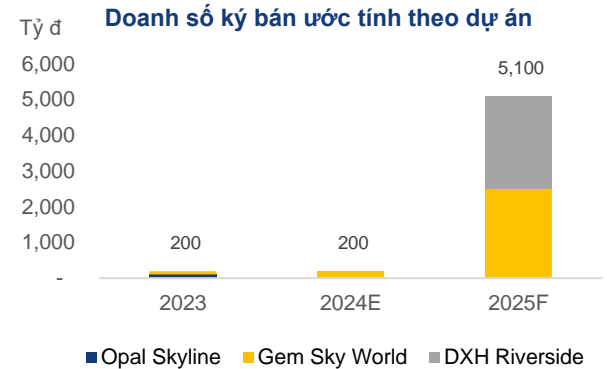
Giá sơ cấp bình quân Biệt thự & Nhà phố - Hồ Chí Minh



Doanh số bán hàng 2024 chưa có nhiều thay đổi so với 2023, kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025 từ DXH Riverside

Doanh số bán ước tính năm 2024 của DXG không có sự thay đổi nhiều so với năm 2023 do không có dự án mới mở bán, trong năm 2024 công ty tập trung giải quyết các vướng mắc pháp lý của các dự án trọng điểm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng năm 2025 sẽ có sự tăng trưởng vượt bậc trong doanh số ký bán dựa trên các căn cứ sau:

- Dự án DXH Riverside đã được phê duyệt QH1/500 điều chỉnh, hoàn thành nộp bổ sung chi phí sử dụng đất và được cấp Giấy phép xây dựng vào tháng 9/2024. Thời gian từ khi có GPXD đến khi đủ điều kiện mở bán thông thường từ 6-9 tháng, cùng với việc giải quyết các HĐ đã ký để thu hồi toàn bộ sản phẩm, dự kiến DXH Riverside có thể mở bán trong nửa đầu năm 2025.
- GSW đã tháo gỡ được vướng mắc pháp lý về huy động vốn và được cấp GCN QSDĐ cho 60% số sản phẩm. trong điều kiện thị trường BĐS có sự phục hồi và cơ sở hạ tầng khu vực xung quanh sân bay Long Thành đang được triển khai mạnh mẽ, chúng tôi kỳ vọng phân khu Topaz Town sẽ được mở bán trong năm 2025, đóng góp ~40% doanh số bán dự kiến năm 2025.
- Doanh thu ghi nhận năm 2024 chủ yếu đến từ bàn giao các sản phẩm còn lại của dự án Opal Skyline và GSW. Trong khi đó sang năm 2025 chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng môi giới BĐS sẽ phục hồi tăng trưởng mạnh và đóng góp chính (khoảng 40%) vào doanh thu của công ty, cùng với doanh thu từ bàn giao các sản phẩm của GSW. Mặc dù có thể mở bán trong năm 2025, doanh thu dự án DXH Riverside sẽ chỉ được ghi nhận sau khi hoàn thành xây dựng và bàn giao, dự kiến trong năm 2027-2028



Nguồn: NHSV Research tổng hợp và dự phóng

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chỉ tiêu	2022	2023	2024E	2025F	Ghi chú
Doanh số bán BĐS	2.000	200	200	5.100	❖ So với doanh số bán hàng thấp kỷ lục của năm 2023, doanh số ký bán ước tính năm 2024 không có nhiều thay đổi, chủ yếu vẫn là từ các dự án đã mở bán (Opal Skyline và GSW). Chúng tôi kỳ vọng năm 2025 doanh số bán hàng sẽ có sự tăng trưởng mạnh đạt khoảng 5.000 tỷ từ việc mở bán dự án DXH Riverside phân khu tiếp theo của dự án GSW.
% YoY	-52,1%	-90,2%	2%	2.472%	
Doanh thu thuần	5.512	3.725	4.015	4.600	❖ Doanh thu bán BĐS năm 2024 - 2025 chưa có sự tăng trưởng do việc chậm bàn giao các lô đã bán của dự án GSW; tuy nhiên doanh thu từ môi giới BĐS được kỳ vọng tăng mạnh do thị trường đã có những dấu hiệu phục hồi. Mạng môi giới BĐS sẽ là động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng của doanh thu thuần với tỷ lệ +7% yoy và +14% yoy trong năm 2024-2025.
Doanh thu bán BĐS	2.793	2.819	2.610	2.530	
Doanh thu môi giới BĐS	2.018	602	1.124	1.702	
Lợi nhuận gộp	2.970	1.710	2.056	2.698	❖ Do hoạt động môi giới BĐS có biên lợi nhuận gộp lớn (65%-70%), biên lợi nhuận chung của DXG cũng được kỳ vọng sẽ tăng lên trên 50% trong năm 2024-2025 do tỷ trọng doanh thu từ hoạt động môi giới tăng.
Biên lợi nhuận gộp	53,5%	45,9%	51,2%	58,7%	
Chi phí bán hàng & hoạt động	(2.140)	(977)	(1.124)	(1.196)	❖ Thu nhập tài chính ước tính sẽ giảm mạnh do các hoạt động chuyển nhượng công ty kỳ vọng giảm.
% chi phí bán hàng & hoạt động	38,5%	26,2%	28,0%	26,0%	
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	830	734	931	1.502	
Thu nhập tài chính	464	409	26	70	
Chi phí tài chính	(521)	(593)	(402)	(460)	
Lãi/(lỗ) từ Công ty LD LK	(7)	16	-	-	
Lợi nhuận trước thuế	768	453	556	1.112	
Biên lợi nhuận trước thuế	13,8%	12,2%	13,8%	24,2%	
Lợi nhuận sau thuế của CĐ CT mẹ	215	172	133	267	
Biên lợi nhuận sau thuế	3,9%	4,6%	3,3%	5,8%	

