

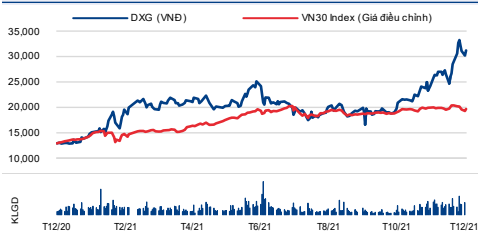
Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ34,100 (từ VNĐ26,696)
Tiềm năng tăng/giảm: 9.3%

| | |
|--|------------------|
| Giá cổ phiếu (đồng) (7/12/2021) | 31,200 |
| Mã Bloomberg | DXG VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 12,739-33,250 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 30,833 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 16,186 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 701 |
| Slg CP lưu hành (tr.đv) | 519 |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) | 254 |
| Slg CP NN được mua (tr.đv) | 106 |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN | 49.0% |
| Tỷ lệ sở hữu của NN | 28.5% |
| Tỷ lệ freefloat | 69.2% |
| Cổ đông lớn | Chủ tịch (11.6%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường | 28.9 | 63.1 | 142 |
| So với chỉ số | 30.6 | 55.7 | 58.5 |
| So với ngành | - | - | - |

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2021F | 2,248 | 1,696 | 32.5 |
| 2022F | 2,772 | 2,829 | (2.0) |
| 2023F | 2,171 | 3,194 | (32.0) |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DXG là nhà môi giới bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Công ty đã phân nhánh thành công các dự án phát triển và chủ yếu tập trung vào phân khúc bình dân và trung cấp.

Hạch toán được đẩy nhanh và đã phản ánh một phần vào giá

- HSC nâng 27,8% giá mục tiêu dựa trên phương pháp SOTP lên 34.100đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và bổ sung thêm 1 dự án. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng vì giá cổ phiếu đã tăng mạnh.
- Chúng tôi lần lượt nâng 31,8% và 6,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021-2022 vì DXG đẩy nhanh hạch toán. Theo đó, cho năm 2023, HSC giảm 33,6% dự báo lợi nhuận thuần (giảm so với năm 2022 nhưng sẽ tăng trở lại vào năm 2024).
- Thị giá DXG hiện đang chiết khấu 26,8% so với RNAV, thấp hơn mức chiết khấu bình quân 3 năm là 39,2%; tuy nhiên mức chiết khấu giảm là có cơ sở. HSC áp dụng mức chiết khấu 20% đối với RNAV để tính ra giá mục tiêu.

Sự kiện: Điều chỉnh thời gian triển khai dự án; hủy kế hoạch phát hành riêng lẻ

HSC xem xét lại dự báo và khuyến nghị sau khi có thông tin cập nhật từ ban lãnh đạo DXG về một số thông tin, bao gồm thông tin về các dự án, thông tin hủy phát hành riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu, diễn biến ở kế hoạch phát hành trái phiếu và các nội dung huy động vốn khác; cũng như cập nhật thông tin về công tác tìm kiếm quỹ đất mới.

Tác động: Đẩy nhanh hạch toán lợi nhuận

HSC nâng 31,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2021 và nâng 6,7% cho năm 2022; chủ yếu nhờ việc hạch toán dự án Gem Sky World được đẩy nhanh hơn so với dự báo trước đây. Trong khi đó, chúng tôi giảm 33,6% dự báo lợi nhuận năm 2023 vì sự thay đổi về thời gian hạch toán nói trên, cũng như khả năng lùi thời gian mở bán dự án Parkview và nâng giả định chi phí lãi vay vì DXG dự kiến tăng sử dụng vay nợ trong cơ cấu vốn của mình. DXG dự kiến mở bán 3 dự án lớn tại TP HCM và Bình Dương trong năm sau, dự kiến đem lại dòng tiền lớn (và đây là thông tin tích cực) cho dù lợi nhuận năm 2022 nhiều khả năng vượt năm 2023. Đà tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sẽ quay trở lại trong năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng 27,8% giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá tổng hợp từng phần (SOTP) lên 34.100đ (tiềm năng tăng giá: 9,3%). Chúng tôi nâng ước tính RNAV sau khi định giá lại dự án Parkview để phản ánh số lượng căn mới, thêm 1 dự án vào định giá (dự án Parkcity tại Bình Dương) và điều chỉnh các dự án khác vì nâng giả định giá bán. HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 20% đối với RNAV để phản ánh ảnh hưởng khó lường của dịch Covid-19 đối với nhu cầu BĐS, lo ngại về vấn đề quản trị doanh nghiệp và tác động của việc tăng vay nợ. Thị giá DXG hiện đang chiết khấu 26,8% so với ước tính RNAV của HSC, thấp hơn so với mức chiết khấu bình quân là 39,2% trong 3 năm qua. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng triển vọng tích cực của DXG là cơ sở cho việc thu hẹp mức chiết khấu nói trên. DXG hưởng lợi trực tiếp từ sự hồi phục của thị trường BĐS nói chung và dự thảo đề xuất cấm hành nghề đối với môi giới cá nhân hoạt động độc lập. Công ty đang tích cực lên kế hoạch mở rộng quỹ đất, từ đó hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-19A | 12-20A | 12-21F | 12-22F | 12-23F |
|---------------------------|--------|---------|----------|----------|----------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 2,128 | 825 | 3,374 ▲ | 4,607 | 5,255 ▼ |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 1,217 | (499) | 1,299 ▲ | 1,790 ▲ | 1,402 ▼ |
| EPS ĐC (đồng) | 2,508 | (1,005) | 2,248 ▲ | 2,772 ▲ | 2,171 ▼ |
| DPS (đồng) | - | - | - | - | - |
| BVPS (đồng) | 13,471 | 11,874 | 14,869 ▲ | 17,689 ▲ | 18,895 ▲ |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 9.30 | 24.6 | 5.99 | 6.20 | 5.56 |
| P/E ĐC (lần) | 12.4 | N/a | 13.9 | 11.3 | 14.4 |
| Lợi suất cổ tức (%) | - | - | - | - | - |
| P/B (lần) | 2.32 | 2.63 | 2.10 | 1.76 | 1.65 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 4.02 | (140) | 324 | 23.3 | (21.7) |
| ROAE (%) | 20.3 | (7.60) | 17.2 | 18.2 | 12.7 |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Chuyên Viên Phân Tích Cao Cấp, Ngành trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Trưởng Phòng cao cấp, Ngành Bất Động trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Nâng dự báo lợi nhuận năm 2021-2022 nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Sau khi xem xét thông tin cập nhật từ ban lãnh đạo, HSC nâng 27,8% giá mục tiêu dựa trên phương pháp SOTP lên 34.100đ. Theo dự báo mới, lợi nhuận được đẩy mạnh hạch toán nhưng lý do chúng tôi nâng định giá là thêm dự án mới và nâng giá định giá bán tại các dự án. Sau khi tăng gần đây, hiện thị giá cổ phiếu DXG đang chiết khấu 26,8% so với ước tính RNAV của HSC, thấp hơn so với mức chiết khấu bình quân là 39,2% trong 3 năm qua. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng triển vọng tích cực của DXG là cơ sở cho việc thu hẹp mức chiết khấu nói trên. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá theo giá mục tiêu mới là 9,3%; được tính sau khi chiết khấu 20% (mức chiết khấu được giữ nguyên) từ RNAV.

