

CTCP DỊCH VỤ VÀ XÂY DỰNG ĐỊA ỐC ĐẤT XANH (DXG: HSX)

KB Securities

Đầu tư – Xây dựng – Dịch vụ

BÁO CÁO LẦN ĐẦU
12/11/2018

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích
ngaphb@kbsec.com.vn

Mô hình kinh doanh khép kín tạo ra lợi thế cạnh tranh và nền tảng vững chắc cho doanh nghiệp.

Nền tảng môi giới vững chắc hỗ trợ hoạt động đầu tư đồng thời đem đến dòng tiền ổn định cho DXG.

Quỹ đất hiện có đảm bảo cho sự phát triển của DXG trong 5 năm tới.

Định hướng phát triển sản phẩm đúng đắn đem đến cơ hội cho DXG.

Lợi nhuận từ các dự án của LDG có thể đem lại doanh thu đột biến cho DXG.

Rủi ro luôn hiện hữu.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Mô hình kinh doanh khép kín của DXG giúp cho các hoạt động kinh doanh linh hoạt và hỗ trợ lẫn nhau. Việc định hướng tập trung vào mảng phát triển dự án giúp gia tăng quy mô cũng như lợi nhuận cho DXG.

Với mạng lưới môi giới trải rộng trên khắp cả nước với đa kênh phân phối, hoạt động môi giới không chỉ đem lại dòng tiền lành mạnh cho DXG mà còn đảm bảo tiến độ bán hàng cho các dự án mà DXG phát triển.

DXG đang sở hữu quỹ đất sạch lên tới hơn 1000ha, trong đó tập trung chủ yếu ở khu vực Tp HCM; đây được coi là lợi thế cạnh tranh lớn của DXG. Quỹ đất hiện có đủ để cho Tập đoàn đầu tư khai thác phát triển dự án cũng như đảm bảo Doanh thu lợi nhuận trong vòng 5 năm tới.

Theo kế hoạch trung hạn, công ty sẽ tập trung phát triển phân khúc căn hộ trung bình khá để đảm bảo tính liên tục của sản phẩm. Đây hiện là những phân khúc sản phẩm có nhu cầu cao nhất thị trường với tính thanh khoản cao và nhu cầu ở thực lớn do (1) Tỷ trọng dân số thuộc độ tuổi lao động cao, tốc độ đô thị hóa ngày càng tăng và sự gia tăng của tầng lớp trung lưu (2) Thiếu hụt nguồn cung căn hộ trung cấp tại TP HCM (3) Chất lượng sản phẩm ngày càng được cải thiện.

Ngoài ra, DXG còn sở hữu 43.38% tại công ty LDG. LDG hiện đang sở hữu quỹ đất lên tới gần 1000ha trong đó nổi bật nhất là dự án Grandworld Phú Quốc với quy mô lên tới 85ha.

Rủi ro đầu tư

DXG có thể gặp phải một số rủi ro đặc thù của doanh nghiệp BĐS và diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường BĐS Việt Nam.

Mua

Giá mục tiêu	33,660VND
Tăng/Giảm	35%
Giá hiện tại (09/11/2018)	25,000VND
Giá mục tiêu	33,660VND
Vốn hóa thị trường	8745.53 tỷ VNĐ (375.28 triệu USD)
Tỷ giá ngày 09/11/2018: 1USD= 23,304 VNĐ	

Dự phóng doanh thu và định giá

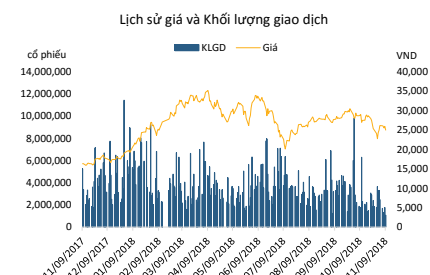
	2017A	2018F	2019F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	2879.2	4238	4642
Tốc độ tăng trưởng (%)	15%	47%	10%
Lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)	1729.8	2202	2212
Biên lợi nhuận gộp (%)	60.1%	52%	48%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	1085.4	1228	1235.2
Tốc độ tăng trưởng (%)	172%	13%	1%
EPS(ngàn đồng)	2478	2808.3	2824.7
Tăng trưởng EPS	-4%	13%	1%

Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	349,821,356
KLGD khớp lệnh TB 10 phiên	2,139,347
% sở hữu nước ngoài	47.24%

% thay đổi giá (%)

	1M	3M	6M	12M
DXG	-13.3%	-8%	-17.8%	53%
VN-INDEX	-8%	-5%	-13%	6%



Nguồn: Fiinpro, KBSV

**CTCP XÂY DỰNG VÀ DỊCH VỤ
ĐỊA ỐC ĐẤT XANH**

THÔNG TIN TỔNG QUAN

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN DOANH NGHIỆP

DXG phát triển và xây dựng theo mô hình chiến lược chuỗi giá trị khép kín “Đầu tư – Xây dựng – Dịch vụ”, tạo nên lợi thế cạnh tranh và nền tảng vững chắc. Khi mới hình thành, DXG chuyên về môi giới BĐS, tuy nhiên, đến năm 2007 công ty mở rộng hoạt động sang lĩnh vực phát triển dự án với nhiều dự án có quy mô lớn. Thị trường hoạt động của DXG tập trung tại các thành phố lớn như Hà Nội, TP HCM, Đà Nẵng, Bình Dương, Đồng Nai.

Bảng 1: Lịch sử hình thành và phát triển của DXG



Nguồn: DXG

CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP VÀ CƠ CẤU SỞ HỮU

Tính đến ngày 30/09/2018, CTCP Tập đoàn Đất Xanh hiện đang có 12 công ty con trực tiếp (Bảng 2) và 13 công ty con gián tiếp (Bảng 3). Thực hiện kế hoạch tái cấu trúc mảng kinh doanh dịch vụ BĐS của Tập đoàn, Công ty đã tiến hành chuyển nhượng toàn bộ số cổ phần nắm giữ tại các công ty con cho CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh gồm Đất Xanh Miền Trung, Đất Xanh Miền Bắc, Đất Xanh Miền Nam, Đất Xanh Đông Nam Bộ và CTCP Dịch vụ và Xây dựng Đất Xanh Tây Nam Bộ.

Ngoài ra DXG còn có 2 công ty liên kết là LDG và Công ty TNHH Du lịch Địa ốc Phú Lạc Phú Quốc với tỷ lệ biểu quyết lần lượt là 43.38% và 29.5%.

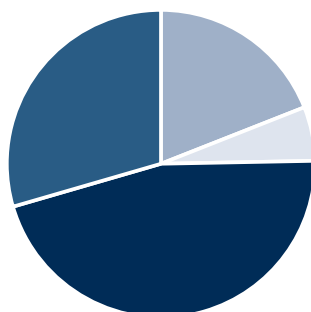
Cơ cấu cổ đông của DXG đang trở nên cô đặc hơn. Tính đến thời điểm hiện tại, Room NĐTNN còn lại chỉ còn 1.76%.

Bảng 2: Công ty con trực tiếp

Tên công ty con trực tiếp	Tỷ lệ sở hữu (%)
Công ty TNHH Đất Xanh Hội An	100
Công ty TNHH Đầu tư Sài Gòn Riverside	75
CTCP Đầu tư Dầu khí Thăng Long	99.9
CTCP Đầu tư Dầu khí Nha Trang	90.83
Công ty TNHH Xây dựng Thương mại Dịch vụ Hà Thuận Hùng	99.89
CTCP Đầu tư Đất Viễn Đông	99.99
CTCP Sài Gòn Riverview	99.9
Công ty TNHH Đầu tư Xây dựng Thương mại Xuân Định	99.9
CTCP Vicco Sài Gòn	99.99
CTCP In Nông Nghiệp	99.98
CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh	99.89
CTCP Xây dựng FBV	89.26

Nguồn: DXG

Biểu đồ 4: Cơ cấu cổ đông



- Cổ đông lớn trong nước
- Cổ đông lớn nước ngoài
- Cổ đông trong nước khác
- Cổ đông nước ngoài khác

Nguồn: DXG

Bảng 3: Công ty con gián tiếp

Tên công ty con gián tiếp	Tỷ lệ sở hữu (%)
CTCP Đất Xanh Miền Trung	55
CTCP Dịch vụ và Địa ốc Đất Xanh Miền Bắc	51
CTCP Dịch vụ và Địa ốc Đất Xanh Miền Nam	51
CTCP Dịch vụ và Địa ốc Đất Xanh Đông Nam Bộ	51
CTCP Dịch vụ và Địa ốc Đất Xanh Tây Nam Bộ	51
CTCP Địa ốc Viethomes	51
CTCP Dịch vụ và Địa ốc Vinahomes	51
CTCP Đất Xanh Nha Trang	51
CTCP Đất Xanh Nghệ An	51
CTCP Đất Xanh Bắc Miền Trung	51
CTCP Đất Xanh Đà Nẵng	51
CTCP Đất Xanh Nam Miền Trung	51
Công ty TNHH MTV Smart City	100

Nguồn: DXG

Bảng 5: Danh sách cổ đông lớn

Cổ đông	Tỷ lệ %
Lương Trí Thìn	9.27%
CTCP Đầu tư NAV	5.65%
Amersham Industries Limited	4.84%
Grinling International Limited	3.81%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	3.77%
CTCP Đầu tư BBC	3.64%
Vietnam Enterprise Investments Limited	3%
Norges Bank	2.95%

Nguồn: DXG

Mô hình kinh doanh với chuỗi giá trị khép kín đạt hiệu quả cao.

Mảnh đầu tư và kinh doanh BĐS được định hướng là mảng kinh doanh cốt lõi trong thời gian tới.

MÔ HÌNH KINH DOANH

Hoạt động kinh doanh của DXG tập trung vào 3 mảng chính: (1) Đầu tư và kinh doanh BĐS (2) Dịch vụ BĐS (3) Xây dựng. Mô hình kinh doanh của DXG là mô hình kinh doanh khép kín tạo ra sự linh hoạt cho hoạt động kinh doanh của công ty khi các mảng hoạt động kinh doanh có thể hỗ trợ lẫn nhau (Biểu đồ 6). Tính đến thời điểm hiện tại, mảng Dịch vụ BĐS vẫn đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của DXG. Tuy nhiên, dư địa phát triển của mảng này không còn nhiều, DXG định hướng sẽ đẩy mạnh mảng đầu tư trong 5 năm tới.

❖ Đầu tư và kinh doanh BĐS

Đây được định hướng là mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi và chiến lược của DXG, đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận cho Tập đoàn trong vòng 5 năm tới. Sản phẩm của Tập đoàn tập trung chủ yếu ở phân khúc trung cấp, đây cũng là phân khúc có nhu cầu cao nhất thị trường. Hoạt động phát triển dự án tạo ra sản phẩm dịch vụ liên tục cho các hoạt động kinh doanh còn lại và giúp DXG gia tăng quy mô của công ty. Chiến lược kinh doanh của DXG là đẩy mạnh tích lũy quỹ đất thông qua các hoạt động M&A, bên cạnh đó, DXG còn tập trung đầu tư vào các dự án có quy mô ngày càng lớn để tiết kiệm được chi phí, qua đó tối ưu giá thành, đem lại hiệu quả đầu

Mảng dịch vụ BĐS hoạt động hiệu quả trực tiếp hỗ trợ cho hoạt động đầu tư, tạo thêm giá trị gia tăng và mang lại lợi thế cạnh tranh cho DXG.

Mảng xây dựng hiện mang tính hỗ trợ cho hoạt động đầu tư, phát triển dự án.

tư cao cho Tập đoàn.

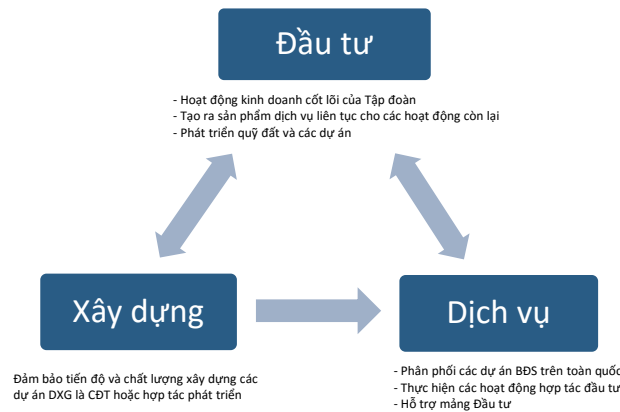
❖ **Dịch vụ BĐS**

Mảng Dịch vụ BĐS của DXG bao gồm: Môi giới và tư vấn BĐS, Quản lý BĐS và cho thuê căn hộ, thực hiện các hoạt động hợp tác đầu tư (Mua bán thứ cấp). DXG đã xây dựng được hệ thống kinh doanh vững chắc với kênh phân phối đa dạng và rộng khắp. Đây là mắt xích quan trọng trong chuỗi giá trị và là lĩnh vực nền tảng tạo ra lợi thế cạnh tranh bền vững cho DXG. Hoạt động kinh doanh và phân phối các sản phẩm BĐS còn hỗ trợ mạnh mẽ cho mảng phát triển dự án, giúp đảm bảo tiến độ bán hàng cho các dự án DXG phát triển.

❖ **Xây dựng**

Đây không phải là mảng kinh doanh chủ lực của DXG, nhưng là mảng kinh doanh không thể thiếu trong chuỗi hoạt động phát triển dự án của công ty của công ty. Hoạt động xây dựng được thực hiện bởi Công ty con là CTCP Xây dựng FBV tiền thân là Phòng Xây dựng của Tập đoàn. Hoạt động xây dựng góp phần đảm bảo tiến độ và chất lượng xây dựng các dự án do DXG đầu tư và hợp tác đầu tư.

Biểu đồ 6: Mô hình kinh doanh của DXG



Nguồn: KBSV

Bảng 7: Kết quả kinh doanh của DXG năm 2017

Sản lượng bán	22108 sản phẩm
Doanh thu thuần	2,879 tỷ đồng
Lợi nhuận sau thuế	751 tỷ đồng
Tổng tài sản	10,264 tỷ đồng
Vốn chủ sở hữu	4,654 tỷ đồng
Giá trị vốn hóa	6,528 tỷ đồng
Số lượng nhân viên	2,829 nhân viên
Gia tăng quỹ đất	500 ha

Nguồn: DXG

DXG là doanh nghiệp đứng đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS với thị phần lớn nhất cả nước.

DXG dần trở thành đơn vị phát triển dự án uy tín với những dự án quy mô lớn nhờ quỹ đất rộng.

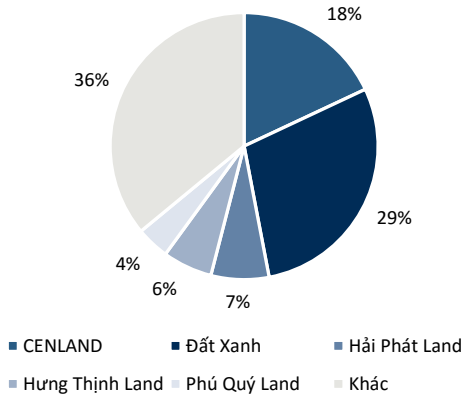
VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

Với hệ thống phân phối đa dạng và rộng khắp, cơ sở dữ liệu khách hàng lớn, DXG là đơn vị phân phối BĐS đứng đầu cả nước với thị phần môi giới lên đến 29% (Biểu đồ 8). Trong năm 2017, 22,108 giao dịch được thực hiện thành công, tăng trưởng mạnh 84% so với năm 2016, trong đó có hơn 5,000 sản phẩm do Đất Xanh đầu tư trực tiếp, hơn 5,800 sản phẩm thứ cấp và 11,000 sản phẩm môi giới (Biểu đồ 9). Tính đến hiện tại công ty có tổng cộng 18 sàn giao dịch ở Miền Bắc, 23 sàn giao dịch ở Miền Nam và 7 sàn giao dịch ở Miền Trung cùng với 200 sàn liên kết, 2000 nhân viên môi giới và 8000 cộng tác viên. Nhờ có hệ thống chi nhánh lớn và đội ngũ bán hàng đông đảo, DXG luôn đảm bảo khả năng tiêu thụ sản phẩm nhanh và đáp ứng nhu cầu của khách hàng.

