

Ngành : Bất động sản (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị

MUA

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HSX: DXG)
Đảm bảo tiến độ triển khai dự án

Giá hiện tại:	23,400	Ngày viết báo cáo:	10/05/2021	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	30,200	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	518.3	Lương Trí Thìn	14.6%
Giá mục tiêu mới:	N/A	Vốn hóa (tỷ đồng)	12,283	Grinling International	10.3%
Tỷ suất cổ tức	0%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	8,327,730	Đầu tư NAV	4.5%
Tiềm năng tăng giá	29.0%	Sở hữu nước ngoài	34.5%	KIM Vietnam Growth Equity Fund	2.9%

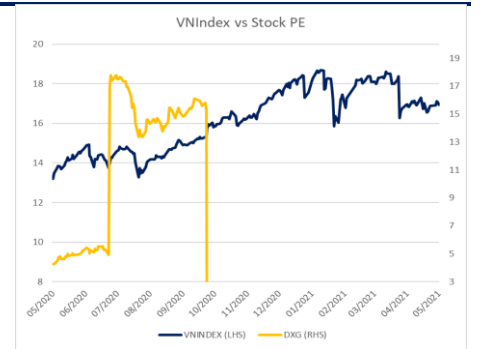
Chuyên viên phân tích ngành:
Phan Quốc Bửu
(Bất động sản, Bán lẻ)
buupq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: 28,230 VND
Giá cắt lỗ: 20,500 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2020	2021	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	N/A	8.1	13.7	17.9	Doanh thu	5,814	2,891	7,860	11,175
PB (x)	1.9	1.5	1.7	2.4	Lợi nhuận gộp	3,084	1,875	3,641	4,753
PS (x)	76.5	55.7	3.6	2.0	Lợi nhuận sau thuế	1,217	-432	1,521	1,874
ROE (%)	-7.0%	19.7%	17.8%	13.7%	EPS	2,222	-789	2,778	3,423
ROA (%)	-1.8%	6.0%	5.5%	2.2%	Tăng trưởng EPS	-31%	-136%	N/A	23%
EV/ EBITDA (x)	17.2	6.2	3.6	17.3	Nợ ròng/ VCSH	63%	96%	84%	64%

Định giá

- BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DXG và nâng giá mục tiêu lên 30.200 đồng/cp (+29% so với mức giá đóng cửa ngày 10/05/2021) dựa trên phương pháp RNAV do thay đổi một số giả định sau: (1) Cập nhật thêm dự án, (2) Điều chỉnh mức chiết khấu WACC và chiết khấu rủi ro, (3) Nâng triển vọng mảng môi giới.

Dự báo kết quả kinh doanh

- Năm 2021, BSC ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ước đạt 7,860 tỷ đồng (+172% YoY) và 1,521 tỷ đồng so với mức lỗ -432 tỷ năm 2019, EPS 2021 FW =2,778 đồng/cp. PE 2021 FW = 8.5 lần. .

Quan điểm đầu tư

- Lợi nhuận năm 2021-2022 phục hồi mạnh nhờ bàn giao một loạt dự án cũng như mảng môi giới và mức nền lợi nhuận thấp trong năm 2020
- Tổng giá trị sản phẩm mở bán của DXG GD 2020-2023F ghi nhận bình quân khoảng 6,000-7,000 tỷ/năm.
- Kỳ vọng đẩy nhanh tiến độ pháp lý tại thành phố Hồ Chí Minh từ năm 2021, qua đó mở khóa tài sản tích lũy như Gem Riverside, Gem Premium

Rủi ro

- Kế hoạch mở bán các dự án bị chậm lại do vấn đề pháp lý và dịch Covid-19
- Rủi ro chung ngành bất động sản (lãi suất cho vay, tính chu kỳ ngành)

Cập nhật doanh nghiệp

- Kết quả kinh doanh Q1/2021 ghi nhận đạt 530 tỷ đồng (+687% YoY), phù hợp với dự báo của chúng tôi. Doanh thu của DXG trong Q1/2021 ghi nhận lần lượt mức 2,954 tỷ đồng (+391% YoY).
- Tổng giá trị bán hàng mở mới (pre-sales) Q1/2020 của DXG ước tính khoảng 955 tỷ đồng với 420 sản phẩm, tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ (13 sản phẩm).
- IPO DXS thành công, số lượng đăng ký vượt quá số lượng chào bán, dự kiến niêm yết vào cuối T5/2021.
- DXG điều chỉnh tăng mục tiêu lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số ước tính khoảng 1,400 tỷ đồng.

