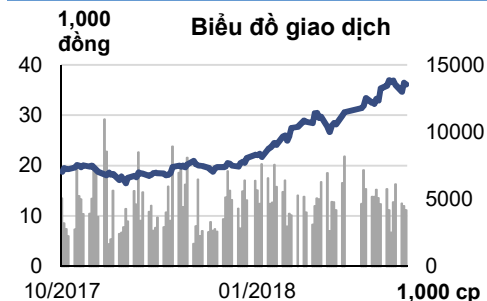


DXG (HOSE) Công ty Cổ phần Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh - DXG

Đánh giá N/A

Bất Động Sản

Giá thị trường (VND): 36,000



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	68%	18%	84%	129%
Tương đối	52%	11%	61%	65%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 14/03/18

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	15.0k-37.0k
SL lưu hành (triệu cp)	303
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,967
Vốn hóa (triệu USD)	482
% khối ngoại sở hữu	41%
SL cp tự do (triệu cp)	218
KLGD TB 3 tháng (cp)	4,352,040
VND/USD	22,759
Index: VNIndex / HNX	1,138/130

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 14/03/18

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	7.76%
Công ty CP Đầu tư NAV	5.6%
Amersham Industries Limited	5.12%
Vietnam Holding Limited	4.92%

Nguồn: Bloomberg

Trần Thị Ngọc Mai

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1450

mai.tt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

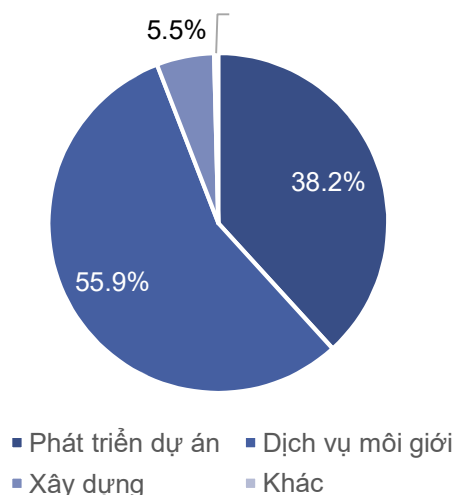
- Đơn vị hàng đầu về phân phối dự án và căn hộ, chiếm hơn 29% thị phần môi giới. 56% doanh thu đến từ mảng môi giới với lãi gộp 81% trong năm 2017.
- Lợi thế cạnh tranh như quỹ đất dồi dào: khoảng gần 1 nghìn ha nếu tính cả quỹ đất của LDG; nếu chỉ tính các dự án của DXG đầu tư trực tiếp thì khoảng 210ha, trong đó ở Nha Trang 171ha, các dự án còn lại chủ yếu tập trung ở những khu vực sôi động của BĐS TP.HCM như: Quận 9, Quận 7, Quận Thủ Đức...
- Với 16 dự án đầu tư trực tiếp, tổng mức đầu tư để triển khai cho các dự án lên đến 34,556 tỷ, như: Nha Trang Golf Resort (8,818 tỷ, dự kiến hoàn thành 2020), Gem Riverview (5,695 tỷ), Gem Premium (4,392 tỷ).
- Đã ký kết hợp đồng phát triển dự án trong 2018 trị giá khoảng 5,000 – 7,000 tỷ (theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo tại Đại hội cổ đông 2018).
- Năm 2017, DXG ghi nhận 2,879 tỷ đồng doanh thu (+14% n/n), lợi nhuận cho công ty mẹ 751 tỷ đồng (+40% n/n), tổng tài sản đạt hơn 10,000 tỷ.
- Năm 2018, DXG lên kế hoạch đạt doanh thu hợp nhất 5,000 tỷ (+73% n/n), lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 1,068 tỷ (+42% YoY) dựa trên cơ sở (1) mảng phát triển dự án: bàn giao dự án Opal Reverside, Luxcity, Opal Garden, (2) mảng môi giới mục tiêu phân phối thành công 28,131 căn hộ.

