

CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH (DXG) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND19.000

Giá mục tiêu

VND25.000

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

BẤT ĐỘNG SẢN

Ngày 06/10/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:5 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -2,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	25.130
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.435
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	105.547tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.324
Free float (%)	48
P/E trượt (x)	12,8
P/B hiện tại (x)	1,3

Cơ cấu sở hữu

Luong Tri Thin	12,3%
NAV Investment Corp.	4,7%
Ha Thanh International Trading Investment Jsc.	4,2%
Khác	78,80%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn
www.vndirect.com.vn

Vững vàng đón cơ hội mới

- Là công ty nắm thị phần môi giới bất động sản (BDS) lớn nhất Việt Nam, DXG có vị thế thuận lợi để mở rộng thị phần môi giới trong dài hạn.
- Trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng phát triển BDS sẽ tăng tốc với mức tăng trung bình 28%/năm đến chủ yếu từ các dự án Gem Skyworld, Opal Boulevard, Opal Skyline, St.Moritz và đặc biệt là Gem Riverside khi mở khóa pháp lý thành công.
- Báo cáo lần đầu với đánh giá Khả quan, giá mục tiêu 25.000 đồng/cp.

Giữ vững vị trí môi giới BDS hàng đầu thị trường

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG) là công ty môi giới BDS lớn nhất thị trường với khoảng 30% thị phần tính đến cuối năm 2020. Chúng tôi dự báo doanh thu dịch vụ môi giới BDS sẽ hồi phục mạnh trong giai đoạn 2021-23 với mức tăng trưởng kép đạt 62% nhờ sự ấm lên của thị trường BDS sau khi nới lỏng pháp lý và dịch bệnh được kiểm soát bởi vắc-xin.

Hoạt động đầu tư & phát triển BDS tăng tốc trong giai đoạn 2021-25

Chúng tôi cho rằng nút thắt pháp lý sẽ dần được tháo gỡ từ năm 2022 đối với một số dự án của DXG tại TP.HCM. Nhờ đó, DXG có thể thực hiện kế hoạch triển khai dự án với tổng giá trị phát triển ước tính lên tới 60 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2025. Trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng phát triển BDS tăng trưởng trung bình 28%/năm đến chủ yếu từ các dự án Gem Skyworld, Opal Skyline, Opal Cityview, Opal Parkview, St.Moritz và đặc biệt là Gem Riverside khi mở khóa thành công nút thắt pháp lý.

Lợi nhuận ròng ước tính tăng trưởng kép 46,3%/năm trong 2021-24

Trong ngắn hạn, chúng tôi ước tính LN ròng 2021 sẽ phục hồi mạnh mẽ đạt 1.354 tỷ so với mức lỗ 496 tỷ tại năm 2020 nhờ sự tăng trưởng vững chắc của mảng môi giới và giá trị bàn giao BDS vượt trội so với năm 2020. Về dài hạn, chúng tôi dự kiến LN ròng sẽ tăng trung bình 46,3%/năm trong giai đoạn 2021-24 trên cơ sở DXG sẽ tiếp tục phát triển BDS vùng ven TP.HCM và đẩy mạnh các dự án tại TP.HCM sau khi quá trình cấp phép được khai thông từ năm 2022.

Khuyến nghị KHẢ QUAN, giá mục tiêu là 25.000 đồng

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho DXG với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu theo phương pháp tổng giá trị thành phần (SOTP) là 25.000đ/cp với giả định tỷ lệ chiết khấu theo WACC là 15% và theo RNAV là 45% cho danh mục dự án của công ty do tính phức tạp về pháp lý trong các dự án của DXG. Tiềm năng tăng giá bao gồm doanh thu ký bán mới cao hơn dự kiến và giải quyết được vấn đề pháp lý tại các dự án ở TP.HCM. Rủi ro giảm giá đến từ việc quy trình phê duyệt giấy phép bị chậm và rủi ro pha loãng cổ phiếu.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2,891	9,444	11,817	18,032
Tăng trưởng DT thuần	(50.3%)	226.7%	25.1%	52.6%
Biên lợi nhuận gộp	64.9%	48.1%	55.7%	59.9%
Biên EBITDA	11.6%	31.7%	39.3%	43.3%
LN ròng (tỷ)	(496)	1,354	2,130	4,543
Tăng trưởng LN ròng	(140.8%)		57.3%	113.3%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	(953)	2,422	3,562	7,596
EPS điều chỉnh	(953)	2,422	3,562	7,596
BVPS	11,834	14,617	18,179	25,775
ROAE	(7.5%)	18.2%	21.7%	34.6%

Nguồn: VND RESEARCH

CHỜ ĐỢI LỰC ĐẨY TỪ NƠI LÒNG NÚT THẮT PHÁP LÝ

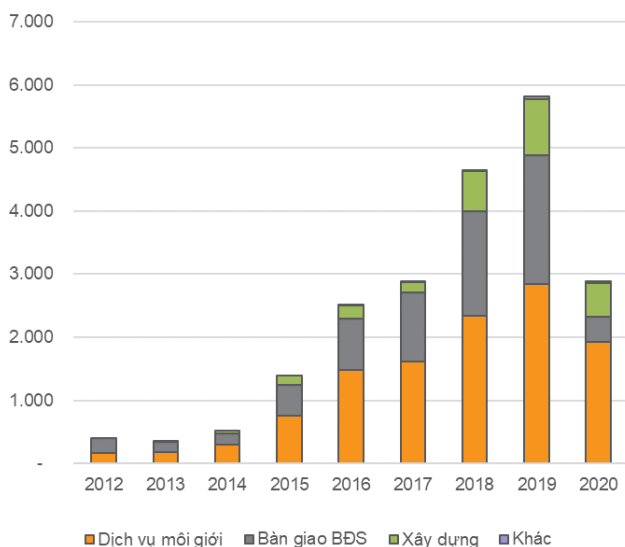
Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 2003 tại TP.HCM với tiền thân là Công ty TNHH dịch vụ và xây dựng địa ốc Đất Xanh, nay là Tập đoàn Đất Xanh (DXG), hoạt động chuyên về môi giới các dự án bất động sản (BDS), công ty đã nhanh chóng phát triển lớn mạnh và chiếm lĩnh thị trường môi giới trên khắp cả nước. Năm 2007, DXG lấn sân sang lĩnh vực đầu tư và phát triển dự án BDS bằng việc tận dụng các lợi thế cạnh tranh mà công ty có được từ mảng dịch vụ môi giới, đó là khả năng tiêu thụ sản phẩm nhanh nhờ có hệ thống chi nhánh lớn và đội ngũ bán hàng đông đảo. Năm 2009, công ty đã niêm yết thành công trên sàn chứng khoán HOSE.

Năm 2021, Tập đoàn mẹ đã cho niêm yết cổ phiếu của CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS) và hiện sở hữu 56,4% cổ phần của DXS. DXS hiện là công ty trực tiếp sở hữu và quản lý tất cả các công ty môi giới BDS trực thuộc DXG. DXS là công ty môi giới BDS hàng đầu tại Việt Nam với khoảng 30% thị phần mảng môi giới sơ cấp và mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước.

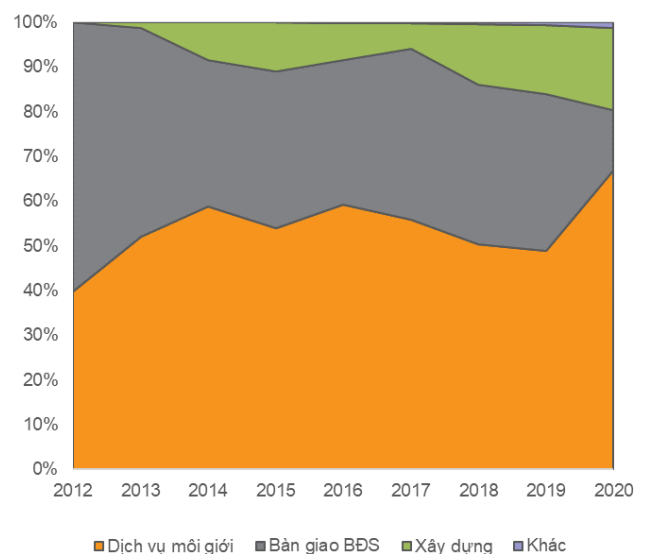
Mô hình kinh doanh của DXG bao gồm hai lĩnh vực chính đem lại doanh thu lớn nhất là Dịch vụ môi giới và Đầu tư phát triển dự án BDS. Ngoài ra, công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và phát triển khu công nghiệp. Các mảng kinh doanh trên tạo thành một chuỗi hệ sinh thái bất động sản với sản phẩm đa dạng nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường. Hiện công ty có trên 68 công ty con với tổng tài sản đạt 27.749 tỷ đồng tính đến 30/06/2021.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng) của DXG trong 2012-2020



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Tỷ trọng của mảng dịch vụ môi giới chiếm tỷ lệ cao trong cơ cấu doanh thu của DXG trong giai đoạn 2012-2020



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Năm 2020, DXG đã chịu tác động tiêu cực đa chiều khiến doanh nghiệp ghi nhận mức lỗ lần đầu tiên kể từ khi thành lập. Cụ thể, doanh thu thuần năm 2020 ghi nhận mức sụt giảm 50,3% svck, trong khi đó LN ròng công ty mẹ lần đầu tiên ghi nhận mức lỗ 495,8 tỷ đồng chủ yếu do (1) Thiếu hụt sản phẩm sơ cấp bàn giao do các vấn đề pháp lý diễn ra từ năm 2018, đặc biệt dự án Gem Sky World đã không thể kịp bàn giao trong năm 2020; (2) Mảng môi giới bị ảnh hưởng tiêu cực do dịch Covid-19 và (3) Lỗ do thoái vốn CTCP Đầu tư LDG (LDG), qua đó DXG phải trích lập dự phòng 526 tỷ đồng do chênh lệch giá mua bán khiến chi phí tài chính tăng mạnh.

Tuy nhiên, sang năm 2021, kết quả kinh doanh của DXG đã ghi nhận sự hồi phục mạnh mẽ. Cụ thể, doanh thu và LN ròng lũy kế 6T/21 của DXG đạt lần

lượt 6.517 tỷ đồng (tăng 503,5% svck) và 830 tỷ đồng (so với mức lỗ 488 tỷ ở cùng kỳ năm trước), hoàn thành tương ứng 72,4% và 61,5% kế hoạch năm 2021 của doanh nghiệp.