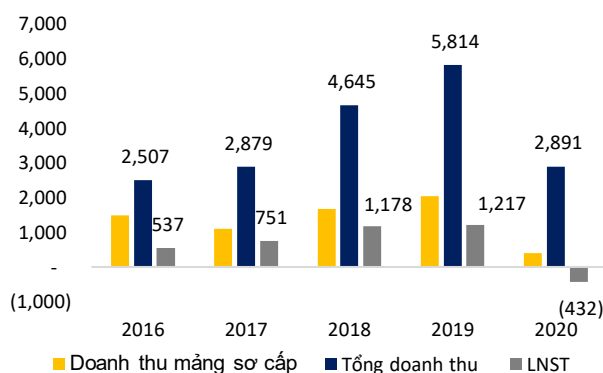
BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết quả kinh doanh Q1/2021 ghi nhận đạt 530 tỷ đồng (+687% YoY), phù hợp với dự báo của chúng tôi.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của DXG trong Q1/2021 ghi nhận lần lượt mức 2,954 tỷ đồng (+391% YoY) và 531 tỷ đồng (+687% YoY) đóng góp chính đến từ mảng dịch vụ và mảng bất động sản sơ cấp.

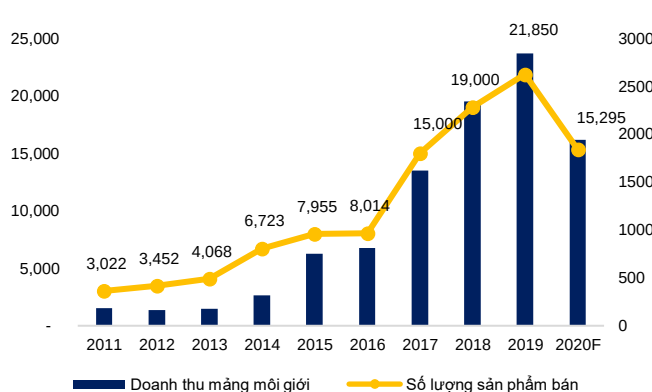
1. **Mảng bất động sản sơ cấp:** DT ghi nhận mức 2,176 tỷ đồng (+391% YoY) nhờ vào việc bàn giao hai dự án Opal Boulevard và Gem Sky Word. Trong giai đoạn còn lại của năm 2021, DXG sẽ tiếp tục bàn giao các sản phẩm từ hai dự án trên và dự án ST-Mortiz (dự kiến Q3/2021).
2. **Mảng hoạt động dịch vụ:** DT ghi nhận mức 733 tỷ đồng (+77 % YoY) với tổng số lượng sản phẩm mảng dịch vụ đạt 3,983 sản phẩm (+24% YoY) nhờ sự hồi phục tích cực của thị trường bất động sản, trong đó cơ cấu sản phẩm chủ yếu đến từ hai thị trường chính là Bắc Bộ (50%) và Đông Nam Bộ (33%).

Lợi nhuận 2020 bị ảnh hưởng do việc thiếu hụt dự án bàn giao và ảnh hưởng dịch Covid-19 (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Số lượng sản phẩm môi giới và doanh thu môi giới cũng ghi nhận mức sụt giảm mạnh do dịch Covid-19

