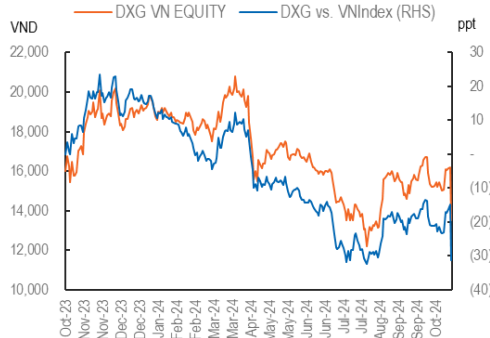


## MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm **+27,8%**  
 Đóng cửa: **22/10/2024**  
 Giá hiện tại: **16.200 đồng**  
 Giá mục tiêu 12T: **20.700 đồng**

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	471 triệu USD
GTGD BQ 6T	7 triệu USD
SLCP đang lưu hành	721 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	49%
Sở hữu nước ngoài	18%
Cổ đông lớn	30%
Tài sản/VCSH Q2/2024	0,25x
P/B Q2/2024 (x)	1,10x
Room ngoại còn lại	31%
Tỷ suất cổ tức 2024	0,0%

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp

Chuyên viên phân tích:  
**Tâm Nguyễn**  
 +84 28 3622 6868 ext 3874  
[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)  
 Bloomberg code: YUTA

## CPCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

### CẬU BÉ CHẼN CỪU VÀ TƯƠNG LAI THỊNH VƯỢNG

**Sự kiện:** Cuộc họp của DXG tổ chức ngày 22/10 đã thu hút sự chú ý lớn từ thị trường, với 100 người tham gia—một con số đáng kể so với chỉ 30-50 người tham dự như trước đây.

Chúng tôi tin rằng kết quả sơ bộ Q3/2024 không phải là yếu tố chính thu hút sự chú ý. Hầu hết người tham gia buổi họp tập trung vào tiến độ của hai dự án chính: (1) DXH Riverside, trước đây được biết đến là Gem Riverside, nằm gần khu vực Thủ Thiêm; và (2) Gem Sky World tại tỉnh Đồng Nai.

**Doanh thu sơ bộ Q3/2024 của DXG giảm -7% QoQ / -14% YoY**, đạt 1.048 tỷ đồng. LNST cổ đông công ty mẹ (PATMI) đạt 31 tỷ đồng (giảm -67% QoQ / -72% YoY). Doanh thu 9T2024 đạt 3.900 tỷ đồng, hoàn thành 83% kế hoạch cả năm, trong khi PATMI đạt 226 tỷ đồng, hoàn thành 42% kế hoạch năm.

**Ban lãnh đạo không kỳ vọng kết quả Q4/2024 sẽ cải thiện đáng kể**, với doanh thu từ dịch vụ môi giới dự kiến sẽ là mảng đóng góp chính. DXG kỳ vọng mảng môi giới sẽ vẫn ổn định hồi phục theo tình hình thị trường bất động sản.

**Ngày 17/10, DXG đã đơn phương hủy các hợp đồng đặt mua căn hộ dự án Gem Riverside.** Điều này không hoàn toàn bất ngờ, vì trước đó DXG đã nhiều lần hối thúc khách hàng hủy các hợp đồng mở bán do những bất ổn của dự án. Vào thời điểm ký kết ban đầu, các căn hộ được định giá khoảng 30 triệu đồng/m<sup>2</sup>, nhưng hiện giá thị trường đã tăng lên hơn 70 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

**Trong buổi họp ngày 22/10, DXG xác nhận mục tiêu hủy toàn bộ các hợp đồng đặt mua đã ký trước đây** và tái khởi động dự án với mức giá mới. 300 hợp đồng đặt mua còn lại dự kiến sẽ được hủy trước khi dự án được khởi động lại vào Q1/2025. Ban lãnh đạo cho biết hai dự án mới nằm gần DXH Riverside hiện có giá trên 100 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Việc xây dựng đã được tái khởi động, với lễ khởi công diễn ra trong tháng 10. DXG đặt mục tiêu xây dựng xong phần móng và có giấy phép mở bán trước khi chính thức bán hàng, với kỳ vọng điều kiện thị trường trong Q1/2025 sẽ thuận lợi hơn.

**DXG không đưa ra câu trả lời rõ ràng về tác động dài hạn của việc đơn phương hủy hợp đồng đặt mua đối với uy tín thương hiệu của công ty** và giá bán mới sau khi hủy các hợp đồng đặt mua. Ban lãnh đạo chỉ nói rằng: (1) đây là tình huống không mong muốn do sự kéo dài trong các thủ tục hành chính và (2) HĐQT đã đưa ra quyết định trên sau khi cân nhắc kỹ lưỡng về sự cân bằng lợi ích của công ty và người mua nhà. Những người mua bị ảnh hưởng có hai lựa chọn: (1) nhận lại tiền đặt cọc (khoảng 250 triệu đồng) với lãi suất bồi thường 10-15%/năm, hoặc (2) mua căn hộ với giá mới với giá bán đã được giảm giá (mức giảm không được tiết lộ).

**Đầu tháng 10, UBND tỉnh Đồng Nai yêu cầu DXG giải quyết các nghĩa vụ đối với người mua nhà tại dự án Gem Sky World** - như việc giao nhà chậm và các vấn đề tài chính—trước ngày 05/10. Nếu không tuân thủ, dự án có thể bị đình chỉ tất cả các thủ tục hành chính. Ngoài ra, một tài liệu lưu hành trên thị trường cho thấy cơ quan thuế đã mở ra một cuộc điều tra vào ngày 23/09 về các giao dịch nghi vấn liên quan đến Lương Trí Thìn, cựu chủ tịch và hiện là chủ tịch Hội đồng Chiến lược của DXG.

**Trong buổi họp ngày 22/10, DXG cho biết đã hoàn thành tất cả các cơ sở hạ tầng và sẵn sàng mở bán giai đoạn tiếp theo của dự án Gem Sky World.** DXG hiện đang đàm phán với khoảng 700 người mua nhà để hoàn tất quy trình giao nhà và dự định sẽ sớm triển khai giai đoạn tiếp theo.

Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ **NĂM GIỮ - Kém khả thi** lên khuyến nghị **MUA**, chủ yếu do giá cổ phiếu giảm, khiến tiềm năng tăng giá hiện tại là +27,8% khi so với giá mục tiêu của chúng tôi. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng đây là cổ phiếu có hệ số beta cao, phù hợp cho việc đầu cơ hơn là đầu tư dài hạn.

#### ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

**Niềm tin tan vỡ nhiều lần kể từ năm 2020...** Việc tái khởi động dự án DXH Riverside đã được đưa vào tất cả các kế hoạch kinh doanh hàng năm của DXG. Những kế hoạch này đã tạo ra hy vọng và rồi lại khiến cổ đông thất vọng liên tục trong từng ấy năm.

Năm nay, việc khởi động dự án bị trì hoãn thêm sáu tháng, chuyển từ Q3/2024 sang Q1/2025.

**...Tuy nhiên, lần này có thể sẽ khác.** Chúng tôi cho rằng, khả năng cao hơn công ty đáp ứng thời gian biểu mới lần này. Điều này là do DXG đã nhận được giấy phép xây dựng cho dự án vào ngày 12/09/2024.

Chúng tôi cho rằng quyết định đơn phương hủy các hợp đồng mở bán từ năm 2018 cũng có thêm về sự tái khởi động dự án sắp diễn ra - một tín hiệu tích cực cho DXG và thị trường bất động sản nhà ở.

**Cậu bé chặn cừu lại hét lên: “Tương lai thịnh vượng sắp đến!”** lần này dự án có thể thực sự được triển khai đúng kế hoạch, nhưng các nhà đầu tư dường như vẫn e dè do những lần thất vọng trước đó. Điều này tạo cơ hội cho những nhà đầu tư có khả năng chấp nhận rủi ro, theo quan điểm của chúng tôi.

**Nhưng nhà đầu tư cần phải cân nhắc kỹ lưỡng các tác động ròng của rủi ro** - bao gồm cả rủi ro tăng giá, mà không chỉ là rủi ro giảm giá.

(1) **Những rủi ro giảm giá chính** bao gồm:

- i. Tiếp tục trì hoãn việc khởi động dự án DXH Riverside (trước đây là Gem Riverside). Hiện chúng tôi cho rằng dự án sẽ khởi động vào Q1/2025, so với dự báo ban đầu là Q3/2024.
- ii. Phản ứng của thị trường đối với các dự án của DXG còn chưa chắc chắn, do uy tín của công ty đã bị ảnh hưởng từ các vấn đề như: 1) chậm bàn giao căn hộ tại dự án Opal Skyline, 2) các vấn đề kéo dài tại dự án Gem Sky World, và 3) việc đơn phương hủy các hợp đồng mở bán tại Gem Riverside. Những yếu tố này có thể ảnh hưởng đến niềm tin của người mua và sự chấp nhận của thị trường đối với các dự án trong tương lai.

(2) **Tuy nhiên, cũng có những tiềm năng tăng giá**, bao gồm:

- i. DXG có kế hoạch bán toàn bộ 3.175 căn hộ tại DXH Riverside với giá mới theo giá thị trường. Giá định trước đây của chúng tôi chỉ là khoảng 2.800 căn, dựa theo con số mục tiêu trước đó của công ty.
- ii. Có khả năng giá bán thực tế sẽ vượt mức giá ước tính 60 triệu đồng/m<sup>2</sup> của chúng tôi.
- iii. Ước tính chi phí đất ban đầu của chúng tôi khá thận trọng so với chi phí thực tế. Theo DXG, tổng chi phí hiện tại, bao gồm chi phí mua đất và tất cả các phí liên quan đến giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, là khoảng 2 nghìn tỷ đồng - thấp hơn 49% so với giá định của chúng tôi - một sự khác biệt đáng kể.
- iv. Một triển vọng tươi sáng hơn cho các cổ đông. Chúng tôi tin rằng nhà đầu tư có thể có một mức độ tin tưởng nào đó vào triển vọng của DXG dựa trên: (1) vị trí đắc địa của DXH Riverside, (2) tình trạng thiếu hụt nhà ở tại TP.HCM, điều này khuyến khích giao dịch mua ngay cả khi uy tín của DXG bị ảnh hưởng gần đây. Ngoài ra, (3) quy mô của DXH Riverside có thể mang lại lợi nhuận tài chính đủ lớn để giúp DXG đẩy nhanh thực hiện các dự án khác trong danh mục.

## Định giá

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu cho DXG ở mức 20.700 đồng/cổ phiếu, như đã đưa ra trong [báo cáo cập nhật gần nhất xuất bản ngày 12/03](#). Con số này đã giảm -39% so với ước tính quá lạc quan trước đó.

Sự điều chỉnh giảm này chủ yếu do việc chúng tôi loại bỏ giá trị của 11 dự án trung hạn khỏi ước tính giá trị tài sản ròng (RNAV).

Chúng tôi cho rằng phương pháp định giá RNAV vẫn là cách tiếp cận hợp lý, vì DXG chỉ có thể phát triển một dự án lớn tại một thời điểm, và có thể cần phải tập trung vào việc tăng cường vị thế tài chính trước khi bắt đầu các dự án trung hạn khác.

Do vậy, chúng tôi không thay đổi kết quả định giá so với báo cáo gần nhất. Tuy nhiên, sự suy yếu gần đây của giá cổ phiếu đã tạo ra tiềm năng tăng giá +28% so với mức giá mục tiêu của chúng tôi. Vì vậy, chúng tôi quyết định đưa ra khuyến nghị MUA từ khuyến nghị NĂM GIỮ - Kém khả quan trước đó.

**Biểu đồ 1: Tóm tắt kết quả định giá**

No	Project	Ownership rate	Valuation approach	Project NPV (VNDbn)	Effective NPV (VNDbn)
1	Gem Sky World	100.0%	DCF	2,707	2,707
2	Gem Riverside	100.0%	DCF	4,037	4,037
3	Gem Premium	75.0%	DCF	2,627	1,970
4	Opal City View	100.0%	DCF	674	674
5	Opal Central Park	100.0%	DCF	403	403
6	Lux Star	100.0%	DCF	333	333
7	Opal Luxury	100.0%	DCF	727	727
8	Other	100.0%	MV	5,023	5,023
9	DXS	60%	MV	4,618	2,785
<b>Total project NPV</b>					<b>18,659</b>
+ CCE and ST investment (1)					1,593
- Total debt (2)					<b>-5,241</b>
<b>NAV (VNDbn)</b>					<b>15,011</b>
Fully diluted shares (billion shares) (3)					0.724
<b>Fair Value (VNDbn/share)</b>					<b>20,700</b>
Upside					27.78%
Current price (22 October 2024)					16,200

Lưu ý: (1) Tiền & tương đương tiền (CCE) và các khoản đầu tư ngắn hạn (ST Investment) bao gồm 1,2 nghìn tỷ đồng từ việc phát hành 102 triệu cổ phiếu với giá 12.000 đồng/cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, (2) loại trừ 48 tỷ đồng từ trái phiếu chuyển đổi còn lại, (3) không bao gồm kế hoạch phát hành riêng lẻ 57 triệu cổ phiếu

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

---

# Appendix A: Important Disclosures

## Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

## Ratings Definitions

**BUY:** We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

**HOLD-Outperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**HOLD-Underperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**SELL:** We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

**Under Review:** We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

**Restricted:** The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

## Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities Investment Consulting  
4F, 225,  
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104  
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd  
23/F, Tower 1, Admiralty Centre  
18 Harcourt Road,  
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office  
Yuanta Securities Building  
Euljiro 76 Jung-gu  
Seoul, Korea 100-845

---

Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA  
(A member of the Yuanta Group)  
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH  
SCBD Lot 9  
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53  
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Thailand)  
127 Gaysorn Tower, 16th floor  
Ratchadamri Road, Pathumwan  
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Vietnam)  
4th Floor, Saigon Centre  
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,  
Ben Nghe Ward, District 1,  
HCMC, Vietnam

**For U.S. persons only:** This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

# YUANTA SECURITIES NETWORK



## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

**Head office:** 4<sup>th</sup> Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

### Institutional Research

**Matthew Smith, CFA**

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

**Tam Nguyen**

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

**Di Luu**

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

[di.luu@yuanta.com.vn](mailto:di.luu@yuanta.com.vn)

**Binh Truong**

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

**Tanh Tran**

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)

[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

**An Nguyen**

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

[an.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:an.nguyen@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

**Lawrence Heavey**

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

[lawrence.heavey@yuanta.com.vn](mailto:lawrence.heavey@yuanta.com.vn)

**Hien Le**

Sales Trader

[hien.le@yuanta.com.vn](mailto:hien.le@yuanta.com.vn)

**Dat Bui**

Sales Trader

[dat.bui@yuanta.com.vn](mailto:dat.bui@yuanta.com.vn)

**Tuan-Anh Nguyen**

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

[anh.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:anh.nguyen2@yuanta.com.vn)

**Vi Truong**

Sales Trader

[vi.truong@yuanta.com.vn](mailto:vi.truong@yuanta.com.vn)