Rủi ro:

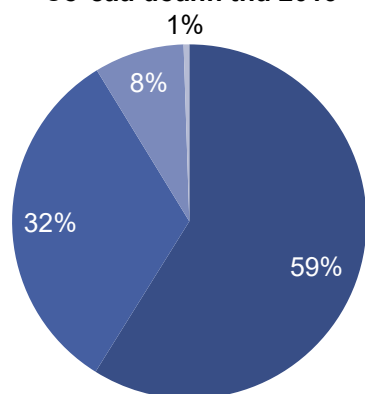
- Các chính sách thắt chặt tín dụng, hạn chế phát triển nóng Bất động sản: (1) tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các ngân hàng giảm xuống 45% (2018), 40% (2019), (2) hệ số rủi ro cho vay bất động sản là 200% từ 2017 trở đi.
- Dòng tiền ròng từ kinh doanh và đầu tư của các công ty bất động sản thường bị âm trong thời gian dài làm giảm đi sức hấp dẫn của cổ phiếu.
- DXG đang trong giai đoạn phát triển từ nhà môi giới lên chủ đầu tư dự án nên sẽ không chia cổ tức bằng tiền mặt trong thời gian tới.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	1,395	2,507	2,879	5,000	5,900
Tăng trưởng (%)	175%	80%	15%	42%	15%
LN hoạt động (tỷ đồng)	390	643	1,186	1,761	2,129
Tăng trưởng (%)	136%	65%	84%	48%	21%
LN khác	150	204	201	197	199
LNST (tỷ đồng)	446	664	1,085	1,497	1,835
Tăng trưởng (%)	109%	49%	63%	38%	23%
SLCP lưu hành (triệu cp)	117	253	303	303	303
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,114	1,798	2,527	4,219	5,327
Tăng trưởng (%)	107%	61%	41%	67%	26%
ROE (%)	31%	25%	27%	29%	30%
Nợ ròng/VCSH (%)	-27%	-32%	13%	-14%	-17%
PE (x)	32.3	20.0	14.2	8.5	6.7
PB (x)	2.52	2.79	2.86	2.16	1.65
EV/EBITDA (x)	27.0	15.5	10.3	5.9	4.5
Cổ tức (VND)	0	0	500	-	-
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	1%	0%	0%

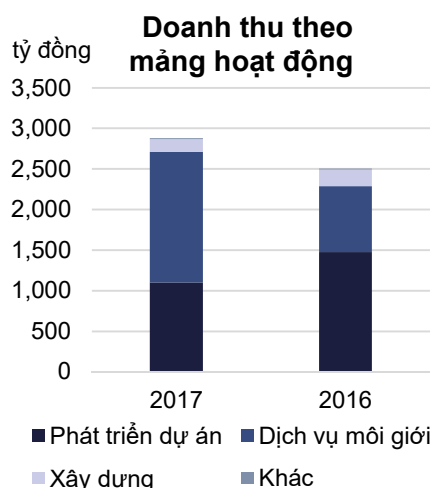
Cơ cấu doanh thu 2017



Cơ cấu doanh thu 2016



Nguồn DXG & KISVN



Nguồn DXG & KISVN

Kết quả kinh doanh 2017

Năm 2017 với kết quả kinh doanh tốt, DXG đã đạt doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 2,879 tỷ (+14% n/n) và 1,085 tỷ (+63% n/n), cụ thể:

Đơn vị: Tỷ Đồng	2017	2016	Thay đổi	Tăng trưởng (%)	Ghi chú
Phát triển dự án	1,101	1,475	(374)	-25%	(i)
Dịch vụ môi giới	1,609	812	797	98%	(ii)
Xây dựng	158	206	(48)	-23%	(ii)
Khác	11	13	(2)	-	
Tổng Doanh thu	2,879	2,506	373	15%	
Phát triển dự án	662	1,025	(363)	-35%	
Dịch vụ môi giới	305	225	79	35%	
Xây dựng	172	188	-16	-8%	
Khác	10	15	-5	3%	
Tổng Giá vốn	1,149	1,454	305		
Tỷ lệ lãi gộp					
Phát triển dự án	40%	31%			
Dịch vụ môi giới	81%	72%			
Xây dựng	-9%	9%			
Khác	9%	15%			

(i) Nhà phát triển dự án tiềm năng

Đối với hoạt động đầu tư phát triển dự án đã mang lại doanh thu là 1,101 tỷ đồng giảm 25% so với năm trước (đóng góp 38% tổng doanh thu) với tỷ lệ lãi gộp 40% (năm 2016 là 30%). Doanh thu này chủ yếu đến từ các dự án như: Opal Riverside, Luxcity, An Vien and Gold Hill Residence.

Bắt đầu từ năm 2016, DXG với chiến lược chuyển từ công ty chỉ chuyên môi giới lần sâu thêm vào mảng đầu tư phát triển dự án, điều đó đã giúp DXG gia tăng được nguồn thu cũng như quy mô của công ty. Theo chiến lược mà DXG đề ra thì trong vòng 5 năm tới, đây sẽ là mảng mang lại lợi nhuận và doanh thu chính cho Tập đoàn.

Tuy mức lãi gộp không cao bằng mảng môi giới nhưng mảng phát triển dự án lại mang lại giá trị lớn cho công ty với lợi thế có quỹ đất dồi dào (gần 1 nghìn ha nếu tính cả quỹ đất của LDG, 210 ha nếu chỉ tính những dự án mà DXG đầu tư trực tiếp), cộng với mảng môi giới mạnh. Theo Ban Giám đốc của DXG cũng khẳng định tại ĐHCĐ rằng, bên cạnh tập trung mảng phát triển cho dự án thì song hành vẫn phải tập trung nguồn lực để giữ vững vị trí nhà môi giới Bất động sản hàng đầu tại Việt Nam.

Kế hoạch 2018, DXG dự kiến sẽ tập trung vào mảng phát triển dự án. Được biết, Đất Xanh đã ký kết các hợp đồng, phát triển dự án trong 2018 trị giá khoảng 5,000 – 7,000 tỷ theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo tại Đại hội cổ đông 2018.

(ii) Một trong những nhà phân phối căn hộ hàng đầu tại Việt Nam

Doanh thu thuần từ mảng môi giới đóng góp 1,609 tỷ đồng chiếm 56% trong tỷ trọng doanh thu với mức lãi gộp rất cao 81% (cao hơn nhiều so với mức 72% năm 2016). Nhờ chính sách bán hàng tốt, việc quản trị chi phí hiệu quả (đặc biệt là chi phí môi giới), uy tín thương hiệu phân phối hàng đầu, dẫn tới doanh thu tăng +98%/n trong khi giá vốn hàng bán chỉ tăng +35%/n.

Doanh thu từ mảng môi giới tăng 797 tỷ (+ 98%/n), với 22,108 căn hộ đã tung ra thị trường trong năm 2017. Sự gia tăng đáng kể này đến từ việc phân phối thành công các dự án mới như: 360 Giai Phong, Imperial Plaza, Pho cho Dien Ngoc, Phu My An, Bau Mac, Thu Thiem Garden, Prosper Plaza...

Kế hoạch 2018

Đặt mục tiêu tăng trưởng mạnh trong 2018 với doanh thu hợp nhất và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ kế hoạch lần lượt là 5,000 tỷ (+173%/n), và 1,068 (+142%/n). Dựa trên cơ sở: (1) Mảng phát triển dự án: doanh thu đến từ các dự án Opal Riverside, Luxcity, Opal Garden, (2) mảng môi giới mục tiêu phân phối thành công 28,131 căn hộ.

Triển vọng lớn cho những năm sau

Với 16 dự án đầu tư trực tiếp, tổng mức đầu tư để triển khai cho các dự án lên đến 34,556 tỷ, như: Nha Trang Golf Resort (8,818 nghìn tỷ, dự kiến hoàn thành 2020), Gem Riverview (5,695 tỷ), Gem Premium (4,392 tỷ). Các dự án đầu tư trực tiếp bao gồm:

STT	Tên dự án	Địa điểm	Quy mô (m)	Số căn hộ	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020	Tình trạng
1	Luxcity	Quận 7	7,481	432 căn + 96 căn officetel	945					Bàn giao quý từ 1/2018
2	Lux Garden	Quận 7	9,121	500	974					Bàn giao nhà trong 2018.
3	Lux riverview	Quận 7	8,526	769	1,061					
4	Lux star	Quận 7	11,083	690	1,000					
5	Opal Riverside	Quận Thủ Đức	20,096	626	971					
6	Opal Garden	Quận Thủ Đức	8,220	470	665					Đang thi công, dự bàn giao cuối 2018-2019.
7	Opla Tower	Quận Thủ Đức	4,945	260	625					
8	Opal Skyview	Quận Thủ Đức	2,400	106	321					Đang thi công, dự bàn giao cuối 2018-2019.
9	Gem Premium	Quận Thủ Đức	67,221	2,630	4,392					
10	Opal city	Quận Thủ Đức	60,707	2,250	3,650					
11	Opal Riverview	Quận Thủ Đức	13,219	546	1,227					
12	The Palm City	Quận 9	74,140	215 nhà phố + 562 căn hộ	1,500					
13	Gem Riverside	Quận 2	67,142	3,175	5,695					
14	Gem Riverside	Quận Thủ Đức	28,677	1,143	1,870					
15	Sai Dong Complex	Long Biên, Hà Nội	10,015	328 căn hộ + 21 nhà phố	850					
16	Nha Trang Golf Resort	Khánh Hòa	1,710,000	5,444	8,810					
Tổng cộng			2,102,993		34,556					

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH DXG		Vốn hóa: 10,951 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	
Doanh thu thuần	2,507	2,879	5,000	5,900	
Tăng trưởng (%)	80%	15%	42%	15%	
Phát triển dự án	1,475	1,101	2,057	2,204	
Dịch vụ môi giới	812	1,609	2,943	3,696	
Xây dựng	206	158	185	175	
Khác	14	11			
GVHB	1,455	1,149	2,332	2,700	
Biên LN gộp (%)	42%	60%	53%	54%	
Chi phí BH & QLDN	409	544	907	1,071	
EBITDA	651	1,201	1,777	2,146	
Biên lợi nhuận (%)	26%	42%	36%	36%	
Khấu hao	8	15	16	17	
Lợi nhuận từ HĐKD	643	1,186	1,761	2,129	
Biên LN HĐKD (%)	26%	41%	35%	36%	
Chi phí lãi vay ròng	26	52	87	34	
Khả năng trả lãi	25	23	20	62	
Lãi/lỗ khác	204	201	197	199	
Thuế	157	250	374	459	
Thuế suất hiệu dụng (%)	19%	19%	20%	20%	
Lợi nhuận ròng	664	1,085	1,497	1,835	
Biên lợi nhuận (%)	27%	38%	30%	31%	
Lợi ích CĐ thiểu số	127	335	250	263	
LN cho công ty mẹ	537	751	1,247	1,572	
Số lượng CP (triệu)	253	303	303	303	
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,798	2,527	4,219	5,327	
Tăng EPS (%)	61%	41%	67%	26%	
Cổ tức (VND)	0	500	0	0	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	20%	0%	0%	

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	1.09	1.39	1.34	1.33
Vòng quay HTK (x)	0.51	0.80	0.77	0.75
Vòng quay phải trả (x)	0.52	0.70	0.68	0.67
Thay đổi vốn lưu động	2224.58	-500.04	793.42	983.92
Capex	19.00	29.50	27.40	27.19
Dòng tiền khác	473.92	-0.66	53.59	79.35
Dòng tiền tự do	-1617	1983.9	977.47	1190.09
Phát hành cp	0.00	0	0	0
Cổ tức	47	299	-	-
Thay đổi nợ ròng	-663	1,750	-1,378	-371
Nợ ròng cuối năm	-1,134	616	-762	-1,133
Giá trị doanh nghiệp (EV)	10,073	12,371	11,243	11,135
Tổng VCSH	3,537	4,654	5,534	6,753
Lợi ích cổ đông thiểu số	293	840	1,090	1,353
VCSH	3,245	3,814	4,444	5,400
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13,350	13,007	15,157	18,417
Nợ ròng / VCSH (%)	-32%	13%	-14%	-17%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-174%	51%	-43%	-53%
Tổng tài sản	5,563	10,264	9,777	10,635

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	22.25%	21.28%	30.20%	31.94%
ROA (%)	12%	11%	15%	17%
ROIC (%)	37%	29%	31%	36%
WACC (%)	15%	11%	15%	15%
PER (x)	20.0	14.2	8.5	6.8
PBR (x)	2.8	2.9	2.5	2.0
PSR (x)	4.4	3.8	2.2	1.8
EV/EBITDA (x)	15.5	10.3	6.3	5.2
EV/sales (x)	4.0	4.3	2.2	1.9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.00%	1.39%	0.00%	0.00%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Hoàng Huy, CFA

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Trần Nguyên Dương

Chuyên viên Phân tích cao cấp –
Vật liệu xây dựng & ICT
(+84 28) 3914 8585 (x1462)
duong.tn@kisvn.vn

Nguyễn Phong Danh

Chuyên viên Phân tích –
Dầu khí và Năng lượng
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

Võ Hoàng Bảo

Chuyên viên Phân tích –
Logistics, Hàng Không, Xe hơi
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

Trần Thị Ngọc Mai

Chuyên viên Phân tích –
Bất Động Sản & Xây dựng
(+84 28) 3914 8585 (x1461)
mai.tt@kisvn.vn

Nguyễn Hoàng Hà

Chuyên viên Phân tích –
Dược và F&B
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô
(+84 28) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.