Giá mục tiêu của DXG là 18.800 đồng/cp, upside 16,4% từ mức 16.150 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DXG với giá mục tiêu là 18.800 VNĐ/cổ phiếu (+16,4% so với mức giá đóng cửa ngày 15/11/2024 là 16.150 VNĐ/cổ phiếu) dựa theo phương pháp định giá RNAV sử dụng phương pháp DCF đối với các dự án đang hoặc sẽ triển khai trong 5 năm tới, đã có kế hoạch cụ thể và phương pháp điều chỉnh BV đối với các dự án chưa hoàn thiện pháp lý hoặc chưa có kế hoạch triển khai cụ thể.

Đối với mảng dịch vụ môi giới, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do dự kiến trong 5 năm của DXS.

Dự Án	% sở hữu	Giá trị định giá (tỷ đ)	Phương pháp
Bất động sản đang triển khai			
Gem Sky World (GSW)	100%	2.680	DCF
Bất động sản chuẩn bị triển khai			
DXH Riverside	100%	7.897	DCF
Gem Premium	75%	1.397	DCF
Opal City	100%	922	DCF
Opal Cityview	100%	595	DCF
Các dự án khác		2.200	BV
Tổng giá trị tài sản ròng dự phóng		15.691	
Dịch vụ môi giới (DXS)	59%	2.112	CK DTTD
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn		1.164	
(-) Tổng nợ vay		(5.421)	
Giá trị tài sản ròng		13.546	
Số lượng cổ phiếu hiện hành (triệu)		720,7	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		18.800	

Báo cáo tài chính (HOSE: DXG)

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2023	2024E	2025F
Doanh thu thuần	3.725	4.015	4.600
Giá vốn bán hàng	(2.014)	(1.959)	(1.902)
Lợi nhuận gộp	1.710	2.056	2.698
Chi phí bán hàng	(586)	(723)	(736)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(391)	(402)	(460)
Lợi nhuận thuần HĐKD	734	931	1.502
Thu nhập tài chính	409	26	70
Chi phí tài chính	(593)	(402)	(460)
Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết	(112)	-	-
Thu nhập trước thuế	453	556	1.112
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(303)	(222)	(445)
Lợi nhuận sau thuế	150	334	667
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(22)	200	400
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	172	133	267

CHỈ SỐ CHÍNH

	2023	2024E	2025F
Biên lợi nhuận gộp	45,9%	51,2%	58,7%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	19,7%	23,2%	32,7%
Biên lợi nhuận sau thuế của CĐ công ty mẹ	4,6%	3,3%	5,8%
YoY doanh số bán	-90,2%	1,5%	2472,4%
YOY doanh thu thuần	-32,4%	7,8%	14,6%
YoY lợi nhuận sau thuế của CĐ công ty mẹ	-20,0%	-22,4%	100,0%
Tồn kho/Tổng tài sản	49,1%	49,5%	48,6%
Nợ ròng/VCSH	35,3%	28,2%	22,9%
ROA	0,6%	0,5%	0,9%
ROE	1,2%	0,9%	1,7%
EPS	282	178	355
BVPS	15.414	14.435	14.772

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2023	2024E	2025F
Tổng tài sản	28.786	28.157	30.675
Tài sản ngắn hạn	26.230	25.894	28.412
Tiền và tương đương tiền	276	909	1.543
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	97	59	59
Các khoản phải thu	11.423	10.683	11.604
Hàng tồn kho, ròng	14.139	13.934	14.897
Tài sản lưu động khác	295	309	309
Tài sản dài hạn	2.557	2.263	2.263
Tài sản dài hạn, ròng	1.354	1.218	1.218
Đầu tư tài chính dài hạn	394	450	450
Tài sản dài hạn khác	808	596	596
Tổng nguồn vốn	28.786	28.157	30.675
Nợ ngắn hạn	11.618	9.484	11.884
Phải trả người bán	767	688	688
Người mua trả tiền trước	1.751	198	2.598
Vay ngắn hạn	2.591	2.653	2.653
Nợ ngắn hạn khác	6.508	5.945	5.945
Nợ dài hạn	2.982	2.884	2.749
Vay dài hạn	2.699	2.704	2.569
Nợ dài hạn khác	284	180	180
Vốn chủ sở hữu	14.186	15.790	16.043
Vốn cổ phần	6.118	7.225	7.225
Thặng dư vốn cổ phần	80	283	283
Lãi chưa phân phối	1.736	1.858	2.111
Vốn khác	1.469	1.472	1.472
Lợi ích của cổ đông thiểu số	4.783	4.952	4.952

VI. PHỤ LỤC



Trụ sở chính

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.