Hình 3: Tóm tắt KQKD 6T/21

(Tỷ đồng)	Q2/21	Q2/20	Thay đổi svck (%)	6T/21	6T/20	Thay đổi svck (%)	% kế hoạch 2021	Nhận xét
Doanh thu thuần	3.563	478	645,3%	6.517	1.080	503,5%	72,4%	
<i>Bàn giao BĐS</i>	<i>2.493</i>	<i>177</i>	<i>1310,4%</i>	<i>4.661</i>	<i>199</i>	<i>2236,3%</i>		Đến từ bàn giao 1.240 căn hộ tại dự án Opal Boulevard (ước tính khoảng 1.500 tỷ) và 772 căn tại dự án Gem Skyworld (khoảng 3.150 tỷ).
<i>Dịch vụ BĐS</i>	<i>867</i>	<i>282</i>	<i>207,4%</i>	<i>1.600</i>	<i>697</i>	<i>129,6%</i>		Doanh thu môi giới của DXS ghi nhận ở khu vực miền Bắc chiếm khoảng 49% doanh thu, tiếp theo là khu vực miền Nam với 37% và miền Trung với gần 14%. Trong đó 11% doanh thu của DXS đến từ sản phẩm của DXG.
<i>Xây dựng</i>	<i>133</i>	<i>43</i>	<i>208,9%</i>	<i>183</i>	<i>175</i>	<i>4,5%</i>		
<i>Khác</i>	<i>47</i>	<i>(24)</i>		<i>73</i>	<i>8</i>	<i>776,5%</i>		
Lợi nhuận gộp	1.956	357	447,5%	3.692	721	412,0%		
<i>Biên LN gộp</i>	<i>54,9%</i>	<i>74,7%</i>	<i>-19,8 điểm %</i>	<i>56,7%</i>	<i>66,8%</i>	<i>-10,1 điểm %</i>		Tỷ trọng cao hơn của hoạt động bàn giao dự án BĐS với biên LN thấp hơn so với hoạt động môi giới BĐS.
Chi phí bán hàng	(701)	(100)	601,3%	(1.264)	(185)	584,3%		Chủ yếu do chi phí môi giới tăng 150 lần lên 914,6 tỷ đồng so với 6,1 tỷ ở cùng kỳ năm trước.
Chi phí QLDN	(189)	(89)	113,6%	(338)	(210)	61,2%		
% chi phí BH&QLDN/DT	25,0%	39,4%	-14,5 điểm %	24,6%	36,5%	-11,9 điểm %		
Doanh thu tài chính	35	13	163,3%	46	38	19,7%		
Chi phí tài chính	(145)	(627)	-76,8%	(263)	(679)	-61,2%		
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(136)</i>	<i>(92)</i>	<i>47,5%</i>	<i>(252)</i>	<i>(141)</i>	<i>79,4%</i>		Tổng nợ vay cuối Q2/21 tăng gần 20% so với thời điểm Q2/20.
Thu nhập khác ròng	24	35	-31,4%	31	27	15,5%		
LNTT	979	(421)		1.904	(298)			
LNST	478	(468)		1.189	(374)			
LNST công ty mẹ	299	(556)		830	(488)		61,5%	

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng Tập đoàn Đất Xanh (DXG) là doanh nghiệp BĐS sở hữu hệ sinh thái toàn diện theo chuỗi giá trị từ Đầu tư – Xây dựng – Dịch vụ giúp doanh nghiệp tối ưu hóa nguồn lực, nắm bắt cơ hội thị trường và gia tăng giá trị cho khách hàng. Hai trụ cột chính trong cơ cấu doanh thu của DXG là mảng dịch vụ và mảng phát triển dự án đều có những tiềm năng tăng trưởng tốt trong tương lai:

- Đối với mảng dịch vụ, chúng tôi cho rằng DXG sẽ tiếp tục khẳng định vị trí dẫn đầu thị trường môi giới BĐS nhờ hệ thống phân phối rộng khắp cùng năng lực bán hàng đã được chứng minh cùng với mô hình kinh doanh khác biệt đem lại hiệu quả cao so với các đối thủ. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2021-22 sẽ phục hồi so với các tác động tiêu cực trong năm 2020 từ dịch Covid-19. Chúng tôi dự báo doanh thu hoạt động môi giới BĐS của DXG sẽ tăng trưởng 33,7% lên mức 2.582 tỷ đồng trong năm 2021, chiếm 27,3% tổng doanh thu của công ty và duy trì biên lợi nhuận cao.
- Đối với mảng phát triển dự án, trong ngắn hạn, DXG sẽ tập trung phát triển các dự án quy mô nhỏ dưới 5ha trong TP.HCM (tập trung nhiều ở thành phố Thủ Đức) và phát triển các khu đô thị có quy mô lớn tại các tỉnh thành phố vệ tinh như Bình Dương và Đồng Nai. Trong năm 2021, chúng tôi cho rằng doanh thu sẽ phục hồi đáng kể với 2 dự án được bàn giao là Gem Sky World (Long Thành, Đồng Nai) và Opal Boulevard (Dĩ An, Bình Dương). Trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng phát triển BĐS tăng trưởng trung bình 28% đến chủ yếu từ các dự án Gem Skyworld, Opal Boulevard, Opal Skyline, St.Moritz và đặc biệt là Gem Riverside khi mở khóa pháp lý thành công.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng giá trị thành phần (SOTP) để định giá cổ phiếu DXG với 2 mảng kinh doanh chính là phát triển bất động sản và dịch vụ môi giới BĐS.

Hình 4: Phương pháp định giá thành phần (SOTP)

Định giá từng phần	Phương pháp	(Tỷ đồng)
Đầu tư & phát triển BĐS	RNAV	9.988
Dịch vụ BĐS	DCF	4.772
Cộng	Giá trị sổ sách cuối Q2/21	
Tiền và tương đương tiền		4.565
Các khoản đầu tư ngắn hạn		1.133
Đầu tư vào công ty con/ công ty liên kết		6.478
Tài sản khác		107
Trừ	Giá trị sổ sách cuối Q2/21	
Nợ vay		6.975
Nợ phải trả khác		672
Lợi ích cổ đông thiểu số		4.492
Giá trị doanh nghiệp		14.903
SLCP đang lưu hành (triệu cp)		598
Giá trị mỗi cổ phiếu		24.920
Giá mục tiêu (làm tròn)		25.000

Nguồn: VND RESEARCH

Với các dự án bất động sản, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá giá trị tài sản ròng (RNAV) để tính giá trị của các dự án. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu NPV khác nhau đối với từng dự án thay vì một mức chung cho RNNAV hợp nhất do thiếu dữ liệu quá khứ cho việc xác định mức chiết khấu hợp lý. Các mức chiết khấu khác nhau sẽ được áp dụng cho từng dự án khác nhau tùy

thuộc vào thời gian thực hiện, tiến độ thu mua đất, và tỷ lệ hấp thụ trong bán hàng, chiết khấu cho toàn bộ RNAV hiện ở mức thận trọng là 45% do phần lớn các dự án trong kế hoạch đều trong giai đoạn hoàn thiện pháp lý và lịch sử cho thấy DXG nhiều lần đã phải tạm dừng triển khai dự án do vướng mắc về vấn đề này.

Với mảng môi giới chúng tôi chiết khấu dòng tiền với dự phóng trong 10 năm với WACC là 15% dựa trên kết quả kinh doanh của CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS) với tỷ lệ sở hữu tương ứng của DXG tại công ty con này và chiết khấu 25% giá trị nhằm loại trừ các khoản giao dịch nội bộ.

Đối với các tài sản khác, các khoản nợ vay và lợi ích cổ đông thiểu số, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách tại ngày 30/06/2021. Giá mục tiêu của chúng tôi là 25.000 đồng/cp và khuyến nghị Khả quan cho báo cáo lần đầu đối với cổ phiếu DXG.

Hình 5: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 05/10/2021)

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tăng trưởng kép 3 năm (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		Tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH (%)
								2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	19.000	25.000	31,6%	Khả quan	498	46,3	7,8	5,3	1,3	1,0	18,2	21,7	N/A	N/A	43,6
CTCP Vinhomes	VHM VN	79.400	102.200	28,7%	Khả quan	15.191	44,7	12,8	7,4	3,1	2,2	28,2	34,3	-	-	27,8
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc Nova	NVL VN	104.400	107.700	3,2%	Trung lập	6.760	51,4	24,9	15,2	3,4	2,8	14,7	20,1	-	-	114,7
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	41.550	45.500	9,5%	Khả quan	1.174	23,6	20,6	13,2	2,6	2,4	14,5	21,1	1,4	1,4	22,6
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	42.250	46.700	10,5%	KKN	641	22,6	10,5	8,8	1,7	1,5	19,1	19,3	3,6	3,2	36,6
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG VN	31.100	N/A	N/A	Khả quan	581	17,0	13,6	15,7	N/A	N/A	15,4	13,0	N/A	N/A	20,6
CTCP Đầu tư Hải Phát	HPX VN	30.450	N/A	N/A	KKN	407	60,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	43,5
CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest	VPI VN	43.300	N/A	N/A	KKN	381	27,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	67,7
CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa Vũng Tàu	HDC VN	80.100	N/A	N/A	KKN	304	22,6	27,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	85,4
CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật	UC VN	28.200	N/A	N/A	KKN	269	8,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	31,1
Trung bình							30,9	18,2	12,1	2,7	2,2	18,4	21,6	1,2	1,2	50,0

Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG

Rủi ro đầu tư

Kế hoạch phát triển dài đi đôi với nhiều rủi ro về pháp lý

Khối lượng lớn và một kế hoạch dài hạn có thể làm tăng sự hoài nghi đối với việc bồi thường và thi công dự án đất dự án vì có mối liên hệ chặt chẽ giữa sự ảnh hưởng của chính sách và thị trường bất động sản. Lưu ý rằng, phần lớn thặng dư tài sản ròng từ định giá lại dự án DXG của chúng tôi đến từ các dự án chưa hoàn tất pháp lý lộ ra rủi ro từ những thay đổi khó lường trong các quy định của nhà nước trong tương lai mặc cho DXG đang có được đội ngũ pháp lý dự án rất tốt.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu

Rủi ro này đến từ việc thông qua phương án phát hành riêng lẻ tối đa 200 triệu cổ phiếu (tối đa 38,6% số cổ phiếu đang lưu hành) với giá phát hành không thấp hơn 20.000 đồng/cp. Hiện chúng tôi vẫn chưa đưa vào mô hình dự báo kế hoạch phát hành do các thông tin hạn chế hiện tại. Đồng thời, cổ đông cũng thông qua phương án phát hành 7 triệu cổ phiếu ESOP với giá dự kiến 10.000 đồng/cổ phần. Số cổ phiếu này có điều kiện hạn chế chuyển nhượng 2 năm kể từ ngày hoàn tất phát hành.

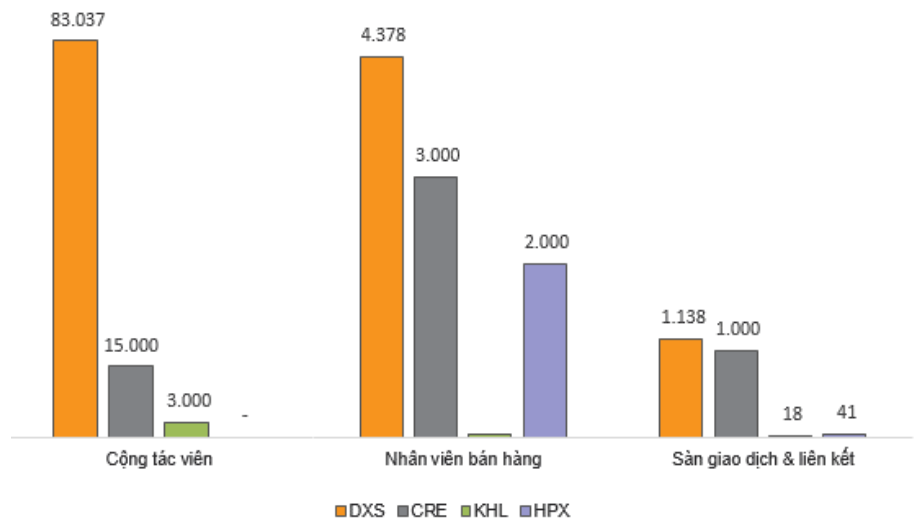
Hai phương án này dự kiến được thực hiện sau khi DXG đã phát hành hơn 77,7 triệu cổ phiếu thưởng tăng vốn, tỷ lệ 15% tại ngày 9/9/2021 vừa qua. Dự kiến vốn điều lệ của DXG sau khi thực hiện các phương án phát hành sẽ tăng từ 5.978 tỷ đồng lên 8.048 tỷ đồng.

Mảng Dịch vụ BĐS: Vị thế thuận lợi để mở rộng thị phần môi giới BĐS trong dài hạn

Lợi thế quy mô giúp doanh nghiệp duy trì thị phần môi giới sơ cấp đứng đầu cả nước

DXG sở hữu hoạt động môi giới BĐS thông qua công ty con là DXS - một trong những nhà phân phối bất động sản lớn nhất Việt Nam. Tính tới cuối năm 2020, đơn vị này đã xây dựng hệ thống phân phối rộng khắp với 132 sàn giao dịch, 1.006 sàn liên kết, 83.037 cộng tác viên, 4.378 nhân viên chính thức và nhiều kênh bán hàng trực tuyến (website: nhadat.net, forum, v.v.), phủ sóng 49/63 tỉnh thành với 45 công ty trực thuộc trên toàn quốc.

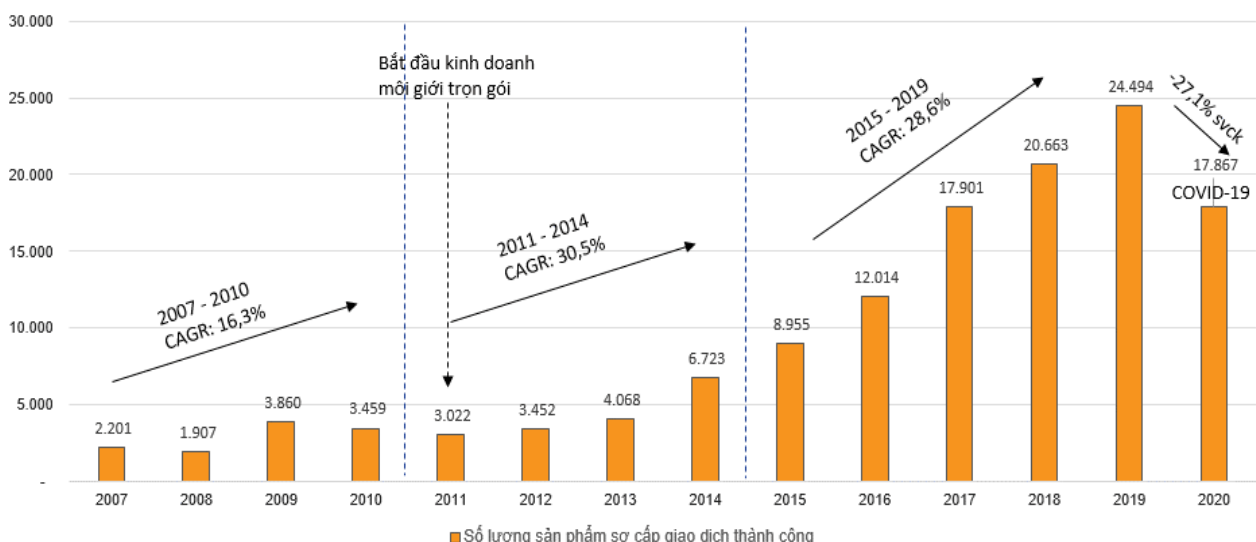
Hình 6: DXS sở hữu hệ thống phân phối vượt trội so với các đối thủ



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hệ thống phân phối của DXS được đánh giá là vượt trội so với các đối thủ trong ngành khi trải dài cả ba miền Bắc Trung Nam, không giống các doanh nghiệp môi giới khác chỉ có lợi thế tại một số khu vực nhất định như Cenland tập trung chủ yếu tại miền Bắc, Khải Hoàn Land mạnh tại miền Nam. Đây chính là lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ của công ty, giúp DXS luôn duy trì vị thế dẫn đầu cả nước với lượng sản phẩm giao dịch sơ cấp tăng không ngừng từ 2011, đạt tốc độ tăng trưởng kép ấn tượng 29,9% trong giai đoạn 2011-19.

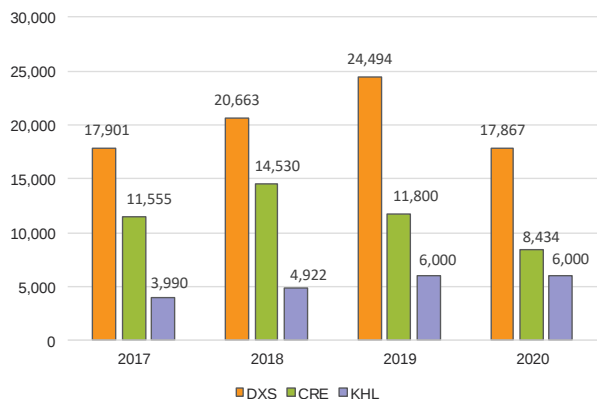
Hình 7: Lượng sản phẩm giao dịch tăng ấn tượng của DXS trong các chu kỳ phát triển của thị trường BĐS Việt Nam



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

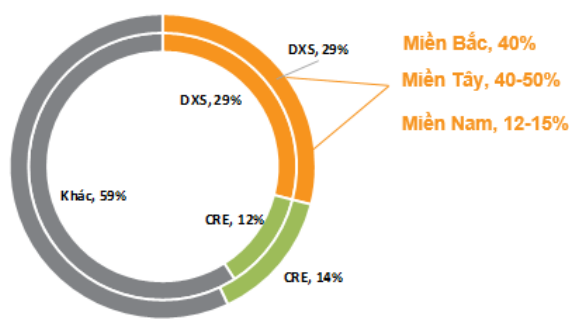
Trong năm 2020, mặc dù lượng giao dịch BĐS sơ cấp trong nước giảm 46,7% svck chỉ đạt 34.085 sản phẩm (theo báo cáo của Hiệp hội BĐS Việt Nam 2020) do ảnh hưởng của dịch COVID-19, lượng giao dịch của DXS vẫn duy trì con số ấn tượng với 17.867 sản phẩm (-27% svck). Điều này đã chứng minh được vị thế vững vàng của DXS dù trải qua một năm 2020 đầy thách thức.

Hình 8: DXS luôn duy trì được lượng giao dịch thành công vượt trội so với đối thủ



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: DXS đang nắm giữ vị thế dẫn đầu thị phần môi giới BĐS sơ cấp tại Việt Nam



Hình tròn trong năm 2019; hình tròn ngoài năm 2020

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

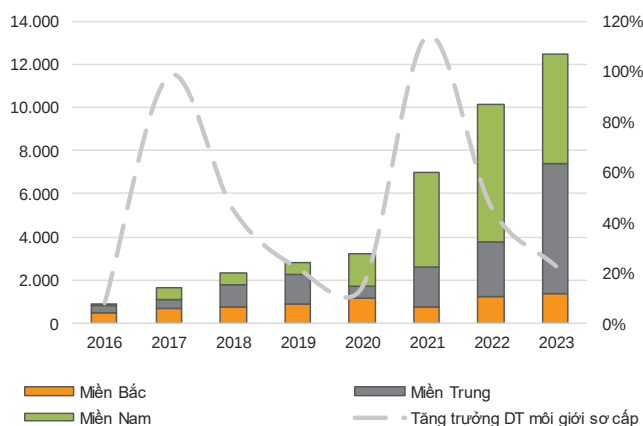
Danh mục phân phối không tập trung rủi ro vào một vài phân khúc hay bất kỳ dự án, khu vực nào

Trong giai đoạn 2018-2019, thị trường bất động sản truyền thống tại các thành phố lớn như TP.HCM và Hà Nội đã tập trung hàng chục nghìn công ty môi giới trong khi nguồn cung mới tại khu vực này hạn chế. DXS trở thành doanh nghiệp đi tiên phong vào các thị trường mới nổi ở các đô thị loại 1 và loại 2 như: Nghệ An, Quảng Ninh, Nha Trang, Quảng Nam, Đà Nẵng, Cần Thơ và nhiều tỉnh thành khác. Những khu vực này được kỳ vọng sẽ đem lại mức tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn cho người mua nhà khi họ tận dụng tiềm năng từ du lịch và sự bùng nổ của cơ sở hạ tầng tại đây. Nắm bắt được xu hướng đó cùng vị thế tiên phong, DT của khu vực miền Trung trong 2019 tăng trưởng 38% svck đạt 1.389 tỷ đồng, góp phần giúp DT 2019 tăng trưởng 22% svck, trong khi lượng giao dịch cả nước sụt giảm 35% svck trong 2019.

Trong 2020, dịch COVID-19 ảnh hưởng đến hoạt động du lịch cũng như tình hình giao dịch các bất động sản nghỉ dưỡng và biệt thự tại các khu vực ven biển miền Trung. Thị trường này được dự báo ít nhất 2-3 năm để phục hồi. Tuy nhiên, DXS đã nhanh chóng cơ cấu tập trung sang khu vực miền Nam. Dựa theo lượng sản phẩm kí trước trong 2020-2022 được cung cấp bởi DN, khu vực miền Nam sẽ chiếm phần lớn cơ cấu doanh thu với tỷ trọng trung bình gần 60% (so với 21% trong 2019). Điều này một lần nữa chứng minh năng lực đáp ứng xu hướng thị trường nhanh chóng của DXS, không tập trung phụ thuộc vào bất kỳ một khu vực nào nhờ hệ thống phân phối quy mô rộng khắp cả nước.

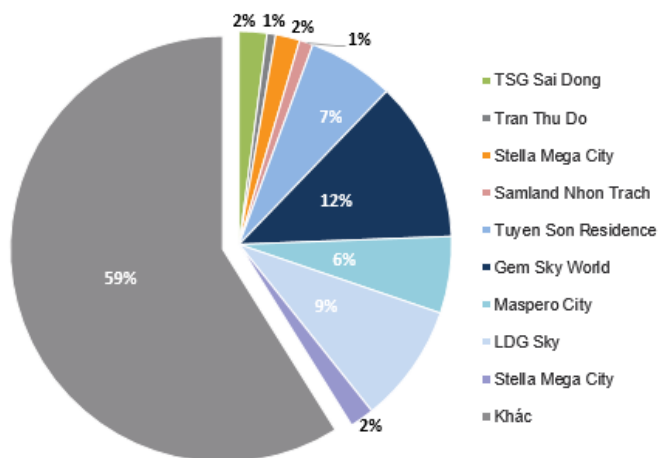
Trong cơ cấu doanh thu của DXS trong 2021-2022, chúng tôi ước tính các dự án từ công ty mẹ DXG sẽ đóng góp vào doanh thu DXS với tỷ lệ trung bình khoảng 15% mỗi năm với các dự án trọng điểm Gem Sky World, Opal Boulevard và Gem Riverside.

Hình 10: Doanh thu dịch vụ môi giới theo khu vực (tỷ đồng): Dịch vụ môi giới duy trì ổn định nhờ vào sự đóng góp của thị trường miền Nam trong giai đoạn 2021-2022



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Cơ cấu doanh thu theo dự án của DXS trong 2021



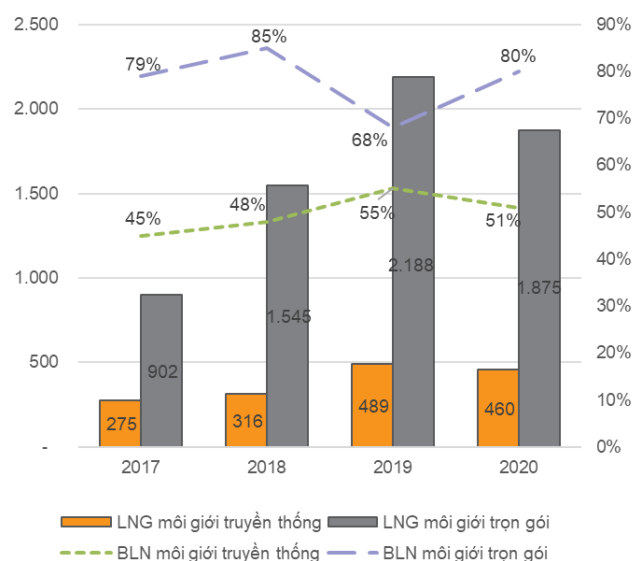
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Các dự án DXS phân phối đa dạng từ biệt thự, nhà phố, shophouse, chung cư cho tới các sản phẩm đất nền, nghỉ dưỡng, không tập trung rủi ro vào một vài phân khúc hay bất kỳ dự án nào. Công ty đã và đang khẳng định vị thế “Nhà môi giới Bất động sản số 1” với việc tổng thầu phân phối và môi giới hàng loạt dự án lớn của các Chủ đầu tư hàng đầu Việt Nam như MIKGroup, FLC Group, Sunshine Group... Ngoài ra, công ty cũng đang dự kiến quay lại phân phối các sản phẩm của Vinhomes trong 2021-2022.

Mô hình kinh doanh khác biệt đem lại hiệu quả cao so với các đối thủ

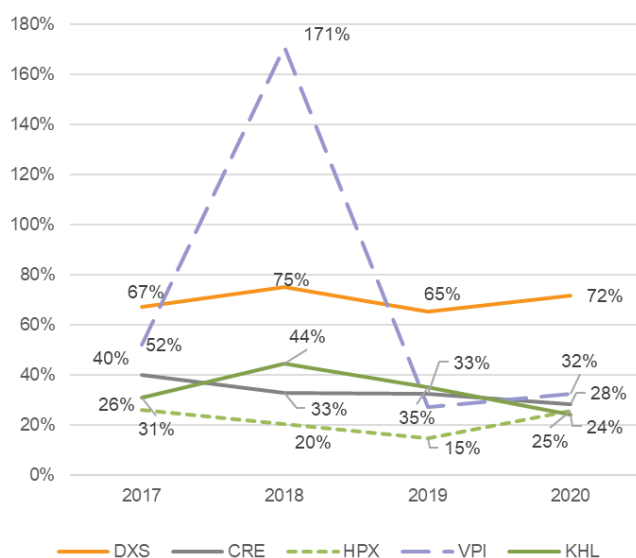
Khác với các đối thủ chủ yếu tập trung vào mảng môi giới truyền thống, mảng môi giới trọn gói (phục vụ cùng lúc quảng cáo, phân phối, tư vấn bán hàng, giá bán và thiết kế dự án) chiếm phần lớn cơ cấu doanh thu của DXS với tỷ lệ trung bình 72% trong giai đoạn 2017-2020. Nhờ lợi thế cung cấp trọn gói, hoa hồng DXS nhận được thường cao hơn mức thông thường của các môi giới BĐS khác. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp của DXS cũng cao hơn các công ty môi giới BĐS đang niêm yết khác.

Hình 12: Môi giới trọn gói chiếm phần lớn trong cơ cấu lợi nhuận gộp DXS



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Biên lợi nhuận gộp của DXS cao vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

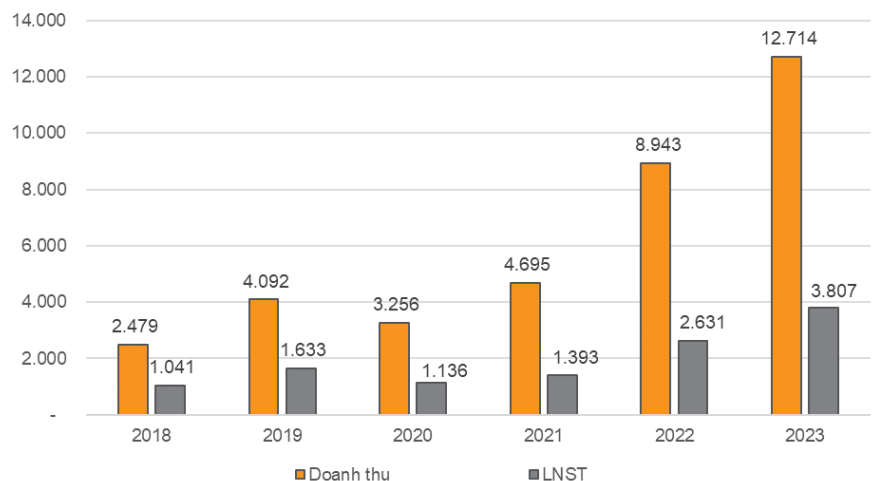
Mảng môi giới truyền thống DXS thường nhận mức phí hoa hồng từ 2,5-5% trong khi môi giới trọn gói DXS được hưởng mức hoa hồng từ 10-20% tùy theo loại hình và số dịch vụ DXS cung cấp cho chủ đầu tư. Mức phí hoa hồng có thể tăng lên nếu số lượng đặt cọc, giao dịch thành công... vượt KPI do chủ đầu tư đặt ra cho DXS.

Triển vọng 2021–23: kỳ vọng doanh thu tăng trưởng kép 57,6%

Chúng tôi tin rằng tình trạng khan hiếm nguồn cung mới tại TP.HCM trong 2021 sẽ không tác động đáng kể tới DXS do thị phần của DXS không tập trung nhiều tại TP.HCM mà được trải dài khắp cả nước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hoạt động giãn cách xã hội bởi dịch bệnh Covid-19 ở nhiều tỉnh thành trong cả nước ở Q3/21 sẽ tác động tiêu cực tới hoạt động bán hàng của DXG. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu DXS năm 2021 đạt 4.695 tỷ đồng, tăng trưởng 44,2% so với nền cơ sở thấp ở cùng kỳ 2020, đạt 62% kế hoạch đặt ra của doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính doanh thu hạch toán hợp nhất tại DXG sẽ đạt khoảng 3.025 tỷ đồng, tăng 56,6% svck.

Năm 2022-23, chúng tôi cho rằng tình hình dịch bệnh sẽ được cải thiện nhờ tốc độ bao phủ vắc-xin gia tăng nhanh chóng. Cùng với đó là sự phục hồi của thị trường BĐS sẽ giúp KQKD của DXS hồi phục và tăng tốc. Cụ thể, chúng tôi dự phóng doanh thu DXS lần lượt tăng trưởng 90,5% và 42,2% trong năm 2022 và 2023.

Hình 14: Kỳ vọng KQKD của DXS bứt phá trong giai đoạn 2021-2023



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng Đầu tư & Phát triển BĐS: Động lực thúc đẩy tăng trưởng trong 5 năm tới

Quỹ đất lớn hỗ trợ cho kế hoạch phát triển khá tham vọng

Nhận thức được rủi ro quỹ đất hạn chế đối với tham vọng trở thành nhà phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam, DXG đã tận dụng tối đa đợt suy thoái của thị trường bất động sản trong giai đoạn 2011-13 để mua lại các dự án gặp khó khăn. Việc nắm bắt thời cơ của DXG tại thị trường bất động sản Việt Nam đến từ mạng lưới môi giới rộng khắp toàn quốc, đây chính là lợi thế của công ty trong việc phát hiện ra các cơ hội mua lại này.

DXG hiện đang nắm giữ quỹ đất tiềm năng lên tới hơn 2.300ha, nằm trong top 10 nhà phát triển bất động sản hàng đầu của Việt Nam. Khi thị trường BĐS TP.HCM suy giảm nguồn cung với các nút thắt nhằm điều tiết thị trường trong giai đoạn 2018-2020, DXG đã tích lũy được một lượng lớn quỹ đất ở các tỉnh lân cận, bao gồm Vĩnh Phúc (37,9ha), Bắc Giang (260ha), Khánh Hòa

(171,9ha), TP.HCM (32,2ha), Đồng Nai (92,2ha), Bình Dương (9,8ha), Kiên Giang (80,7ha), Long An (1.421ha), và Hậu Giang (186,9ha).

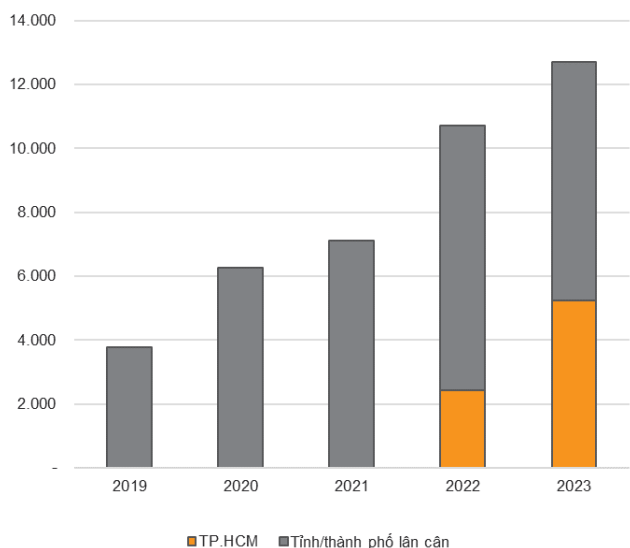
Theo ban lãnh đạo, DXG sẽ tiếp tục tập trung tích lũy quỹ đất với mục tiêu lên tới 1.000ha. Số tiền để phát triển quỹ đất được huy động nhiều kênh:

- Niêm yết công ty con DXS thu về gần 1.200 tỷ đồng.
- Phát hành riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu với giá phát hành không thấp hơn 20.000 VND/cổ phiếu, dự kiến thu về gần 4.000 tỷ đồng
- DXG đã được chấp thuận nguyên tắc của Sở Giao dịch chứng khoán Singapore về việc cho phép niêm yết trái phiếu với tổng giá trị 300 triệu USD, thời gian đáo hạn năm 2026. Công ty cho biết sẽ dùng số vốn huy động được mua khoảng 805 triệu cổ phiếu phát hành thêm của công ty con - CTCP Đầu tư Kinh doanh Bất động sản Hà An (Bất động sản Hà An) với giá 10.000 đồng/cổ phiếu, tương đương giá trị 8.050 tỷ đồng và chi trả các chi phí liên quan đến việc tăng vốn góp.

Doanh số ký bán mới vẫn tăng trưởng mạnh mẽ bất chấp các nút thắt pháp lý tạm thời

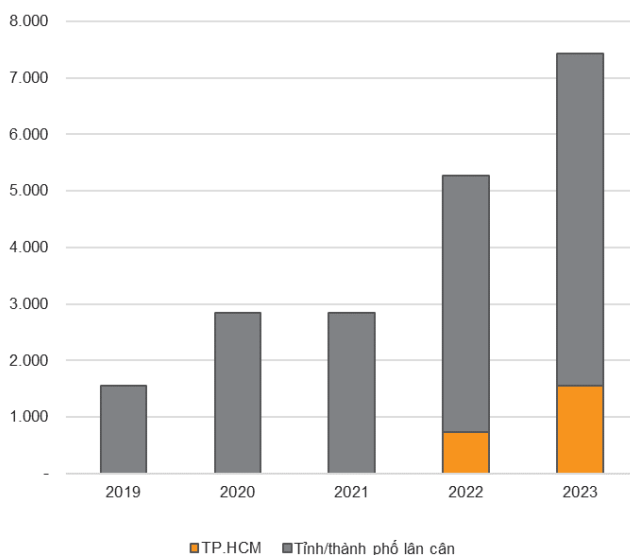
Hầu hết quỹ đất của DXG tại TP.HCM đã bị trì hoãn triển khai kể từ năm 2018 do quy trình cấp phép chặt chẽ hơn. Để hạn chế tác động của nút thắt trên tới kết quả kinh doanh, DXG đã triển khai các dự án tại các tỉnh khác lân cận TP.HCM, bao gồm dự án Gem Skyworld tại Long Thành, Đồng Nai và Opal Boulevard tại Bình Dương. Chúng tôi đánh giá cao sự chuyển hướng đầu tư này vì quy trình pháp lý tại các khu vực này dễ dàng hơn, ngoài ra vị trí chiến lược của các dự án này sẽ được hưởng lợi từ việc xây dựng sân bay Long Thành. Tổng giá trị ước tính từ hai dự án này có thể đạt 12.500 tỷ đồng, đảm bảo doanh thu của DXG trong tối đa hai năm, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 15: Doanh số ký bán (tỷ đồng) theo khu vực: Doanh số ký bán ở các dự án HCM sẽ tăng lên trong giai đoạn 2022-23



Nguồn: VND RESEARCH

Hình 16: Số lượng căn hộ bán mới (căn) theo khu vực: các dự án ở khu vực lân cận HCM sẽ chiếm lĩnh trong giai đoạn 2019-21 trong khi đó các dự án ở HCM sẽ tăng dần sự đóng góp trong giai đoạn sau



Nguồn: VND RESEARCH

Chúng tôi tin rằng vướng mắc pháp lý trong việc cấp phép cho các dự án TP.HCM hiện tại chỉ là tạm thời và có thể sẽ được giải quyết từ năm 2021. Do đó, DXG dự kiến sẽ được phê duyệt xây dựng các dự án tại TP.HCM từ năm 2021, bao gồm dự án Gem Riverside, dự án bị ảnh hưởng bởi siết chặt pháp lý từ năm 2018. Tuy nhiên, làn sóng Covid-19 thứ tư diễn ra ở TP.HCM từ quý 3/2021 cũng khiến cho tiến trình cấp giấy phép cho các dự án tại đây bị ảnh hưởng về tiến độ. Theo đó, chúng tôi cho rằng tiến trình này sẽ được đẩy nhanh hơn kể từ năm 2022 trở đi khi mức độ bao phủ vắc-xin đạt mức cao tại khu vực

này. DXG cho biết doanh nghiệp hiện đang tiếp tục giải quyết những vướng mắc cuối cùng trong quá trình cấp phép xây dựng cho dự án Gem Riverside. Chúng tôi cũng ước tính một số lượng lớn các dự án trong TP.HCM có thể được phê duyệt để khởi công trong giai đoạn 2022-24.

Hình 17: Kế hoạch triển khai dự án của DXG theo giả định

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Quy mô (ha)	Diện tích sàn (m2)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Sau 2025
Trong kế hoạch phát triển ngắn hạn											
Opal Boulevard	Dĩ An, Bình Dương	Căn hộ	1,5	163.624							
Opal Skyline	Thủ Dầu Một, Bình Dương	Căn hộ	1,0	85.132							
Gem Skyworld	Long Thành, Đồng Nai	Tổ hợp dự án	92,2	510.044							
St.Moritz	Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ	0,2	13.716							
Lux Star	Quận 7, TP.HCM	Căn hộ	1,1	53.665							
Opal Cityview	Thủ Dầu Một, Bình Dương	Căn hộ	1,0	89.762							
Gem Riverside	Quận 2, TP.HCM	Căn hộ	6,7	246.401							
Opal Parkview	Thuận An, Bình Dương	Căn hộ	5,1	400.000							
Opal Skyview	Bình Dương	Căn hộ	1,2	100.000							
2ha Long Thành	Đồng Nai	Căn hộ	1,9	137.052							
10ha Thuận An	Bình Dương	Căn hộ	9,5	397.161							
Quy đất để phát triển các dự án trong trung và dài hạn											
The Palm City	Quận 9, TP.HCM	Căn hộ	7,4	N/A							
Lux Riverview	Quận 7, TP.HCM	Căn hộ	0,9	51.682							
Opal City	Quận 9, TP.HCM	Căn hộ	6,1	181.859							
Gem Premium	Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ	6,7	221.709							
Gem Riverview	Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ	2,6	93.155							
INT	Khánh Hòa	Tháp tầng	171,9	893.880							
Opal Tower	Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ	0,5	35.000							
Opal Riverview	Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ	1,3	52.000							
Sunview Garden	Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ	1,8	N/A							
96ha Mái Dầm	Hậu Giang	Tháp tầng	96,2	380.352							
37ha Bình Xuyên	Vĩnh Phúc	Tháp tầng	37,9	140.000							
43ha Vị Thanh	Hậu Giang	Tháp tầng	43,5	195.986							
47ha Vị Thanh - Vị Thủy	Hậu Giang	Tháp tầng	47,2	173.051							
77ha Rạch Giá	Kiên Giang	Tháp tầng	80,7	245.232							
260ha Yên Dũng	Bắc Giang	Tháp tầng	260,0	1.040.000							
1,421ha Hậu Nghĩa	Long An	Tổ hợp dự án	1.421,0	2.704.963							

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

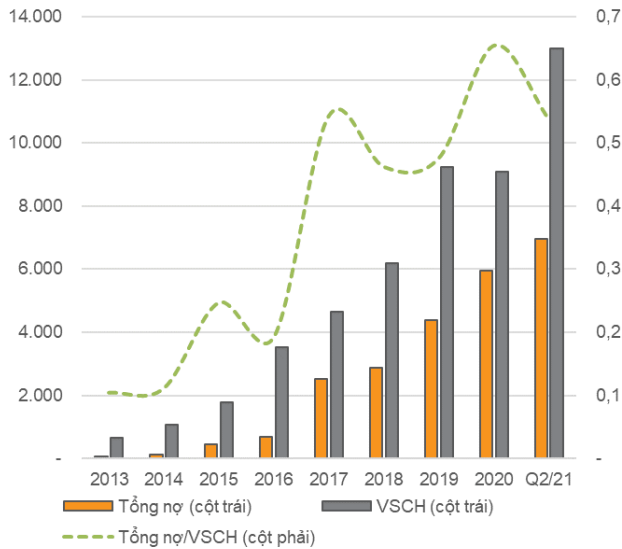
Phân tích tài chính doanh nghiệp

DXG sở hữu bằng cân đối kế toán tương đối an toàn với tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu giảm mạnh từ 0,7x vào cuối năm 2020 xuống còn 0,5x vào cuối quý 2/2021, đây là mức tương đối thấp đối với các công ty vốn hóa trung bình có cùng mô hình kinh doanh.

Tuy nhiên, với kế hoạch xây dựng và phát triển các dự án đang triển khai với hàng loạt dự án bất động sản dở dang, từ năm 2016 tới năm 2020, dòng tiền hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp liên tục thâm hụt kéo dài. Do đó, doanh nghiệp chủ yếu huy động dòng tiền từ chủ sở hữu và nợ vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Trong 6T/2021, dòng tiền kinh doanh đã cải thiện rõ ràng so với cùng kỳ khi dòng tiền kinh doanh chỉ âm nhẹ 33 tỷ trong khi cùng kỳ năm 2020 âm tới 1.541 tỷ đồng, chủ yếu là do DXG đã ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong 6T/21.

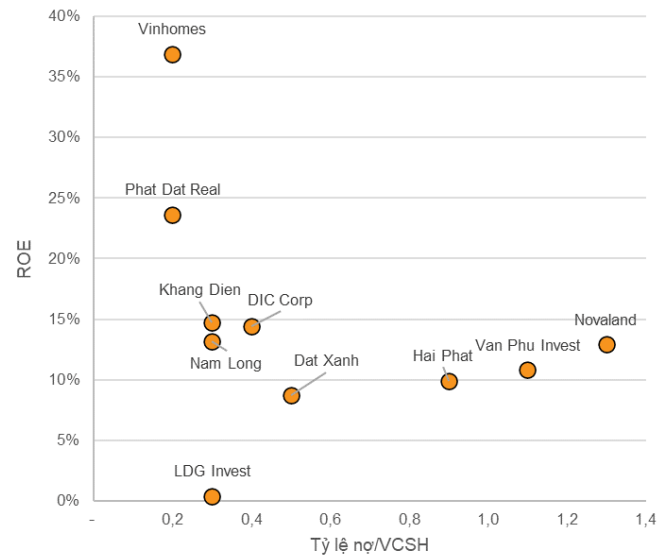
Trong khi đó, ROE của DXG ở mức 8,7% trong 6T/2021, đây là mức khá thấp so với hiệu quả kinh doanh của ngành. Chúng tôi cho rằng DXG sẽ sớm quay trở lại mức ROE khoảng 18-21% như thời điểm trước năm 2020 vào giai đoạn tới.

Hình 18: Tỷ lệ nợ/VCSH duy trì quanh mức 0,5-0,7x trong hơn 4 năm qua



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: DXG có tỷ lệ đòn bẩy ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng KQKD của DXG giai đoạn 2021-23

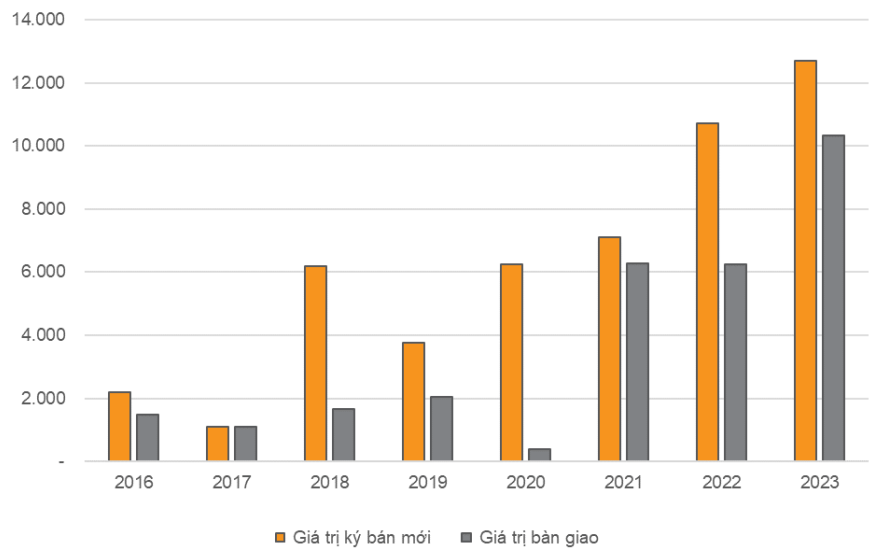
Cho năm 2021, chúng tôi ước tính:

- Tổng số căn ký bán mới trong năm 2021 đạt khoảng hơn 3.000 căn đến từ dự án Gem Sky World, Opal Skyline và một phần nhỏ từ dự án Opal Cityview tương đương với tổng giá trị hợp đồng đạt 7.100 tỷ đồng.
- Số lượng căn hộ được bàn giao trong năm 2021 đạt 2.711 căn từ dự án Gem Sky World và Opal Boulevard, tương đương với doanh thu ghi nhận đạt 6.279 tỷ VND (+1.496% svck).
- Doanh thu từ mảng môi giới BĐS đạt 2,582 tỷ đồng (+33,7% svck), chỉ đạt khoảng 70% kế hoạch năm do ảnh hưởng nghiêm trọng của dịch bệnh do trong quý 3/2021, TP.HCM và HN đều thực hiện giãn cách xã hội theo quy định và có sự hạn chế đi lại giữa các khu vực.
- Theo đó, tổng doanh thu ước tính năm 2021 của DXG đạt 9,444 tỷ đồng (+226,7% svck). Lợi nhuận gộp đạt 4,541 tỷ đồng (+142,2% svck). Biên lợi nhuận gộp đạt 48,1%, giảm so với năm 2020 do tỷ trọng đóng góp lớn hơn của mảng chuyển nhượng BĐS với biên lợi nhuận thấp hơn so với hoạt động môi giới. Lợi nhuận ròng đạt 1,354 tỷ đồng, so với mức âm 496 tỷ vào năm 2020.

Cho năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu của DXG đạt 11,817 tỷ đồng (+25,1% svck), trong đó doanh thu chuyển nhượng BĐS đạt 6,267 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ, doanh thu bàn giao đến từ dự án Gem Sky World, Opal Skyline và St.Moritz. Lợi nhuận ròng đạt 2,130 tỷ đồng (+57,3% svck) do biên LNG được cải thiện bởi tỷ trọng đóng góp cao hơn của mảng môi giới.

Đối với năm 2023, doanh thu của DXG được dự phóng đạt 18,032 tỷ đồng (+52,6% svck), trong đó doanh thu chuyển nhượng BĐS chiếm 52,9% tổng doanh thu, đạt 10,334 tỷ đồng (+65,2% svck) đến từ dự án Lux Star, Opal Skyline, Opal Cityview, Opal Parkview và phần còn lại của Gem Sky World. Doanh thu môi giới chiếm 38,8% tổng doanh thu, đạt 6.993 tỷ đồng (+42,2% svck). Qua đó, lợi nhuận ròng đạt 4,543 tỷ đồng (+113,3% svck).

Hình 20: Giá trị ký bán mới và giá trị bàn giao của DXG trong giai đoạn 2016-2023 theo ước tính của chúng tôi (tỷ đồng)



Nguồn: VND RESEARCH

Trong giai đoạn 2021-2022, chúng tôi dự phóng biên LNG duy trì mức cao quanh 50-60% chủ yếu nhờ tỷ trọng doanh thu của mảng môi giới tăng lên. Chúng tôi đồng thời dự báo mức tăng trưởng kép của LN ròng giai đoạn 2021-2024 sẽ đạt 46,3%.

Hình 21: Dự phóng hoạt động kinh doanh của DXG trong giai đoạn 2021-23

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	5.814	2.891	9.444	11.817	18.032
% svck	25,1%	-50,3%	226,7%	25,1%	52,6%
Phát triển BĐS	2.042	394	6.279	6.257	10.334
% svck	22,7%	-80,7%	1495,7%	-0,4%	65,2%
Dịch vụ BĐS	2.840	1.932	2.582	4.918	6.993
% svck	21,6%	-32,0%	33,7%	90,5%	42,2%
Khác	932	566	583	641	705
% svck	44,3%	-39,3%	3,1%	10,0%	10,0%
Lợi nhuận gộp	3.084	1.875	4.541	6.579	10.802
Biên LNG	53,0%	64,9%	48,1%	55,7%	59,9%
Chi phí BH&QLDN	(985)	(1.083)	(1.600)	(2.001)	(3.054)
% chi phí BH&QLDN	16,9%	37,5%	16,9%	16,9%	16,9%
Doanh thu tài chính	270	73	56	62	68
Chi phí tài chính	(209)	(858)	(585)	(726)	(364)
LNTT	2.389	27	2.412	3.914	7.452
LNST	1.886	(174)	1.930	3.131	5.962
Lợi ích cổ đông thiểu số	670	322	576	1.001	1.419
LN ròng công ty mẹ	1.217	(496)	1.354	2.130	4.543
%svck	3,2%			57,3%	113,3%

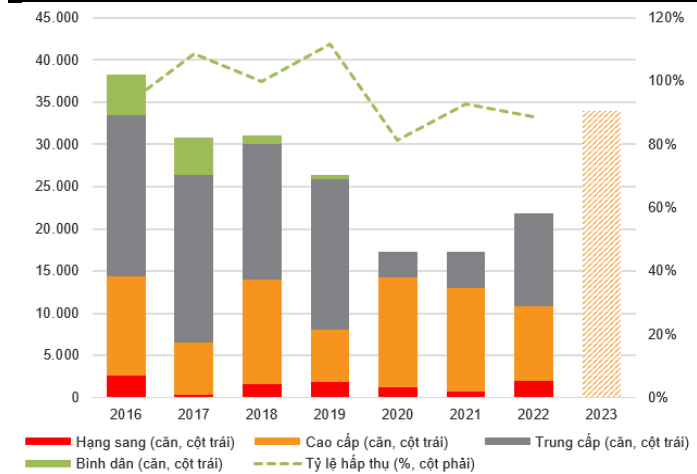
Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

TRIỂN VỌNG NGÀNH BĐS GIAI ĐOẠN 2021 – 2022

Thị trường nhà ở phía Nam ấm dần lên từ 2022 trở đi

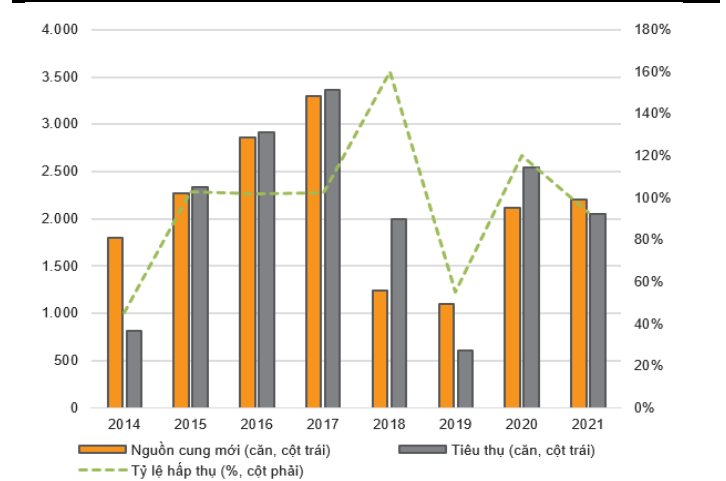
Sau khi một số quy định mới được ban hành trong 2020 như Nghị định 148 và Luật Xây dựng sửa đổi 2020, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM có thể phục hồi từ 2022, cụ thể tăng 26,2% svck trong 2022 và 55,7% svck trong 2023. Phân khúc trung cấp sẽ đóng góp 30-50% vào tổng nguồn cung. Chúng tôi tin rằng thị trường nhà ở tại ngoại thành TP HCM như Cần Giờ, Nhà Bè, Bình Chánh và TP Thủ Đức sẽ tiếp tục đáng chú ý trong nửa cuối 2021 và năm 2022 nhờ vào các dự án phát triển cơ sở hạ tầng.

Hình 22: Nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM được kỳ vọng sẽ phục hồi từ 2022 nhờ nới lỏng pháp lý



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 23: Nguồn cung nhà liền thổ tại TP HCM trong nửa cuối 2021 sẽ đến từ các dự án khu đô thị đã mở bán trước đó

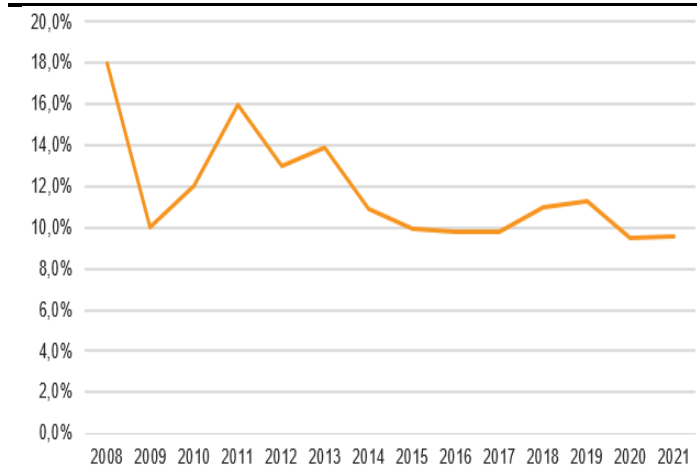


Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Lãi suất vay mua nhà duy trì ở mức thấp giúp kích thích nhu cầu mua nhà

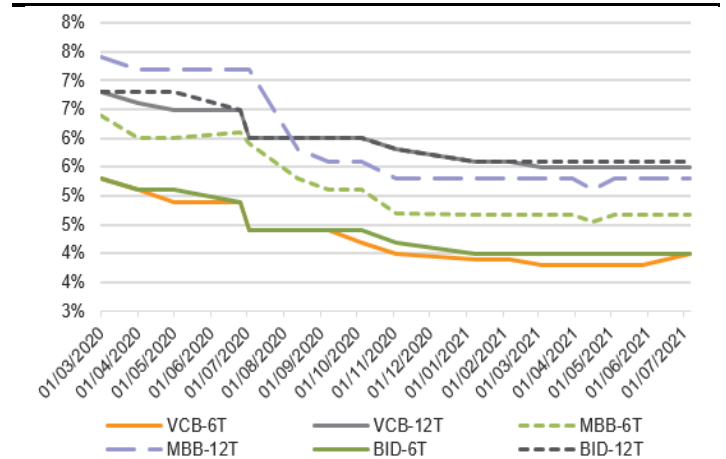
Chúng tôi nhận thấy lãi suất vay mua nhà ở các ngân hàng nội địa tương đối ổn định ở mức 9,2-9,5% trong nửa đầu năm 2021, vẫn là mức thấp nhất trong 10 năm. Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng Nhà nước (NHNN) sẽ duy trì chính sách tiền tệ thích ứng vào năm 2021 nhờ lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng NHNN sẽ cắt giảm thêm lãi suất điều hành, nhưng chúng tôi tin rằng NHNN sẽ không nâng lãi suất năm 2021 nhằm tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế bằng cách duy trì nới lỏng chính sách tiền tệ. Theo đó, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay thế chấp sẽ vẫn được duy trì ở mức thấp trong năm 2021, từ đó sẽ hỗ trợ kích cầu bất động sản.

Hình 24: Lãi suất thế chấp trung bình giảm trong năm 2020 khi các ngân hàng nội địa hạ lãi suất huy động



Nguồn: VND RESEARCH

Hình 25: Lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng và trên 6 tháng của các ngân hàng giảm 100-210 điểm cơ bản từ tháng 3/2020



Nguồn: VND RESEARCH

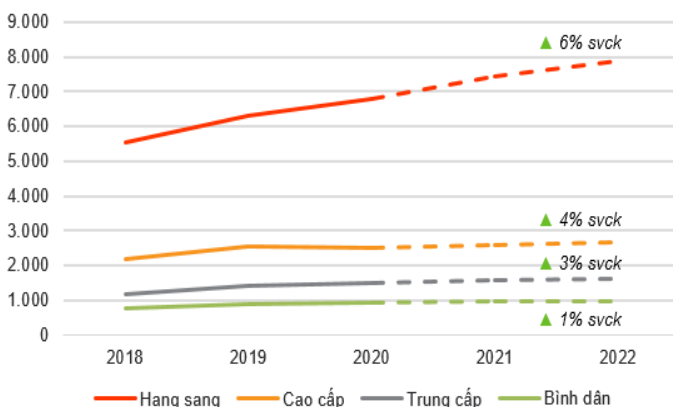
Giá nhà ở tại ngoại thành TP HCM sẽ tiếp tục tăng trưởng trong nửa cuối 2021 và năm 2022

Chúng tôi tin rằng giá nhà ở sơ cấp sẽ khó có thể giảm trong nửa cuối 2021 và năm 2022, do chi phí phát triển dự án gồm tiền đền bù và chi phí tài chính tăng cao trong bối cảnh dự án kéo dài trong các năm qua và chi phí nguyên vật liệu xây dựng đang tăng mạnh. Chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư sẽ tiếp tục đưa ra các chính sách bàn giao tốt hơn, hỗ trợ kéo dài tiến độ thanh toán để kích cầu thay vì giảm giá bán sơ cấp.

Chúng tôi cho rằng giá bán căn hộ sơ cấp tại TP HCM sẽ tăng chậm lại khoảng 1-4% svck ở tất cả phân khúc ngoại trừ phân khúc hạng sang. Sau khi một dự án căn hộ thương hiệu tại quận 1 thiết lập mức giá mới 16.500-18.000 USD/m² trong nửa đầu 2021, phân khúc hạng sang có thể sẽ tiếp tục sôi động với sự ra mắt của các dự án tọa lạc tại vị trí “vàng” tại quận 1 TP HCM và TP Thủ Đức trong nửa cuối 2021 và năm 2022.

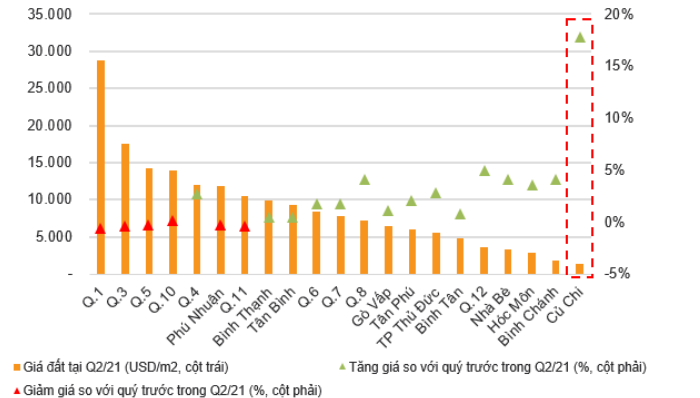
Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng giá đất tại các vùng lân cận TP HCM sẽ tiếp tục tăng ấn tượng trong nửa cuối 2021, nhờ việc mở rộng đường cao tốc đến khu vực phía Tây và ven biển với các dự án hạ tầng đang triển khai như cao tốc Bến Lức – Long Thành, Dầu Giây – Phan Thiết, sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1. Bên cạnh đó, đề xuất thành lập thành phố Tây Bắc gồm Củ Chi và Hóc Môn, song song với chuyển các huyện Hóc Môn, Củ Chi, Bình Chánh, Nhà Bè và Cần Giờ sẽ tiếp tục thúc đẩy giá đất tại các khu vực này tăng nhanh trong thời gian tới.

Hình 26: Giá bán căn hộ sơ cấp tại TP HCM sẽ tăng chậm lại trong nửa cuối 2021 và năm 2022



Nguồn: VND RESEARCH, CBRE

Hình 27: Giá đất tại ngoại thành TP HCM sẽ tiếp tục đà tăng ấn tượng trong Q2/21



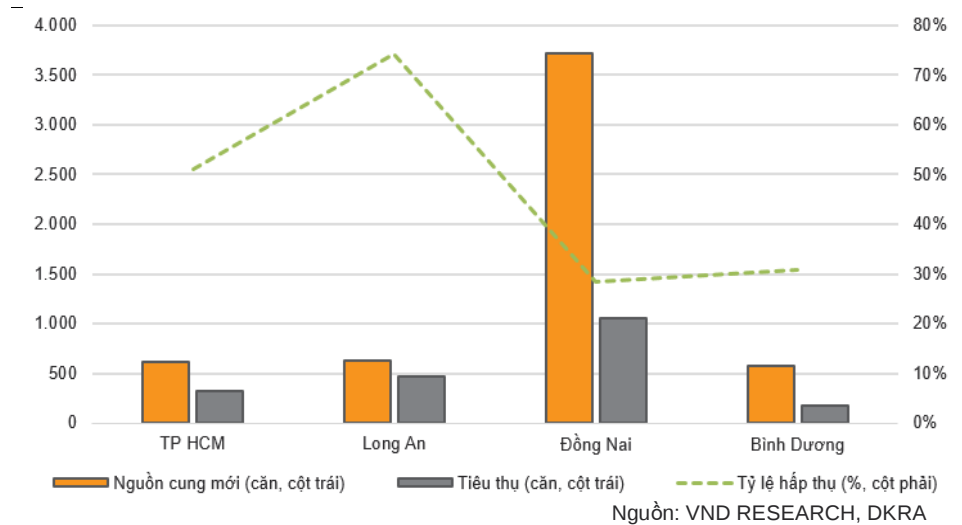
Nguồn: VND RESEARCH

Các tỉnh lân cận TP HCM sẽ thu hút giới đầu tư trong nửa cuối 2021 và năm 2022

Chúng tôi nhận thấy nhà đầu tư đang tìm kiếm cơ hội mới tại các thị trường lân cận TP HCM như Long An và Đồng Nai trong bối cảnh giá bán tăng cao cùng với nguồn cung khan hiếm tại TP HCM. Theo DKRA, trong nửa đầu 2021 thị trường nhà xây sẵn tại Đồng Nai diễn ra sôi động với hơn 3.700 căn mở bán mới, chiếm 67% nguồn cung mới của phía Nam, theo đó là Long An với 630 căn mở bán mới, chiếm 11% nguồn cung phía Nam.

Điều này tạo cơ hội cho các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn ở những khu vực này như DXG với các dự án khu đô thị như Gem Skyworld, Opal Boulevard, Opal Skyline, Opal Cityview dự kiến được mở bán trong năm 2021-22. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư và đạt được tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đắc địa.

Hình 28: Nguồn cung mới nhà ở xây sẵn tại Đồng Nai cao hơn 6 lần so với TP HCM trong nửa đầu năm 2021



Ba quy định nổi bật được ban hành vào năm 2020 giúp tháo gỡ một số nút thắt trong việc phê duyệt các dự án khu dân cư

Nghị định 148 tháo gỡ nút thắt cho các dự án đang chờ phê duyệt do vấn đề đất công xen kẽ

Ngày 18/12/2020, các cơ quan chức năng đã đưa ra các giải pháp tháo gỡ nút thắt trong việc phê duyệt dự án khu dân cư có quỹ đất hỗn hợp thông qua Nghị định 148/2020/NĐ-CP. Theo Nghị định 148 có hiệu lực từ ngày 8/2/2021, các thửa đất công nhỏ hẹp do Nhà nước quản lý nằm xen kẽ trong các dự án có diện tích trên dưới 10% diện tích dự án sẽ không phải thông qua đấu giá mà sẽ được giao hoặc cho thuê. Điều này sẽ giải quyết nút thắt đã khiến ít nhất 158 dự án khu dân cư bị hoãn đầu tư xây dựng trong 5 năm qua, như dự án 90ha Bắc Phước Kiển của Quốc Cường Gia Lai (QCG), Lexington Residence, Green Star Sky Garden bị đình chỉ thi công do vấn đề đất công, Mỹ Phước 4, Landcaster Legacy... Hơn 10 dự án của NVL có thể tiến hành các thủ tục pháp lý để cấp sổ đỏ cho người mua nhà.

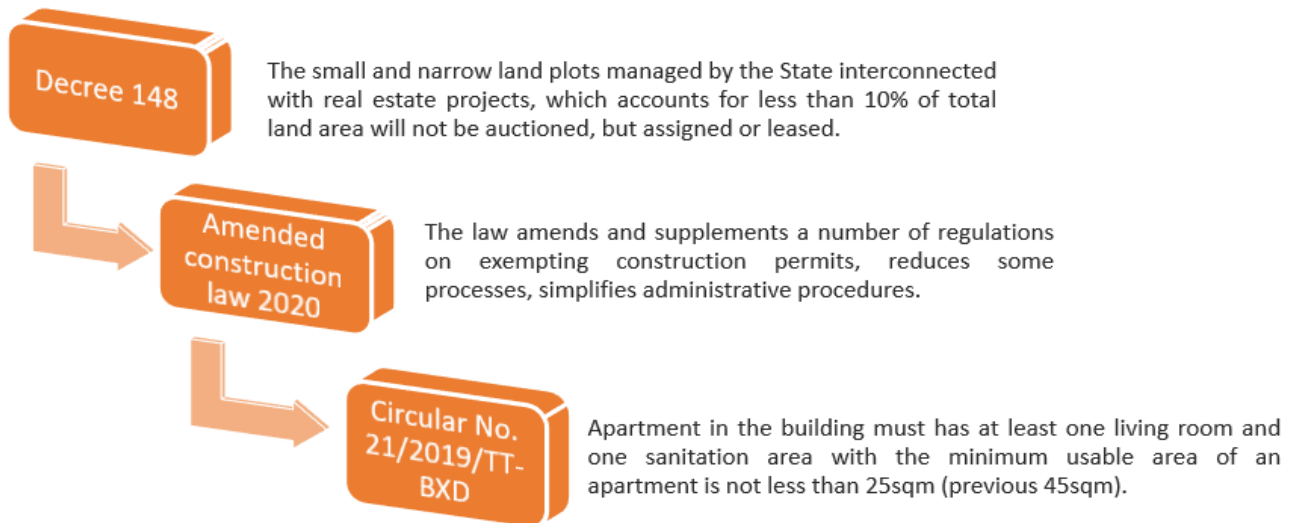
Luật Xây dựng sửa đổi 2020 sẽ cắt giảm một số quy trình, đơn giản hóa thủ tục hành chính

Luật Xây dựng sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Xây dựng được Quốc hội khóa XIV thông qua và có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2021. Luật sửa đổi và bổ sung một số quy định về miễn giấy phép xây dựng, cắt giảm một số quy trình, đơn giản hóa thủ tục hành chính và rút ngắn thời gian cấp phép xây dựng. Cụ thể hơn, công trình xây dựng đã được cơ quan chuyên môn về xây dựng thông báo kết quả thẩm định thiết kế xây dựng triển khai sau thiết kế cơ sở thì được miễn giấy phép xây dựng.

Thông tư 21/2019/TT-BXD: Thay đổi diện tích sử dụng căn hộ tối thiểu không dưới 25 m2 mở ra cơ hội cho người mua nhà bình dân

Vào ngày 31/12/2019, Bộ Xây dựng đã ban hành Thông tư số 21/2019/TT-BXD quy định Quy chuẩn kỹ thuật quốc gia về Nhà chung cư, có hiệu lực từ ngày 01/7/2020. Theo đó, căn hộ trong tòa nhà phải có ít nhất một phòng khách và một khu vệ sinh và diện tích sử dụng tối thiểu của căn hộ chung cư không dưới 25 m2 (trước đây là 45 m2).

Hình 29: Ba quy định mới ban hành đáng chú ý trong năm 2020 giúp tháo gỡ một số nút thắt trong việc phê duyệt các dự án khu dân cư



Nguồn: VND RESEARCH

Phụ lục các dự án đang phát triển của DXG

Hình 30: Một số dự án trọng điểm đang phát triển của DXG

Gem Sky World

Vị trí: Huyện Long Thành, Tỉnh Đồng Nai
Diện tích đất: 922.154 m²
Quy mô dự án: 3.921 đất nền & nhà phố
Tổng vốn đầu tư: 5.725 tỷ đồng.



Gem Riverside

Vị trí: Thành phố Thủ Đức
Diện tích đất: 67.142 m²
Quy mô dự án: 3.181 căn hộ & TMDV
Tổng vốn đầu tư: 5.980 tỷ đồng.



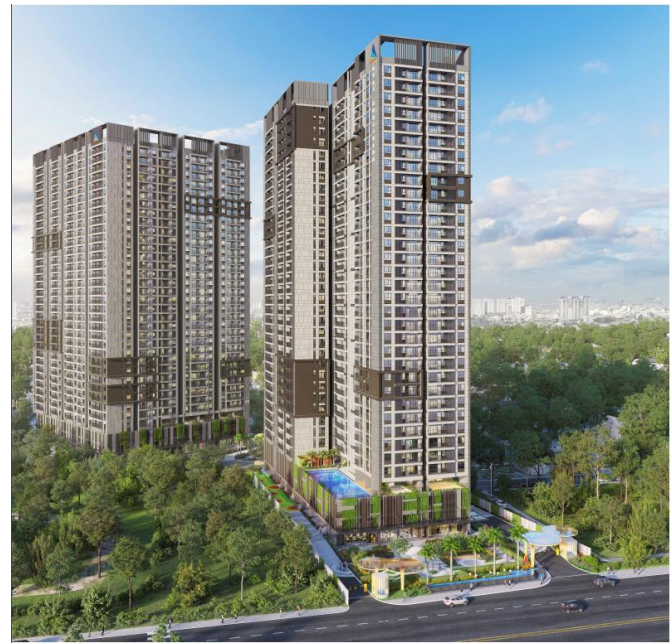
St.Moritz (Opal Skyview)

Vị trí: Thành phố Thủ Đức
Diện tích đất: 2.401 m²
Quy mô dự án: 170 căn hộ & TMDV & Officetel
Tổng vốn đầu tư: 405 tỷ đồng.



Opal Boulevard

Vị trí: Dĩ An, Bình Dương
Diện tích đất: 14.757 m²
Quy mô dự án: 1.463 căn hộ & TMDV
Tổng vốn đầu tư: 3.151 tỷ đồng.



Opal Skyline

Vị trí: Thuận An, Bình Dương

Diện tích đất: 10.243 m²

Quy mô dự án: 1.630 Căn hộ & TMDV

Tổng vốn đầu tư: 1.814 tỷ đồng.



Opal City

Vị trí: Thành phố Thủ Đức

Diện tích đất: 60.707m²

Quy mô dự án: 2.524 căn hộ & TMDV

Tổng vốn đầu tư: 4.146 tỷ đồng.



Opal Riverview

Vị trí: Thành phố Thủ Đức

Diện tích đất: 12.678 m²

Quy mô dự án: 893 căn hộ & TMDV

Tổng vốn đầu tư: 1.301 tỷ đồng.



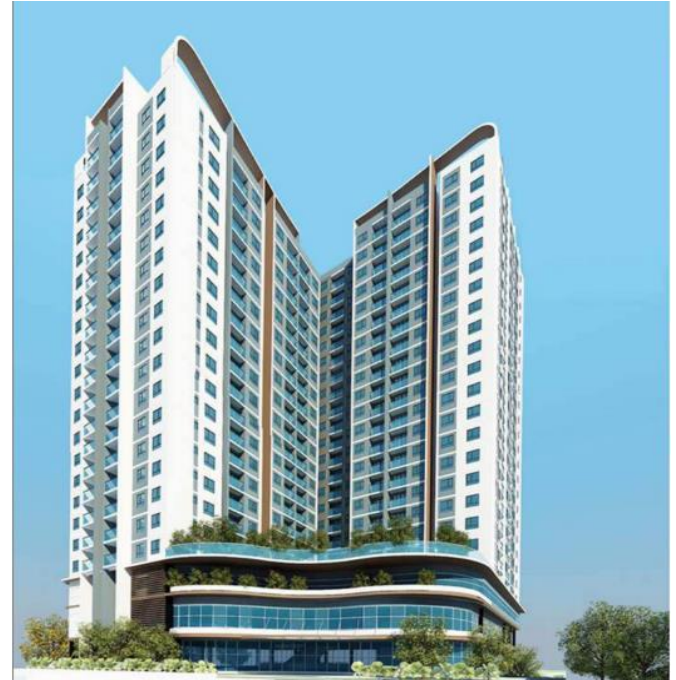
Opal Tower

Vị trí: Thành phố Thủ Đức

Diện tích đất: 4.945 m²

Quy mô dự án: 260 căn hộ & TMDV

Tổng vốn đầu tư: 715 tỷ đồng.



Lux Riverview

Vị trí: Quận 7, TP.HCM

Diện tích đất: 8.526 m²

Quy mô dự án: 789 căn hộ & TMDV

Tổng vốn đầu tư: 1.269 tỷ đồng.



Opal Cityview

Vị trí: TP. Thủ Dầu Một, Bình Dương

Diện tích đất: 9.740 m²

Quy mô dự án: 1.498 căn hộ & TMDV

Tổng vốn đầu tư: 1.955 tỷ đồng.



Gem Premium

Vị trí: Thành phố Thủ Đức

Diện tích đất : 67.221 m²

Quy mô dự án : 2.761 căn hộ & TMDV

Tổng vốn đầu tư : 6.508 tỷ đồng.



The Palm City

Vị trí: Thành phố Thủ Đức

Diện tích đất: 74.140 m²

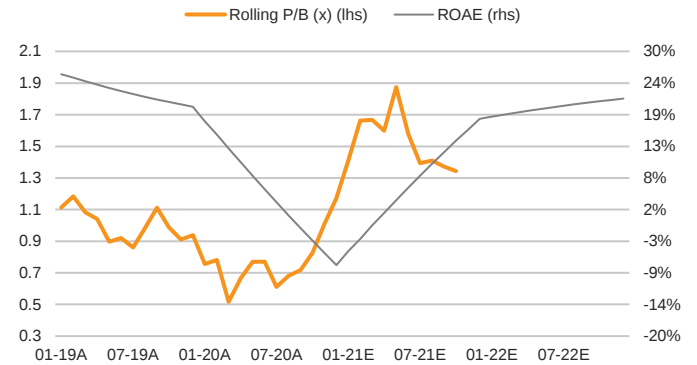
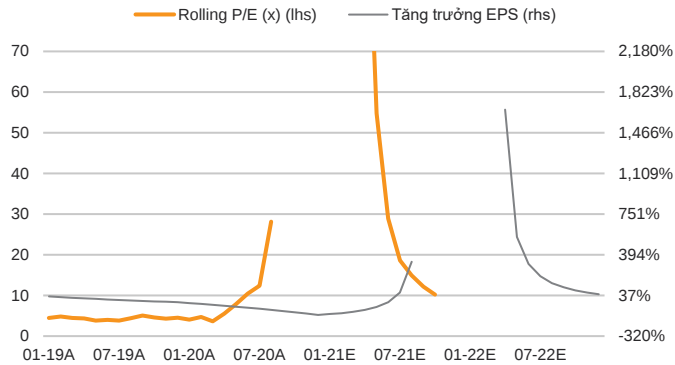
Quy mô dự án: 519 căn hộ & TMDV & Officetel

Tổng vốn đầu tư: 2.299 tỷ đồng.



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	9,444	11,817	18,032
Giá vốn hàng bán	(4,904)	(5,238)	(7,231)
Chi phí quản lý DN	(534)	(1,118)	(1,645)
Chi phí bán hàng	(1,066)	(883)	(1,409)
LN hoạt động thuần	2,941	4,578	7,748
EBITDA thuần	2,941	4,578	7,748
Chi phí khấu hao	2,941	4,578	7,748
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2,941	4,578	7,748
Thu nhập lãi	56	62	68
Chi phí tài chính	(585)	(726)	(364)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2,412	3,914	7,452
Thuế	(482)	(783)	(1,490)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(576)	(1,001)	(1,419)
LN ròng	1,354	2,130	4,543
Thu nhập trên vốn	1,354	2,130	4,543
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	1,354	2,130	4,543

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4,495	9,998	16,168
Đầu tư ngắn hạn	1,133	1,133	1,133
Các khoản phải thu ngắn hạn	9,057	9,664	11,616
Hàng tồn kho	10,826	10,534	8,807
Các tài sản ngắn hạn khác	236	246	257
Tổng tài sản ngắn hạn	25,747	31,575	37,980
Tài sản cố định	1,039	1,043	1,049
Tổng đầu tư	1,451	1,451	1,451
Tài sản dài hạn khác	1,117	1,082	1,052
Tổng tài sản	29,353	35,150	41,532
Vay & nợ ngắn hạn	3,103	3,414	3,755
Phải trả người bán	2,915	3,114	4,298
Nợ ngắn hạn khác	7,177	9,335	8,228
Tổng nợ ngắn hạn	13,196	15,862	16,281
Vay & nợ dài hạn	3,876	3,876	3,876
Các khoản phải trả khác	34	34	34
Vốn điều lệ và	5,980	5,980	5,980
LN giữ lại	2,681	4,811	9,354
Vốn chủ sở hữu	8,741	10,872	15,415
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,506	4,506	5,925
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	29,353	35,150	41,532

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2,412	3,914	7,452
Khấu hao	36	23	24
Thuế đã nộp	(482)	(783)	(1,490)
Các khoản điều chỉnh khác	(55)	(62)	(68)
Thay đổi VLĐ	(1,006)	4,217	(1,241)
LC tiền thuần HKKD	904	7,310	4,677
Đầu tư TSCĐ	(54)	(21)	(22)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(385)	62	68
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(439)	40	46
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	748	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1,034	310	341
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	1,782	310	341
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,780	4,495	9,998
LC tiền thuần trong năm	2,247	7,660	5,063
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,026	12,155	15,061

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	14.3%	18.0%	25.2%
Vòng quay TS	0.36	0.37	0.47
ROAA	5.1%	6.6%	11.8%
Đòn bẩy tài chính	3.54	3.29	2.92
ROAE	18.2%	21.7%	34.6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	77.0	77.0	77.0
Số ngày nắm giữ HTK	805.8	734.1	444.6
Số ngày phải trả tiền bán	217.0	217.0	217.0
Vòng quay TSCĐ	9.26	11.35	17.24
ROIC	7.0%	9.4%	15.7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.0	2.0	2.3
Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.3	1.8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.7	1.1
Vòng quay tiền	665.8	594.1	304.6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	226.7%	25.1%	52.6%
Tăng trưởng LN từ HKKD	271.3%	55.7%	69.2%
Tăng trưởng LN ròng		57.3%	113.3%
Tăng trưởng EPS		47.1%	113.3%

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

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@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

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