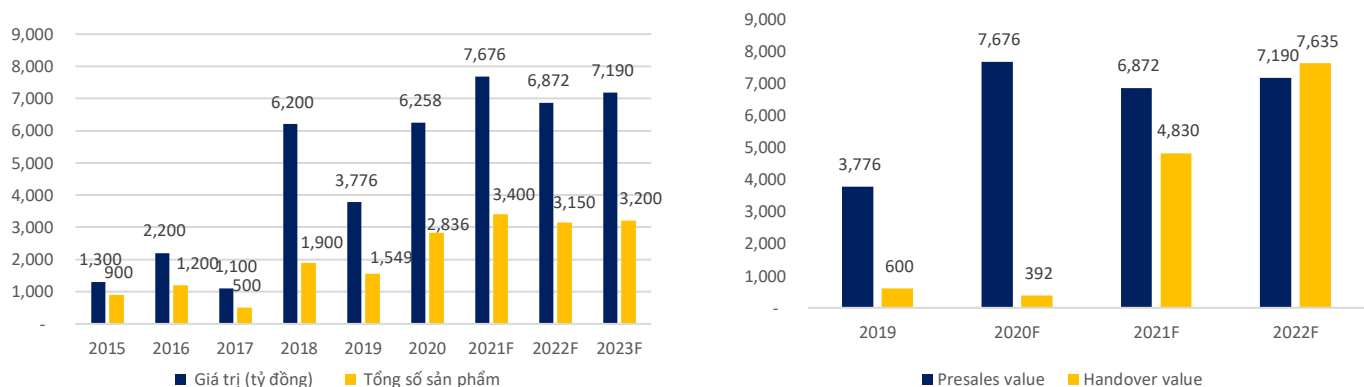


Nguồn: FiinPro, BSC Research

	Q1/2021	Q1/2020	% YoY	Ghi chú
Doanh thu	2,954	602	391%	
Mảng bất động sản thứ cấp	2,167	23	9448%	• Biên lợi nhuận Q1/2021 duy trì mức 59%, giảm nhẹ 100 ppt so với cùng kỳ.
Mảng môi giới dịch vụ	733	415	77%	
Mảng hợp đồng xây dựng và khác	49	32	53%	
Lợi nhuận gộp	357	636	-44%	• Chi phí tài chính ròng tăng mạnh 302% so với cùng kỳ chủ yếu do DXG tập trung gia tăng nợ vay để bổ sung nguồn vốn cho M&A và triển khai dự án.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>59%</i>	<i>60%</i>		
Mảng bất động sản thứ cấp	55%	126%		
Mảng môi giới dịch vụ	76%	75%		
Chi phí bán hàng và Quản lý DN (SG&A)	711	206	246%	
<i>%SG&A/DT</i>	<i>24.1%</i>	<i>34.2%</i>		
Chi phí tài chính ròng	(107.2)	(26.7)		
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	531.07	67.52	687%	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>18%</i>	<i>11%</i>		

Nguồn: DXG, BSC Research

Tổng giá trị bán hàng mở mới (pre-sales) Q1/2020 của DXG ước tính khoảng 955 đồng với 420 sản phẩm, tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ (13 sản phẩm). Trong đó, dự án Gem Sky World chiếm tỷ trọng chính 77% trong tổng số sản phẩm mới bán, phần còn lại đến từ phần còn lại của các dự án ST.Mortiz, Opal Boulevard và Opal Skyline. DXG lần lượt sẽ triển khai mở bán các dự án Opal CityView – Lux Star (Q3/2021) và Opal Central Park – Opal Skyview (Q4/2021). BSC đánh giá tiến độ bán hàng của DXG tương đối phù hợp với dự báo trước đó của chúng tôi. Cho năm 2021, BSC duy trì dự báo tổng giá trị mở bán mới đạt 7,676 tỷ đồng (+22.6% YoY, link báo cáo).



Nguồn: BSC Research dự báo

Cập nhật tiến độ IPO DXS: Theo đó, toàn bộ số lượng cổ phiếu DXS chào bán trong đợt IPO (71.66 triệu cổ phiếu) đã được đăng kí 100%, trong đó có đóng góp lớn từ hai tổ chức Bản Việt và Dragon Capital. Thời gian cổ phiếu dự kiến được chính thức giao dịch sẽ trong cuối T5/2021.

Điều chỉnh tăng kế hoạch cho năm 2021. DXG điều chỉnh tăng mục tiêu lợi nhuận sau thuế cổ đông thiểu số ước tính khoảng 1,400 tỷ đồng, tương đối khá sát so với dự báo trước đó của chúng tôi. BSC ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ước đạt 7,860 tỷ đồng (+172% YoY) và 1,521 tỷ đồng so với mức lỗ -432 tỷ năm 2019, nhờ vào bàn giao các dự án (1) Opal Boulevard, (2) Gem Sky World, (3) ST-Mortiz và sự hồi phục của mảng dịch vụ môi giới. EPS 2021 FW = 2,778 đồng/cp. PE 2021 FW = 8.5 lần.

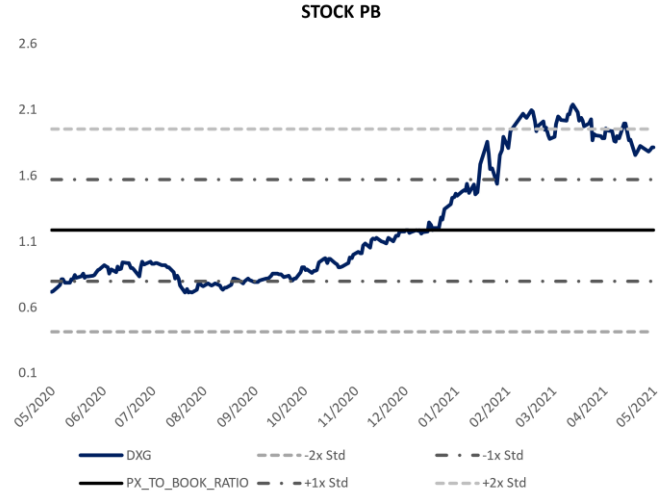
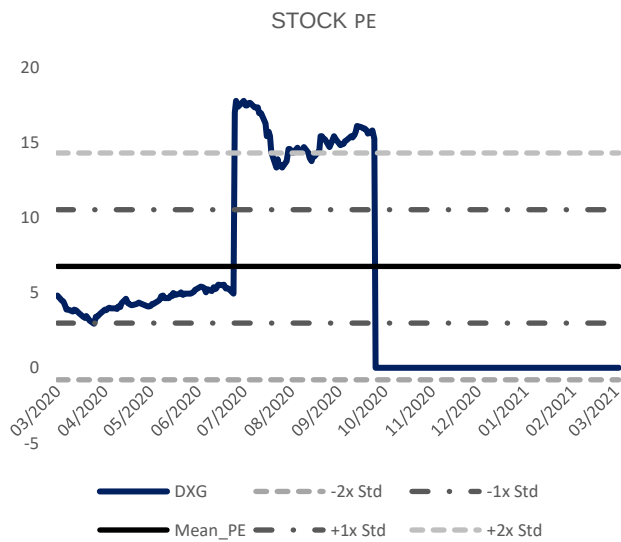
Đơn vị: Tỷ đồng	2018A	2019A	2020E	2021F	2022F
Doanh thu	4,645	5,814	2,891	7,860	11,175
% YoY	61%	25%	-50%	172%	42%
Giá vốn hàng bán	2,031	2,730	1,016	4,219	6,423
Lợi nhuận gộp	2,615	3,084	1,875	3,641	4,753
Chi phí bán hàng	434	483	489	552	897
Chi phí QLDN	346	501	546	473	785
EBIT	1,013	642	149	433	433
Doanh thu tài chính	206.7	270.5	72.6	63.4	108.3
Chi phí tài chính	190.8	209.0	858.3	374.0	356.0
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	256	149	(11)	-	-
LN trước thuế	2,102	2,389	74	2,346	2,877
Thuế TNDN	385	510	499	493	604
Lợi nhuận sau thuế	1,723	1,886	(126)	1,853	2,273
Lợi ích cổ đông thiểu số	544	670	305	333	399
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1,178	1,217	(432)	1,521	1,874
% YoY	57%	3%	-136%	N/A	23%
EPS cơ bản (đồng)	3,198	2,222	-789	2,778	3,423
Biên LNG	56%	53%	65%	46%	43%
Biên LN ròng	25%	21%	-15%	19%	17%
ROE	24%	17%	-7%	20%	20%

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DXG với **giá mục tiêu 30.200 đồng/cp** (+29% so với mức giá đóng cửa ngày 08/05/2021) dựa trên phương pháp RNAV do thay đổi một số giả định sau:

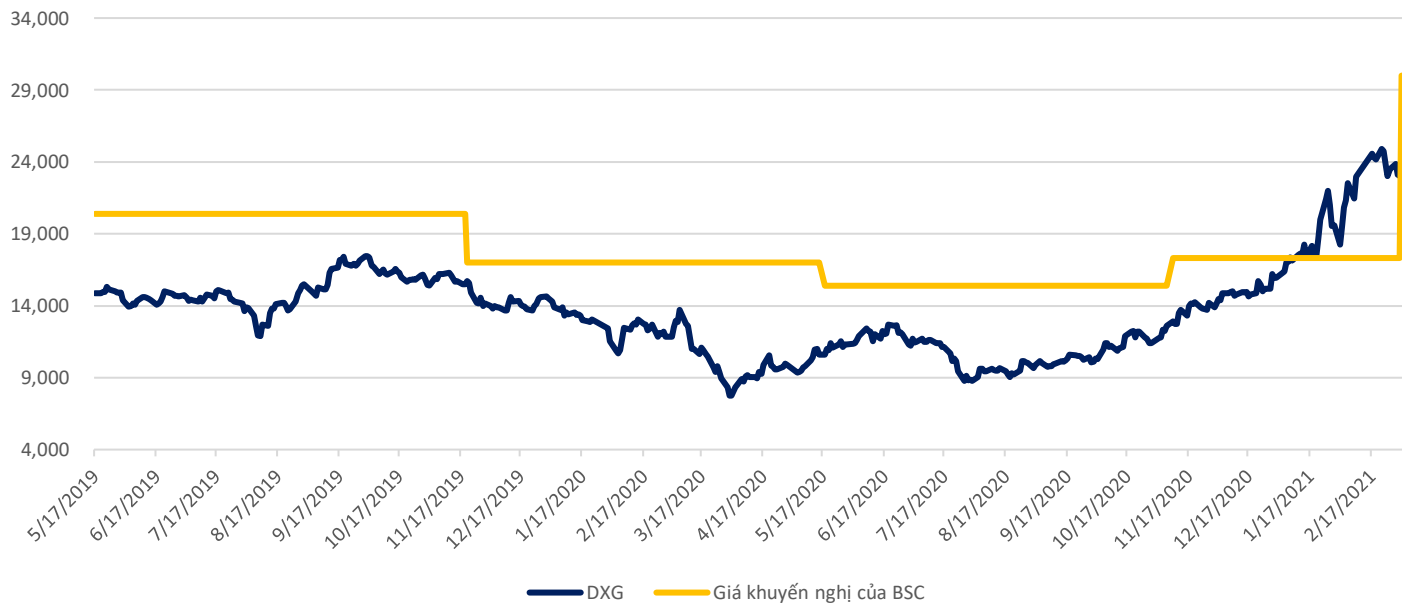
- Dựa trên tính khả thi và kế hoạch triển khai dự án, cập nhật thêm hai dự án mới bao gồm Opal Central Park và Opal City View.
- Đánh giá lại triển vọng mảng môi giới với kỳ vọng tốc độ tăng trưởng bình quân 20% cho năm 2021F và 15% cho giai đoạn 2022F-2025F.
- Giảm mức chiết khấu WACC dự án từ mức 15% về mức 13% do yếu tố mặt bằng lãi suất giảm.
- Giảm mức chiết khấu rủi ro về tính thanh khoản và tốc độ phát triển dự án từ mức 20% về mức 10% do việc thành công triển khai và mở bán các dự án khu vực Bình Dương và Đồng Nai.

Định giá				
Tỷ Đồng	Phương pháp	Tổng giá trị	Tỷ lệ sở hữu	>DXG
Bất Động Sản				16,384
Opal Boulevard	DCF	827	100%	827
Gem Sky World (Long Thành)	DCF	4,191	100%	4,191
Opal CityView	DCF	791	100%	791
Opal Skyline	DCF	842	100%	842
ST-Mortiz	DCF	308	100%	308
Opal Central Park	DCF	1,917	100%	1,917
Gem Riverside	DCF	3,220	100%	3,220
Lux Riverview	DCF	550	100%	550
Opal City	DCF	791	100%	791
The Palm City	DCF	517	100%	517
Opal Premium	DCF	1,726	75%	1,295
Lux Star	DCF	631	100%	631
Opal Tower	DCF	506	100%	506
Môi giới				4,054
Môi giới (DXS)	DCF	4,054	100%	4,054
(+) Tài sản		3,457		3,457
(-) Nợ vay		6,449		6,449
Tổng giá trị đánh giá lại				17,447
Tổng số lượng cổ phiếu				519,275,500
Giá ngày 09/11/2020				23,600
Chiết khấu				10%
Giá trị hợp lý				30,240
Tiềm năng tăng trưởng				28%
WACC				13.00%



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	5,814	2,891	7,860	11,175
Giá vốn hàng bán	2,730	1,016	4,219	6,423
Lợi nhuận gộp	3,084	1,875	3,641	4,753
Chi phí bán hàng	(483)	(489)	(552)	(897)
Chi phí QLDN	(501)	(546)	(473)	(785)
Lãi/lỗ HĐKD	2,099	840	2,616	3,072
Doanh thu tài chính	270	73	63	108
Chi phí tài chính	(209)	(858)	(374)	(356)
Chi phí lãi vay	(199)	(309)	(351)	(333)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	149	(11)	-	-
Lãi/lỗ khác	79	31	40	53
Lợi nhuận trước thuế	2,389	74	2,346	2,877
Thuế thu nhập DN	(502)	(201)	(493)	(604)
LN sau thuế	1,886	(126)	1,853	2,273
CĐTS	670	305	333	399
LNST - CĐTS	1,217	(432)	1,521	1,874
EBITDA	2,138	896	2,656	3,117
EPS	2,222	(789)	2,778	3,423

CĐKT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền và tương đương tiền	793	1,780	3,257	4,054
Đầu tư ngắn hạn	306	206	206	206
Phải thu ngắn hạn	47,468	57,470	69,872	69,872
Tồn kho	6,791	10,252	11,428	12,454
TS ngắn hạn khác	152	273	740	1,052
TS ngắn hạn	17,059	19,915	22,103	26,977
TS hữu hình	362	355	558	858
Khấu hao	352	1,292	1,802	2,115
TS dở dang dài hạn	75	645	645	645
ĐT dài hạn	1,185	107	107	107
TS dài hạn khác	928	1,683	1,258	1,789
TS dài hạn	2,814	3,588	3,367	4,197
Tổng TS	19,874	23,504	25,470	31,174
Nợ phải trả	1,187	604	1,079	1,490
Vay ngắn hạn	1,063	2,069	2,213	2,416
Nợ ngắn hạn khác	5,027	7,706	7,172	10,918
Tổng Nợ ngắn hạn	7,277	10,379	10,464	14,824
Vay dài hạn	3,337	3,876	4,236	3,700
Nợ dài hạn khác	40	124	124	124
Tổng Nợ dài hạn	3,376	4,000	4,360	3,824
Tổng Nợ	10,653	14,379	14,824	18,648
Vốn góp	5,200	5,200	5,200	5,200
Thặng dư vốn cổ phần	11	11	11	11
LN chưa phân phối	1,716	903	2,409	4,267
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	2,239	2,916	2,916	2,916
Tổng Vốn chủ sở hữu	6,982	6,194	7,714	9,588
Tổng nguồn vốn	19,874	23,489	25,454	31,152
Số lượng cổ phiếu lưu hành	520	520	520	520

LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
(Lỗ)/LNST	1,217	(432)	1,521	1,874
Khấu hao và phân bổ	39	57	40	45
Thay đổi vốn lưu động	(1,646)	(361)	1,217	1,474
Điều chỉnh khác	22	84	-	-
LCTT từ HĐ KD	(1,646)	(361)	1,217	1,474
Tiền chi mua TSCĐ	(228)	(89)	(243)	(345)
Đầu tư khác	(942)	(785)	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(1,413)	(753)	(243)	(345)
Tiền chi trả cổ tức	(479)	(431)	-	-
Tiền từ vay ròng	1,537	1,523	503	(332)
Tiền thu khác	1,636	1,018	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	2,693	2,101	503	(332)
Dòng tiền đầu kỳ	1,159	793	1,780	3,257
Tiền trong kì	(365)	986	1,478	797
Dòng tiền cuối kỳ	793	1,780	3,257	4,054

Chỉ số(%)	2019	2020	2021F	2022F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.1	1.0	1.0	1.2
Hsố TT nhanh	0.7	0.6	0.7	0.7

Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	22%	25%	25%	20%
Hsố Nợ/VCSH	63%	96%	84%	64%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	344	734	503	515
Số ngày phải thu	321	256	228	247
Số ngày phải trả	71	33	57	63
CCC	594	956	674	700

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	53.0%	64.9%	46.3%	42.5%
Lợi nhuận LNST	20.9%	-14.9%	19.3%	16.7%
ROE	17.4%	-7.0%	19.7%	19.5%
ROA	6.1%	-1.8%	6.0%	6.0%

Định Giá				
PE	9.6	(27.1)	8.1	6.6
PB	1.7	1.9	1.5	1.2

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	33.5%	45.1%	36.2%	-0.5%
Tăng trưởng EBIT	14.4%	-60.0%	211.6%	17.4%
Tăng trưởng LNTT	13.6%	-96.9%	3049.7%	22.6%
Tăng trưởng EPS	-30.5%	-135.5%	-452.1%	23.2%

Nguồn: BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