Kể từ năm 2007, DXG đã chuyển dịch từ một công ty môi giới BĐS sang đầu tư phát triển dự án. DXG đang dần trở thành đơn vị phát triển dự án uy tín với những dự án có quy mô lớn tại khu vực phía Nam. Công ty hiện đang

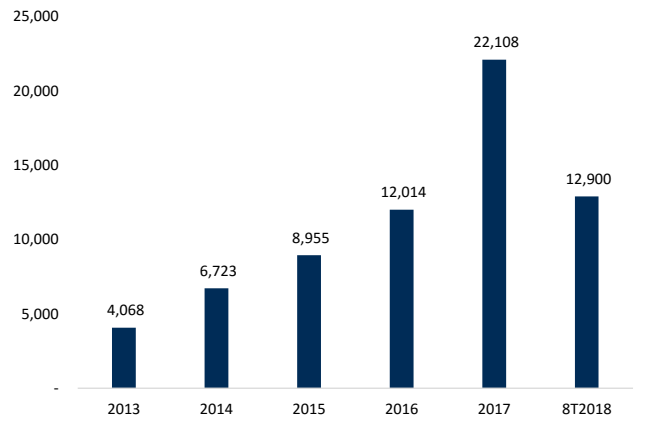
phát triển khoảng 50ha quỹ đất với gần 12,000 sản phẩm với tổng mức đầu tư lên đến 20,000 tỷ đồng. Hoạt động phát triển dự án làm cốt lõi giúp DXG đảm bảo tăng trưởng doanh thu lợi nhuận của DXG trong tương lai. Với lợi thế quỹ đất sẵn có dồi dào và chi phí mua đất rẻ mà DXG đã tích lũy được từ những năm trước, DXG đã đẩy mạnh mảng phát triển dự án để tận dụng tốt quỹ đất này. Đây là hoạt động góp phần nâng cao hiệu quả của công ty qua đó đem lại lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Biểu đồ 8: Thị phần môi giới BĐS cả nước năm 2017



Nguồn: DXG

Biểu đồ 9: Số lượng giao dịch của DXG qua các năm



Nguồn: DXG

Mảng đầu tư BĐS là hoạt động kinh doanh cốt lõi giúp DXG gia tăng quy mô cũng như vị thế của doanh nghiệp.

Khoản đầu tư chiến lược vào LDG dự kiến đem lại nguồn thu đáng kể cho DXG.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH BĐS

Trong những năm gần đây, mảng phát triển dự án chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của DXG với tỷ lệ đạt 38.3% và 42.1% trong năm 2017 và 9 tháng đầu năm 2018. Biên lợi nhuận gộp đạt 40% năm 2017 và 38% trong 9T 2018. Mặc dù, biên lợi nhuận gộp của mảng này thấp hơn mảng môi giới BĐS, nhưng mảng phát triển dự án giúp gia tăng quy mô doanh thu cũng như vị thế của DXG. Tính đến hết năm 2017, danh mục đầu tư của DXG lên tới 44 dự án với diện tích gần 2000m² và 10 triệu m² sàn xây dựng; trong đó có 10 dự án đang được xây dựng.

Khởi đầu với những dự án có quy mô nhỏ dưới 1ha, sau đó kể từ năm 2011 đến năm 2017, DXG đã bắt đầu chuyển sang tập trung triển khai các dự án có quy mô lớn hơn từ 1-5ha. Theo định hướng của BLĐ, trong giai đoạn tới, DXG sẽ triển khai các dự án từ 5ha trở lên do việc triển khai các dự án có quy mô lớn giúp DXG tiết kiệm được thời gian và chi phí phát triển dự án.

Đáng chú ý nhất trong các khoản đầu tư tài chính dài hạn là khoản đầu tư nắm giữ 43.38% Địa ốc Long Điền (LDG). LDG sở hữu quỹ đất lớn lên tới 1000ha. Việc nắm giữ cổ phần tại LDG giúp tái cơ cấu, nâng cao hiệu quả hoạt động của LDG, ngoài ra còn tạo ra nguồn thu cho DXG. Trong năm 2018, LDG dự kiến triển khai 4 dự án Intel High, Saigon Intel High, West Intel High và Marina, với Intel High được bàn giao đầu tiên. Ngoài ra, LDG đang có kế hoạch chuyển nhượng dự án Grandworld Phú Quốc với tổng giá trị chuyển nhượng không dưới 1,180 tỷ VND. Lũy kế 9 tháng 2018, công ty đạt 605 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 39% so cùng kỳ năm trước; lãi ròng 278 tỷ, tăng 49%. So với kế hoạch năm, LDG thực hiện được 23% kế hoạch doanh thu và

Chiến lược của DXG là đẩy mạnh M&A tích lũy quỹ đất.

DXG hiện đang có lợi thế cạnh tranh đáng kể khi sở hữu quỹ đất lớn tại khu vực TP HCM.

Các dự án tại khu vực phía Đông được thừa hưởng lợi thế về hạ tầng ngày càng hoàn thiện.

Dù hạ tầng đang quá tải tại khu vực phía Nam, các dự án của DXG vẫn ghi nhận kết quả bán hàng tốt.

50% kế hoạch lợi nhuận ròng.

❖ Dự án căn hộ

Chiến lược của DXG là mở rộng quỹ đất ở khu vực trung tâm thành phố, trong đó hiện nay, các dự án của DXG tập trung tại khu vực phía Đông và phía Nam TP HCM. Kể từ năm 2014, để tích lũy quỹ đất cho sự phát triển dự án, DXG đã đẩy mạnh các thương vụ M&A. Trong năm 2017, DXG đã thực hiện thành công 3 thương vụ M&A bao gồm chuyển nhượng khu đất 25,000m² và 67,000m² tại Hiệp Bình Chánh, Thủ Đức cùng việc sáp nhập công ty BĐS Sài Đồng – Hà Nội, đóng góp thêm 500,000m² sàn xây dựng. Trong năm 2018, DXG đã mua dự án Opal Boulevard có diện tích 1.7ha tại Bình Dương và dự án Sunview Sky có diện tích 1.5ha tại Thủ Đức thông qua công ty con là Công ty TNHH Hà Thuận Hùng.

Theo chúng tôi nhận thấy, quỹ đất tại TP HCM đặc biệt là khu vực trung tâm ngày càng khan hiếm, chi phí giá đất cao. Bên cạnh đó, quy trình thủ tục để đầu tư dự án đang ngày càng bị siết chặt, chi phí hoàn thành thủ tục dự án cao và thời gian kéo dài khiến thị trường rơi vào tình trạng khan hiếm nguồn cung, trong khi nhu cầu nhà ở ngày càng tăng cao. Số liệu của HOREA trong 9 tháng đầu năm 2018, lượng dự án giảm 11.1% yoy; tổng số căn nhà đưa ra thị trường giảm 39.2% yoy; phân khúc căn hộ cao cấp giảm ít nhất, chỉ giảm 9.6% yoy; phân khúc căn hộ trung cấp giảm 37.5% yoy; phân khúc căn hộ bình dân giảm mạnh đến 68% yoy. Cơ cấu sản phẩm bị mất cân đối vì tỷ lệ căn hộ bình dân – là phân khúc có nhu cầu ở thực lớn nhất chỉ đạt 19.3% chiếm tỷ lệ rất thấp, trong khi căn hộ cao cấp dư cung.