Cập nhật kế hoạch triển khai dự án

HSC trình bày kế hoạch triển khai dự án sau khi cập nhật trong Bảng 1 dưới đây; trong đó bổ sung thêm 1 dự án và tình trạng triển khai của một số dự án khác cũng được điều chỉnh. Tác động cuối cùng ở đây là chúng tôi lần lượt hạ 22,1%; 25,2% và 13,3% dự báo doanh số bán nhà trong các năm 2021, 2022 và 2023 xuống còn 5,3 nghìn tỷ đồng, 10,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 96%) và 18,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 80%). Nói chung, doanh số bán nhà dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 85% trong giai đoạn 2021-2023.

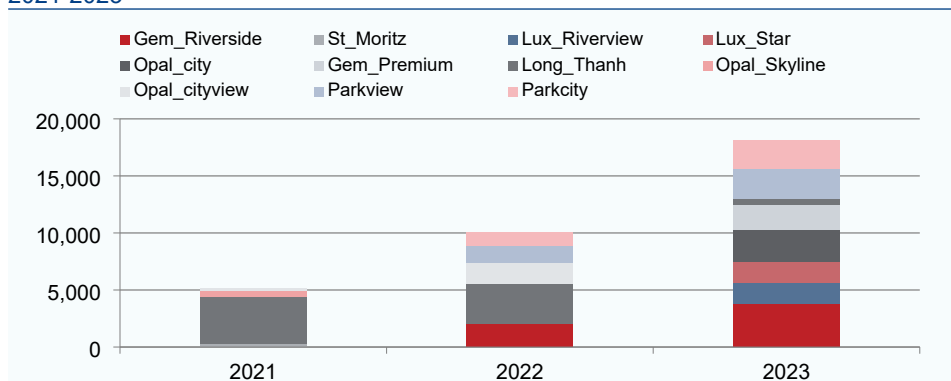
Bảng 1: Các dự án chính của DXG đang phát triển trong giai đoạn 2021-2023

| STT | Dự án | Tỷ lệ sở hữu | Vị trí | Diện tích (m2) | Loại hình | Tiến độ |
|-----|----------------|--------------|-----------------|----------------|-----------|--|
| 1 | Opal Boulevard | 90% | Bình Dương | 14,958 | Cao tầng | Hoàn thành bàn giao |
| 2 | Gem Sky World | 100% | Đồng Nai | 922,000 | Thấp tầng | Giai đoạn đầu đã bàn giao, đang thi công các giai đoạn còn lại |
| 3 | Opal Skyline | 100% | Bình Dương | 11,003 | Cao tầng | Ra mắt vào năm 2020, đang trong quá trình xây dựng |
| 4 | St Moritz | 100% | Thủ Đức, TP.HCM | 2,401 | Cao tầng | Xây dựng đang trong giai đoạn hoàn thành |
| 5 | Gem Riverside | 100% | Thủ Đức, TP.HCM | 67,143 | Cao tầng | Lùi kế hoạch mở bán sang 2022-2023 |
| 6 | Lux Star | 100% | Quận 7, TP.HCM | 11,026 | Cao tầng | Dự kiến mở bán năm 2023 |
| 7 | Opal Cityview | 100% | Bình Dương | 9,700 | Cao tầng | Mở bán trong Q4/2021 |
| 8 | Opal Parkview | 100% | Bình Dương | 51,000 | Cao tầng | Kế hoạch mở bán hoãn đến 2022 |
| 9 | Opal Parkcity | 100% | Bình Dương | 100,000 | Cao tầng | Mới mua lại, kế hoạch mở bán năm 2022 |

Nguồn: DXG, HSC Research

Biểu đồ 2: Doanh thu mở bán dự án, DXG

Doanh thu mở bán dự án kỳ vọng tăng trưởng với hệ số CAGR là 85% trong giai đoạn 2021-2023



Nguồn: HSC dự báo

Bổ sung thêm một dự án

Theo ban lãnh đạo DXG, trong Q3/2021 Công ty đã mua xong một khu đất mới nằm tại vị trí đắc địa của Bình Dương với tổng diện tích là 10 ha (địa chỉ của dự án chưa được công bố). DXG đặt tên dự án này là Parkcity.

Công ty đặt kế hoạch triển khai khoảng 7.400 căn hộ tại dự án này và dự kiến mở bán vào năm 2022. Dự án dự kiến hướng đến phân khúc trung cấp, tương tự như dự án Parkview (gồm 6.800 căn hộ) được DXG mua lại vào nửa đầu năm 2021. Trong khi nhu cầu tại Bình Dương vẫn lớn, với tổng cộng 14.200 căn cung ra thị trường từ những dự án này trong tương lai, HSC cho rằng tỷ lệ hấp thụ sẽ cần được theo dõi sát.

Chúng tôi dự báo giá bán sẽ vào khoảng 27 triệu đồng/m² cho dự án này. Giả sử tỷ lệ hấp thụ cao, HSC dự báo dự án Parkcity sẽ đem lại tổng cộng 12,6 nghìn tỷ đồng doanh thu trong 5 năm tới. DXG dự định bắt đầu bàn giao và ghi nhận doanh thu từ dự án này vào năm 2024, từ đó đóng góp vào KQKD từ năm 2024 trở đi.

Đẩy nhanh ghi nhận doanh thu trong năm 2021

Cho năm nay, DXG đã và đang tập trung vào bàn giao nhà cho người mua tại dự án Gem Sky World và Opal Boulevard. Cụ thể:

- Trong Q3/2021, Công ty đã bàn giao 200 căn tại dự án **Gem Sky World** cho khách hàng, nâng tổng số căn bàn giao trong 9 tháng đầu năm 2021 lên 972 căn, sát với kỳ vọng của HSC cho dự án này. Trong Q4/2021, DXG dự kiến bàn giao 800-1.000 căn thấp tầng tại dự án này cho khách hàng, cao hơn nhiều so với dự đoán trước đây của chúng tôi.

HSC cho rằng kế hoạch bàn giao 800-1.000 căn trong Q4/2021 là không dễ thực hiện vì Công ty chỉ bàn giao 972 căn trong 9 tháng đầu năm 2021 khi mà các biện pháp giãn cách trong 6 tháng đầu năm 2021 không quá chặt chẽ. Mặc dù giãn cách xã hội đã được nới lỏng từ đầu Q4/2021, chúng tôi tin rằng hoạt động kinh doanh sẽ chỉ hồi phục dần dần. Vì vậy, HSC dự báo DXG sẽ bàn giao 650 căn trong Q4/2021, thận trọng hơn một chút so với dự báo trước đây.

Hiện chúng tôi dự báo DXG sẽ bàn giao tổng cộng 1.620 căn tại dự án Gem Sky World trong năm nay (thay vì 1.350 căn trong dự báo trước đây) và 1.500 căn trong năm sau (thay vì 1.400 căn trong dự báo trước đây). Còn lại 906 căn sẽ được bàn giao vào năm 2023.

- Dự án chung cư **Opal Boulevard** nằm trên đường Phạm Văn Đồng tại Bình Dương (giáp TP HCM) với 1.463 căn hộ phân khúc trung cấp. DXG đã bán dự án này vào năm 2019. Tính đến cuối Q3/2021, DXG đã bàn giao hầu hết sản phẩm cho khách hàng. Hiện còn 20 căn và DXG dự kiến bàn giao nốt trong Q4/2021, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Nói chung, với việc đẩy nhanh ghi nhận dự án Opal Boulevard và Gem Sky World trong năm nay, HSC nâng 22,1% dự báo doanh thu mảng BĐS lên 7,3 nghìn tỷ đồng (so với 392 tỷ đồng trong năm 2020).

Cho năm 2022-2023, bên cạnh Gem Sky World, DXG dự kiến bàn giao 2 dự án cao tầng khác cho khách hàng, cụ thể là:

- Dự án **Opal Skyline** nằm trên đường Nguyễn Văn Tiết tại Thuận An, Bình Dương (tiếp giáp TP HCM) gồm 1.630 căn hộ chung cư phân khúc bình dân. DXG đã mở bán những căn hộ này vào năm 2020. Dự án đã hoàn thành 100% phần móng và đang xây đến tầng thứ 5.
- Dự án nhỏ có tên **St Moritz** tại TP HCM có tổng cộng 170 căn hộ chung cư đã bán trong năm 2020. Hiện dự án đã xây dựng gần xong và dự kiến sẽ bàn giao toàn bộ các căn hộ cho người mua vào năm 2022.

HSC nâng 11,2% dự báo doanh thu mảng BĐS năm 2022 lên 5,8 nghìn tỷ đồng (giảm 20,6%) sau khi Công ty đẩy mạnh ghi nhận tại dự án Gem Sky World.

Tiếp tục lùi thời gian mở bán dự án

Cũng trong Bảng 1, các dự án bị lùi thời gian mở bán gồm:

- Dự án **Gem Riverside**, dự án căn hộ chung cư đã bị trì hoãn từ lâu tại Quận 2, TP Thủ Đức (thuộc TP HCM) vẫn chưa xong pháp lý nhiều năm qua. DXG hiện kỳ vọng dự án có thể hoàn tất thủ tục pháp lý và sẵn sàng mở bán trong năm 2022.

- Dự án **Opal Parkview**, dự án căn hộ chung cư mới được mua lại tại Bình Dương sẽ cung cấp ra thị trường 6.800 căn hộ trong 5 năm tới. Dự án này đã lùi thời gian mới bán sang năm 2022 (thay vì Q4/2021). Hiện dự án vẫn đang trong quá trình hoàn tất các thủ tục pháp lý.
- Dự án **Opal Parkcity** (có diện tích 10ha tại Bình Dương) được mua lại vào Q3/2021. HSC sẽ đưa dự án này vào dự báo. Theo thông tin ban đầu từ DXG, dự án này sẽ cung cấp tổng cộng 7.400 căn hộ chung cư ra thị trường trong 4 năm tới. Hiện tại, dự án này đang trong quá trình hoàn thành các thủ tục pháp lý và dự kiến sẽ sẵn sàng mở bán trong năm 2022.

Vì thời gian mới bán dự án Parkview được lùi sang năm 2022, HSC kỳ vọng doanh thu từ dự án này sẽ được ghi nhận từ năm 2024 vì chúng tôi dự đoán thường sẽ mất 2 năm để hoàn thành xây dựng 1 dự án chung cư cao tầng để bàn giao cho khách hàng và ghi nhận doanh thu. Theo đó, HSC giảm 27,8% dự báo danh thu mảng BĐS năm 2023 (giảm 16,5%) nhưng sẽ tăng trưởng mạnh trở lại vào năm 2024.

Mảng môi giới BĐS

Mảng môi giới BĐS hưởng lợi từ sự hồi phục của thị trường sau dịch và dự thảo đề xuất cấm hành nghề đối với môi giới cá nhân hoạt động độc lập

Trong Q3/2021, doanh thu mảng môi giới BĐS giảm còn 209 tỷ đồng, giảm 64,6% so với cùng kỳ vì chịu tác động nghiêm trọng của dịch Covid-19 và giãn cách xã hội. TP HCM và 15 tỉnh thành phía nam đã chịu ảnh hưởng đặc biệt nghiêm trọng, chỉ đóng góp 16,1% tổng doanh thu của DXG trong kỳ. KQKD nói chung sát với dự đoán của HSC.

Dịch Covid-19 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến số lượng giao dịch BĐS trong Q3/2021 với mức giảm 68% so với cùng kỳ tại TP HCM và giảm 33% so với cùng kỳ tại Hà Nội (theo CBRE).

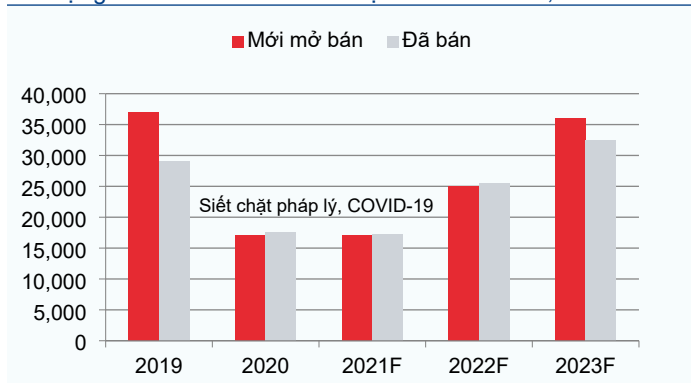
Việt Nam đã có chính sách kiểm soát dịch Covid-19 hợp lý với tỷ lệ tiêm chủng ngày càng cao và các biện pháp giãn cách được nới lỏng từ đầu Q4/2021. Hoạt động môi giới BĐS của DXG đã hồi phục đáng kể kể từ tháng 10 và tiếp tục hồi phục với tổng số lượng giao dịch thành công tăng gấp đôi so với tháng trước lên hơn 1.000 giao dịch.

Mặc dù số lượng ca nhiễm tăng trở lại trong những tháng gần đây và biến chủng Omicron đã xuất hiện ở nước ngoài, HSC tin rằng Việt Nam ít có khả năng tiếp tục áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt vì tỷ lệ tiêm chủng đã cao và chính phủ ưu tiên hồi phục kinh tế.

Chúng tôi tin rằng sự hồi phục sau dịch bệnh của nền kinh tế và mặt bằng lãi suất thấp sẽ đẩy mạnh nhu cầu đối với BĐS. Cùng với đó, hoạt động đi lại bình thường trở lại chắc chắn sẽ đẩy mạnh số giao dịch BĐS và DXG sẽ hưởng lợi từ điều này.

Biểu đồ 3: Số lượng chung cư tại Hà Nội (căn)

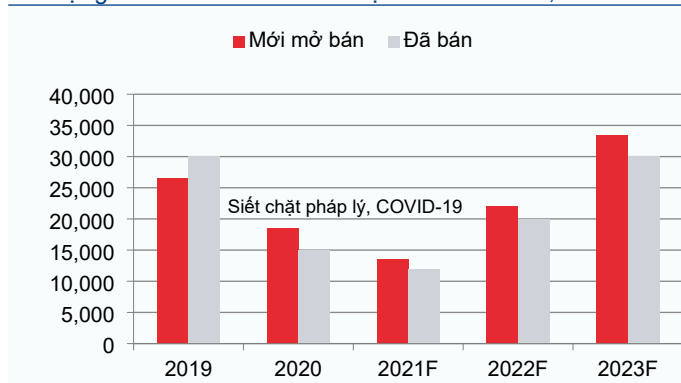
Số lượng mở bán mới: 2021-2023 có hệ số CAGR là 45,5%
Số lượng đã bán: 2021-2023 có hệ số CAGR là 37,5%



Nguồn: CBRE, HSC dự báo

Biểu đồ 4: Số lượng chung cư tại TP.HCM (căn)

Số lượng mở bán mới: 2021-2023 có hệ số CAGR là 57,5%
Số lượng đã bán: 2021-2023 có hệ số CAGR là 58,1%



Nguồn: CBRE, HSC dự báo

Vào tháng 9, Cục Quản lý Nhà và thị trường bất động sản (Bộ Xây dựng) đã công bố Dự thảo sửa đổi Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS, trong đó có nội dung cấm hành nghề đối với môi giới cá nhân hoạt động độc lập. Nếu đề xuất này được thông qua, môi giới cá nhân hoạt động độc lập có thể buộc phải thành lập văn phòng/công

ty môi giới với đầy đủ giấy phép hoạt động hoặc phải tham gia vào các doanh nghiệp môi giới BĐS.

Hiện chưa có thông tin chính thức về ngày có hiệu lực của đề xuất trên, HSC tin rằng đây là xu hướng tất yếu để thị trường BĐS phát triển chuyên nghiệp hơn. Theo đó, các doanh nghiệp môi giới BĐS, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn chẳng hạn như DXS (Không khuyến nghị, DXG nắm 60,3% cổ phần) và CRE (Tăng tỷ trọng; Giá mục tiêu 33.000đ) sẽ hưởng lợi.

Nói chung, chúng tôi nâng 4,6% dự báo doanh thu mảng môi giới BĐS năm 2021 của DXG lên 2,4 nghìn tỷ đồng để phản ánh sự nới lỏng giãn cách. Trong khi đó, HSC gần như giữ nguyên dự báo doanh thu mảng môi giới BĐS năm 2022-2023.

Dự báo mới: Đẩy nhanh thời gian hạch toán

Lần lượt nâng 31,8% và 6,7% dự báo lợi nhuận năm 2021-2022

Với giả định mới về dự án và hạch toán, HSC lần lượt nâng 31,8% và 6,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021 và 2022 lên 1.299 tỷ đồng và 1.790 tỷ đồng. Trong khi đó, HSC giảm 33,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 xuống còn 1.402 tỷ đồng, giảm 21,7%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận mảng BĐS giảm sẽ được bù đắp một phần nhờ lợi nhuận mảng môi giới BĐS tăng trưởng. Thông tin cụ thể về những thay đổi trong dự báo của HSC được trình bày trong Bảng 5 dưới đây.

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, DXG

Lợi nhuận thuần được kỳ vọng tăng trưởng với hệ số CAGR là 4% trong giai đoạn 2021-2023

| (tỷ đồng) | Dự báo cũ | Dự báo mới | Điều chỉnh | % y/y |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 2021 | | | | |
| Doanh thu | 8,517 | 9,936 | 16.7% | 247.1% |
| Kinh doanh BĐS | 5,943 | 7,255 | 22.1% | 1,749.0% |
| Môi giới | 2,309 | 2,416 | 4.6% | 24.5% |
| Khác | 265 | 265 | 0.0% | -50.0% |
| Lợi nhuận gộp | 4,798 | 5,583 | 16.4% | 197.8% |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,748 | 2,020 | 15.5% | N/a |
| Lợi nhuận thuần | 985 | 1,299 | 31.8% | N/a |
| 2022 | | | | |
| Doanh thu | 9,503 | 10,075 | 6.0% | 1.4% |
| Kinh doanh BĐS | 5,183 | 5,764 | 11.2% | -20.6% |
| Môi giới | 4,042 | 4,032 | -0.2% | 66.9% |
| Khác | 278 | 278 | 0.0% | 5.0% |
| Lợi nhuận gộp | 6,016 | 6,576 | 9.3% | 17.8% |
| Lợi nhuận sau thuế | 3,148 | 3,147 | -0.1% | 55.8% |
| Lợi nhuận thuần | 1,678 | 1,790 | 6.7% | 37.8% |
| 2023 | | | | |
| Doanh thu | 12,123 | 10,257 | -15.4% | 1.8% |
| Kinh doanh BĐS | 6,665 | 4,811 | -27.8% | -16.5% |
| Môi giới | 5,165 | 5,153 | -0.2% | 27.8% |
| Khác | 292 | 292 | 0.0% | 5.0% |
| Lợi nhuận gộp | 7,697 | 7,076 | -8.1% | 7.6% |
| Lợi nhuận sau thuế | 4,197 | 3,324 | -20.8% | 5.7% |
| Lợi nhuận thuần | 2,112 | 1,402 | -33.6% | -21.7% |

Nguồn: HSC dự báo

HSC hạ dự báo năm 2023 chủ yếu vì điều chỉnh thời gian hạch toán dự án. Từ năm 2022, DXG dự kiến mở bán 3 dự án lớn khác tại TP HCM và Bình Dương gồm Parkview, Parkcity, Gem Riverside; từ đó tạo ra dòng tiền lớn cho DXG với doanh thu và lợi nhuận dự kiến tăng trưởng mạnh từ năm 2024.

Dự báo mới cho doanh thu

Cho năm 2021 và 2022, HSC lần lượt nâng 16,7% và 6% dự báo doanh thu lên 9,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 247,1%) và 10,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,4%). Điều này phản ánh sự hồi phục của thị trường BĐS từ Q4/2021 và kế hoạch đẩy mạnh bán

giao nhà tại dự án Gem Sky World. Thông tin tin cụ thể về doanh thu dự báo cho từng mảng như sau:

- Mảng môi giới BĐS:** HSC nâng 4,6% dự báo doanh thu mảng môi giới BĐS năm 2021 nhờ giãn cách xã hội được nới lỏng từ đầu Q4/2021. Từ đó số lượng giao dịch BĐS sẽ tăng và DXG được hưởng lợi từ điều này. Trong khi đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo mảng môi giới BĐS năm 2022-2023 vì sự hồi phục sau dịch bệnh của thị trường BĐS trong những năm này đã được phản ánh trong dự báo trước đây.

Doanh thu mảng môi giới BĐS năm 2021-2023 dự báo đóng góp 24-50% doanh thu của DXG.

Trong thời gian tới, HSC tin rằng thị trường BĐS sẽ hồi phục mạnh mẽ từ nền thấp của năm 2020-2021 nhờ chính sách kích thích kinh tế của chính phủ, trong đó không chỉ đẩy mạnh nhu cầu đối với BĐS (khi thu nhập của người dân tăng) mà còn đẩy mạnh nguồn cung (khi việc phê duyệt dự án bớt nghiêm ngặt). Mặt bằng lãi suất thấp và việc cho phép đi lại bình thường nhiều khả năng sẽ tác động tích cực đến nhu cầu thị trường BĐS. Mảng môi giới BĐS của DXG sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự hồi phục của thị trường BĐS.

- Mảng BĐS:** HSC lần lượt nâng 22,1% và 11,2% dự báo doanh thu mảng BĐS năm 2021 và 2022 lên 7,3 nghìn tỷ đồng (so với chỉ 392 tỷ đồng trong năm 2020) và 5,8 nghìn tỷ đồng (giảm 20,6%). Điều này là vì DXG đẩy nhanh ghi nhận tại dự án Opal Boulevard và đặc biệt là tại dự án Gem Sky World.

Trong khi đó, do đẩy nhanh bàn giao tại dự án Gem Sky World trong năm 2021-2022 và lùi thời gian mở bán dự án Parkview sang năm 2022 vì dịch Covid-19 bùng phát, HSC giảm 27,8% dự báo doanh thu mảng BĐS năm 2023 xuống còn 4,8 nghìn tỷ đồng (giảm 16,5%).

Doanh thu mảng BĐS năm 2021 được ghi nhận từ dự án Opal Boulevard và Gem Sky World; còn năm 2022-2023 được ghi nhận từ các dự án Gem Sky World, Opal-Skyline và St Moritz (Bảng 6).

Doanh thu mảng BĐS dự báo đóng góp 47-73% vào doanh thu của DXG trong năm 2021-2023.

Đáng chú ý, dựa trên ước tính sơ lược, HSC dự báo doanh thu mảng BĐS của DXG sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2024 nhờ các dự án lớn như Parkview, Parkcity, Gem Riverside (dự kiến mở bán vào năm 2022) được bàn giao.

Bảng 6: Doanh thu theo dự án, DXG

| (tỷ đồng) | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| Opal Boulevard | 3,843 | - | - |
| Gem Sky World | 3,412 | 3,832 | 3,493 |
| Opal Skyline | - | 1,318 | 1,318 |
| St Moritz | - | 614 | - |
| Tổng cộng | 7,255 | 5,764 | 4,811 |

Nguồn: HSC dự báo

Tích lũy quỹ đất mới, chủ yếu dành cho dài hạn

DXG đang trong giai đoạn cuối của quá trình mua một số khu đất tại Đồng Nai (gần dự án Gem Sky World (92 ha) và có quy mô tương tự) và Bình Dương (thông tin chi tiết chưa được tiết lộ). Công ty kỳ vọng hoàn tất các thương vụ này trong vòng 3 tháng. Nếu thực hiện thành công, quỹ đất để triển khai dự án của DXG có thể lên 300 ha (triển khai trong ngắn và trung hạn) và 2.300 ha (để triển khai trong dài hạn).

Với khu đất gần dự án Gem Sky World (92 ha) và có quy mô tương tự, DXG dự kiến triển khai khu đô thị lớn với các sản phẩm nhà ở thay vì đất nền. Trong trường hợp này, HSC kỳ vọng dự án sẽ tạo ra doanh thu lớn hơn Gem Sky World (10,8 nghìn tỷ đồng) trong thời gian triển khai dự án với tỷ suất lợi nhuận gộp ít nhất bằng dự án Gem Sky World (khoảng 50%).

Về mặt định giá, chúng tôi kỳ vọng dự án trên đóng góp 4-5 nghìn tỷ đồng vào tổng định giá của DXG sau khi so sánh sơ lược với định giá của dự án Gem Sky World.

Nói chung, HSC coi việc mua 2 khu đất tại Đồng Nai và Bình Dương là thông tin tích cực cho DXG nếu những thương vụ này thành công trong tương lai gần, DXG sẽ dễ dàng về dòng tiền và lợi nhuận từ việc bán và ghi nhận tại những dự án này. Đây là một khả năng vượt dự báo của HSC đối với DXG.

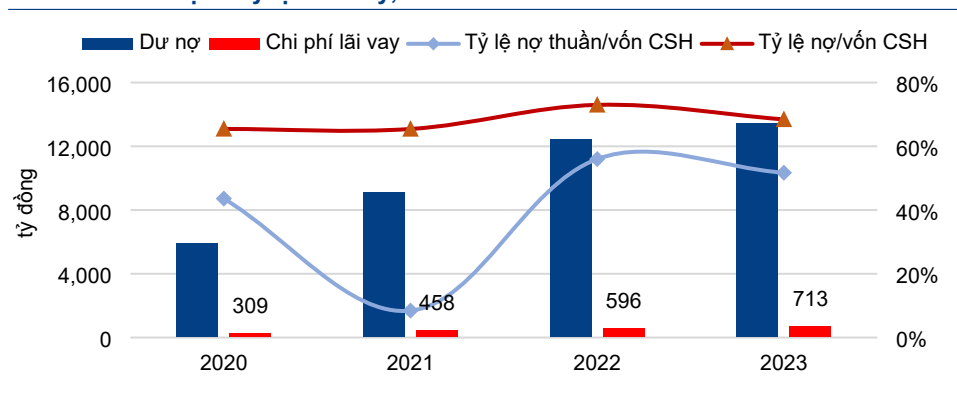
Công ty cũng đang tích cực mở rộng quỹ đất, đặc biệt là quỹ đất tại các thành phố vệ tinh của Hà Nội và TP HCM; tạo tiền đề cho sự tăng trưởng tích cực trong dài hạn.

Bảng CĐKT

HSC dự phóng vay nợ của DXG tăng 36% trong năm 2022 lên 12,4 nghìn tỷ đồng, tương đương tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH là 56%, cao hơn so với các doanh nghiệp BĐS khác như NLG (14%), VHM (8%), KDH (0%) nhưng thấp hơn NVL (98%). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vay nợ của DXG sẽ vẫn ở mức phù hợp ở khía cạnh bảng CĐKT nhờ dòng tiền thu được từ bán BĐS tại các dự án mở bán sẽ cao hơn nhiều và tổng vốn CSH sẽ tăng lên theo thời gian khi lợi nhuận giữ lại tăng.

Sau khi nâng dự báo vay nợ, HSC nâng giả định chi phí lãi vay của DXG với tốc độ tăng CAGR giai đoạn 2020-2023 là 32,2% và lên 713 tỷ đồng vào năm 2023.

Biểu đồ 7: Dư nợ và tỷ lệ đòn bẩy, DXG



Nguồn: HSC dự báo

Thông tin cập nhật: Hủy kế hoạch phát hành riêng lẻ và dự kiến nâng vay nợ trong cơ cấu vốn

Vào ngày 29/11, HĐQT của DXG đã quyết định hủy kế hoạch phát hành riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu được thông qua tại ĐHCĐTN năm 2021 (diễn ra vào ngày 26/6) với giá phát hành dự kiến thấp hơn 10-15% so với giá thị trường nhưng không thấp hơn 20.000đ. Tuy nhiên, với giá cổ phiếu hiện cao hơn nhiều mức 20.000đ và triển vọng tích cực hơn (nhờ các động thái mở rộng quỹ đất và thực hiện chiến lược triển khai dự án mới là xây dựng một hệ sinh thái BĐS toàn diện), HĐQT đã đặt ra tầm nhìn cao hơn và sẽ không thực hiện phát hành riêng lẻ với giá trị định giá thấp hơn 40-50 nghìn tỷ đồng (tương đương 70.000đ/cp).

Thay vì phát hành riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu, DXG dự kiến tăng vay nợ. Trên thực tế, DXG đang trong quá trình phát hành 150 triệu USD trái phiếu cho nhà đầu tư trong nước, dự kiến hoàn tất trong vòng 1 tháng và phát hành 300 triệu USD trái phiếu cho nhà đầu tư quốc tế (dự kiến hoàn tất trong Q1/2022). Thông tin chi tiết về các đợt phát hành này (thời hạn, lãi suất) chưa được công bố. Tuy nhiên, dựa trên chia sẻ khá chung chung của DXG, HSC giả định thời hạn trái phiếu phát hành trong nước là 3 năm và trái phiếu phát hành quốc tế là 5 năm.

Về trái phiếu quốc tế, HSC kỳ vọng lãi suất tính bằng USD sẽ thấp hơn cộng với tỷ giá USD/VND ổn định sẽ giúp lãi suất quy ra VND thấp hơn so với lãi suất của trái phiếu phát hành trong nước (10-11%).

Ngoài ra, Công ty dự kiến huy động 300-400 triệu USD với thông tin chi tiết chưa được công bố (có thể từ bán dự án BĐS hoặc một phương thức tương tự). DXG dự kiến sẽ chia sẻ cụ thể về kế hoạch này trong vài tháng tới khi thông tin rõ ràng hơn.

DXG đang trong quá trình phát triển nhanh chóng để trở thành một hệ sinh thái BĐS toàn diện nên sẽ cần nâng đáng kể vốn lưu động phục vụ tích lũy quỹ đất mới, xây

dựng công nghệ và thành lập thêm các mảng kinh doanh liên quan đến BĐS. DXG dự kiến sử dụng vay nợ thay cho kế hoạch phát hành riêng lẻ đã bị hủy, từ đó tỷ lệ vay nợ sẽ tăng trong những năm tới.

Quy định mới siết điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp

Vào ngày 10/11/2021, NHNN đã ban hành Thông tư 16 với nội dung chung là siết điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Thông tư quy định các TCTD không được phép mua trái phiếu doanh nghiệp được phát hành nhằm mục đích: tái cơ cấu nợ, góp vốn/mua cổ phần tại doanh nghiệp khác, tăng quy mô vốn hoạt động.

Nhóm BĐS chiếm 40% tổng giá trị trái phiếu phát hành là 430 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2021 (tăng 27% so với cùng kỳ), nên HSC tin rằng ngành BĐS sẽ chịu ảnh hưởng nhiều nhất của Thông tư 16 sau khi thông tư này có hiệu lực vào ngày 15/1/2022.

Ở cơ cấu nợ của DXG, chúng tôi thấy rằng 3,8 nghìn tỷ đồng trong số 6,6 nghìn tỷ đồng vay nợ (58%) là trái phiếu phát hành cho VPbank và TPbank trong giai đoạn 2019-2021, nghĩa là DXG cũng đang phụ thuộc vào nguồn trái phiếu phát hành cho các TCTD. Vì DXG tập trung vào tăng vay nợ trên thị trường vốn trong nước (cơ cấu thị trường trong nước/quốc tế là 60/40) để phục vụ nhu cầu vốn trong tương lai, nên HSC cho rằng Thông tư 16 sẽ gây ra khó khăn nhất định đối với Công ty, và điều này có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của DXG. Và đây là rủi ro không đạt dự báo.

Nâng 28% giá mục tiêu/RNAV nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

HSC nâng 27,7% ước tính RNAV lên 42.649đ sau khi định giá lại dự án Parkview tại Bình Dương với số căn đưa thị trường là 6.800 căn thay vì 4.000 căn như giả định trước đây và thêm 1 dự án là Parkcity tại Bình Dương (diện tích 10 ha với 7.400 căn hộ chung cư) vào định giá. Dự án mới bổ sung giúp tăng thêm 19% ước tính RNAV và chúng tôi cũng định giá lại một số dự án khác sau khi nâng giả định giá bán.

HSC áp dụng mức chiết khấu 20% (giữ nguyên) đối với ước tính RNAV để tính ra giá mục tiêu 34.100đ. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% để phản ánh tính chất khó lường ở sự hồi phục nhu cầu BĐS sau dịch, lo ngại vấn đề quản trị doanh nghiệp, khả năng tăng vay nợ và rủi ro DXG chịu ảnh hưởng của Thông tư 16 khi đi vay, từ đó ảnh hưởng đến các kế hoạch kinh doanh của Công ty.

Chúng tôi trình bày các chi tiết và giả định định giá trong Bảng 8 dưới đây. Bảng 9 trình bày phân tích độ nhạy của các giả định chủ chốt là lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn.

Bảng 8: Định giá, DXG

| (triệu đồng) | | Tỷ lệ sở hữu | Giá trị | Phương pháp |
|--|-------------|--------------|-------------------|-------------|
| Phát triển dự án | | | | DCF |
| Tổng giá trị tài sản | 24,639,500 | | | |
| Nợ thuần | (8,263,032) | | | |
| Giá trị vốn CSH | 16,376,468 | 100% | 16,376,468 | |
| Mảng dịch vụ môi giới service segment | | | | DCF |
| Tổng giá trị tài sản | 20,586,322 | | | |
| Nợ thuần | (1,272,925) | | | |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (7,725,359) | | | |
| Giá trị vốn CSH | 11,588,039 | 60.3% | 6,991,064 | |
| RNAV | | | 23,367,532 | |
| Số lượng CP đang lưu hành | | | 603,025,562 | |
| RNAV/cổ phiếu | | | 42,649 | |
| Chiết khấu | | | 20% | |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | | | 34,100 | |

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Phân tích độ nhạy, DXG

| Đồng | | Lãi suất phi rủi ro | | | | |
|----------------------------|------|---------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | 2.0% | 34,845 | 34,163 | 33,519 | 32,909 | 32,329 |
| | 2.5% | 35,194 | 34,479 | 33,807 | 33,171 | 32,569 |
| | 3.0% | 35,576 | 34,824 | 34,100 | 33,455 | 32,828 |
| | 3.5% | 35,995 | 35,201 | 34,459 | 33,763 | 33,108 |
| | 4.0% | 36,457 | 35,614 | 34,831 | 34,099 | 33,413 |

Nguồn: HSC Research

Giá cổ phiếu đã tăng 61% kể từ khi HSC đưa ra khuyến nghị Mua vào vào ngày 27/8. Hiện thị giá đang chiết khấu 26,8% so với ước tính RNAV mới của chúng tôi là 42.649đ; cao hơn mức chiết khấu bình quân trong quá khứ là 39,2% (bình quân 3 năm). Mức chiết khấu hiện tại thấp hơn so với bình quân quá khứ (Biểu đồ 10) là có cơ sở, nhờ vào sự cải thiện ở triển vọng của DXG. Ngoài ra, hiện định giá của DXG hiện vẫn rẻ hơn tương đối so với các cổ phiếu BĐS khác (Bảng 11) với P/E dự phóng năm 2022 là 11,3 lần (bình quân các doanh nghiệp BĐS là 17,3 lần) và P/B dự phóng năm 2022 là 1,8 lần (bình quân các doanh nghiệp BĐS là 2,4 lần).

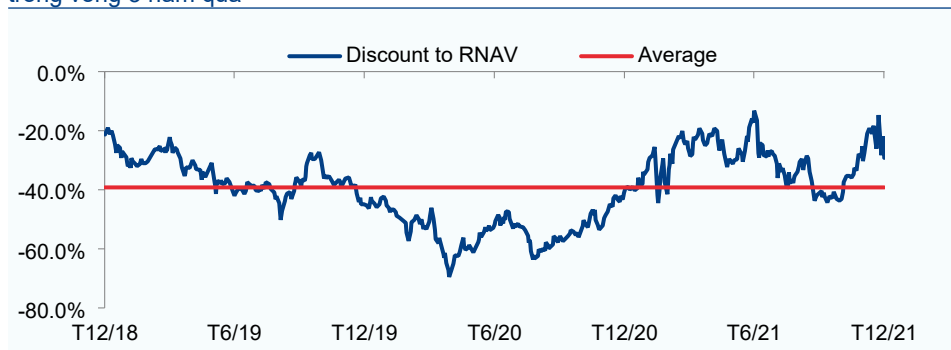
HSC thấy rằng hoạt động quan hệ nhà đầu tư của DXG đang có sự cải thiện, và đây là dấu hiệu tích cực cho thấy sự cải thiện ở khía cạnh quản trị doanh nghiệp. Ngoài ra, chúng tôi vẫn luôn cho rằng:

- DXG được hưởng lợi trực tiếp từ sự hồi phục của thị trường BĐS TP HCM và thị trường BĐS nói chung.
- Bên cạnh đó, HSC kỳ vọng thị trường sẽ sôi động hơn đáng kể vì môi trường pháp lý siết chặt từ năm 2017 sẽ tiếp tục được nới lỏng, đặc biệt là khi chính phủ ưu tiên mục tiêu kích thích kinh tế.
- DXG hưởng lợi lớn từ việc triển khai xây dựng sân bay Long Thành, đặc biệt là khi DXG sẽ sở hữu thêm một khu đất lớn nằm gần và có quy mô tương đương dự án Gem Sky World (92 ha).

Với tiềm năng tăng giá 9,3%; HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Biểu đồ 10: Chiết khấu RNAV

DXG hiện giao dịch với mức chiết khấu RNAV là 26,8% so với giá trị bình quân 39,2% trong vòng 3 năm qua



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: So sánh với các công ty cùng ngành

| Mã CK | Khuyến nghị | Giá đóng cửa | RNAV | Chiết khấu RNAV | Vốn hóa (triệu USD) | P/E (lần) | | | P/B (lần) | | |
|-----------|---------------|--------------|---------|-----------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | | | | | 2020A | 2021F | 2022F | 2020A | 2021F | 2022F |
| DXG | Tăng tỷ trọng | 31,200 | 42,649 | -26.8% | 802 | N/a | 13.9 | 11.3 | 2.6 | 2.1 | 1.8 |
| KDH | Mua vào | 45,300 | 62,546 | -27.6% | 1,273 | 23.7 | 29.1 | 18.1 | 3.4 | 3.1 | 2.7 |
| NLG | Nắm giữ | 54,700 | 59,634 | -8.3% | 814 | 18.9 | 14.5 | 20.4 | 3.1 | 1.8 | 1.6 |
| NVL | Nắm giữ | 112,600 | 103,860 | 8.4% | 656 | 38.7 | 39.2 | 32.3 | 5.8 | 4.6 | 4.0 |
| VHM | Tăng tỷ trọng | 81,600 | 99,134 | -17.7% | 15,315 | 9.6 | 11.2 | 11.2 | 3.1 | 3.0 | 2.5 |
| CRE | Tăng tỷ trọng | 37,000 | 36,720 | 0.8% | 322 | 11.9 | 10.3 | 10.4 | 1.5 | 2.2 | 1.9 |
| TB | | | | -11.9% | | 20.6 | 19.7 | 17.3 | 3.3 | 2.8 | 2.4 |

 Lưu ý: Dữ liệu giá ngày 7/12
 Nguồn: Fiinpro, HSC dự báo

Tiềm năng/rủi ro đầu tư

Những rủi ro/tiềm năng chủ yếu đối với dự báo lợi nhuận. HSC thấy có những rủi ro/tiềm năng sau:

Rủi ro liên quan đến Covid-19: Mặc dù triển vọng hồi phục của DXG trong trung và dài hạn rất vững chắc, nhưng triển vọng ngắn hạn vẫn chưa chắc chắn vì dịch bệnh vẫn tiếp tục ảnh hưởng. Mạng môi giới BĐS của DXG là DXS (công ty con của DXG chuyên về lĩnh vực môi giới BĐS) vẫn sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực nếu có thêm các đợt bùng phát dịch bệnh. Thời gian giãn cách xã hội kéo dài hay tốc độ tiêm chủng vắc xin chậm hơn kỳ vọng sẽ là những rủi ro không đạt dự báo doanh thu ở mảng môi giới BĐS.

Rủi ro thị trường Bình Dương trở nên bão hòa: do việc kiểm soát chặt chẽ việc phê duyệt dự án mới tại TP.HCM trong vài năm trở lại đây, nhiều chủ đầu tư đã chuyển từ TP.HCM sang các khu vực lân cận khác bao gồm 3 tỉnh công nghiệp phát triển là Đồng Nai, Bình Dương và Long An. Do đó, nguồn cung tại các tỉnh này tăng nhanh, đặc biệt là trong năm 2019-2020. Cùng với tác động kép từ dịch COVID-19 đối với thu nhập của người dân, khả năng hấp thụ các dự án mới, đặc biệt là các dự án quy mô lớn có thể sẽ suy yếu.

Đây là rủi ro tỷ lệ hấp thụ thực tế sẽ thấp hơn so với dự báo của HSC trong các đợt mở bán mới của DXG trong giai đoạn 2022-2023. Tuy nhiên, DXG có công ty con là công ty môi giới hàng đầu tại Việt Nam, điều đó đã đem lại nhiều kinh nghiệm trong việc phát triển sản phẩm phù hợp và chọn đúng phân khúc khách hàng. Nhờ đó, DXG sẽ tiếp tục có lợi thế so với các nhà phát triển BĐS khác trên thị trường.

Tiềm năng vượt dự báo nhờ mở rộng quỹ đất: Sau nhiều lần trao đổi với ban lãnh đạo, chúng tôi được biết DXG đang mở rộng mạnh quỹ đất với diện tích hàng trăm ha tại Đồng Nai, Bình Dương và các thành phố vệ tinh khác của Hà Nội, TP HCM. Trong đó, ban lãnh đạo dự kiến sẽ hoàn thành việc mua lại 1 dự án (khoảng 90 ha) tại Long Thành, Đồng Nai và 1 dự án tại Bình Dương trong vòng 3 tháng tới bằng 5.000 tỷ đồng tiền mặt đang có và/hoặc 450 tỷ USD từ phát hành trái phiếu.

Theo ban lãnh đạo, việc mua lại các dự án mới nói trên bằng tiền mặt sẵn có và/hoặc phát hành trái phiếu (cùng với các nguồn huy động vốn khác), được tài trợ bởi phát hành riêng lẻ (cùng với các nguồn vốn khác) sẽ giúp quỹ đất hiện có của DXG tăng lên 300 ha (triển khai trong ngắn và trung hạn) và 2.300 ha (để triển khai trong dài hạn). Quỹ đất hiện tại ước tính là 54 ha; do đó, với quy mô mở rộng quỹ đất, nếu được thực hiện một cách hiệu quả, sẽ là một cuộc cách mạng đối với Công ty. HSC chưa đưa quỹ đất mới mở rộng vào mô hình định giá do thiếu thông tin, nhưng đây là tiềm năng giúp định giá của DXG tăng đáng kể nếu được thực hiện hợp lý.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng) | | | | | | Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | | | | | |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|----------------|--------------|--------------|----------------|---------------|
| | 12-19A | 12-20A | 12-21F | 12-22F | 12-23F | | 12-19A | 12-20A | 12-21F | 12-22F | 12-23F |
| Doanh thu | 5,814 | 2,891 | 9,936 | 10,075 | 10,257 | EBIT | 2,089 | 769 | 3,341 | 4,563 | 5,192 |
| Lợi nhuận gộp | 3,084 | 1,875 | 5,583 | 6,576 | 7,076 | Khấu hao | (39.0) | (56.5) | (33.3) | (44.4) | (62.8) |
| Chi phí BH&QL | (985) | (1,083) | (2,227) | (1,997) | (1,865) | Lãi vay thuần | (152) | (240) | (392) | (402) | (646) |
| Thu nhập khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | Thuế TNDN đã nộp | (337) | (419) | (960) | (1,014) | (1,222) |
| Chi phí khác | (10.5) | (23.3) | (15.7) | (16.5) | (18.5) | Thay đổi vốn lưu động | (3,481) | (967) | (1,638) | (10,810) | (2,377) |
| EBIT | 2,089 | 769 | 3,341 | 4,563 | 5,192 | Khác | 309 | 138 | 128 | 267 | 117 |
| Lãi vay thuần | (152) | (240) | (392) | (402) | (646) | LCT thuần từ HKKD | (1,646) | (780) | 111 | (7,974) | 543 |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | 149 | (10.6) | 0 | 0 | 0 | Đầu tư TS dài hạn | (228) | (89.1) | (265) | (382) | (577) |
| Lợi nhuận khác | - | - | - | - | - | Góp vốn & đầu tư | (681) | (1,581) | 0 | 0 | 0 |
| LN không thường xuyên | 303 | (495) | 31.1 | 0 | 0 | Thanh lý | 408 | 982 | 1,508 | 0 | 0 |
| LNTT | 2,389 | 23.5 | 2,980 | 4,160 | 4,547 | Khác | (911) | 354 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí thuế TNDN | (502) | (201) | (960) | (1,014) | (1,222) | LCT thuần từ HĐĐT | (1,413) | (334) | 1,244 | (382) | (577) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (670) | (322) | (721) | (1,357) | (1,922) | Cổ tức trả cho CSH | (479) | (431) | 0 | 0 | (605) |
| LNST không thường xuyên | - | - | - | - | - | Thu từ phát hành CP | 1,636 | 1,008 | 1,425 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận thuần | 1,217 | (499) | 1,299 | 1,790 | 1,402 | Tăng/giảm nợ | 1,537 | 1,523 | 3,198 | 3,288 | 1,037 |
| Lợi nhuận thuần ĐC | 1,158 | (542) | 1,234 | 1,700 | 1,332 | Khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA ĐC | 2,128 | 825 | 3,374 | 4,607 | 5,255 | LCT thuần từ HĐTC | 2,693 | 2,101 | 4,623 | 3,288 | 432 |
| EPS (đồng) | 2,672 | (943) | 2,412 | 2,968 | 2,325 | Tiền & tương đương tiền đầu kì | 1,159 | 793 | 1,780 | 7,757 | 2,689 |
| EPS ĐC (đồng) | 2,508 | (1,005) | 2,248 | 2,772 | 2,171 | LCT thuần trong kỳ | (365) | 986 | 5,978 | (5,068) | 398 |
| DPS (đồng) | - | - | - | - | - | Ảnh hưởng của tỷ giá | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Slg CP bình quân (triệu đv) | 455 | 529 | 538 | 603 | 603 | Tiền & tương đương tiền cuối kì | 793 | 1,780 | 7,757 | 2,689 | 3,087 |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv) | 519 | 518 | 603 | 603 | 603 | Dòng tiền tự do | (1,874) | (869) | (154) | (8,356) | (34.0) |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 529 | 529 | 613 | 613 | 613 | | | | | | |
| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng) | | | | | | Các chỉ số tài chính | | | | | |
| | 12-19A | 12-20A | 12-21F | 12-22F | 12-23F | | 12-19A | 12-20A | 12-21F | 12-22F | 12-23F |
| Tiền & tương đương tiền | 793 | 1,780 | 7,757 | 2,689 | 3,087 | Chỉ số hoạt động | | | | | |
| Đầu tư ngắn hạn | 306 | 206 | 206 | 206 | 206 | Tỷ suất LN gộp (%) | 53.0 | 64.9 | 56.2 | 65.3 | 69.0 |
| Phải thu khách hàng | 9,023 | 7,213 | 9,154 | 13,748 | 16,869 | Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 36.6 | 28.5 | 34.0 | 45.7 | 51.2 |
| Hàng tồn kho | 6,791 | 10,252 | 11,448 | 22,767 | 30,056 | Tỷ suất LNT (%) | 20.9 | (17.3) | 13.1 | 17.8 | 13.7 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 152 | 273 | 273 | 273 | 273 | Thuế TNDN hiện hành (%) | 21.0 | 856 | 32.2 | 24.4 | 26.9 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 17,066 | 19,723 | 28,837 | 39,682 | 50,491 | Tăng trưởng doanh thu (%) | 25.1 | (50.3) | 244 | 1.39 | 1.81 |
| TSCĐ hữu hình | 330 | 325 | 482 | 695 | 1,004 | Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 15.2 | (61.2) | 309 | 36.5 | 14.1 |
| TSCĐ vô hình | 31.5 | 29.9 | 27.0 | 23.8 | 20.4 | Tăng trưởng LNT ĐC (%) | 1.27 | (147) | 327 | 37.8 | (21.7) |
| Bất động sản đầu tư | 92.4 | 128 | 205 | 333 | 541 | Tăng trưởng EPS (%) | 7.49 | (135) | 356 | 23.1 | (21.7) |
| Đầu tư dài hạn | 106 | 106 | 106 | 106 | 106 | Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 4.02 | (140) | 324 | 23.3 | (21.7) |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 1,079 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | Tăng trưởng DPS (%) | - | - | - | - | - |
| Tài sản dài hạn khác | 1,175 | 2,999 | 3,334 | 3,762 | 4,279 | Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | - | - | - | - | - |
| Tổng tài sản dài hạn | 2,814 | 3,588 | 4,154 | 4,920 | 5,952 | Chỉ số lợi nhuận | | | | | |
| Tổng cộng tài sản | 19,881 | 23,311 | 32,992 | 44,603 | 56,442 | ROAE (%) | 20.3 | (7.60) | 17.2 | 18.2 | 12.7 |
| Nợ ngắn hạn | 1,063 | 2,069 | 4,451 | 2,522 | 4,802 | ROACE (%) | 19.7 | 6.01 | 21.1 | 20.0 | 18.8 |
| Phả trả người bán | 1,187 | 604 | 466 | 594 | 764 | Vòng quay tài sản (lần) | 0.35 | 0.13 | 0.35 | 0.26 | 0.20 |
| Nợ ngắn hạn khác | 3,420 | 4,041 | 3,839 | 5,572 | 7,380 | Tiền mặt HĐ/EBIT (lần) | (0.79) | (1.01) | 0.03 | (1.75) | 0.10 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 7,277 | 10,319 | 14,295 | 17,632 | 28,065 | Số ngày tồn kho | 908 | 3,683 | 960 | 2,375 | 3,449 |
| Nợ dài hạn | 3,337 | 3,876 | 4,692 | 9,909 | 8,665 | Số ngày phải thu | 1,206 | 2,591 | 768 | 1,434 | 1,936 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | Số ngày phải trả | 159 | 217 | 39.1 | 62.0 | 87.7 |
| Nợ dài hạn khác | 21.2 | 9.52 | 9.52 | 9.52 | 9.52 | Cơ cấu vốn | | | | | |
| Tổng nợ dài hạn | 3,358 | 3,886 | 4,701 | 9,918 | 8,675 | Nợ thuần*/VCSH (%) | 64.6 | 115 | 68.9 | 167 | 216 |
| Tổng nợ phải trả | 10,635 | 14,227 | 19,019 | 27,573 | 36,763 | Nợ/tài sản (%) | 26.7 | 38.0 | 42.2 | 46.1 | 49.0 |
| Vốn chủ sở hữu | 6,989 | 6,154 | 8,966 | 10,667 | 11,394 | EBIT/lãi vay (lần) | 13.7 | 3.21 | 8.53 | 11.3 | 8.04 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 2,239 | 2,930 | 5,006 | 6,363 | 8,285 | Nợ/EBITDA (lần) | 2.49 | 10.7 | 4.13 | 4.46 | 5.27 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 9,228 | 9,084 | 13,973 | 17,030 | 19,679 | Chỉ số TT hiện thời (lần) | 2.35 | 1.91 | 2.02 | 2.25 | 1.80 |
| Tổng nợ phải trả và VCSH | 19,881 | 23,311 | 32,992 | 44,603 | 56,442 | Định giá | | | | | |
| BVPS (đ) | 13,471 | 11,874 | 14,869 | 17,689 | 18,895 | EV/doanh thu (lần) | 3.40 | 7.04 | 2.03 | 2.83 | 2.85 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | 3,606 | 4,166 | 1,386 | 9,742 | 10,380 | EV/EBITDA ĐC (lần) | 9.30 | 24.6 | 5.99 | 6.20 | 5.56 |
| | | | | | | P/E (lần) | 11.7 | N/a | 12.9 | 10.5 | 13.4 |
| | | | | | | P/E ĐC (lần) | 12.4 | N/a | 13.9 | 11.3 | 14.4 |
| | | | | | | P/B (lần) | 2.32 | 2.63 | 2.10 | 1.76 | 1.65 |
| | | | | | | Lợi suất cổ tức (%) | - | - | - | - | - |

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn