

**CTCP Tập đoàn Đất Xanh - DXG**

**Áp lực bủa vây**

Bất động sản | CẬP NHẬT

**TRUNG LẬP**

Giá mục tiêu (12M)

VND12.700

Consensus\*: Mua:6 Giữ:1 Bán:0

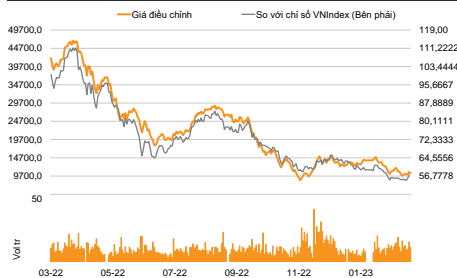
Giá mục tiêu / Consensus: -55,0%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Điều chỉnh dự phóng LN ròng 2023/24 giảm 87,0%/88,4% so với dự phóng trước.
- Điều chỉnh giảm giá mục tiêu 65%.

Khuyến nghị cũ	KHẢ QUAN
Giá mục tiêu cũ	VND36.700
Giá thị trường	VND11.200
Cao nhất 52 tuần (VND)	46.750
Thấp nhất 52 tuần (VND)	8.530
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	126.901
Thị giá vốn (tỷ VND)	6.405
Free float	77%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	43,9
P/B hiện tại (x)	0,7

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Lương Trí Thìn	20,5%
Nhóm Amersham Industries Limited	12,7%
Khác	66,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Lê Anh Sơn**

son.leanh@vndirect.com.vn

- LN ròng Q4/22 ghi nhận lỗ 408 tỷ đồng do bị bào mòn bởi chi phí hoạt động khiến cho LN ròng 2022 giảm 87,1% svck.
- Chúng tôi giảm 87,0%/88,4% dự phóng LN ròng 2023/24 khi hoạt động kí bán mới và bàn giao sẽ chịu áp lực trước thách thức của thị trường BĐS.
- Hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn tại 12.700đ/cp

**Khó khăn toàn ngành bao phủ lên KQKD Q4/22 và cả năm 2022**

DXG công bố doanh thu Q4/22 giảm 55,7% svck do hai mảng kinh doanh cốt lõi phát triển BĐS và dịch vụ BĐS đều ghi nhận mức giảm mạnh lần lượt 68,8%/55,9% svck trước những khó khăn toàn thị trường BĐS. Chi phí BH&QLDN trong Q4/22 vẫn duy trì ở mức cao, không thu hẹp theo đà giảm của doanh thu đã khiến cho LN ròng Q4/22 ghi nhận lỗ 408 tỷ đồng. Cả năm 2022, hoạt động kí bán và bàn giao của DXG cũng tương đối ảm đạm khi các dự án trọng điểm như Gem Skyworld và Opal Skyline đều bàn giao chậm hơn so với kì vọng khiến cho doanh thu giảm 44,4% svck chỉ đạt 5.633 tỷ đồng. LN ròng năm 2022 giảm 87,1% svck, đạt 149 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 10,6% kế hoạch năm và 7,5% dự phóng của chúng tôi.

**Thị trường BĐS nhà ở đang đối mặt với nhiều thách thức trong năm 2023**

Ngành BĐS đang đối mặt với nhiều thách thức: 1) chủ đầu tư gặp khó trong tái cơ cấu nợ do thắt chặt các khoản vay ngân hàng vào BĐS và giám sát chặt chẽ trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp; 2) lãi suất tăng làm suy yếu nhu cầu mua nhà; 3) nguồn cung mới ảm đạm khi quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi. Thị trường BĐS có thể sẽ trải qua một “mùa đông khắc nghiệt” vào năm 2023 cho đến khi chính sách tiền tệ đảo ngược.

**Triển vọng 2023-24: Áp lực bủa vây**

Trong bối cảnh khó khăn để triển khai các dự án tại TP.HCM, chúng tôi cho rằng DXG sẽ đẩy mạnh phát triển các dự án có pháp lý rõ ràng, minh bạch tại các tỉnh thành lân cận. Với việc chỉ có DXH Parkview mở bán trong năm 2023, doanh số kí bán mới sẽ giảm trước khi hồi phục 83,9% svck trong năm 2024 nhờ đóng góp từ mở bán DXH Park City. Bên cạnh đó, chúng tôi thận trọng với triển vọng KQKD của DXG dẫn tới điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu năm 2023/24 lần lượt 70,0%/59,1% so với dự phóng trước đó. Tuy nhiên chúng tôi cho hoạt động kinh doanh sẽ tiếp tục khó khăn khiến cho chi phí hoạt động tiếp tục bào mòn LN khiến cho LN ròng 2023/24 được điều chỉnh giảm 87,0%/88,4% so với dự phóng trước.

**Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 12.700đ/cp**

Chúng tôi nhận thấy triển vọng trong ngắn hạn của DXG đang bị bao trùm bởi những khó khăn chung của toàn ngành cùng với tiềm năng tăng giá hạn chế là 13,4%, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập. Tiềm năng tăng giá tới từ những thay đổi trong chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS. Rủi ro giảm giá: 1) quá trình phê duyệt thủ tục pháp lý tiếp tục chậm trễ làm chậm tiến độ mở bán, bàn giao các dự án và 2) lãi suất vay mua nhà cao hơn sẽ ảnh hưởng tới quyết định mua nhà.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	10.089	5.581	5.406	7.259
Tăng trưởng DT thuần	249,0%	(44,7%)	(3,1%)	34,3%
Biên lợi nhuận gộp	55,5%	52,8%	53,6%	52,4%
Biên EBITDA	29,6%	22,0%	30,4%	29,0%
LN ròng (tỷ)	1.157	149	574	948
Tăng trưởng LN ròng		(87,1%)	285,6%	65,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.070	246	938	1.550
EPS điều chỉnh	2.070	246	938	1.550
BVPS	14.670	15.004	15.413	16.963
ROAE	15,5%	1,7%	6,2%	9,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Áp lực bủa vây

Tóm tắt 2022: Khó khăn toàn ngành bao phủ lên KQKD

Hình 1: So sánh KQKD Q4/22 và năm 2022

(Tỷ đồng)	Q4/22	Q4/21	% svck	2022	2021	% svck	% so với dự phóng cả năm Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>1.016</b>	<b>2.294</b>	<b>-55,7%</b>	<b>5.633</b>	<b>10.131</b>	<b>-44,4%</b>	<b>48,9%</b>
<i>Phát triển BĐS</i>	400	1.285	-68,8%	2.870	7.206	-60,2%	Doanh thu mảng phát triển BĐS Q4/22 đã giảm 68,8% svck do tiến độ bàn giao dự án Gem Skyworld và Opal Skyline chậm hơn so với kế hoạch. Cả năm 2022, doanh thu mảng phát triển BĐS đã giảm 60,2% svck chỉ đạt 2.870 tỷ, chủ yếu tới từ bàn giao dự án Gem Skyworld và St. Moritz với đóng góp lần lượt 69,8% và 30,2%.
<i>Dịch vụ BĐS</i>	395	896	-55,9%	2.018	2.541	-20,6%	Doanh thu mảng dịch vụ môi giới BĐS Q4/22 đã giảm 55,9% svck từ mức nền cao cuối năm 2021. Cả năm 2022, doanh thu mảng môi giới BĐS giảm 20,6% svck xuống mức 2.018 tỷ đồng.
<i>Khác</i>	221	113	95,9%	745	384	93,9%	
LN gộp	434	1.123	-61,4%	2.945	5.598	-47,4%	
<i>Biên LN gộp</i>	42,7%	49,0%	-6,3 điểm %	52,3%	55,3%	-3,0 điểm %	
Chi phí bán hàng	249	335	-25,6%	1.057	1.887	-44,0%	
Chi phí QLDN	449	516	-12,9%	1.082	998	8,4%	
<i>% chi phí BH&amp;QLDN/Doanh thu</i>	68,7%	37,1%	31,6 điểm %	38,0%	28,5%	9,5 điểm %	
LN từ hoạt động kinh doanh	(397)	398	-199,7%	751	2.522	-70,2%	LN từ hoạt động kinh doanh Q4/22 ghi nhận lỗ 397 tỷ đồng, nguyên nhân chính do chi phí BH&QLDN vẫn duy trì ở mức cao, không thu hẹp theo kịp đã giảm của doanh thu đã bào mòn lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. Tỷ lệ % chi phí BH&QLDN trong Q4/22 đã tăng 31,6 điểm % svck lên mức 68,7%. Cho cả năm 2022, tỷ lệ chi phí BH&QLDN cũng đã tăng 9,5 điểm % svck.
LNTT	(424)	361	-217,6%	743	2.516	-70,5%	
LNST	(460)	245	-287,4%	469	1.595	-70,6%	
<b>LN ròng</b>	<b>(408)</b>	<b>275</b>	<b>-248,1%</b>	<b>149</b>	<b>1.157</b>	<b>-87,1%</b>	<b>7,5%</b> LN ròng Q4/22 ghi nhận lỗ 408 tỷ đồng khiến cho LN ròng cả năm 2022 chỉ ghi nhận 149 tỷ đồng, giảm 87,1% svck, chỉ hoàn thành 10,6% kế hoạch cả năm của DXG và 7,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.

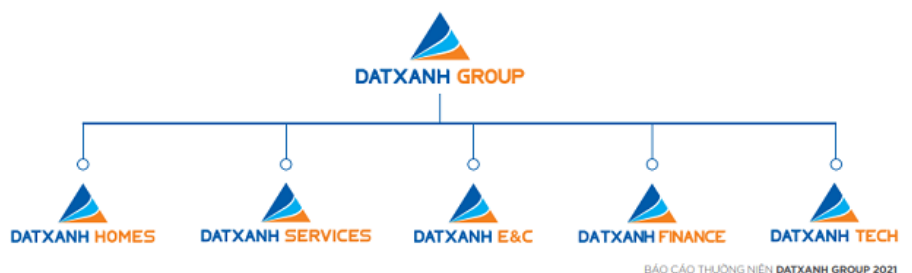
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Triển vọng 2023-24: Áp lực bủa vây

#### DXH Riverside – Vẫn bỏ ngõ về thời gian mở bán

Trong năm 2022, DXG đã tiến hành thay đổi bộ nhận diện thương hiệu mảng phát triển BĐS với thương hiệu Datxanhhomes hướng tới phân khúc cao cấp với dự án DXH Riverside và DXH Premium là trọng tâm phát triển cho giai đoạn 2023-25 và 2025-27.

Hình 2: Hệ sinh thái mới của DXG



BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN DATXANH GROUP 2021

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mặc dù vậy, dự án được mong chờ của DXG là DXH Riverside đã tiếp tục lỡ hẹn mở bán trong năm 2022. Theo chúng tôi quan sát, tiến độ xây dựng của dự án DXH Riverside vẫn còn đang rất chậm, chủ yếu vẫn đang trong giai đoạn san lấp mặt bằng. Chúng tôi cho rằng với tiến độ hiện nay, thủ tục pháp lý vẫn chưa hoàn thiện cùng với ngành BĐS đang phải đối mặt với nhiều thách thức việc mở bán dự án DXH Riverside sẽ khó có khả năng xảy ra trong năm 2023.

**Hình 3: Tiến độ dự án DXH Riverside (cập nhật tháng 10/2022)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 4: Dự án Gem Riverside**



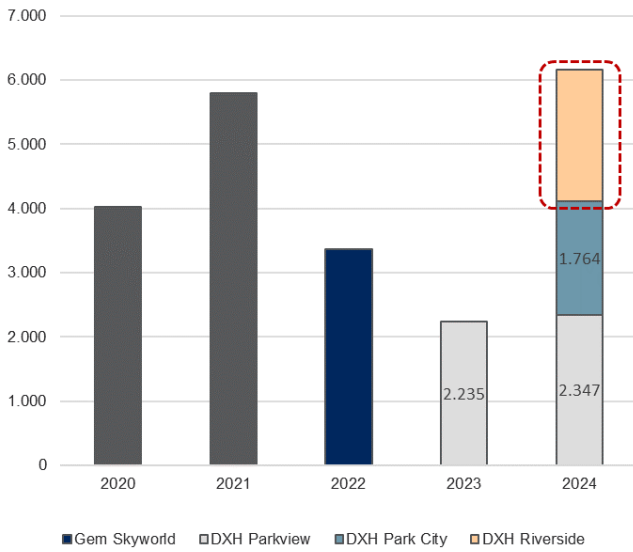
- Vị trí: An Phú, Quận 2, TP. HCM
- Diện tích: 67.100m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 381.000m<sup>2</sup>
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 12 block, cao 33-34 tầng: 34 căn hộ duplex villa, 96 căn penthouse, 3.045 căn hộ tiêu chuẩn
- Tổng vốn đầu tư: 21.000 tỷ đồng
- Tình trạng: Chờ hoàn thiện thủ tục pháp lý để mở bán

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Chọn lọc hơn trong việc triển khai dự án

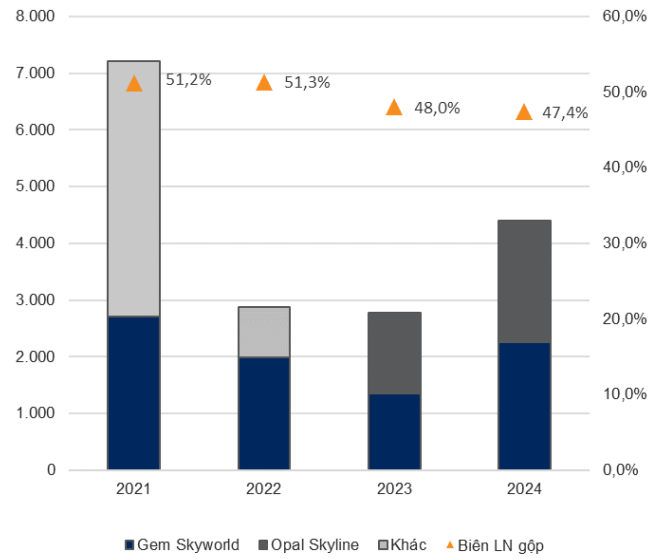
Trong bối cảnh khó khăn để triển khai các dự án tại TP.HCM, chúng tôi cho rằng DXG sẽ đẩy mạnh phát triển các dự án có pháp lý rõ ràng, minh bạch tại các tỉnh thành lân cận. Chúng tôi thận trọng cho rằng doanh số kí bán mới sẽ giảm 33,5% svck trong năm 2023 với việc chỉ có dự án DXH Parkview được mở bán bởi điều kiện không thuận lợi của thị trường BĐS. Chúng tôi kì vọng doanh số kí bán mới sẽ hồi phục với mức tăng 83,9% svck trong năm 2024 với sự đóng góp từ mở bán dự án DXH Park City (9,5ha). Chúng tôi kì vọng doanh số kí bán mới năm 2024 có thể bật tăng mạnh 176,0% svck trong kịch bản DXH Riverside được thông qua pháp lý và mở bán trong năm 2024.

**Hình 5: Chúng tôi kì vọng dự án DXH Parkview và DXH Park City sẽ dẫn dắt doanh số kí bán 2023-24 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Gem Skyworld và Opal Skyline được kì vọng sẽ đẩy mạnh bàn giao giúp cải thiện doanh thu mảng phát triển BĐS trong năm 2024 sau khi chững lại trong năm 2023 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cùng với đó, chúng tôi thận trọng với triển vọng bàn giao các dự án của DXG trong nửa đầu năm 2023 dẫn tới dự phóng doanh thu mảng phát triển BĐS trong năm 2023 sẽ giảm 3,0% svck và sẽ chỉ hồi phục trở lại từ năm 2024 với mức tăng 58,1% svck chủ yếu nhờ bàn giao trở lại dự án Gem Skyworld và Opal Skyline với đóng góp lần lượt là 51,3% và 48,7%.

**Một số dự án trọng điểm của DXG giai đoạn 2023-25**

**Hình 7: DXH Parkview**



- Vị trí: TP Thuận An, tỉnh Bình Dương
- Diện tích: 51.300m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 679.000m<sup>2</sup>
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 6.500 căn hộ
- Tổng vốn đầu tư: 21.728 tỷ đồng
- Thời điểm mở bán dự kiến: 2023

**Hình 8: DXH Park City**



- Vị trí: TP Thuận An, tỉnh Bình Dương
- Diện tích: 95.000m<sup>2</sup>
- Diện tích sàn: 629.000m<sup>2</sup>
- Loại hình: Khu căn hộ chung cư cao cấp
- Quy mô: 6.500 căn hộ cao cấp bao gồm: Căn hộ 1 PN, 2 PN, 3 PN, Penhouse, Shophouse, Officetel...
- Tổng vốn đầu tư: 17.612 tỷ đồng
- Thời điểm mở bán dự kiến: 2024

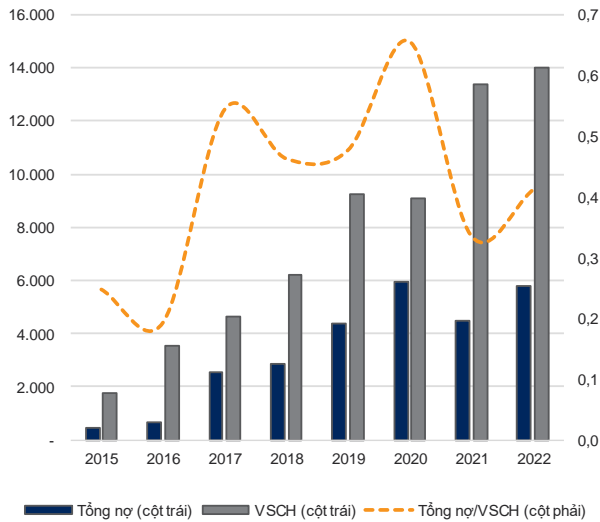
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## Sức khỏe tài chính: Áp lực lớn trong 2024-25 nếu tình hình kinh doanh không được cải thiện

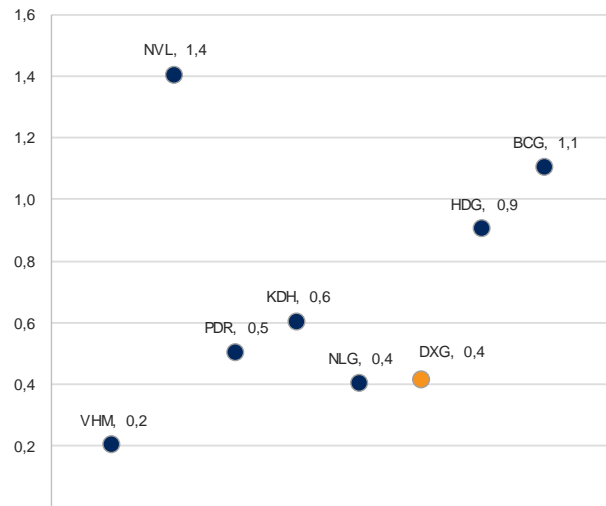
DXG có cơ cấu nợ vay đang được duy trì khá tốt. Tổng nợ vay của DXG vào cuối năm 2022 là 5.772 tỷ, tăng 28,8% svck, tuy nhiên VCSH cũng tăng 47,7% svck giúp cho tỷ lệ nợ vay/VCSH được duy trì ở mức khá thấp chỉ 0,4x. Chúng tôi cho rằng đây là tỷ lệ nợ/VCSH khá an toàn khi so với các công ty vốn hóa trung bình có cùng mô hình kinh doanh.

Hình 9: DXG luôn duy trì tỷ lệ nợ vay/VCSH ở mức thấp...(tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

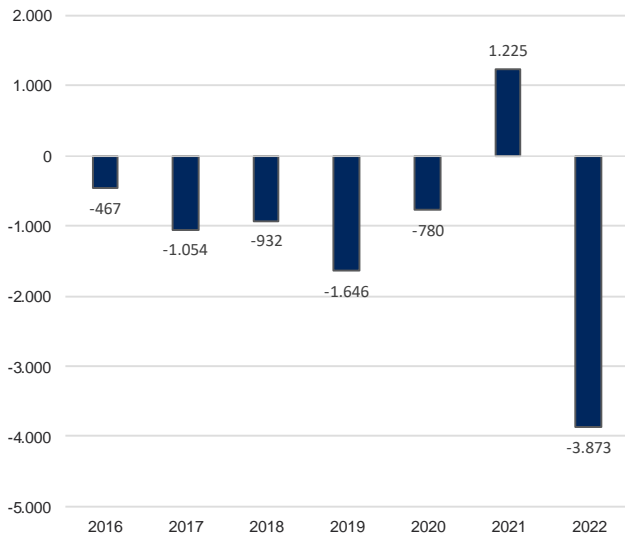
Hình 10: ... và ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành (đơn vị: lần)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

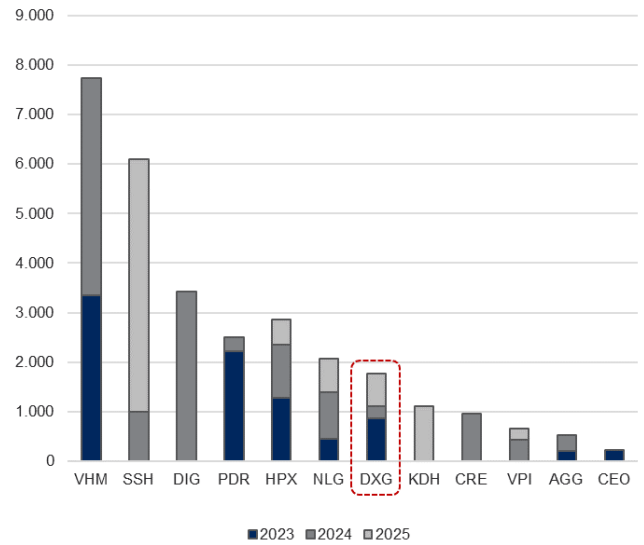
Mặc dù vậy, dòng tiền kinh doanh của DXG tính tới hết năm 2022 đã ghi nhận mức thâm hụt kỷ lục, lên tới âm 3.873 tỷ đồng do việc đầu tư hàng loạt dự án BĐS mới với tham vọng mở rộng quy mô phát triển. Giá trị trái phiếu đáo hạn trong năm 2023 và 2024 của DXG lần lượt là 863 tỷ đồng và 251 tỷ đồng. Với lượng tiền mặt tính tới cuối năm 2022 duy trì ở mức hơn 919 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng tạm thời DXG sẽ không phải chịu áp lực quá lớn bởi đáo hạn trái phiếu trong năm 2023. Tuy nhiên, nếu tình hình mở bán các dự án mới và tiến độ bàn giao kém khả quan kéo dài những năm tới khiến cho dòng tiền kinh doanh của DXG tiếp tục thâm hụt lớn như hiện nay sẽ tạo áp lực lớn lên khả năng thanh toán của DXG. Bên cạnh đó, huy động vốn thông qua trái phiếu với giá trị 300 triệu USD không thành công cũng tạo áp lực lên thanh khoản của DXG trong thời điểm này. Mới đây công ty con của DXG là Đất Xanh Miền Nam cũng đã chậm thanh toán 3,03 tỷ đồng và xin điều chỉnh thay đổi thời gian thanh toán. Động thái này cho thấy các công ty con của DXG cũng đang chịu áp lực thanh toán là rất lớn.

**Hình 11: Dòng tiền kinh doanh 2022 ghi nhận mức thâm hụt kỉ lục (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 12: Chúng tôi ước tính sẽ có 1.760 tỷ đồng trái phiếu đáo hạn trong giai đoạn 2023-25 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-25**

**Hình 13: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2023-25**

(tỷ đồng)	Mới		Cũ		Thay đổi		Dự phóng mới	Ghi chú
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2025	
<b>Doanh thu</b>	<b>5.406</b>	<b>7.259</b>	<b>18.032</b>	<b>17.730</b>	<b>-70,0%</b>	<b>-59,1%</b>	<b>11.598</b>	
<i>Phát triển BĐS</i>	2.784	4.400	10.334	7.208	-73,1%	-39,0%	8.225	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu mảng phát triển BĐS năm 2023-24 lần lượt 73,1% và 39,0% so với dự phóng trước đó do chúng tôi điều chỉnh thời điểm bàn giao và tiến độ từng giai đoạn của các dự án Gem Skyworld, Opal Skyline và LuxStar. Chúng tôi dự phóng doanh mảng phát triển BĐS năm 2025 sẽ tăng 86,9% svck nhờ sự đóng góp của 2 dự án tại Bình Dương: DXH Parkview và DXH Park City.
<i>Dịch vụ BĐS</i>	2.108	2.319	6.993	9.746	-69,9%	-76,2%	2.806	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu mảng dịch vụ môi giới BĐS năm 2023-24 lần lượt 69,9%/76,2% so với dự phóng trước đó tới từ việc chúng tôi lo ngại hoạt động môi giới bán hàng sẽ khó có thể bật tăng trưởng mạnh trở lại khi nguồn cung mở bán mới sẽ hạn chế trước những khó khăn của thị trường BĐS trong giai đoạn 2023-24.
<i>Khác</i>	515	540	705	776	-27,0%	-30,3%	568	
<b>LN gộp</b>	<b>2.898</b>	<b>3.801</b>	<b>10.802</b>	<b>13.639</b>	<b>-73,2%</b>	<b>-72,1%</b>	<b>7.028</b>	
<i>Biên LN gộp</i>	53,6%	52,4%	59,9%	76,9%	-6,3 điểm %	-24,5 điểm %	60,6%	Chúng tôi hạ dự phóng biên LN gộp 2023-24 lần lượt 6,3 điểm % và 24,5 điểm % so với dự phóng trước đó do chúng tôi điều chỉnh giảm triển vọng tăng giá bán và kéo dài thời gian phát triển và mở bán các dự án dẫn đến gia tăng giá vốn, chi phí phát triển dự án.
Chi phí bán hàng	731	1.064	1.447	1.306	-49,5%	-18,5%	2.034	
Chi phí QLDN	590	704	1.535	2.145	-61,6%	-67,2%	767	
<i>% chi phí BH&amp;QLDN/Doanh thu</i>	24,4%	24,4%	16,5%	19,5%	7,9 điểm %	4,9 điểm %	24,1%	Mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng chi phí BH&QLDN trong giai đoạn 2023-24 theo sự thu hẹp về quy mô bán hàng, phát triển dự án. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu sẽ duy trì cao hơn so với dự phóng trước đó tới từ mức nền cao trong năm 2022.
LN ròng từ hoạt động kinh doanh	1.577	2.033	7.748	10.636	-79,6%	-80,9%	4.227	
LN TT	1.210	2.021	7.452	10.221	-83,8%	-80,2%	4.179	
<b>LN ròng</b>	<b>574</b>	<b>948</b>	<b>4.423</b>	<b>8.187</b>	<b>-87,0%</b>	<b>-88,4%</b>	<b>2.587</b>	Từ đó, chúng tôi giảm dự phóng LN ròng 2023-24 lần lượt 87,0%/88,4% so với dự phóng trước.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập và hạ giá mục tiêu xuống mức 12.700đ/cp

### Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống còn 12.700đ/cp

- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá tài sản ròng (RNAV) đối với các dự án BĐS của DXG để tính giá trị các dự án. Với từng dự án của DXG chúng tôi áp dụng mức chiết khấu NPV khác nhau. Chúng tôi giảm định giá mảng phát triển BĐS của DXG tới từ việc tăng tỷ lệ chiết khấu một số dự án chưa hoàn thiện thủ tục pháp lý và lùi thời điểm mở bán như DXH Riverside (50%), DXH Premium (>50%). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng giảm định giá các dự án ghi nhận tiến độ bàn giao chậm hơn so với dự kiến trước đó như Gem Skyworld, Opal Skyline...
- Với mảng môi giới, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền dự phóng trong 10 năm với giả định WACC cao hơn là 17,2% (từ 12,7% trong cập nhật trước đó) để phản ánh môi trường lãi suất tăng cao hiện tại. Chúng tôi điều chỉnh giảm định giá mảng môi giới BĐS để phản ánh KQKD trong năm 2023 sẽ chịu áp lực lớn khi thị trường BĐS vẫn đang đối mặt với nhiều thách thức.
- Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 10% để phản ánh những rủi ro thực hiện hoặc rủi ro dự án không bán được do điều kiện thị trường so với dự phóng của chúng tôi trong bối cảnh thị trường BĐS phải đối mặt với nhiều khó khăn.

**Hình 14: Định giá theo phương pháp định giá thành phần (SOTP)**

Định giá từng phần	Phương pháp	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Đầu tư & phát triển BĐS	RNAV	13.469
<i>DXH Riverside</i>		2.988
<i>Gem Skyworld</i>		3.130
<i>Opal Skyline</i>		1.541
<i>Opal Cityview</i>		845
<i>Khác</i>		4.966
Dịch vụ BĐS	DCF	5.096
(+)	Giá trị sổ sách cuối Q4/22	
Tiền và tương đương tiền		919
Các khoản đầu tư ngắn hạn		181
Đầu tư vào công ty con/ công ty liên kết		481
(-)	Giá trị sổ sách cuối Q4/22	
Nợ vay		5.771
Nợ phải trả khác		916
Lợi ích cổ đông thiểu số		4.841
Giá trị doanh nghiệp		8.619
SLCP đang lưu hành		611.779.002
Tỷ lệ chiết khấu		10%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp, làm tròn)</b>		<b>12.700</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: So sánh các công ty cùng ngành (dữ liệu tính tới ngày 08/03/2023)

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		Nợ ròng/VCSH tại Q4/22 (%)
		Nội tệ	Nội tệ				2022	2023	2022		2023	2022	
Vinhomes	VHM VN	42.350	82.000	Khả quan	7.773	6,4	5,5	1,3	1,1	(0,4)	22,1	18,6	14,4
Novaland	NVL VN	11.050	N/A	KKN	908	9,5	3,1	0,6	0,3	11,2	5,6	4,9	123,9
Phát Đạt	PDR VN	11.850	N/A	KKN	335	6,8	1,7	1,0	0,7	38,7	28,3	30,7	45,0
Khang Điền	KDH VN	25.900	30.000	Trung lập	783	18,0	23,0	1,6	1,4	7,1	10,7	14,2	33,7
Nam Long	NLG VN	25.700	36.700	Khả quan	416	20,2	16,9	1,1	1,2	(10,9)	4,5	7,9	3,1
<b>Đất Xanh</b>	<b>DXG VN</b>	<b>11.200</b>	<b>12.700</b>	<b>Trung lập</b>	<b>288</b>	<b>43,9</b>	<b>2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>53,1</b>	<b>1,7</b>	<b>6,2</b>	<b>41,2</b>
Trung bình						17,5	8,8	1,0	0,9	16,5	12,2	13,8	43,6
Trung vị						13,7	4,3	1,0	0,9	9,2	8,2	11,1	37,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

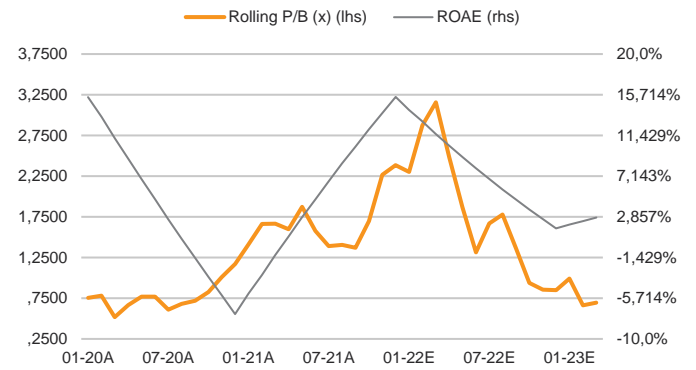
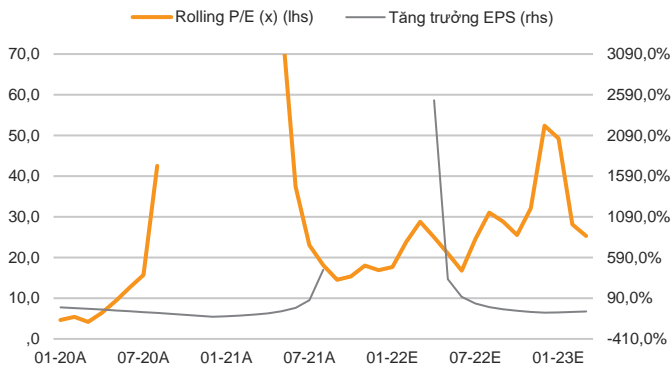
### Hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập

Chúng tôi nhận thấy triển vọng KQKD, khả năng triển khai các dự án của DXG trong ngắn hạn đang bị bao phủ bởi những khó khăn chung của toàn ngành BĐS. Cùng với đó, tiềm năng tăng giá hạn chế là 13,4%, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập.

Tiềm năng tăng giá tới từ những thay đổi trong chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS. Rủi ro giảm giá: 1) quá trình phê duyệt thủ tục pháp lý tiếp tục chậm trễ làm chậm tiến độ mở bán cũng như bàn giao các dự án, 2) lãi suất vay mua nhà cao hơn sẽ ảnh hưởng tới quyết định mua nhà.



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	5.581	5.406	7.259
Giá vốn hàng bán	(2.637)	(2.509)	(3.458)
Chi phí quản lý DN	(1.082)	(590)	(704)
Chi phí bán hàng	(1.057)	(731)	(1.064)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>806</b>	<b>1.577</b>	<b>2.033</b>
EBITDA thuần	806	1.577	2.033
<b>Chi phí khấu hao</b>			
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>806</b>	<b>1.577</b>	<b>2.033</b>
Thu nhập lãi	464	68	75
Chi phí tài chính	(521)	(435)	(382)
Thu nhập ròng khác	(7)	0	0
TN từ các Cty LK & LD	2	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>743</b>	<b>1.210</b>	<b>1.726</b>
Thuế	(274)	(242)	(345)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(320)	(394)	(432)
<b>LN ròng</b>	<b>149</b>	<b>574</b>	<b>948</b>
Thu nhập trên vốn	149	574	948
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>149</b>	<b>574</b>	<b>948</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	919	1.525	(883)
Đầu tư ngắn hạn	181	181	181
Các khoản phải thu ngắn hạn	12.169	12.025	13.274
Hàng tồn kho	14.238	14.403	18.567
Các tài sản ngắn hạn khác	293	300	312
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>27.800</b>	<b>28.435</b>	<b>31.451</b>
Tài sản cố định	1.105	1.109	1.114
Tổng đầu tư	653	653	653
Tài sản dài hạn khác	1.213	1.148	1.094
<b>Tổng tài sản</b>	<b>30.771</b>	<b>31.346</b>	<b>34.312</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.023	2.225	2.448
Phải trả người bán	1.149	1.093	1.507
Nợ ngắn hạn khác	9.598	9.381	10.332
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>12.771</b>	<b>12.699</b>	<b>14.287</b>
Vay & nợ dài hạn	3.748	3.748	3.748
Các khoản phải trả khác	232	234	232
Vốn điều lệ và	6.118	6.118	6.118
LN giữ lại	2.242	3.207	4.156
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.179</b>	<b>9.429</b>	<b>10.378</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.841	5.235	5.667
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>30.771</b>	<b>31.346</b>	<b>34.312</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>743</b>	<b>1.210</b>	<b>1.726</b>
Khấu hao	87	33	34
Thuế đã nộp	(485)	(242)	(345)
Các khoản điều chỉnh khác	(251)	(68)	(75)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(3.805)</b>	<b>(467)</b>	<b>(3.069)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(3.711)</b>	<b>466</b>	<b>(1.729)</b>
Đầu tư TSCĐ	(148)	(24)	(25)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	8	0	0
Các khoản khác	375	68	75
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>235</b>	<b>44</b>	<b>50</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	416	(715)	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.741	202	223
Đông tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(338)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.820</b>	<b>(513)</b>	<b>223</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.738	919	1.525
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(1.656)</b>	<b>(3)</b>	<b>(1.457)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.082	916	68

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	2,6%	10,6%	13,1%
Vòng quay TS	0,19	0,17	0,22
ROAA	0,5%	1,8%	2,9%
Đòn bẩy tài chính	3,29	3,34	3,31
ROAE	1,6%	6,2%	9,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	119,7	119,7	120,0
Số ngày nắm giữ HTK	1.970,9	2.095,6	1.965,0
Số ngày phải trả tiền bán	159,1	159,1	159,5
Vòng quay TSCĐ	5,09	4,88	6,53
ROIC	0,7%	2,8%	4,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,2	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,1	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	(0,0)
Vòng quay tiền	1.931,5	2.056,3	1.925,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(44,7%)	(3,1%)	34,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(70,3%)	95,6%	29,0%
Tăng trưởng LN ròng	(87,3%)	289,9%	65,3%
Tăng trưởng EPS	(88,2%)	285,4%	65,3%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích

Email: [son.leanh@vndirect.com.vn](mailto:son.leanh@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>