Như vậy, theo chúng tôi đánh giá, với quỹ đất rộng được tích lũy từ những năm trước và định hướng đúng về việc tập trung vào phân khúc trung cấp và bình dân (giá bán từ 20-40 triệu đồng/m²), DXG có lợi thế cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Khu vực phía Đông là khu vực trọng tâm của tam giác vàng TP HCM – Đồng Nai – Bà Rịa Vũng Tàu và đầu mối giao thông giữa TP HCM và các tỉnh Đông Nam Bộ (Hình 10). Khu vực này có hạ tầng giao thông đô thị đang được hoàn thiện đồng bộ với một số dự án giao thông trọng điểm như: dự án mở rộng xa lộ Hà Nội, đại lộ Võ Văn Kiệt, Phạm Văn Đồng, cao tốc TP HCM – Long Thành – Dầu Giây, metro số 1,... Như vậy các dự án của DXG tại khu vực này (Dự án Gem Riverside, Gem Riverview, Gem Premium, Opal Riverside, Opal Garden, Opal Riverview,...) sẽ được thừa hưởng hạ tầng đô thị ngày càng hoàn thiện. Theo nhận định của chúng tôi, khu vực phía Đông TP HCM, đặc biệt là quận Thủ Thiêm, Quận 9, Quận Thủ Đức sẽ tiếp tục phát triển mạnh trong thời gian sắp tới, theo đó sẽ tạo ra giá trị gia tăng cho các dự án của DXG tại khu vực này.

Các dự án của DXG tại khu vực phía Nam phần lớn nằm tại quận 7 (dự án Lux Garden, Lux Riverview, Lux City, Lux Star...) (Hình 11). Khu vực phía Nam có lợi thế về dịch vụ và tiện ích đã hoàn thành đầy đủ, nhưng gần đây đang có dấu hiệu chững lại sau 1 thời gian dài phát triển nhanh dẫn đến sự quá tải về hạ tầng. Tuy nhiên, dự án Lux Garden và Lux City vẫn ghi nhận kết quả bán hàng tốt khi đều bán hết hàng và bàn giao cho khách hàng. Theo chúng tôi, các dự án tiếp theo của DXG tại khu vực không tránh khỏi ảnh hưởng của

việc quá tải hạ tầng, do vậy cần được theo dõi kỹ về tiến độ bán hàng để đánh giá hiệu quả của dự án.

Dự án Gem Riverside là dự án có quy mô lớn nhất và là dự án chủ lực của DXG.

Trong năm 2018, Công ty đã triển khai nhiều dự án trọng điểm trong dự án Gem Riverside là dự án chủ lực của công ty với quy mô lên tới 7ha gồm 12 block với 3,175 sản phẩm. DXG đã mở bán thành công 8 Block/12 Block, 4 Block còn lại sẽ được giới thiệu nốt trong năm nay. Dự án này dự kiến sẽ đóng góp lợi nhuận lớn cho DXG trong giai đoạn 2020-2021.

❖ Dự án Khu du lịch nghỉ dưỡng:

Trong năm 2017, dự án Opal Sky View đánh dấu sự chuyển mình của DXG từ đầu tư BĐS dân cư sang BĐS nghỉ dưỡng.

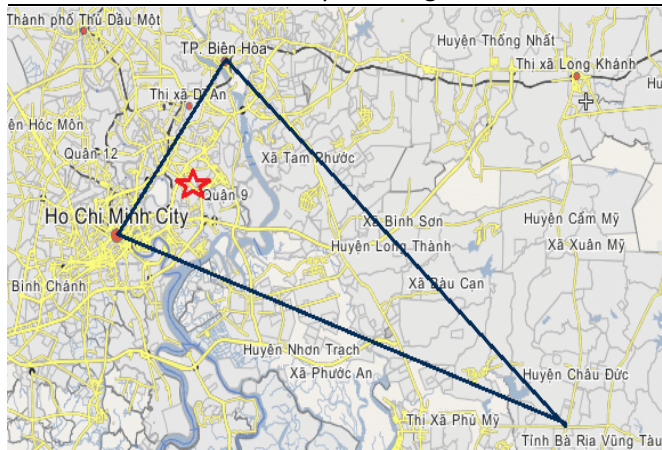
Bên cạnh các dự án căn hộ, DXG còn đầu tư xây dựng các dự án Khu du lịch nghỉ dưỡng tại các tỉnh Nha Trang, Hạ Long, Quảng Nam, Phú Quốc. Đây những thành phố du lịch phát triển, loại hình Khu du lịch nghỉ dưỡng có nhiều tiềm năng để khai thác. Trong số các dự án này 3 có dự án do DXG trực tiếp đầu tư và 01 dự án do công ty liên kết đầu tư. Trong năm 2017, DXG đã tiến hành mua lại 99.9% cổ phần của công ty Dầu khí Nha Trang là chủ sở hữu của dự án Nha Trang Golf Resort với quy mô tới 17ha. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là một loại hình mới đối với DXG và cần theo dõi thêm để đánh giá về hiệu quả của loại hình BĐS mới này.

❖ Dự án Khu đô thị

Sự phát triển của thị trường BĐS tại Đồng Nai đem đến cơ hội cho DXG.

Thông qua các công ty con và công ty liên kết, DXG đã mở rộng mảng phát triển dự án Khu đô thị tại các tỉnh lân cận đặc biệt là Đồng Nai - trung tâm kết nối khu vực phía Nam. Đồng Nai đang được Chính phủ đầu tư mạnh về mặt hạ tầng với hàng loạt dự án giao thông trọng điểm đang được triển khai như tuyến đường TPHCM – Long Thành – Dầu Giây, dự án sân bay Long Thành. Theo đánh giá của chúng tôi, với việc quỹ đất tại TP HCM đang ngày càng hạn hẹp mở ra triển vọng cho BĐS vùng ven, tại đây, các sản phẩm đất nền phù hợp với nhu cầu thị trường thường có thanh khoản tốt. Bên cạnh đó, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch xây dựng vùng TP.HCM đến năm 2030 và tầm nhìn đến năm 2050, trong đó thị trường BĐS tại Đồng Nai cũng nằm trong vùng quy hoạch, có nhiều triển vọng phát triển trong thời gian tới và đem đến cơ hội cho DXG.

Hình 10: Vị trí các dự án tại phía Đông TP HCM của DXG



Nguồn: KBSV

Hình 11 : Vị trí các dự án tại phía Nam TP HCM của DXG



Nguồn: DXG

DXG đã xây dựng được hệ thống kinh doanh vững chắc với kênh phân phối đa dạng và trải rộng trên khắp cả nước.

Hoạt động đầu tư thứ cấp đem lại lợi nhuận cao hơn so với môi giới BĐS, nhưng cũng có rủi ro khi lượng hàng tồn kho lớn.

Hoạt động dịch vụ BĐS đem đến dòng tiền ổn định cho DXG cũng như tạo tiền đề cho sự phát triển của mảng đầu tư BĐS.

DỊCH VỤ BĐS

❖ Hoạt động môi giới BĐS

Hệ thống phân phối của DXG bao gồm 3 kênh chính (Hình 12):

(1) Hệ thống sàn của DXG: bao gồm 5 sàn giao dịch BĐS trực thuộc DXG

(2) Hệ thống công ty con và công ty liên kết: thực hiện cả hoạt động môi giới và hoạt động hợp tác đầu tư với 5 công ty chủ lực nay thuộc DXS là Đất Xanh Miền Bắc, Đất Xanh Miền Trung, Đất Xanh Miền Nam, Đất Xanh Đông Nam Bộ và Đất Xanh Tây Nam Bộ. Số lượng sàn trực tiếp thuộc các công ty con là 50 sàn. Theo quan điểm của chúng tôi, với việc tái cấu trúc mảng dịch vụ BĐS thông qua việc chuyển và tập trung mảng kinh doanh dịch vụ BĐS cho công ty con là DXS giúp các chiến lược kinh doanh và tiếp thị được thống nhất, đảm bảo tính đồng bộ và hiệu quả của hoạt động dịch vụ BĐS.

Ngoài ra, tại khu vực phía Bắc, ĐXMB đã hợp tác với 4 công ty môi giới khác thành lập ra liên minh G5. Việc thành lập liên minh G5 giúp cho ĐXMB gia tăng lợi thế cạnh tranh và mở rộng thị phần môi giới BĐS. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, liên minh G5 đã đánh mất vị trí số 1 trong mảng môi giới BĐS tại khu vực phía Bắc.

(3) Hệ thống sàn liên kết, cộng tác viên, sàn trung tâm: công ty hiện có hơn 200 sàn liên kết trải khắp cả và hơn 8000 cộng tác viên cùng phân phối các sản phẩm của Tập đoàn.

Trong năm 2019, DXG dự kiến sẽ giới thiệu thêm kênh giao dịch trực tuyến ra thị trường.

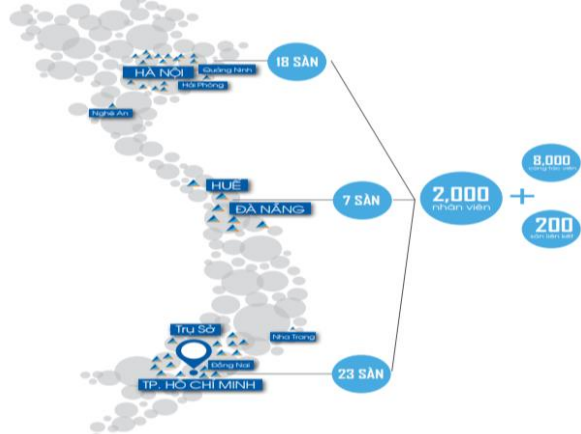
❖ Hoạt động đầu tư thứ cấp

Mặc dù đầu tư thứ cấp khác với môi giới, số liệu tài chính của hoạt động đầu tư thứ cấp vẫn được tính gộp vào mảng môi giới BĐS trong báo cáo tài chính. Đối với đầu tư thứ cấp, công ty tiến hành mua lại một phần dự án và bán lẻ sản phẩm cho người mua ở mức giá cao hơn. Chênh lệch giữa giá bán thực tế và giá mua sỉ sẽ là doanh thu của DXG. Hoạt động này đem lại doanh thu cao hơn so với hoạt động môi giới đơn thuần, nhưng cũng đem lại rủi ro lớn hơn cho DXG. Công ty phải bỏ ra số vốn lớn hơn để hợp tác đầu tư, thời gian thu hồi vốn dài hơn và tiến độ bán hàng sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới doanh thu của DXG. Mặc dù vậy, theo đánh giá của chúng tôi, dựa vào nền tảng môi giới vững chắc, DXG đang kiểm soát tốt rủi ro này.

Danh mục dự án đầu tư thứ cấp (tính đến hết năm 2017) của DXG là 32 dự án. Trong đó, tại khu vực TP HCM, Hà Nội, các dự án hầu hết là căn hộ chung cư; còn tại khu vực Đà Nẵng, Khánh Hòa, Đồng Nai là các dự án đất nền.

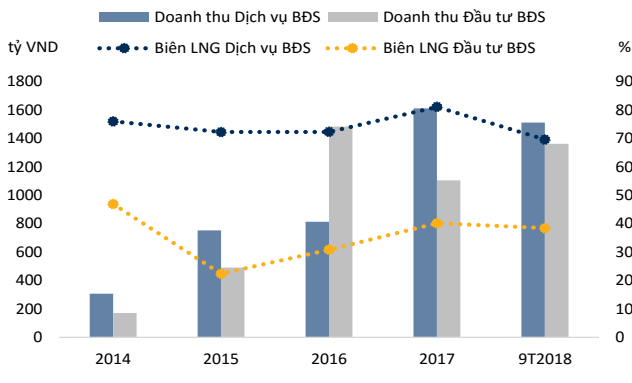
➤ Mảng dịch vụ BĐS là mảng kinh doanh có biên lợi nhuận gộp cao nhất đạt 81% và 69.% trong năm 2017 và 9 tháng đầu năm 2018. Trong năm 2017, thị phần môi giới của DXG chiếm 29%, cao nhất trong cả nước. Tỷ trọng mảng môi giới BĐS chiếm tới 56% trong cơ cấu doanh thu của DXG.

Hình 12: Mạng lưới phân phối của DXG



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14: Doanh thu Dịch vụ và Đầu tư BĐS



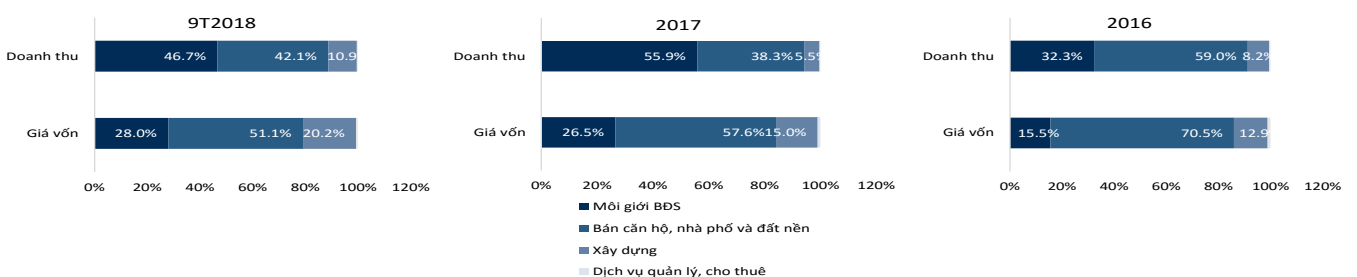
Nguồn: DXG, KBSV

Mảng xây dựng không đóng góp nhiều vào lợi nhuận cho DXG nhưng giúp DXG chủ động trong việc triển khai, quản lý chất lượng và vận hành dự án.

XÂY DỰNG

Hoạt động xây dựng chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu năm 2016, 2017 và 9T2018. Năm 2017, DXG đã ký hợp đồng xây dựng trị giá 5,000 tỷ đồng với FBV, theo đó, FBV sẽ cung cấp các dịch vụ để triển khai từ giai đoạn thiết kế, xây dựng đến quản lý và vận hành cho một số dự án của DXG. Ngoài ra, FBV có thể giám sát hoặc hợp tác với nhà thầu tại những dự án khác của DXG để kiểm soát tiến độ thi công và chất lượng của dự án. Trong năm 2017, hoạt động xây dựng không hiệu quả khi giá vốn lớn hơn doanh thu. Đến năm 2018, kết quả kinh doanh mảng này đã cải thiện hơn mặc dù không đáng kể, biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 6%. Mặc dù không mang lại nhiều lợi nhuận cho doanh nghiệp nhưng giúp DXG có thể chủ động triển khai dự án, quản lý chất lượng xây dựng và vận hành dự án, tạo lợi thế cạnh tranh và góp phần xây dựng thương hiệu cho DXG.

Biểu đồ 15: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận năm 2016-2018



Nguồn: DXG, KBSV tổng hợp

Bảng 13: Hoạt động môi giới và đầu tư thứ cấp

Hoạt động kinh doanh	Môi giới	Đầu tư thứ cấp
Khái niệm	Môi giới và hưởng phí môi giới cho số lượng hàng bán được	Mua lại cả dự án hoặc một phần dự án và bán lẻ sản phẩm cho người mua với giá cao hơn
Lợi nhuận	Phí môi giới từ 3-5% cho hoạt động phân phối truyền thống và 6-10% cho hoạt động phân phối có điều kiện	Chênh lệch giữa giá mua sỉ và giá bán lẻ (thường 15-17%)
Rủi ro	Mất tiền đặt cọc nếu như không bán được hàng theo cam kết theo như hình thức phân phối có điều kiện	Hàng tồn kho lớn

Nguồn: DXG

Tăng trưởng doanh thu 2017 có phần chững lại sau giai đoạn tăng trưởng mạnh.

Lợi nhuận sau thuế 2017 vẫn tăng trưởng mạnh nhờ mảng dịch vụ BĐS với biên lợi nhuận cao.

Kết quả kinh doanh 9 tháng năm 2018 cho thấy tất cả các mảng hoạt động đều tăng trưởng tích cực.

Biên lợi nhuận gộp giảm so với năm 2017 phù hợp với định hướng phát triển của DXG khi tốc độ tăng trưởng của mảng dịch vụ BĐS đang giảm dần.

Tỷ suất sinh lợi cho thấy mức tương quan lớn.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Số lượng căn hộ bán được trong năm 2018 đạt 22,108 căn, tăng trưởng mạnh 84%, CAGR trong giai đoạn 2014-2017 đạt 48.7%.

Doanh thu năm 2017 đạt 2879 tỷ đồng, tăng 14.7% so với năm 2016, trong đó mảng môi giới BĐS tăng trưởng mạnh gần 200% yoy đạt 1609.9 tỷ đồng. Doanh thu tăng trưởng liên tục trong những năm gần đây với tốc độ tăng trưởng CAGR của DTT từ năm 2014 - 2017 đạt 78.5%, trong đó đóng góp chủ yếu nhờ mảng đầu tư BĐS và môi giới BĐS. Giai đoạn 2014 – 2016, DT tăng trưởng mạnh nhờ có 2 dự án được bàn giao là Sunview Town (1,603 căn hộ) và Gold Hill (1,264 căn hộ). Tuy nhiên việc doanh thu chuyển nhượng BĐS 2017 giảm mạnh 25.5% do chỉ có 1 dự án Opal Riverside (626 căn hộ) được ghi nhận khiến DTT cả năm này chỉ tăng 14.87% yoy.

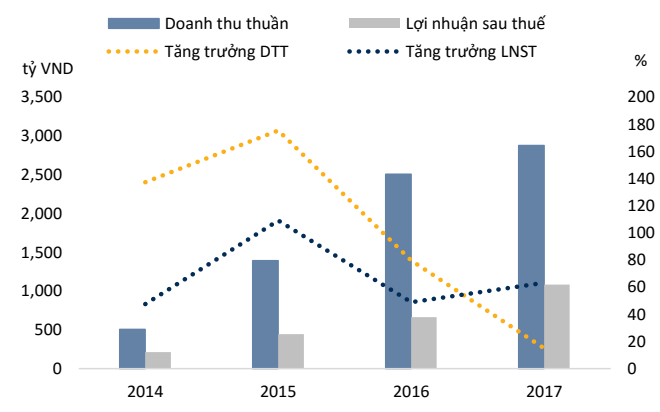
LNST năm 2017 đạt 1085 tỷ đồng, tăng 63.4% so với năm 2016. LNST đạt tăng trưởng kép đến 72.1% từ 2014 - 2017. Biên lợi nhuận gộp đạt 60%, cao hơn 2 lần so với mức trung bình ngành. Trong năm 2017, mặc dù doanh thu chỉ tăng trưởng 14.7% nhưng LNST vẫn tăng đến 63.4%, nhờ mức tăng tốt từ mảng môi giới BĐS với tỷ suất lợi nhuận cao hơn rất nhiều so với mảng chuyển nhượng BĐS (Biểu đồ 17).

Cập nhật tình hình 9T năm 2018, doanh thu và LNST đều tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, lần lượt 93.1% và 52.5%, động lực chính đến từ hoạt động đầu tư BĐS (tăng 116%), trong khi hoạt động môi giới đạt mức tăng trưởng tích cực (58%).

Theo đánh giá của chúng tôi, trong năm 2018, công ty định hướng tập trung vào mảng đầu tư BĐS, do vậy tỷ trọng mảng dịch vụ BĐS giảm so với năm 2017 và tốc độ tăng trưởng mảng môi giới BĐS sẽ giảm dần. Biên lợi nhuận gộp năm 2018 có thể sẽ thấp hơn năm 2017, do biên lợi nhuận của mảng dịch vụ BĐS cao hơn mảng đầu tư BĐS.

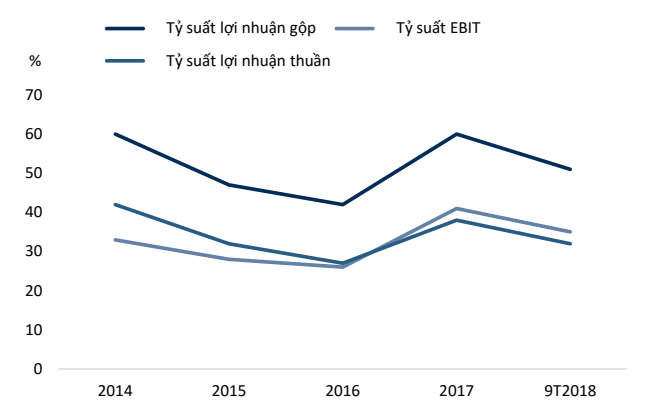
So sánh giữa biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh và biên lợi nhuận thuần (Biểu đồ 16) có thể nhận thấy mức độ tương quan khá lớn của 3 chỉ số này, chứng tỏ khả năng kiểm soát các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp khá tốt trong điều kiện công ty mở rộng quy mô hoạt động rất nhanh.

Biểu đồ 16: Doanh thu – Lợi nhuận 2014-2017



Nguồn: DXG, KBSV

Biểu đồ 17: Tỷ suất lợi nhuận của DXG



Phải thu và hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn.

Tổng khoản phải thu và hàng tồn kho tăng trưởng tương ứng với nợ phải trả.

Tỷ lệ ROE ở mức cao so với TB ngành.

Tỷ lệ đòn bẩy vẫn ở mức an toàn.

Tỷ lệ đòn bẩy và chất lượng TS tác động trực tiếp đến ROE.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tổng tài sản tăng trưởng mạnh (CAGR 68.1%) từ năm 2014, cùng thời điểm với sự phục hồi của thị trường BĐS, trong đó chiếm tỷ trọng lớn nhất là khoản phải thu và hàng tồn kho (66.6%). Khoản phải thu trước năm 2016 chủ yếu ở hoạt động môi giới BĐS (đầu tư thứ cấp) từ các chủ đầu tư dự án (Biểu đồ 18).

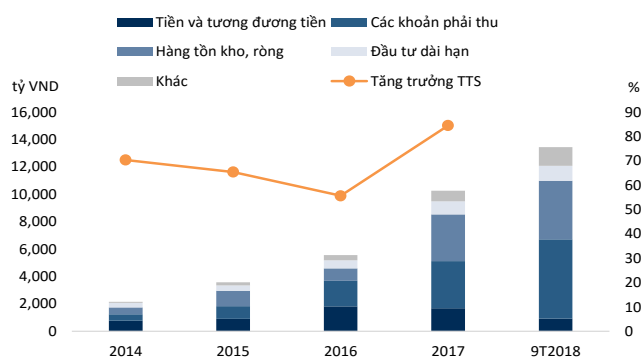
Năm 2017, hàng tồn kho tăng trưởng mạnh (gần 3 lần yoy) do công ty bắt đầu đẩy mạnh hoạt động đầu tư BĐS với hàng loạt dự án mở mới, dự kiến các dự án này sẽ mang lại nguồn thu lớn từ năm 2018 – 2021. Sự gia tăng tương ứng giữa hàng tồn kho và nợ phải trả, cùng với việc vốn chủ sở hữu chỉ tăng nhẹ cho thấy các dự án BĐS mà DXG đầu tư đều được tài trợ chủ yếu từ vốn vay chủ yếu là vay dài hạn qua phát hành trái phiếu và các khoản phải trả (Biểu đồ 19).

ROE 2017 của DXG đạt 18.3%, mặc dù giảm so với năm trước nhưng vẫn thuộc top cao nhất nhóm ngành BĐS do có đóng góp từ hoạt động môi giới với biên lợi nhuận tốt (Biểu đồ 20).

Tỷ lệ đòn bẩy của DXG tăng mạnh đạt gần 58% vào cuối quý 3/2018, tuy nhiên vẫn ở mức tương đối an toàn và ngang với mức TB ngành. DXG cũng ít rủi ro hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ dòng tiền ổn định từ mảng môi giới BĐS.

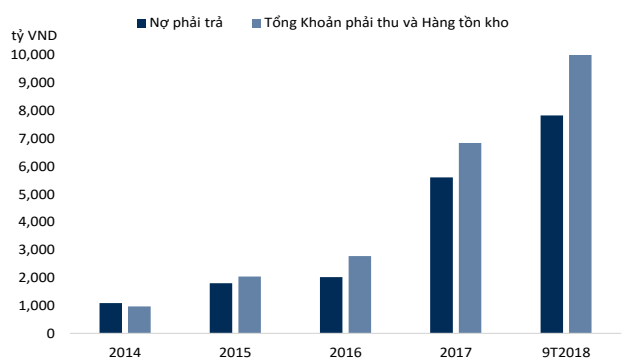
Kỳ vọng ROE sẽ được cải thiện qua từng năm do hoạt động BĐS bắt đầu được ghi nhận doanh thu mạnh từ 2018, giúp cải thiện vòng quay Tổng tài sản, cùng với việc tận dụng tốt đòn bẩy tài chính nhờ cơ cấu vốn an toàn của những năm trước đó.

Biểu đồ 18: Cơ cấu tài sản



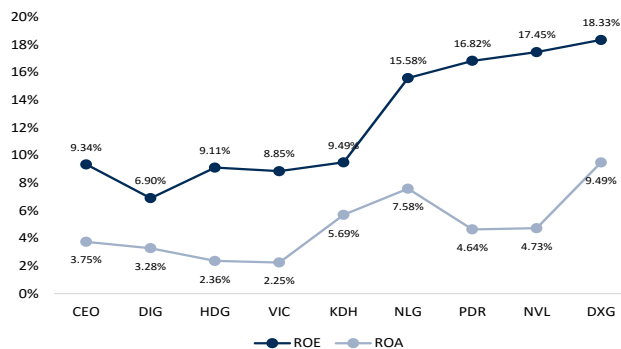
Nguồn: DXG, KBSV

Biểu đồ 19: Nợ và Tổng khoản phải thu và HTK



Nguồn: DXG, KBSV

Biểu đồ 20: ROE và ROA của các doanh nghiệp BĐS



Nguồn: DXG, KBSV

Rủi ro đặc trưng của doanh nghiệp BĐS, đặc biệt là hàng tồn kho lớn và vay nợ lớn.

Rủi ro liên quan đến chu kỳ của ngành BĐS.

Rủi ro cạnh tranh trong ngành.

Rủi ro luật pháp: Vẫn còn nhiều vướng mắc về mặt luật pháp cần tháo gỡ.

RỦI RO

Định hướng của DXG là tập trung vào phát triển các dự án có quy mô lớn, do vậy, DXG có thể gặp phải rủi ro khi tiến độ bán hàng chậm dẫn đến lượng hàng tồn kho lớn. Bên cạnh đó công ty cũng gặp phải rủi ro thanh toán khi phải vay nợ nhiều để tài trợ cho các dự án này.

Doanh thu của DXG phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh BĐS thương mại và nhà ở, do vậy diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường BĐS.

Các sản phẩm BĐS của DXG chủ yếu thuộc phân khúc trung cấp; đây là phân khúc có rất nhiều doanh nghiệp khác hướng tới, chính vì vậy, DXG gặp phải rủi ro trong việc cạnh tranh với các doanh nghiệp có cùng phân khúc sản phẩm.

Việc Nhà nước chưa chấp thuận chủ trương đầu tư đối với các DN đã nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất bao gồm đất ở, đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp, đất chuyên dùng để thực hiện dự án BĐS khiến cho các doanh nghiệp không thể triển khai dự án. Bên cạnh đó, công tác giải phóng mặt bằng khó khăn và cách tính tiền sử dụng đất chưa rõ ràng khiến cho việc chuyển nhượng dự án BĐS trở nên khó khăn. Ngoài ra, các doanh nghiệp BĐS còn phải đối mặt với việc thắt chặt tín dụng cho BĐS và thời gian hoàn thiện thủ tục hành chính kéo dài.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

1. KẾ HOẠCH KINH DOANH

Trong năm 2018, DXG đặt ra kế hoạch phân phối hơn 28,000 sản phẩm qua hệ thống, trong đó có 12,000 sản phẩm do tập đoàn đầu tư trực tiếp, 8,800 sản phẩm thứ cấp và 7,400 sản phẩm môi giới. Về kế hoạch doanh thu lợi nhuận, DXG đặt mục tiêu hơn 5,000 tỷ đồng doanh thu (tăng 74% yoy) và 1,068 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tăng 43% yoy), phát triển quỹ đất lên 2,000ha. Trong năm 2019, DXG sẽ tiến hành IPO mảng dịch vụ BĐS, thực hiện M&A thêm 1 – 2 dự án có quỹ đất lớn có vị trí đẹp, pháp lý rõ ràng, đẩy mạnh hoạt động đầu tư – kinh doanh shop house; triển khai bán hàng ở 1 số dự án trọng điểm như: Opal Boularward; Sunview Garden; Lux Riverview; Lux Star Ngoài ra, trong năm 2019, DXG dự kiến sẽ phát hành thêm 1,400 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm với lãi suất không cao hơn 7%/năm.

KBSV dự báo doanh thu năm 2018 của DXG đạt 4238 tỷ đồng, tăng 47% yoy và LNST đạt 1228 tỷ đồng, tăng 13% yoy.

KBSV dự báo doanh thu năm 2019 của DXG đạt 4642 (tăng 10% yoy) và LNST đạt 1235.2 tỷ đồng (tăng 1% yoy).

2. DỰ PHÓNG KQKD 2018 - 2019

- ❖ Doanh thu của DXG trong năm 2018 đến từ:
 - Doanh thu mảng dịch vụ BĐS bao gồm môi giới và đầu tư thứ cấp duy trì đà tăng trưởng tích cực 10% yoy đạt 1770 tỷ đồng.
 - Doanh thu hoạt động đầu tư và kinh doanh BĐS đạt 2067 tỷ đồng, tăng 87% yoy đến từ các dự án:
 - + Dự án Luxofficetel với 96 căn officetel đã bán hết và ghi nhận vào quý 2 năm 2018 đạt 144 tỷ đồng.
 - + 50% từ Dự án Opal Riverside đã bán hết năm 2015 và ghi nhận 50% năm 2017, doanh thu ghi nhận vào năm 2018 là 400 tỷ đồng
 - + Dự án Lux Garden đã bán hết, doanh thu đạt 1049 tỷ đồng.
 - + 1 phần dự án Opal Garden: dự án đã bán hết và chuẩn bị bàn giao trong tháng 11/2018, doanh thu ghi nhận trong năm 2018 là 474 tỷ đồng.
 - Doanh thu mảng xây dựng đạt 400 tỷ đồng, tăng 153% yoy.
 - Doanh thu hoạt động tài chính từ công ty liên doanh liên kết chủ yếu đến từ LDG đạt tỷ VND đạt 250 tỷ đồng, tăng 278% yoy.
 - Chi phí bán hàng và quản lý tăng lên 767.4 tỷ đồng tăng 41% yoy
 - Chi phí lãi vay tăng lên 150 tỷ đồng tăng 146%.
- Theo đó, Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 52% từ 60.1% trong năm 2017.
- ❖ Doanh thu của DXG đến từ:
 - Doanh thu mảng dịch vụ BĐS bao gồm môi giới và đầu tư thứ cấp tăng 5% yoy đạt 1858.4 tỷ đồng.
 - Doanh thu hoạt động đầu tư và kinh doanh BĐS đạt 2375 tỷ đồng, tăng 15% yoy đến từ các dự án:
 - + 1 phần dự án Opal Garden: dự án đã bán hết và chuẩn bị bàn giao trong tháng 11/2018, doanh thu ghi nhận trong năm 2019 là 474 tỷ đồng.
 - + Dự án Lux Star: doanh thu đạt 1218 tỷ đồng.
 - + 1 phần dự án Lux Riverview: Doanh thu đạt 683 tỷ đồng.
 - Doanh thu mảng xây dựng đạt 387.6 tỷ đồng, tăng 2% yoy
 - Doanh thu hoạt động tài chính từ công ty liên doanh liên kết chủ yếu đến từ LDG đạt tỷ VND đạt 372 tỷ đồng, tăng 49% yoy.
 - Chi phí bán hàng và quản lý tăng lên 840.5 tỷ đồng tăng 10% yoy.
 - Chi phí lãi vay tăng lên 150 tỷ đồng tăng lên 200 tỷ đồng tăng 33% yoy.
- Theo đó, Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 48% từ 52% trong năm 2018.

Bảng 21: Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận 2018-2019

Dự phóng doanh thu 2018 - 2019			
(tỷ đồng VND)	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ	2,879.2	4,238	4,642
Dịch vụ BĐS	1,609.9	1,771	1,858
Đầu tư BĐS	1,104.9	2,067	2,375
Lux Officetel		144	
Opal Riverside		400	
Lux Garden		1,049	
Opal Garden		474	474
Lux Star			1,218
Lux Riverview			683
Xây dựng		400	408
Giá vốn hàng bán	1,149.4	2,036	2,429
Dịch vụ BĐS	304.9	335	372
Đầu tư BĐS	661.6	1,321	1,670
Lux Officetel		103	
Opal Riverside		285	
Lux Garden		600	
Opal Garden		333	333
Lux Star			900
Lux Riverview			437
Xây dựng		380	387.60
Lợi nhuận gộp	1,729.8	2,202	2,212
Doanh thu hoạt động tài chính	66.1	250	372
Chi phí lãi vay	60.9	150	200
Chi phí bán hàng và QLDN	543.0	767.4	840.5
Lợi nhuận thuần	1317.7	1535	1544.0
Lợi nhuận sau thuế	1085.4	1228	1235.2
LNST của cổ đông công ty mẹ	750.2	982.4	988.1
EPS	2478	2808.3	2824.7

Nguồn: KBSV

3. CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu DXG, chúng tôi sử dụng mô hình RNAV (giá trị tài sản ròng) và mô hình định giá so sánh chỉ số P/E với các doanh nghiệp cùng ngành. Với đặc thù là một doanh nghiệp BĐS, giá trị của DXG phụ thuộc rất nhiều vào giá trị của quỹ đất và các dự án trong tương lai, do vậy KBSV cho rằng phương pháp RNAV là phù hợp để định giá chất lượng tài sản của DXG. Ngoài ra, chúng tôi sử dụng thêm phương pháp so sánh P/E để phản ánh thêm tính thị trường. Theo chúng tôi, tỷ lệ hợp lý của 2 phương pháp định giá RNAV:P/E là 70:30.

Phương pháp RNAV

Chúng tôi đã thực hiện đánh giá lại các dự án có đủ thông tin và có thể triển khai trong giai đoạn tới. Với những dự án chưa có đầy đủ thông tin về kế hoạch phát triển hoặc chưa tiến hành xây dựng dự án, chúng tôi đánh giá lại dự án dựa trên giá trị đất (Bảng 22). Tỷ lệ chiết khấu chúng tôi sử dụng là chi phí vốn cổ phần R_E vào khoảng 13.3%. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu DXG theo phương pháp này là 33,600VND/cổ phiếu.

Phương pháp P/E

Chúng tôi tính mức P/E bình quân của ngành Bất động sản hiện nay ở mức 12.03x. Theo đó, giá hợp lý đối với cổ phiếu DXG theo phương pháp này là 33,800VND/cổ phiếu (Bảng 23).

Khuyến nghị

DXG là doanh nghiệp đứng đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS và đang trở thành doanh nghiệp phát triển dự án uy tín với nhiều dự án quy mô lớn tại khu vực TP HCM. Với tình hình tài chính lành mạnh nhờ dòng thu ổn định từ hoạt động môi giới hiệu quả, quỹ đất rộng, DXG đang sở hữu lợi thế cạnh tranh lớn so với các doanh nghiệp khác. Dựa trên kết quả định giá và triển vọng kinh doanh trong thời gian tới, KBSV đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DXG với giá mục tiêu là 33,660 VND/cổ phiếu, cao hơn 35% so với giá đóng cửa ngày 09/11/2018.

Bảng 22: Định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá dự kiến
P/E	33,800	30%	10,140
RNAV	33,600	70%	23,520
Giá mục tiêu (VND)			33,660

Nguồn: KBSV

Bảng 23: Mô hình định giá RNAV

Dự án	Phương pháp định giá	Tỷ lệ sở hữu	RNAV(tỷ VND)
Đầu tư BĐS			6458.4
- Opal Garden	DCF	100%	390
- Gem Riverside	DCF	100%	2756.2
- Lux Garden	DCF	100%	194
- Lux Riverview	DCF	100%	427
- Lux Star	DCF	100%	183
-Opal Riverside	DCF	100%	26
- Opal Skyview	Book Value	100%	94.2
- Gem Premium	DCF	75%	1055
- Opal City	DCF	100%	1017
- Palm City	DCF	100%	316
Dịch vụ BĐS	DCF	51%	7200.3
+ Tiền và các khoản tương đương tiền			925
+Đầu tư vào công ty liên kết			1087
-Nợ vay			2814.6
-Lợi ích cổ đông thiểu số			1094
RNAV			11762.1
Giá cổ phiếu (VND)			33,600

Nguồn: KBSV

Bảng 24: Mô hình định giá P/E

	Mã	P/E pha loãng	Vốn điều lệ (VND)	Tỷ lệ	P/E theo tỉ trọng
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	6.49	2,115,765,630,000	11.7%	0.76
CTCP Tập Đoàn Hà Đô	HDG	7.69	949,520,360,000	5.3%	0.40
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	PDR	12.75	2,663,890,070,000	14.7%	1.88
CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín	SCR	6.63	3,170,337,940,000	17.5%	1.16
CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG	21.68	2,524,847,830,000	14.0%	3.03
CTCP Đầu tư LDG	LDG	7.93	1,906,144,540,000	10.5%	0.84
CTCP Đầu tư phát triển Đô thị và KCN Sông Đà	SJS	11.12	1,148,555,400,000	6.4%	0.71
CTCP Đầu tư Hải Phát	HPX	12.64	1,500,000,000,000	8.3%	1.05
CTCP BĐS Thế Kỷ	CRE	4.21	500,000,000,000	2.8%	0.12
CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest	VPI	23.62	1,600,000,000,000	8.9%	2.09
P/E Trung bình					12.03

Nguồn: KBSV

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. 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 KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV 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 độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn