

CTCP DV và XD Địa ốc Đất Xanh (DXG)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên

Báo cáo lần đầu Bất động sản

Giá mục tiêu (pha loãng hoàn toàn)	12.300
Giá hiện tại (đã điều chỉnh)	12.600
Cổ tức tiền mặt	0
Tỷ lệ tăng	-2,4%
Lợi suất cổ tức	0%
Tổng lợi nhuận	-2,4%

Các chỉ số chính	
Giá trị vốn hóa USD	50,4 triệu
GTGD trung bình 30 ngày USD	1,5 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	17,6%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	75 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	125 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	17.500
Mức thấp nhất 12 tháng VND	9.400

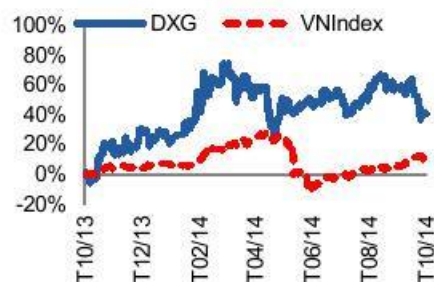
Cơ cấu cổ đông	
CTCP Đầu tư NAV	8,1%
Chủ tịch HĐQT	7,6%
Khác	84,3%

Thuộc danh mục
N/A

Mô tả công ty

DXG là công ty môi giới bất động sản nổi tiếng tại thị trường miền Nam với hơn 10 năm kinh nghiệm và sở hữu một trong những đội ngũ bán hàng lớn nhất và giàu kinh nghiệm nhất. Từ năm 2007, DXG bắt đầu phát triển các dự án bất động sản. Trong tương lai, DXG đặt kỳ vọng vào lĩnh vực phát triển bất động sản, tập trung vào phân khúc căn hộ cho người thu nhập thấp và phân khúc căn hộ trung cấp.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu DXG so với chỉ số VNI



Nhu cầu vốn lớn của nhà môi giới/đầu tư BĐS

CTCP Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh (HSX: DXG) là công ty môi giới bất động sản (BDS) hàng đầu, với mong muốn tận dụng kinh nghiệm 10 năm hoạt động trên thị trường để trở thành công ty đầu tư, phát triển BĐS. Là một công ty tương đối mới trong lĩnh vực phát triển BĐS và liên tục cần vốn để tích lũy quỹ đất sạch cho mục tiêu phát triển bền vững, DXG đã thực hiện nhiều đợt phát hành riêng lẻ (với giá thường thấp hơn so với giá thị trường vào thời điểm phát hành), khiến cho cổ đông hiện hữu và cổ đông mới cảm thấy lo ngại. Trong vài tháng tới, DXG sẽ thực hiện thêm một đợt phát hành riêng lẻ nữa. Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu dành cho DXG với khuyến nghị Phù Hợp Thị Trường và giá mục tiêu đã điều chỉnh cho đợt phát hành riêng lẻ sắp tới là 12.300 đồng/cổ phiếu.

Lợi nhuận ổn định từ dịch vụ môi giới BĐS và các khoản đầu tư thứ cấp: Đội ngũ bán hàng của DXG gồm 450 nhân viên chính thức, làm việc tại 6 chi nhánh: Hà Nội (1), Đà Nẵng (2) và TP. HCM (4). Mạng lưới này giúp DXG theo sát được nhu cầu của thị trường và nắm bắt được cơ hội. Nhờ đó, DXG đã mua lại được các dự án căn hộ chung cư và đất nền từ các nhà đầu tư khác với giá rẻ. Trong các thương vụ này, DXG trả trước 10% tiền đặt cọc và chấp nhận rủi ro nắm giữ hàng tồn kho; tuy nhiên DXG kỳ vọng sẽ lời từ 10%-15% khi bán lại các căn hộ chung cư và đất nền này. DXG kỳ vọng mô hình kinh doanh này sẽ mang lại lợi nhuận ổn định cho Công ty.

Phát hành riêng lẻ tăng vốn để phát triển các dự án BĐS: DXG chỉ mới hoàn tất 2 dự án căn hộ chung cư với tổng giá trị phát triển gộp (GDV) là 28 triệu USD. Trong giai đoạn 2014-2018, DXG sẽ tiếp tục phát triển thêm 6 dự án với GDV là 279 triệu USD. Công ty ưu tiên mua lại các quỹ đất "sạch" hơn là tham gia vào quy trình giải tỏa, đền bù do các thủ tục pháp lý rườm rà, từ đó chấp nhận giảm một phần lợi nhuận để đẩy nhanh tiến độ quay vòng vốn. Tuy nhiên, để mở rộng quỹ đất, DXG liên tiếp thực hiện nhiều đợt phát hành riêng lẻ để huy động vốn, thường với giá thấp hơn so với giá thị trường vào thời điểm phát hành. Điều này khiến cho nhà đầu tư cảm thấy lo ngại, đặc biệt là do trong tháng 11/2014, DXG sẽ tiến hành thêm một đợt phát hành riêng lẻ nữa với trị giá khoảng 12 triệu USD (tương đương 29% vốn chủ sở hữu vào thời điểm hiện tại).

Định giá và rủi ro pha loãng tỷ lệ sở hữu: Chúng tôi định giá DXG bằng cách sử dụng phương pháp định giá tài sản thuần từng mảng kinh doanh, với giá trị cổ phần 71 triệu USD đã được điều chỉnh cho các cổ phiếu mới và cho đợt phát hành riêng lẻ sắp thực hiện mà chúng tôi đã nêu ở trên. Chúng tôi phân bổ xấp xỉ 11 triệu USD cho lĩnh vực môi giới BĐS, 3 triệu USD cho các khoản đầu tư thứ cấp, 43 triệu USD cho danh mục các dự án BĐS chưa xây dựng và đang xây dựng, và 24 triệu USD tài sản ngắn hạn, trong đó bao gồm cả số tiền thu được từ đợt phát hành riêng lẻ sắp tới (trong trường hợp kém khả quan nhất, giá chào bán có khả năng sẽ là 10.000 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 29% so với giá thị trường), điều này sẽ khiến số cổ phiếu mà cổ đông hiện tại đang nắm giữ bị pha loãng 26%. Sau đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% cho rủi ro tỷ lệ sở hữu sẽ tiếp tục bị pha loãng trong tương lai, để đưa ra giá cổ phiếu đã pha loãng hoàn toàn.

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	404	343	318	1.344	1.656
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	58	83	76	217	307
Biên LN gộp (%)	47,8%	60,1%	65,6%	38,8%	45,1%
Biên LN từ HĐ (%)	17,4%	18,2%	30,8%	21,5%	26,2%
Biên LN ròng sau thuế (%)	14,6%	26,2%	25,0%	17,0%	19,5%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	1.105	1.258	605	1.735	2.454
Tăng trưởng EPS (%)	+52,6%	+11,7%	-51,9%	+186,8%	+41,4%
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	5,5	6,4	10,9	3,5	1,6
Giá CP/Dòng tiền tự do, theo GTT	5,7	-10,3	6,7	24,5	5,1
Giá CP / Thu nhập, theo GTT	14,8	13,0	20,8	7,3	5,1
Giá CP / GT sổ sách, theo GTT	1,3	1,5	1,1	1,0	0,8
ROA (%)	6,9%	8,6%	3,7%	6,2%	6,2%
ROE (%)	11,4%	14,4%	7,1%	13,4%	16,5%
Ng/CNH (%)	0%	11%	16%	40%	60%

Báo cáo Tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
KQLN					
Doanh thu thuần	404	343	318	1.344	1.656
- Giá vốn hàng bán	-211	-137	-110	-822	-909
Lợi nhuận gộp	193	206	209	522	747
- Chi phí bán hàng	-44	-62	-50	-111	-155
- Chi phí quản lí DN	-79	-81	-60	-123	-158
LN thuần HDKD	70	62	98	288	434
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	16	59	7	20	28
EBIT	86	121	106	309	463
- Chi phí lãi vay	-7	0	-4	-16	-49
Lợi nhuận trước thuế	79	120	102	293	414
- Thuế TNDN	-20	-31	-22	-64	-91
LNST	59	90	80	228	323
- Lợi ích CĐTS	-1	-7	-4	-11	-16
LNST cổ đông CT Mệ	58	83	76	217	307
	89	123	108	319	476
EBITDA					
SL CP lưu hành (triệu)	37	47	75	125	125
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	37	47	125	125	125
EPS	1.564	1.746	1.013	1.880	2.536
EPS pha loãng hoàn toàn	1.564	1.746	605	1.735	2.454

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	40,9%	-15,1%	-7,1%	322,2%	23,3%
Tăng trưởng LN HDKD	-9,0%	-11,4%	57,7%	194,0%	50,6%
Tăng trưởng EBIT	-8,7%	40,9%	-12,7%	192,6%	49,9%
Tăng trưởng EPS	52,6%	11,7%	-39,1%	104,1%	41,4%

Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	47,8%	60,1%	65,6%	38,8%	45,1%
Biên LN từ HD %	17,4%	18,2%	30,8%	21,5%	26,2%
EBIT %	21,2%	35,3%	33,1%	23,0%	27,9%
EBITDA %	22,0%	35,9%	33,9%	23,8%	28,7%
Biên LN ròng %	14,6%	26,2%	25,0%	17,0%	19,5%
ROE %	11,4%	14,4%	7,1%	13,4%	16,5%
ROA %	6,9%	8,6%	3,7%	6,2%	6,2%

Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	184,8	750,5	2.343,6	532,7	712,6
Số ngày phải thu	119,2	136,9	143,7	84,7	124,0
Số ngày phải trả	34,7	76,2	73,6	43,2	72,6
TG luân chuyển tiền	269,4	811,2	2.413,7	574,2	764,1

Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	2,5	1,8	2,2	2,1	2,1
CS thanh toán nhanh	1,9	0,9	1,3	1,3	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,1	1,0	0,9	0,9
Nợ/Tài sản	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,0	0,11	0,2	0,40	0,6
Khả năng thanh toán lãi vay	13,0	352,4	30,0	19,3	9,5

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Bảng CDKT					
Tiền và tương đương	136	73	1.144	1.680	2.560
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	126	131	119	504	621
Hàng tồn kho	129	433	975	1.425	2.126
TS ngắn hạn	190	297	297	297	297
Tổng TS ngắn hạn	581	934	2.535	3.905	5.604
TS dài hạn (gộp)	46	45	47	56	68
- Khấu hao lũy kế	-9	-9	-12	-23	-36
TS dài hạn (ròng)	37	36	35	34	32
Đầu tư TC dài hạn	110	110	110	110	110
TS dài hạn khác	88	188	337	337	337
Tổng TS dài hạn	236	334	483	482	480
Tổng Tài sản	816	1.268	3.018	4.387	6.084
Phải trả ngắn hạn	36	21	23	172	190
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả ngắn hạn khác	197	510	1.149	1.679	2.505
Nợ ngắn hạn	233	531	1.172	1.850	2.695
Vay và nợ dài hạn	0	70	250	724	1.270
Phải trả dài hạn khác	4	4	4	4	4
Tổng nợ dài hạn	4	73	254	727	1.273
Tổng nợ	237	605	1.426	2.578	3.968
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư	32	11	142	142	142
Vốn cổ phần	420	528	1.250	1.250	1.250
Lợi nhuận giữ lại	104	94	170	387	693
Lợi ích CĐTS	24	30	30	30	30
Vốn chủ sở hữu	580	664	1.592	1.809	2.116
Tổng cộng nguồn vốn	816	1.268	3.018	4.387	6.084

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
DÒNG TIỀN					
Tiền đầu năm	107	136	73	1.144	1.680
Lợi nhuận sau thuế	58	83	76	217	307
Khấu hao	4	4	3	11	13
Thay đổi vốn lưu động	92	-126	110	-156	26
Điều chỉnh khác	-38	-41	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	115	-81	188	72	346
Chi mua sắm TSCĐ	-3	-1	-2	-9	-12
Đầu tư	-43	-166	0	0	0
Tiền từ HD đầu tư	-46	-167	-2	-9	-12
Cổ tức đã trả	-5	-2	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	98	114	798	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-120	70	87	474	546
Tiền từ hoạt động TC	-41	185	885	474	546
Tổng lưu chuyển tiền tệ	29	-63	1.071	536	880
Tiền cuối năm	136	73	1.144	1.680	2.560

Nguồn: Báo cáo tài chính của DXG, dự báo của VCSC



Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của DXG)

2014	Q1	Q2	Q3 (*)	Q4	YTD	Mục tiêu của DXG	Dự báo của VCSC
Doanh thu	92	118	N/A	N/A	210	520	318
Lợi nhuận gộp	49	83	N/A	N/A	133	N/A	209
Biên LN gộp (%)	53,3%	70,6%	N/A	N/A	63,3%	N/A	65,6%
LN hoạt động	28	52	N/A	N/A	79	N/A	98
Biên LN hoạt động (%)	29,9%	44,1%	N/A	N/A	37,6%	N/A	30,8%
LNST	21,3	31	N/A	N/A	53	125	76
Biên LNST (%)	23,2%	26,5%	N/A	N/A	25,2%	23,1%	25,0%
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	49	139	31	123	343		
Lợi nhuận gộp	29	74	26	77	206		
Biên LN gộp (%)	59,9%	53,0%	82,1%	62,6%	60,1%		
LN hoạt động	0	29	-4	37	62		
Biên LN hoạt động (%)	-0,2%	21,0%	-13,9%	30,3%	18,1%		
LNST	0	21	30	39	83		
Biên LNST (%)	-0,2%	14,9%	95,2%	31,9%	24,2%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	35	95	153	121	404		
Lợi nhuận gộp	31	48	64	50	193		
Biên LN gộp (%)	89,0%	51,1%	41,6%	41,2%	47,8%		
LN hoạt động	5	16	33	16	70		
Biên LN hoạt động (%)	14,0%	16,8%	21,6%	13,5%	17,3%		
LNST	-1	9	27	24	58		
Biên LNST (%)	-3,8%	9,8%	17,8%	19,7%	14,4%		
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	96	69	75	46	286		
Lợi nhuận gộp	49	47	69	41	206		
Biên LN gộp (%)	51,4%	67,9%	91,1%	89,5%	72,0%		
LN hoạt động	26	16	39	-4	77		
Biên LN hoạt động (%)	27,2%	23,4%	51,4%	-8,5%	26,9%		
LNST	20	13	17	-17	25		
Biên LNST (%)	20,8%	18,8%	23,2%	-37,7%	8,7%		

(*) Ghi chú: Kết quả lỗ chưa hợp nhất trong Quý 3/2014 là 6,6 tỷ đồng do khoản loại trừ doanh thu 13,7 tỷ đồng từ dự án Gold Hill; LNST 9 tháng đầu năm 2014 hiện đạt 31,8 tỷ đồng (giảm 16% so với cùng kỳ năm 2013). Vì công ty mẹ đóng góp khoảng 70%-80% cho LNST hợp nhất nên chúng tôi ước tính trong giai đoạn 9 tháng đầu năm, DXG sẽ chỉ hoàn thành 40% mục tiêu hợp nhất cho năm 2014.

	Thực tế 2013	Dự báo cũ cho 2014	Dự báo mới cho 2014	YoY % (so với dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	343		318	-7,3%	
Môi giới	178		231	+29,8%	Số hợp đồng đầu tư thứ cấp tăng trong năm nay thúc đẩy tốc độ tăng trưởng
Phát triển dự án	161		67	-58,4%	220 tỷ đồng doanh thu từ Gold Hill không thể ghi nhận trong năm 2014 như dự kiến
Xây dựng	4		20	+400,0%	Doanh thu từ hợp đồng xây dựng Topaz Garden, Sunview Town 3
Lợi nhuận gộp	206		208	+1,0%	
Môi giới	132		173	+31,0%	
Phát triển dự án	76		33	-56,6%	
Xây dựng	-1		2	-300,0%	
Chi phí bán hàng	-62		-50	-14,5%	Chi phí bán hàng giảm theo mức giảm của doanh thu
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-81		-60	-25,0%	
Lợi nhuận từ hoạt động	63		98	-54,0%	
Lợi nhuận ngoài hoạt động	57		7	-87,7%	Dự kiến sẽ không có dự án nào được chuyển nhượng
EBIT	120		105	-12,5%	
Interest expense	0		-4	N/A	DXG bắt đầu sử dụng nợ vay để mua lại các dự án trong năm nay
Profit before tax	120		101	-15,8%	
Profit after tax	90		80	-12,2%	
Lợi nhuận ròng trước thuế (sau khi trả lợi ích CĐTS)	83		76	-9,6%	
EBITDA	123		108	-13,0%	
Biên lợi nhuận gộp %	60,1%		65,6%		
Biên LN gộp môi giới %	74,2%		75,0%		
Biên LN gộp phát triển dự án %	47,2%		50,0%		
Biên LN gộp xây dựng %	-25,0%		8,0%		
Chi phí bán hàng/doanh thu (%)	-18,2%		-15,9%		
Chi phí quản lý DN/doanh thu (%)	-23,7%		-19,1%		
Biên LN từ hoạt động %	18,2%		30,6%		
Biên EBIT %	35,3%		32,9%		
Biên EBITDA %	35,9%		33,7%		
Biên LN ròng sau thuế %	26,2%		23,6%		
Thuế suất thực tế %	25,5%		22,0%		

Nội dung báo cáo

Sơ lược về Công ty.....	7
Tình hình thị trường bất động sản	8
Dấu hiệu phục hồi: số lượng giao dịch tăng, bất động sản tồn kho giảm	8
Nhu cầu lớn đối với phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp	9
Mô hình kinh doanh của DXG.....	10
Lĩnh vực môi giới BĐS và đầu tư thứ cấp.....	10
Dịch vụ môi giới BĐS:	10
Đầu tư thứ cấp:	13
Phát triển các dự án	15
Các dự án căn hộ chung cư:	15
Khu đô thị:.....	15
Danh mục dự án căn hộ	17
Các dự án đã được hoàn tất.....	17
Sunview Town 3 – Đã khởi công.....	18
Riverside Garden – Chưa khởi công	20
Green City – Chưa khởi công	22
Các dự án khu đô thị (đất nền).....	24
Trảng Bòm, Đồng Nai, TP. HCM – Giá BĐS có thể tăng mạnh nhờ vị trí	24
Dự án Gold Hill City.....	25
Khu đô thị The Viva City.....	26
Dự án Palmela Residence, Phú Quốc	27
Định giá.....	28
Sự kiện nổi bật thời gian qua.....	32
Rủi ro đầu tư	33
Phát hành cổ phiếu riêng lẻ và nguy cơ pha loãng.....	33
Rủi ro trong việc mở rộng quỹ đất.....	33
Liên hệ	35
CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)	35
Phòng Nghiên cứu và Phân tích.....	35
Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức	35
Phòng Môi giới khách hàng trong nước	35

Bảng và hình ảnh

Hình 1: Tổng số lượng giao dịch BĐS và số lượng căn hộ đã bán	8
Hình 2: Tổng tồn kho BĐS trên thị trường.....	8
Hình 3: Dân số Việt Nam tính theo độ tuổi (2012).....	9
Hình 4: Thu nhập theo hộ gia đình tại Hà Nội + TP. HCM	9
Hình 5: Xu hướng chuyển sang các căn hộ diện tích nhỏ	9
Hình 6: Cấu trúc doanh nghiệp của DXG	10
Hình 7: Các công ty môi giới có tầm ảnh hưởng tại từng khu vực	11
Hình 8: Hoạt động môi giới BĐS so với hoạt động đầu tư thứ cấp.....	13
Hình 9: Mô tả quy trình đầu tư thứ cấp.....	13
Hình 10: Danh sách các dự án mà DXG ký được hợp đồng đầu tư thứ cấp.....	14
Hình 11: Tổng hợp các dự án căn hộ	17
Hình 12: Danh mục dự án căn hộ của DXG	17
Hình 13: Các dự án đã hoàn tất Sunview Town 1&2 và Phú Gia Hưng	17
Hình 14: Tiến độ ghi nhận dự án Sunview Town	18
Hình 15: Vị trí dự án Sunview Town 3	19
Hình 16: Thiết kế dự án Sunview Town 3	19
Hình 17: Sơ đồ căn hộ 72m2 của DXG	19
Hình 18: Tiến độ ghi nhận dự án Riverside Garden.....	20
Hình 19: Vị trí dự án Riverside Garden	21
Hình 20: Tiến độ ghi nhận dự án Green City.....	22
Hình 21: Vị trí dự án Green City và các dự án lân cận.....	23
Hình 22: Bản đồ tỉnh Đồng Nai và vị trí dự án Gold Hill và Viva City	24
Hình 23: Thiết kế dự án Gold Hill	25
Hình 24: Quang cảnh công viên tại Gold Hill.....	25
Hình 25: Thiết kế dự án The Viva City.....	26
Hình 26: Giá thị trường đất nền tại Phú quốc năm 2013.....	27
Hình 27: Tổng kết dòng tiền ròng chiết khấu đối với việc phát triển các dự án	29
Hình 28: Các số liệu chính của dự án	29
Hình 29: Tổng kết định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do.....	30
Hình 30: Tính WACC để định giá lĩnh vực môi giới và đầu tư thứ cấp	30
Hình 31: Tổng kết định giá dòng tiền tự do đầu tư thứ cấp	31
Hình 32: Các đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ trước đây của DXG.....	33

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh

Doanh thu

Lợi nhuận ròng

VNĐ/USD = 21.100

Môi giới BDS, phát triển căn hộ chung cư

343 tỷ đồng, tương đương 16,3 triệu USD (2013)

83 tỷ đồng, tương đương 3,9 triệu USD (2013)

Yếu tố doanh thu chính

Yếu tố chi phí chính

Yếu tố rủi ro chính

Các khách hàng chính

Lãnh đạo

Địa chỉ

Website

Email

Điện thoại

Doanh thu từ nhà ở dân dụng

Chi phí đất, chi phí xây dựng

Nguồn cung căn hộ cho người thu nhập thấp tăng

Người mua nhà có nhu cầu thực

Ông Lương Trí Thìn (Chủ tịch HĐQT & TGĐ)

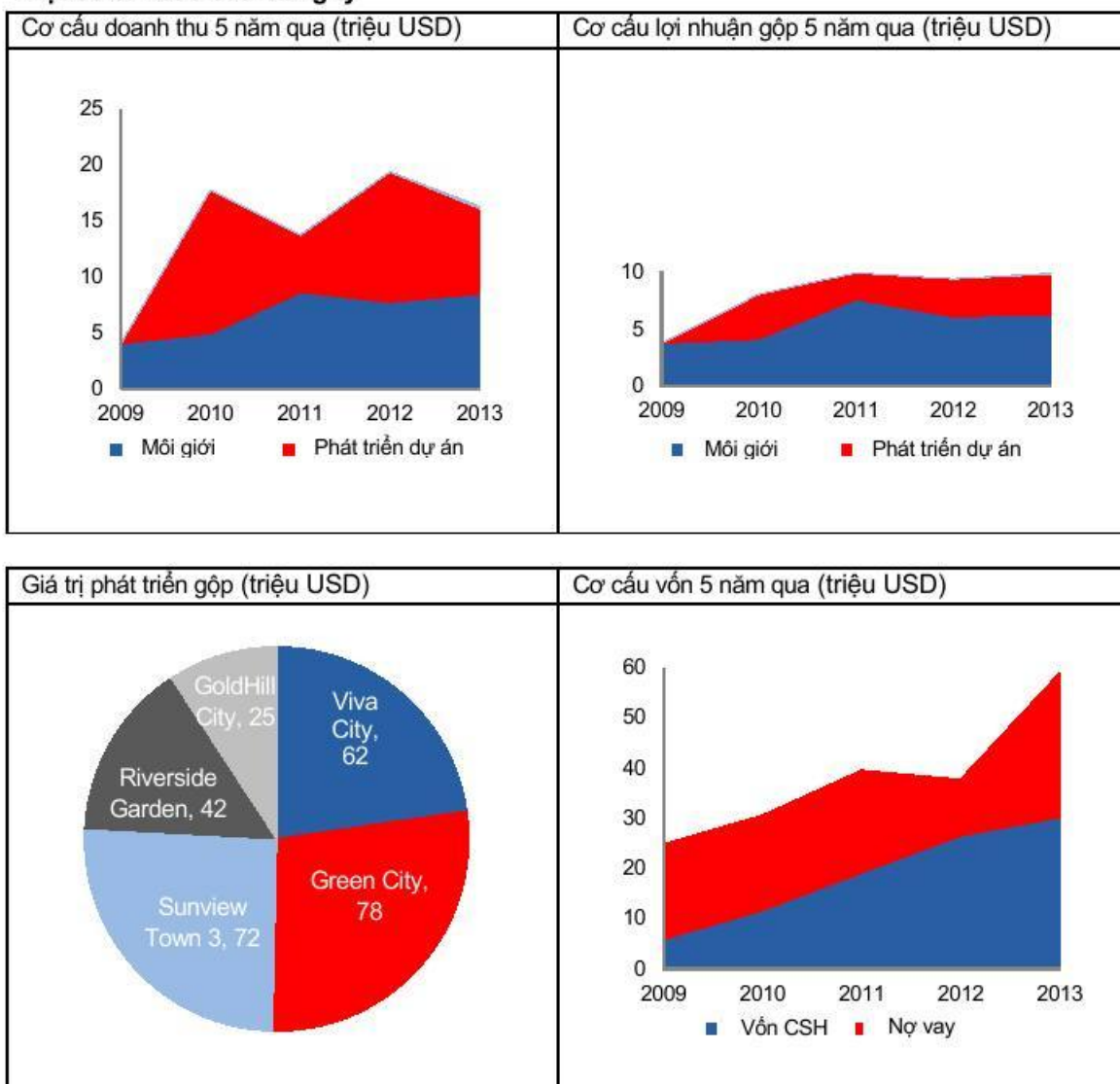
27 Đinh Bộ Lĩnh, P. 24, Q. Bình Thạnh, TP. HCM

www.datxanh.com.vn

info@datxanh.com.vn

(08) 6252 5252

Một số chỉ báo của Công ty



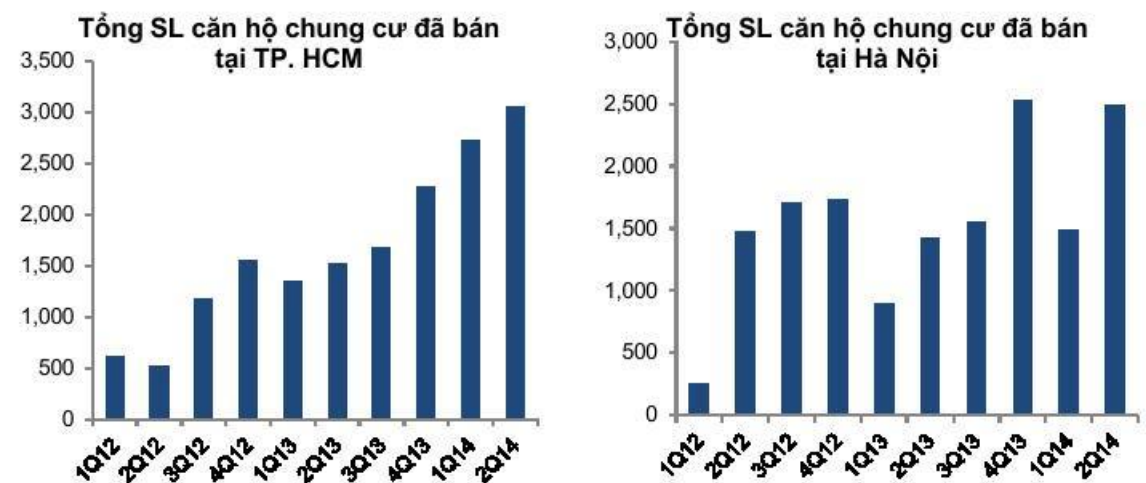
Nguồn: Số liệu tài chính của DXG

Tình hình thị trường bất động sản

Dấu hiệu phục hồi: số lượng giao dịch tăng, bất động sản tồn kho giảm

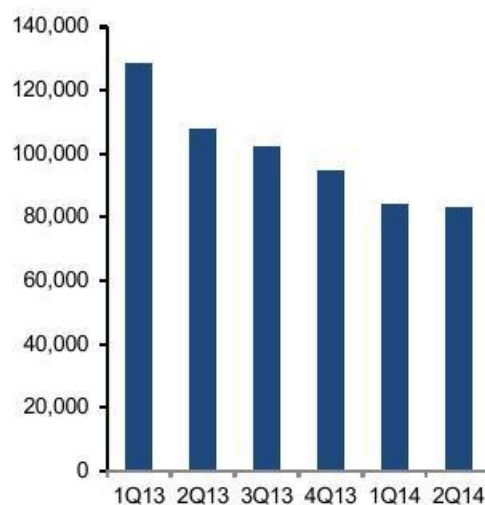
Số lượng giao dịch tăng, bất động sản (BDS) tồn kho đi ngang nhưng là do có thêm nhiều dự án mới được mở bán. Trong 5 tháng đầu năm 2014, giá trị tồn kho BDS đạt 4 tỷ USD, giảm từ mức 6 tỷ USD tính đến cuối Quý 1/2013 (theo Bộ Xây dựng). Trong phân khúc căn hộ chung cư, số căn hộ đã bán tăng mạnh ở hai thành phố lớn là Hà Nội và TP. HCM, với tổng số căn hộ đã bán trong nửa đầu năm 2014 tăng 88% so với cùng kỳ năm 2013. Tuy nhiên, tổng lượng BDS tồn kho vẫn chỉ giảm nhẹ do nguồn cung từ các dự án mới mở bán và các dự án mở bán lại đều tăng.

Hình 1: Tổng số lượng giao dịch BDS và số lượng căn hộ đã bán



Nguồn: CBRE và VCSC, 2014

Hình 2: Tổng tồn kho BDS trên thị trường

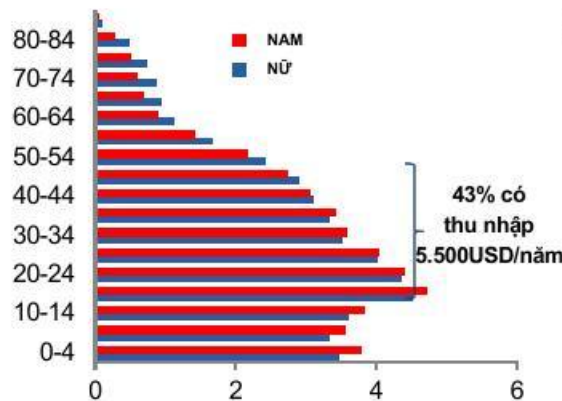


Nguồn: Bộ Xây dựng

Nhu cầu lớn đối với phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp

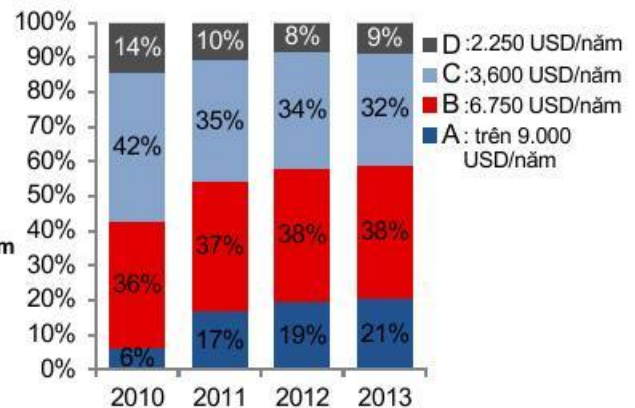
Chúng tôi ước tính 43% dân số Việt Nam (độ tuổi từ 25 đến 59 tuổi) có nhu cầu mua nhà và với thu nhập trung bình 5.500USD/hộ gia đình/năm (gần 110 triệu đồng/hộ/năm), nhu cầu này đặc biệt tập trung vào phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp (với giá khoảng 1 tỷ đồng/căn, tương đương với giá được phép vay gói hỗ trợ bất động sản, kỳ hạn 15 năm, lãi suất cố định 5%/năm).

Hình 3: Dân số Việt Nam tính theo độ tuổi (2012)



Nguồn: Nielsen 2012

Hình 4: Thu nhập theo hộ gia đình tại Hà Nội + TP. HCM

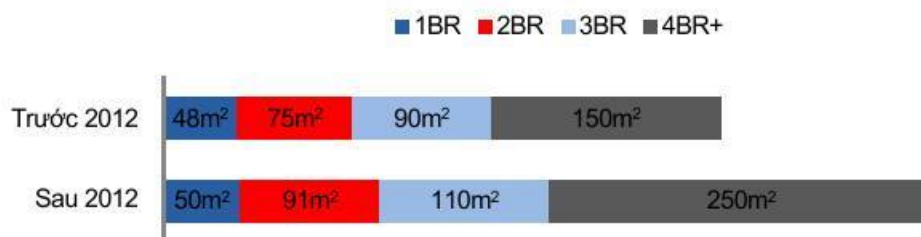


Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Nielsen 2013, VCSC

Xu hướng thị trường ưu chuộng căn hộ diện tích nhỏ. Việc giảm giá bán trên mỗi mét vuông diện tích (có ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp) không còn là một giải pháp phù hợp để thu hút khách hàng do sức ép cạnh tranh ngày càng tăng. Các chủ đầu tư hiện đang giảm diện tích căn hộ ở tất cả các phân khúc nhà ở nhằm đẩy mạnh tốc độ bán căn hộ, ví dụ như như án Bình Chiếu (phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp) của CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức (HSX:TDH), dự án Riverside Garden (phân khúc trung cấp) của DXG, và dự án Times City (phân khúc cao cấp) của Tập đoàn Vingroup (HSX:VIC).

Dự án Times City của Vingroup đã thu hút được nhiều khách hàng trung lưu, trong đó mỗi căn hộ có diện tích trung bình 70m²/căn và được thiết kế cao cấp nhưng có giá bán phải chăng 2 tỷ đồng/căn, thay vì các căn hộ với diện tích 150m²/căn với giá gấp đôi. Do đó, sau khi được mở bán, trong hai ngày đầu tiên đã có 600 căn hộ được bán thành công, và sau 2 tháng, con số này chiếm 74% trong tổng số các căn hộ được mở bán.

Hình 5: Xu hướng chuyển sang các căn hộ diện tích nhỏ



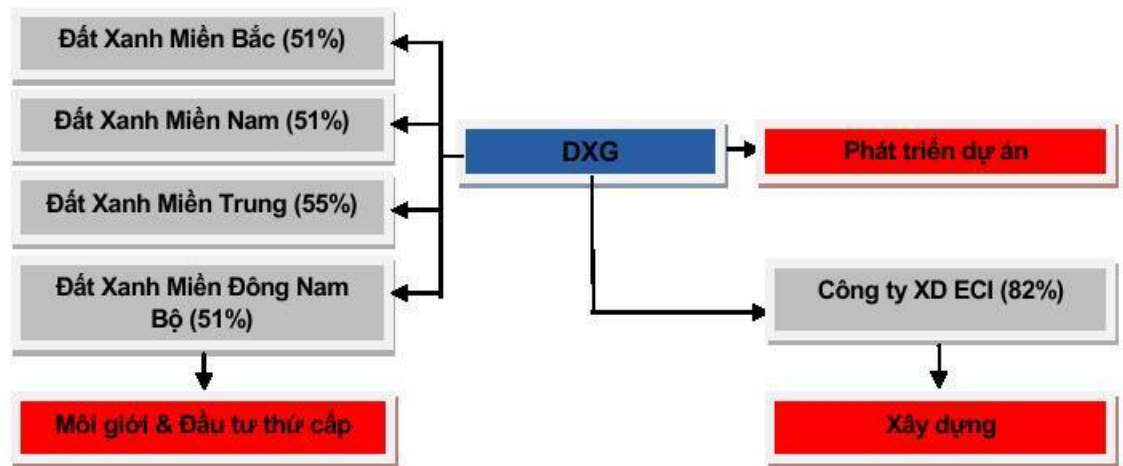
Nguồn: CBRE, 2014

Ghi chú: BR - phòng ngủ

Mô hình kinh doanh của DXG

Từ công ty môi giới trở thành chủ đầu tư BĐS: Được thành lập năm 2003 với tư cách là công ty môi giới BĐS, DXG đã mở rộng lĩnh vực kinh doanh để trở thành chủ đầu tư dự án từ năm 2007, tận dụng các lợi thế cạnh tranh mà Công ty có được từ mảng dịch vụ môi giới – khả năng tiêu thụ sản phẩm nhanh nhờ có hệ thống chi nhánh lớn và đội ngũ bán hàng đông đảo. Lĩnh vực môi giới BĐS cung cấp một nền tảng vững chắc với 10 năm kinh nghiệm hoạt động môi giới, bao gồm đội ngũ bán hàng được DXG xây dựng và đào tạo bài bản, cơ sở dữ liệu khách hàng quy mô lớn, mạng lưới phân phối và sự am hiểu sâu sắc về thị trường. DXG cũng có đội ngũ xây dựng công trình chủ yếu phục vụ các dự án riêng của Công ty.

Hình 6: Cấu trúc doanh nghiệp của DXG



Nguồn: DXG, VCSC

Lĩnh vực môi giới BĐS và đầu tư thứ cấp

DXG là một trong những công ty môi giới BĐS hàng đầu nếu xét về mạng lưới kênh phân phối, với đội ngũ bán hàng đông đảo gồm 450 nhân viên chính thức, 4.000 cộng tác viên môi giới, 25 nhà phân phối phụ – những công ty môi giới BĐS nhỏ hợp tác với DXG với mục đích mở rộng thị phần, hơn 20 sàn giao dịch BĐS, và nhiều kênh bán hàng trực tuyến (website, forum, v.v.). Ngoài ra, DXG còn hợp tác với các công ty môi giới BĐS khác để thành lập Liên minh G5 ở Hà Nội – thị phần của liên minh này chiếm khoảng 30% thị trường Hà Nội. Tăng cường đội ngũ bán hàng trên phương diện số lượng và phạm vi hoạt động là yếu tố quan trọng nhất trong mối quan hệ hợp tác này.

Dịch vụ môi giới BĐS:

Thị trường môi giới BĐS tại Việt Nam có đặc điểm không tập trung, với mỗi khu vực được chi phối bởi các nhóm công ty môi giới BĐS khác nhau. Nguyên nhân là do nguồn nhân lực hạn chế của các công ty gây khó khăn cho việc mở rộng thị phần – do các công ty này duy trì số lượng nhân viên phù hợp để thích nghi với tính chu kỳ của thị trường BĐS. Thực tế, các công ty môi giới BĐS ưu tiên việc duy trì tính linh hoạt trong cơ cấu tổ chức, để thích ứng được với các thay đổi nhanh chóng của thị trường bằng cách phát triển số lượng cộng tác viên tự do thay vì tăng số lượng nhân viên bán hàng chính thức nhằm giảm chi phí nhân công cố định, trong khi chi phí này chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí của các công ty môi giới BĐS.

Hình 7: Các công ty môi giới có tầm ảnh hưởng tại từng khu vực

Tỉnh/thành phố	Nhà môi giới BĐS có sức ảnh hưởng lớn
TP. HCM (20)	Đất Xanh, Hưng Thịnh, Kim Oanh
Hà Nội (5)	Đất Xanh, CenGroup
Đà Nẵng	Đất Xanh, Sun Group
Bình Dương	Kim Oanh, My Land
Đồng Nai	Đất Xanh, Kim Oanh, Phúc Khang

Nguồn: VCSC

Tạo dựng liên minh chiến lược – Chiến lược mở rộng thị phần

Do đó, để mở rộng phạm vi hoạt động và mở rộng thị phần, các công ty môi giới BĐS có xu hướng thành lập các liên minh chiến lược, một hình thức hợp tác không ràng buộc về mặt pháp lý, thường do các công ty môi giới BĐS có sức ảnh hưởng lớn đứng đầu. Mỗi quan hệ hợp tác này mang lại lợi ích cho các bên tham gia, cụ thể là:

- Các công ty môi giới có sức ảnh hưởng, với đội ngũ liên minh bán hàng đông đảo hơn, sẽ có thể giành được nhiều hợp đồng giá trị cao hơn cho liên minh nhờ vào danh tiếng của các công ty này. Đổi lại, các công ty này sẽ lấy tỷ trọng lớn trong mỗi hợp đồng trúng thầu.
- Các công ty môi giới nhỏ được các công ty đứng đầu liên minh lựa chọn thường sẽ đang hoạt động hiệu quả ở một khu vực địa lý cụ thể, nhưng không đủ danh tiếng và khả năng giành được các hợp đồng giá trị cao. Việc tham gia liên minh sẽ giúp các công ty nhỏ có thể tham gia vào nhiều hợp đồng hơn và do đó giúp nâng cao lợi nhuận.

Phương thức hoạt động này được áp dụng phổ biến ở thị trường Hà Nội, với các liên minh công khai gồm Liên minh G5 (5 công ty) và Liên minh R9 (9 công ty). DXG – dẫn đầu G5, đóng góp hơn 50% tổng số căn hộ bán được của G5 trong năm 2013.

Ngược lại, ở TP. HCM, tuy không thành lập liên minh chính thức như ở Hà Nội nhưng hiện DXG đang hợp tác với 20 công ty môi giới chứng khoán quy mô nhỏ hoạt động với mô hình tương tự như với liên minh ngoài Hà Nội, ví dụ như CTCP An Cư Lạc Nghiệp và Công ty TNHH Bất Động Sản Danh Khôi. Thông qua việc nâng cao năng lực của liên minh bằng cách mời thêm các công ty môi giới BĐS khác tham gia vào nhóm, DXG dự kiến sẽ tạo rào cản hạn chế sự tham gia của các doanh nghiệp mới vào thị trường BĐS thông qua việc duy trì phạm vi hoạt động rộng trên thị trường, bên cạnh đó, DXG cũng sẽ giành thêm thị phần tại những khu vực mới mà Liên doanh quyết định thâm nhập.

DXG – Chiến lược chủ động tìm kiếm khách hàng đã tạo được sự khác biệt so với các đối thủ cạnh tranh

Khác với phương thức hoạt động của dịch vụ môi giới BĐS truyền thống, trong đó các công ty chỉ phân phối các sản phẩm căn hộ ở các dự án đã hoàn thành thiết kế hoặc đã được xây dựng xong, DXG tìm cách tiếp cận khách hàng (bao gồm cả khách hàng tiềm năng) ngay từ giai đoạn đầu của dự án. Công ty sẽ ngỏ ý cung cấp dịch vụ tư vấn từ khâu thiết kế căn hộ cho đến khâu lựa chọn giá bán và quảng cáo sao cho phù hợp với xu hướng thị trường để đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Đổi lại, DXG và liên minh có thể trở thành môi giới độc quyền cho các dự án này. Với chiến lược trên, DXG có thể giảm thiểu rủi ro không bán được căn hộ và có thể đẩy nhanh tiến độ bán hàng đối với mỗi dự án mà Công ty tham gia, cũng như tạo quan hệ tốt với chủ đầu tư để mở rộng quan hệ hợp tác trong tương lai.

DXG – Phương thức bán hàng hiệu quả

Tiếp cận hiệu quả các khách hàng tiềm năng thông qua cơ sở dữ liệu quy mô lớn

Bằng cách lọc ra từ cơ sở dữ liệu chứa thông tin của hơn 30.000 khách hàng, DXG có thể tìm ra được các khách hàng tiềm năng, trước khi cử đội ngũ bán hàng được đào tạo bài bản đến tiếp cận và cung cấp dịch vụ tư vấn miễn phí nhằm thu hút sự chú ý của các khách hàng này đối với các dự án đang được mở bán. So với hình thức quảng cáo đại trà, DXG tiết kiệm được rất nhiều thời gian trong việc tiếp cận khách hàng tiềm năng và có khả năng cung cấp các dịch vụ tư vấn tốt hơn cho các khách hàng này.

Ảnh chụp thực tế cập nhật hàng tháng về tiến độ xây dựng của các dự án – hành động nhỏ, hiệu ứng lớn

Ngoài chiến lược quảng bá cho các dự án, DXG còn tập trung vào giai đoạn sau khi hoàn tất việc bán căn hộ, tức tiếp tục cập nhật tiến độ xây dựng hàng tháng tại mỗi dự án và lắp đặt camera trực tuyến để quan sát khu vực thi công. Hành động này trực tiếp đánh vào tâm lý lo lắng của khách hàng về khả năng chậm bàn giao nhà, một hiện trạng phổ biến khi thị trường bất động sản bị đóng băng. Do đó, tuy là một việc nhỏ nhưng ý tưởng này đã tạo dựng được sự cảm kích và hài lòng nơi khách hàng.

Đầu tư thứ cấp:

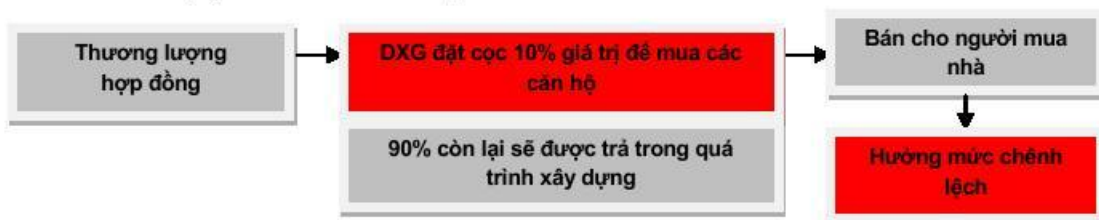
DXG mua các căn hộ chung cư/ đất nền chưa hoàn tất với giá sỉ để bán lại cho người mua nhà. Theo phương thức này, DXG thường trả 10% tiền đặt cọc khi ký hợp đồng mua căn hộ với chủ đầu tư dự án. Theo đó, DXG có nghĩa vụ phải trả theo đợt phần tiền còn lại để trở thành chủ sở hữu hợp pháp của các căn hộ này (tức các căn hộ này trở thành BĐS tồn kho của Công ty). Do chấp nhận rủi ro nắm giữ hàng tồn kho, DXG kiếm lời khoảng 10%-15% khi bán lại các căn hộ chung cư và đất nền này cho người mua cá nhân, những khách hàng này sau đó sẽ thanh toán tiền cho DXG theo phương thức trả góp. Kể từ năm 2010, DXG đã gộp các số liệu tài chính của mảng đầu tư thứ cấp với số liệu của hoạt động môi giới BĐS lại, mặc dù đây là hai lĩnh vực kinh doanh khác nhau.

Hình 8: Hoạt động môi giới BĐS so với hoạt động đầu tư thứ cấp

	Môi giới BĐS	Đầu tư thứ cấp
Khái niệm	Môi giới giữa người mua và người bán để lấy phí hoa hồng.	Mua lại một phần dự án theo phương thức thỏa thuận và bán lại để hưởng phí chênh lệch.
Lợi nhuận	Phí hoa hồng 5-7%	Phí chênh lệch 10-15%
Rủi ro tồn kho BĐS	Không	Có

Nguồn: VCSC

Hình 9: Mô tả quy trình đầu tư thứ cấp



Nguồn: VCSC

Hình 10: Danh sách các dự án mà DXG ký được hợp đồng đầu tư thứ cấp

Dự án	Vị trí	Loại sản phẩm	Số lượng	Hiện trạng
Đất Xanh Miền Bắc				
Golden West	Thanh Xuân, Hà Nội	Căn hộ	204	Đã bán 100% SL căn hộ
Mỹ Sơn	Thanh Xuân, Hà Nội	Căn hộ	280	Đã bán 73% SL căn hộ
Hoàng Văn Thụ	Hoàng Mai, Hà Nội	Căn hộ	381	Sẽ mở bán vào năm 2015
Đất Xanh Miền Nam				
4S Riverside Linh Đông	Thủ Đức, TP. HCM	Căn hộ	323	Đã bán 100% SL căn hộ
SV3	Gò Vấp	Căn hộ	125	Sẽ mở bán vào Q4/2014
Topaz Garden	Tân Phú	Căn hộ	407	Đã bán 80% SL căn hộ
Đất Xanh Miền Trung				
Ngan Cau Ngan Giang	Quảng Nam	Đất nền	80	Đã bán 100% SL đất nền
Green City	Đà Nẵng	Đất nền	387	Đã bán 50% SL đất nền

Nguồn: DXG

Thương vụ tốt cho cả DXG và các chủ đầu tư. Bằng cách hy sinh 10-15% lợi nhuận từ việc tự bán căn hộ tại các dự án, với các chủ đầu tư không muốn đánh cược vào đội ngũ bán hàng riêng thiếu kinh nghiệm có thể đảm bảo tiến độ dòng tiền từ các dự án thông qua việc ký kết hợp đồng như trên với DXG. Ngoài ra, các chủ dự án này cũng sẽ cảm thấy an tâm hơn về tiến độ bán căn hộ so với hình thức dịch vụ môi giới thông thường, vì các công ty đối tác là nhà môi giới BĐS như DXG phải ưu tiên bán các căn hộ đầu tư thứ cấp để tránh tình trạng ứ đọng hàng tồn kho. Trong khi đó, với sự am hiểu sâu sắc về thị trường và năng lực bán hàng vượt trội, DXG có khả năng tạo được biên lợi nhuận cao hơn từ hoạt động kinh doanh này.

Luôn tồn tại rủi ro nhưng hiện tại DXG đang kiểm soát hoạt động kinh doanh rất tốt. Kể từ đây cho đến năm 2016, DXG kỳ vọng thu về 300 tỷ đồng lợi nhuận từ các khoản đầu tư thứ cấp. Tuy nhiên, không giống như hoạt động môi giới BĐS, mô hình đầu tư thứ cấp luôn tồn tại rủi ro ứ đọng hàng tồn kho nếu DXG không thể bán căn hộ hoặc giá bán giảm xuống thấp hơn so với giá mua sỉ. Hiện DXG có vẻ đang kiểm soát rủi ro này rất hiệu quả, do chỉ có 3 tỷ đồng, tương đương 0,7% tổng BĐS tồn kho trên bảng cân đối kế toán được ghi nhận là do tồn kho từ đầu tư thứ cấp.

Phát triển các dự án

Các dự án căn hộ chung cư:

DXG bắt đầu mảng phát triển dự án với việc phát triển các khối căn hộ chung cư cho phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp, với giá khoảng 1 tỷ đồng/căn, tương đương với giá tối đa được phép vay gói hỗ trợ bất động sản trị giá 30.000 tỷ đồng, với lãi suất cố định 5%/năm trong suốt thời gian thời hạn vay lên đến 15 năm.

Do kỳ vọng vào sự phục hồi của thị trường, hai dự án tiếp theo của DXG, sẽ được mở bán vào năm 2015-2017, nhằm vào phân khúc trung cấp với giá bán vào khoảng 75.000USD-100.000USD/căn.

Để phát triển các dự án, **chiến lược của DXG là mua đất “sạch” thay vì xin đất do Nhà nước cấp.** Nguyên nhân là do các thủ tục rườm rà nên DXG chấp nhận hi sinh biên lợi nhuận gộp cao để đẩy nhanh quay vòng vốn. Các dự án của DXG thường có biên lợi nhuận ròng vào khoảng 15-25%, khá tương đương với các chủ đầu tư khác. Đất sạch thường chiếm xấp xỉ 20%-30% chi phí của một dự án và thường được chi trả bằng phần vốn, trong khi phần nợ vay và tiền được khách hàng thanh toán trước chiếm lần lượt 30% và 50% còn lại trong cấu trúc vốn của dự án. Chiến lược của DXG là mở rộng quỹ đất ở phía đông TP. HCM, nơi mà hệ thống cơ sở hạ tầng đang được phát triển nhanh chóng, đặc biệt là các khu vực dọc theo tuyến xe điện ngầm Metro đang xây dựng.

Bên cạnh đó, **DXG cũng có đơn vị xây dựng dự án riêng**, sẽ giám sát và hợp tác với các nhà thầu, điều này giúp Công ty kiểm soát được tiến độ và chất lượng xây dựng của dự án. DXG dự định sẽ mở rộng quy mô hoạt động của mảng này với mục tiêu là DXG có thể tự phát triển các dự án mà không cần thuê các công ty xây dựng khác, và hỗ trợ các dự án đầu tư thứ cấp.

Khu đô thị:

Việc phát triển các khu đô thị mới ngày càng trở nên phổ biến ở các vùng ngoại ô, đặc biệt là ở các tỉnh thành được Nhà nước quy hoạch thành các đô thị vệ tinh của TP. HCM và Hà Nội, như Đồng Nai, Bình Dương, Hà Đông và Hà Tây (phần mở rộng của Hà Nội). Các chủ đầu tư có quan hệ tốt với chính quyền của các tỉnh thành này thường có lợi thế trong việc xin cấp đất ở các khu vực này, trước khi quyết định xem sẽ phát triển dưới hình thức đất nền hay các khu phức hợp mua sắm, căn hộ chung cư, nhà phố và biệt thự,... tùy thuộc vào sự tự đánh giá về khả năng tài chính và năng lực quản lý dự án của mỗi công ty. Biên lợi nhuận của các dự án này thường cao hơn so với dự án tương tự ở TP. HCM hay Hà Nội, vì có chi phí đất tương đối thấp. Người mua thường bao gồm người dân sống tại khu vực đó và người dân từ các tỉnh thành khác mua với mục đích đầu tư/đầu cơ.

Thông thường, các dự án đất nền ít đòi hỏi các chủ đầu tư phải bỏ ra nhiều vốn và công sức, do chi phí xây dựng cơ sở hạ tầng (đường xá, hệ thống chiếu sáng, cây xanh...) khá thấp (khoảng 50USD/m²), và việc thi công và bàn giao sản phẩm diễn ra trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, khả năng sinh lời sẽ giảm do tỷ lệ sử dụng trên mỗi mét vuông đất khá thấp.

Trong khi đó, phát triển một khu dân cư phức hợp với nhiều hạng mục có mục đích sử dụng khác nhau là một việc khó thực hiện đối với nhiều chủ đầu tư, do đó, các chủ đầu tư thường sẽ hợp tác với một vài đối tác khác để thu hút đủ số vốn cần thiết, đẩy nhanh tiến độ dự án và chia sẻ những rủi ro luôn tồn tại ở những dự án quy mô lớn (các thay đổi của nền kinh tế, tính bất định của thị trường,...)

Hiện DXG có hai dự án khu đô thị hoàn toàn là đất nền, một dự án do DXG tự phát triển, dự án còn lại là do DXG hợp tác với một chủ đầu tư địa phương. Sau khi xem xét hai yếu tố, (1) DXG hiện chỉ có 35 triệu USD vốn điều lệ và (2) Công ty có ít kinh nghiệm trong việc phát triển dạng dự án này, chúng tôi cho rằng việc lựa chọn phát triển dự án đất nền là một quyết định sáng suốt.

Danh mục dự án căn hộ

Hình 11: Tổng hợp các dự án căn hộ

#	Dự án	Loại hình	Địa điểm (TP. HCM)	Đầu tư (triệu USD)	GDV (triệu USD)	Tình trạng
1	Sunview 1&2	448 căn hộ	Thủ Đức	9	18	Hoàn tất
2	Phú Gia Hưng	234 căn hộ	Gò Vấp	6	10	Hoàn tất
3	Sunview Town 3	1.600 căn hộ	Thủ Đức	59	72	Đã mở bán, đang thi công
4	Riverside Garden	Căn hộ	Thủ Đức	37	42	Giai đoạn thiết kế
5	Green City	Căn hộ và nhà phố	Quận 9	57	78	Giai đoạn thiết kế

Nguồn: DXG, ước tính của VCSC

Hình 12: Danh mục dự án căn hộ của DXG

Dự án	2014	2015	2016	2017	2018
Sunview Town 3					
Riverside Garden					
Green City					

Nguồn: DXG, ước tính của VCSC

Các dự án đã được hoàn tất

DXG đã phát triển thành công hai dự án căn hộ từ năm 2008 đến năm 2012 với tổng giá trị BĐS sau khi phát triển là 29 triệu USD và cả hai dự án đều có tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR) là 30%.

Hình 13: Các dự án đã hoàn tất Sunview Town 1&2 và Phú Gia Hưng

	Sunview Town 1&2	Phú Gia Hưng
Tổng giá trị đầu tư	188 tỷ đồng	129 tỷ đồng
Giá trị BĐS khi đã được phát triển	376 tỷ đồng	221 tỷ đồng
Địa điểm	Quận Thủ Đức, TP. HCM	Quận Gò Vấp, TP. HCM
Diện tích sàn xây dựng	43.332m ²	9.796m ²
Thời gian	2008-2010	2011 - 2012
Diện tích trung bình/căn hộ	70m ²	70m ²
Giá trung bình/căn hộ	840 triệu đồng	945 triệu đồng
Số lượng căn hộ	448	234
Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ	30%	30%

Nguồn: DXG, ước tính của VCSC

Sunview Town 3 – Đã khởi công

Tổng quan dự án: Bao gồm 4 tòa nhà, tổng cộng 1.600 căn hộ

Địa điểm: Quận Thủ Đức

Khoảng cách đường bộ đến trung tâm TP. HCM: 8km

Khoảng cách đường bộ đến sân bay: 10km

Tổng giá trị đầu tư: 59 triệu USD

Giá trị BĐS khi đã được phát triển: 72 triệu USD

Giá ước tính: 50.000USD/căn hộ

Diện tích trung bình: 75m²/căn hộ

Tỷ lệ sở hữu của DXG: 100%

Tình trạng:

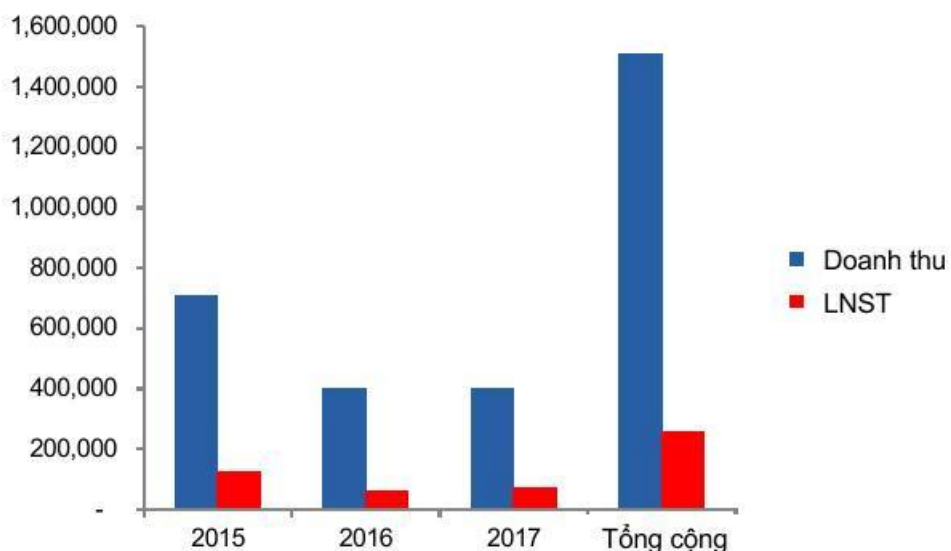
Block 1 Ruby (340 căn hộ): Đã được bán xong trong tháng 05/2014. Hiện đã xây dựng đến tầng 7, dự kiến sẽ bàn giao vào tháng 06/2015.

Block 2 Sapphire (340 căn hộ): Bán được 240 căn hộ chỉ trong vòng một tháng (09/2014). Đã hoàn tất phần móng. DXG dự kiến sẽ bàn giao khối nhà này vào cuối năm 2015.

Block 3 và 4 (920 căn hộ): Sẽ được mở bán trong năm 2015.

Quan điểm của chúng tôi đối với tác động của dự án và đóng góp vào DXG: Dự án nhắm vào khách hàng mua nhà có nhu cầu thực với mức giá phải chăng 50.000USD/căn hộ; nhờ vậy tiến độ bán hàng rất tích cực. Hơn nữa, với giá bán tại block Sapphire thấp hơn 1,05 tỷ đồng/căn hộ, sản phẩm đủ điều kiện tham gia gói hỗ trợ BĐS với lãi suất 5%/năm trong vòng 15 năm. Chúng tôi cho rằng tiến độ bán hàng tại hai block còn lại của dự án này cũng sẽ tích cực như Sapphire và Ruby. Vì vậy, chúng tôi ước tính dự án sẽ có tỷ lệ hoàn vốn nội bộ 51% và mang lại lợi nhuận cho DXG từ năm 2015-2017.

Hình 14: Tiến độ ghi nhận dự án Sunview Town



Nguồn: Ước tính của VCSC

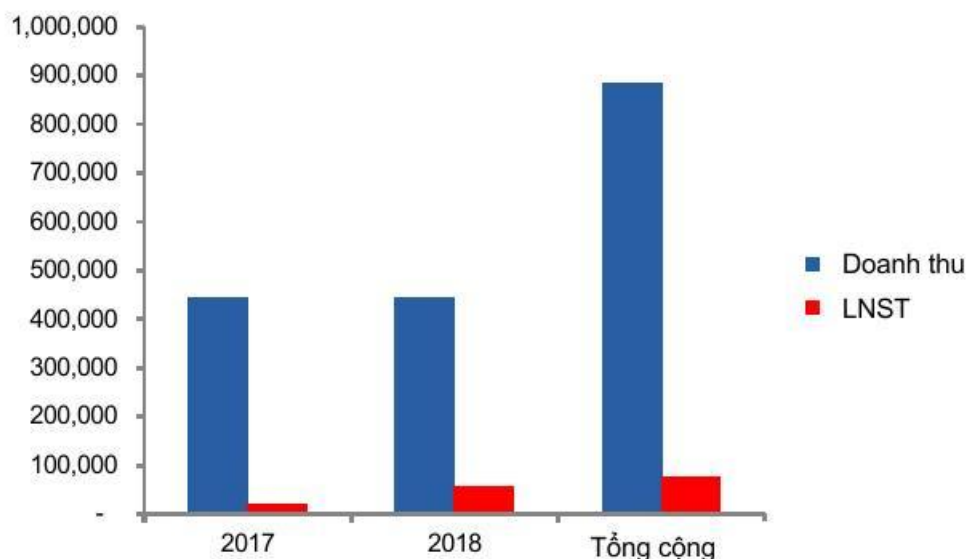
Riverside Garden – Chưa khởi công

Loại hình dự án: Gồm hai block, tổng cộng 600 căn hộ
Địa điểm: Quận Thủ Đức, TP. HCM
Khoảng cách đường bộ đến trung tâm TP. HCM: 4km
Khoảng cách đường bộ đến sân bay: 4km
Tổng giá trị đầu tư: 37 triệu USD
Giá trị BĐS khi đã được phát triển: 42 triệu USD
Giá ước tính: 60.000 - 70.000USD/căn
Diện tích trung bình: 70-80m2/căn
Tỷ lệ sở hữu của DXG: 100%

Tình trạng: Dự án Riverside Garden bao gồm 20.000m2 đất sạch mua lại từ CTCP Phát triển hạ tầng & Bất động sản Thái Bình Dương (HSX: PPI) với giá 90 tỷ đồng, thấp hơn 53% so với giá trị sổ sách của PPI. Ban lãnh đạo DXG dự kiến sẽ thiết kế lại dự án để tăng lợi nhuận. Cụ thể, theo thiết kế cũ của PPI, các căn hộ có diện tích trung bình là 150m2 và mật độ xây dựng thấp, không chỉ mang lại biên lợi nhuận thấp mà còn đi ngược lại xu hướng chung của thị trường là ưa chuộng căn hộ có diện tích nhỏ. DXG sẽ nâng mật độ sử dụng đối với các tòa nhà và giảm diện tích căn hộ xuống 70-80m2, đồng thời gần như giữ nguyên các mảng xanh và cơ sở vật chất. Dự kiến thiết kế mới sẽ được cấp phép trong Quý 4/2014 và ngay sau đó dự án sẽ được khởi công.

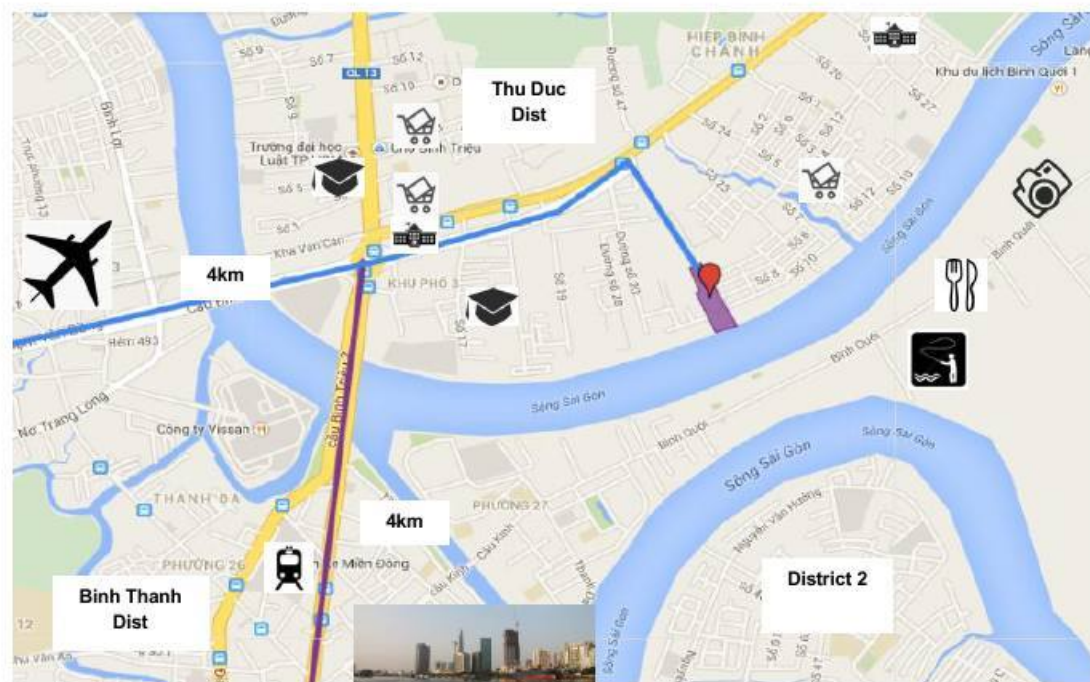
Đánh giá của chúng tôi đối với tác động của dự án và đóng góp đối với DXG: Chúng tôi cho rằng tiến độ bán hàng sẽ tích cực, vì dự kiến giá sản phẩm sẽ từ 1,2 đến 1,5 tỷ đồng, phù hợp với nhu cầu thị trường, như thành công của dự án TDH Trường Thọ. TDH Trường Thọ có diện tích căn hộ xấp xỉ Riverside Garden, chỉ cách Riverside Garden 1km, trong khi Riverside Garden có ưu thế hơn về vị trí vì nằm ven sông. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ hoàn vốn nội bộ của dự án sẽ đạt khoảng 24,7%, và sẽ đóng góp cho DXG phần lớn trong số 885 tỷ đồng doanh thu và 77 tỷ đồng LNST trong các năm 2017 và 2018.

Hình 18: Tiến độ ghi nhận dự án Riverside Garden



Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 19: Vị trí dự án Riverside Garden



Nguồn: VCSC

Green City – Chưa khởi công

Loại hình dự án: 192 nhà phố và 2 block căn hộ

Địa điểm: Quận 9

Khoảng cách đường bộ đến trung tâm TP. HCM: 6km

Khoảng cách đường bộ đến sân bay: 4km

Tổng giá trị đầu tư: 57 triệu USD

Giá trị BĐS khi đã được phát triển: 78 triệu USD

Giá ước tính: 100.000USD/nhà phố; 70.000USD/căn hộ

Diện tích trung bình: 80m2/căn hộ và 100m2/nhà phố

Tỷ lệ sở hữu của DXG: 100%

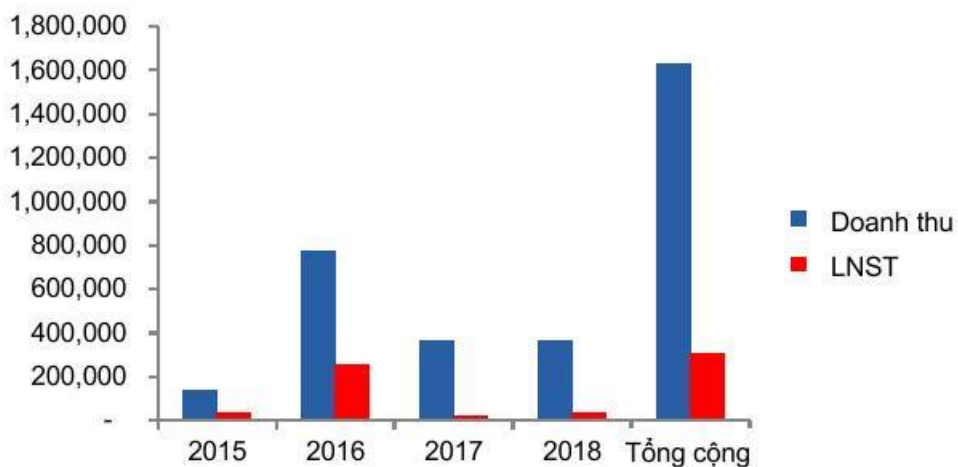
Tình trạng: Mua lại từ một doanh nghiệp nhà nước với giá chuyển nhượng 84 tỷ đồng, dự án Green City (rộng 7,4ha) là dự án lớn thứ hai của DXG tại TP. HCM, sau dự án Sunview Town 3.

Dự án nằm tại Quận 9, gần Xa lộ Hà Nội, chỉ cách trung tâm TP. HCM 6km và 10 phút đi bộ đến nhà ga tàu điện ngầm đang được thi công, dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2018.

Dự án vẫn đang trong giai đoạn thiết kế nhưng ban lãnh đạo dự kiến sẽ nhắm vào phân khúc trung cấp, trong đó bao gồm nhà phố, giá khoảng 15 triệu đồng/m2 sàn xây dựng và một khối nhà căn hộ 18 tầng, giá 17-18 triệu đồng/m2. DXG dự kiến sẽ khởi công và mở bán phần nhà phố vào năm sau. Chi phí đầu tư dự án theo ước tính là 1.200 tỷ đồng, trong đó 20% là vốn vay ngân hàng, 50% là tạm ứng của khách hàng và 30% là vốn chủ sở hữu huy động từ đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ sắp tới.

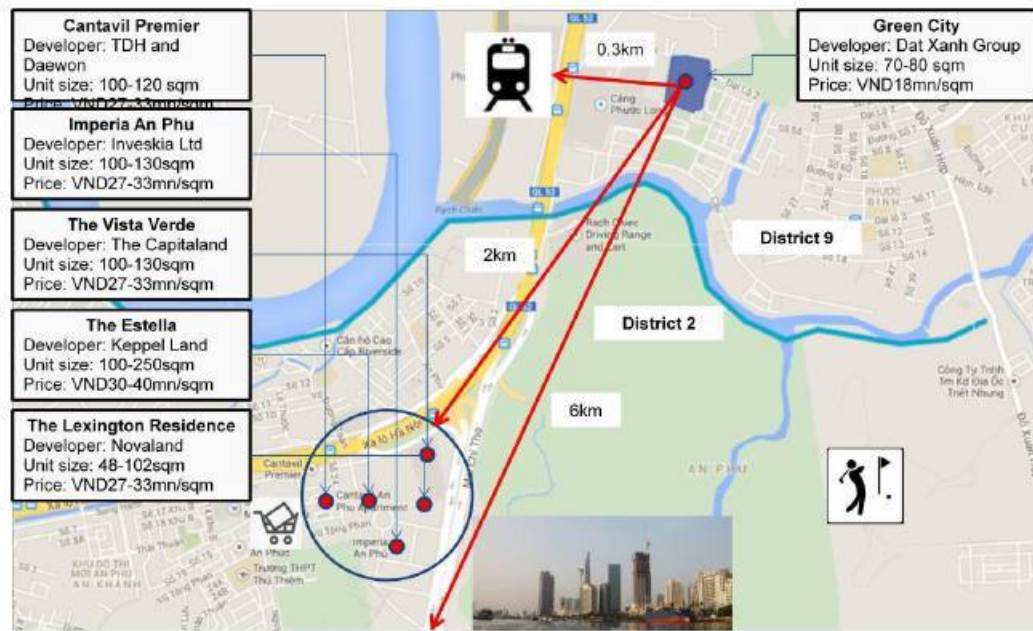
Đánh giá của chúng tôi đối với tác động của dự án và đóng góp đối với DXG: Chúng tôi cho rằng dự án có giá rất hấp dẫn đồng thời mang lại cho khách hàng chất lượng sống tương đương với các dự án BĐS cao cấp gần đó tại Quận 2, một trong những khu dân cư phát triển nhất tại TP. HCM. Thực tế, DXG đưa ra mức giá sản phẩm thấp hơn đến 40% so với các dự án nằm tại trung tâm Quận 2 chỉ cách đó 2km (căn hộ chung cư); trong khi đó nhà phố có giá bán xấp xỉ với dự án Mega Ruby nhưng lại gần trung tâm thành phố hơn. Hơn nữa, với việc ra/vào trung tâm thành phố chỉ mất 10 phút di chuyển, tàu điện ngầm Metro dự kiến sẽ là phương tiện giao thông chính của người dân khu vực này.

Hình 20: Tiến độ ghi nhận dự án Green City



Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 21: Vị trí dự án Green City và các dự án lân cận



Nguồn: VCSC

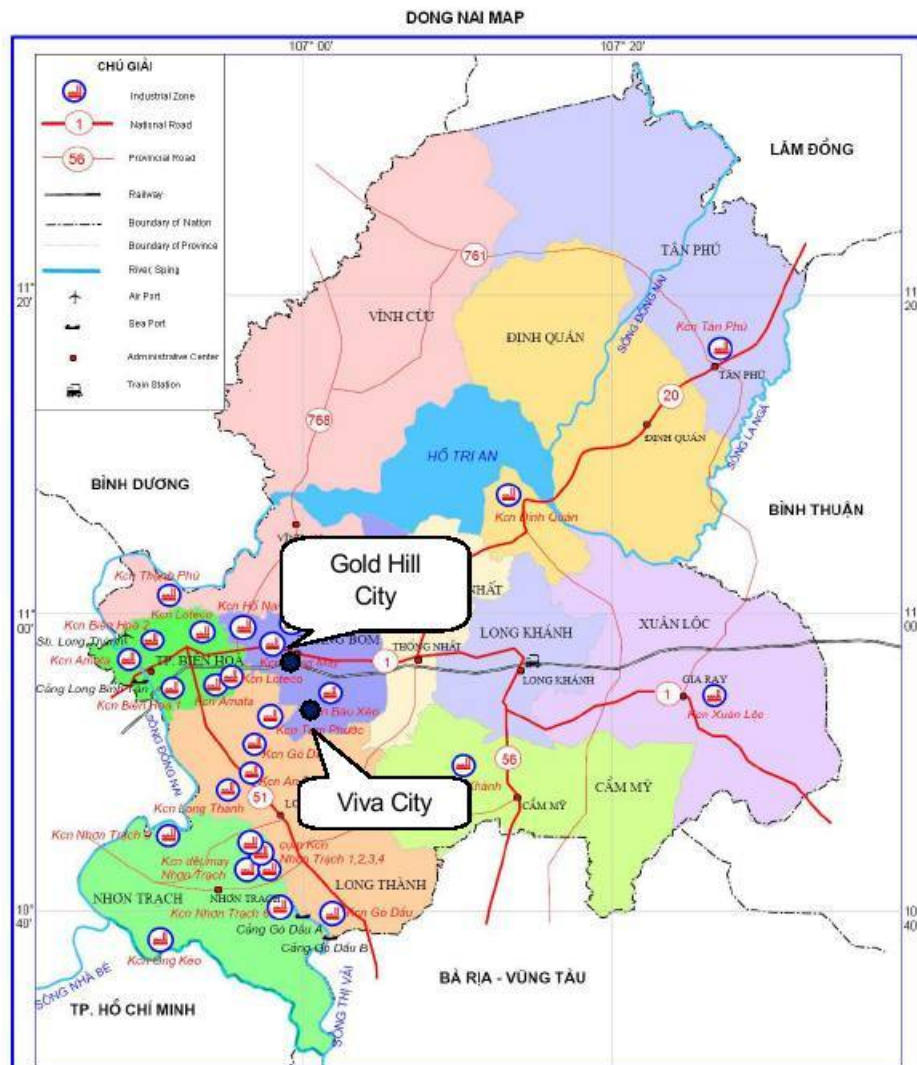
Các dự án khu đô thị (đất nền)

Trảng Bom, Đồng Nai, TP. HCM – Giá BĐS có thể tăng mạnh nhờ vị trí

DXG có hai dự án khu đô thị tại Trảng Bòm, tỉnh Đồng Nai với vị trí ngày càng mang tính chiến lược nhờ các yếu tố như:

- GDP đầu người gần 3.000USD, trong khi mức trung bình của cả nước là 1.900USD.
- Tập trung các khu công nghiệp Hố Nai (cách Trảng Bòm 19km), Sông Mỹ (13km), Bầu Xéo (4km) và Giang Điền (12,5km); công nghiệp đóng góp 70% nền kinh tế của tỉnh.
- Cơ sở hạ tầng phát triển nhanh chóng giúp giảm quãng đường di chuyển đến TP. HCM và các khu vực xung quanh; các dự án này bao gồm Quốc lộ 1A, đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây, đường cao tốc Biên Hòa – Long Thành và Đường Vành đai trong 4.
- Giá BĐS tương đối thấp, chỉ bằng 1/3 so với tại TP. HCM nên có thể tăng mạnh trong tương lai.

Hình 22: Bản đồ tỉnh Đồng Nai và vị trí dự án Gold Hill và Viva City



Nguồn: UBND tỉnh Đồng Nai, DXG

Dự án Gold Hill City

Loại hình dự án: 1.264 lô đất nền
Địa điểm: huyện Trảng Bòm, tỉnh Đồng Nai
Khoảng cách đường bộ đến trung tâm TP. HCM: 45km
Khoảng cách đường bộ đến Sân bay Long Thành: 13km
Tổng giá trị đầu tư: 19 triệu USD
Giá trị BĐS khi đã được phát triển: 25 triệu USD
Giá ước tính: 21.600 USD/lô
Diện tích trung bình: 100-200m²
Tỷ lệ sở hữu của DXG: 100%

Tình trạng: Từ khi mở bán vào tháng 03/2012 đến nay, DXG đã bán được 85% lô đất nền tại dự án này và thu được 53% giá trị thanh toán.

DXG hiện đang thương lượng lại với khách hàng mua nhà để yêu cầu chi thêm tiền cho phần đất tăng thêm sau khi tỉnh Đồng Nai thu hẹp các con đường đi qua dự án này. Diện tích đất thương phẩm tăng nhẹ nhưng lại gây ra một vấn đề hóc búa với DXG vì công ty có thể sẽ không ghi nhận được 220 tỷ đồng doanh thu từ dự án Gold Hill trong năm nay do khách hàng phải trả 98% giá trị sản phẩm trước khi được nhận chuyển nhượng quyền sở hữu và trong tình huống xấu nhất, khách hàng có thể hủy hợp đồng và yêu cầu trả lại tiền. Với tình hình tài chính lành mạnh của DXG như hiện nay, chúng tôi cho rằng vấn đề này sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động của DXG trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về khả năng sinh lời của dự án, việc dòng tiền bị gián đoạn trong tình huống xấu nhất sẽ khiến dòng tiền chiết khấu của dự án giảm 50%. Chúng tôi đã phản ánh tác động này vào mô hình định giá với giả định DXG sẽ phải hoàn tiền lại cho khách hàng 40% số đất nền đã bán.

Hình 23: Thiết kế dự án Gold Hill



Nguồn: DXG

Hình 24: Quang cảnh công viên tại Gold Hill



Nguồn: DXG

Khu đô thị The Viva City

Loại hình dự án: 3.250 lô đất nền

Địa điểm: Trảng Bòm, Đồng Nai

Khoảng cách đường bộ đến trung tâm TP. HCM: 45km

Khoảng cách đường bộ đến Sân bay Long Thành: 13km

Tổng giá trị đầu tư: 45,9 triệu USD

Giá trị BĐS khi đã được phát triển: 61,6 triệu USD

Giá ước tính: 200-500 triệu đồng

Diện tích trung bình: 100m²-200m²

Tỷ lệ sở hữu của DXG: 44,5% (Công ty TNHH Phú An: 55,5%)

Tình trạng: Dự án Viva City có quy mô gấp 4,4 lần dự án Gold Hill và đòi hỏi khả năng quản lý dự án rất cao. DXG hiện đang hợp tác với Công ty TNHH Phú An, một chủ đầu tư tại tỉnh Đồng Nai, từng phát triển một số dự án như Khu dân cư Phú An (rộng 11,5ha) và Khu Đô thị Dịch vụ - Du lịch - Sinh thái Giang Điền (rộng 118ha). Trong khi Khu dân cư Phú An đã được bán xong năm 2013, Khu Đô thị Dịch vụ - Du lịch - Sinh thái Giang Điền vẫn đang trong quá trình mở bán và DXG cũng là nhà môi giới độc quyền cho dự án này. Theo chúng tôi được biết, Công ty TNHH Phú An đã giúp DXG xin cấp được quỹ đất của dự án Viva City từ tỉnh Đồng Nai, trong khi DXG sẽ hỗ trợ bán các dự án còn lại của họ.

Hiện 22% số lô đất nền đã được bán, trong đó DXG đã thu về 71% số tiền bán đất. Số đất nền còn lại dự kiến sẽ được bán từ năm 2015-2020, vì chúng tôi cho rằng với tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng xung quanh tỉnh Đồng Nai như hiện nay, khu dân cư sẽ có tiến độ bán hàng tích cực.

Hình 25: Thiết kế dự án The Viva City



Nguồn: DXG

Dự án Palmela Residence, Phú Quốc

Loại hình dự án: Biệt thự, đất nền và nghỉ dưỡng

Địa điểm: Phú Quốc

Tổng giá trị đầu tư: 207 triệu USD, trong đó 6 triệu USD đầu tư vào giai đoạn 1

Giá trị BĐS khi đã được phát triển: 9 triệu USD (giai đoạn 1)

Giá ước tính: 2 tỷ đồng/lô đất nền

Diện tích trung bình: 200-300m²

Tỷ lệ sở hữu của DXG: 44,5%

Được đầu tư 100% vốn bởi một trong các công ty liên kết của DXG là CTCP Địa Ốc Long Điền (DXG nắm giữ 44,7% cổ phần), dự án có tổng diện tích 85,3ha, nằm cạnh Khu nghỉ dưỡng Vinpearl Phú Quốc. Do quy mô lớn, dự án sẽ được chia thành nhiều giai đoạn, trong đó giai đoạn 1 (DXG phụ trách) bao gồm phát triển, mở bán phần biệt thự và đất nền trong một khu vực rộng 12ha, trong khi giai đoạn 2 sẽ do Công ty TNHH Phú An phụ trách, bao gồm xây dựng một số khu nghỉ dưỡng, trong đó việc quản lý hoạt động sẽ thuê một bên thứ ba đảm nhiệm.

Trong giai đoạn đầu, khoảng 60 lô đất nền sẽ được bán trong năm 2015 với giá thị trường hiện nay, theo ước tính là 10 triệu đồng/m². Cơ sở hạ tầng hiện đang được xây dựng. Các lý do khiến DXG đầu tư vào dự án này là:

- Đảo Phú Quốc có đường bờ biển dài 150km; nhiệt độ quanh năm ổn định trong phạm vi 25-28°C và nhìn chung không bị ảnh hưởng bởi thời tiết xấu như bão. Vì vậy, Phú Quốc có tiềm năng phát triển du lịch rất lớn, ngày càng hấp dẫn đối với nhiều chủ đầu tư như Vingroup, Salinda Premium Resort, Chín Chín Núi Company (Sunset Sanato), Novotel, InterContinental Hotel Group v.v.
- Long Điền sở hữu BĐS có vị trí đắc địa tại Bãi Dài, cạnh Vinpearl Phú Quốc và casino. Theo ban lãnh đạo DXG, sản phẩm giai đoạn 1 (biệt thự và đất nền) mang tính cạnh tranh cao nhờ thừa hưởng các cơ sở vật chất vui chơi giải trí đã được hoàn thiện tại các dự án lân cận.

Do không có đầy đủ thông tin, chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị sổ sách để định giá dự án Palmela Residence.

Hình 26: Giá thị trường đất nền tại Phú Quốc năm 2013



Nguồn: CBRE

Định giá

Tổng kết định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị tài sản ròng để định giá danh mục BĐS của DXG, trong đó dùng phương pháp dòng tiền chiết khấu để định giá các dự án đang thi công và các dự án chúng tôi cho rằng sẽ khởi công trong 6 tháng tới. Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị sổ sách đối với các dự án vẫn đang trong giai đoạn lên kế hoạch.

Trường hợp cơ sở: Giá phát hành riêng lẻ là 10.000 đồng/cổ phiếu

#	Dự án	TL sở hữu %	GDC tỷ đồng	GDV tỷ đồng	Valuation method	RNAV (tỷ đồng)	Tình trạng
1	Gold Hill City (đất nền)	100%	384	526	DCF	30,1	Đã bán 45%
2	Viva City (đất nền)	44,5%	965	1,294	DCF	127,1	Đã bán 22%
3	Sunview Town 3 (căn hộ)	100%	1,240	1,509	DCF	303,2	Đã bán 29%
4	Riverside Garden (căn hộ)	100%	778	886	DCF	83,7	Đang thiết kế
5	Green City (căn hộ)	100%	1,193	1,630	DCF	286,2	Đang thiết kế
6	Phú Quốc – Giai đoạn 1 (biệt thự)	44,5%	126	189	BV	63,6	Đang thi công
7	Các dự án khác				BV	9,4	
Tổng giá trị tài sản ròng						903,4	
Cộng: Giá trị môi giới						238,0	
Cộng: Giá trị đầu tư thứ cấp						63,3	
Cộng: Tài sản lưu động						306,8	
Vốn còn thừa từ đợt phát hành riêng lẻ						264,5	
Trừ : Nợ						(69,8)	
Giá trị tài sản ròng						1.706,2	
Số cổ phiếu lưu hành						125.000.000	
Số cổ phiếu lưu hành hiện nay						75.000.000	
Số quyền mua cổ phiếu sẽ phát hành						18.750.000	
Số cổ phiếu riêng lẻ sẽ phát hành						25.700.000	
Số cổ phiếu sẽ phát hành để trả cổ tức						5.250.000	
Số cổ phiếu sẽ phát hành cho nhân viên						300.000	
Giá trị tài sản ròng/cổ phiếu						13.650	
Tỷ lệ chiết khấu áp dụng (**)						10%	
Giá trị tài sản ròng chiết khấu/cổ phiếu						12.300	
Giá cổ phiếu hiện nay sau điều chỉnh						12.600	

(*) Tại mức giá phát hành cổ phiếu riêng lẻ 10.000 đồng/cổ phiếu và phát hành quyền mua cổ phiếu 10.000 đồng/cổ phiếu, DXG sẽ thu về khoảng 445 tỷ đồng. Sau khi khấu trừ 180 tỷ đồng vốn đầu tư ban đầu vào dự án Green City và Riverside Garden, phần vốn đầu tư còn lại là 265 tỷ đồng.

(**) Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 10% vì DXG trước đây đã thực hiện một số đợt phát hành riêng lẻ với giá chiết khấu khiến cho tỷ lệ sở hữu của cổ đông bị pha loãng.

TỔNG KẾT ĐỊNH GIÁ CÁC DỰ ÁN

Hình 27: Tổng kết dòng tiền ròng chiết khấu đối với việc phát triển các dự án

	2014	2015	2016	2017 (*)	2018 (*)
Sunview 3	193,6	41,1	60,8	7,6	-
Goldhill	(26,9)	49,5	7,5	-	-
Viva City	46,8	14,1	27,1	21,6	11,6
Riverside Garden	(87,9)	78,2	90,7	5,6	-
Green City	(168,7)	(2,5)	208,0	211,6	37,8
Tổng cộng	(43,1)	180,4	394,1	246,4	49,4

Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 28: Các số liệu chính của dự án

	Giá bán (VND/m ²)	Diện tích sản khai thác (m ²)	Diện tích sản xây dựng (m ²)
Sunview 3	13,5	111.797	149.063
Goldhill	3,2	164.506	164.506
Viva City	2,3	560.411	560.411
Riverside Garden	19,0	46.603	68.534
Green City – đất nền	14,0	64.776	64.776
Green City – căn hộ	19,0	40.181	57.401
Tổng cộng		988.274	1.064.691

Nguồn: Ước tính của VCSC

(*)DXG cần mua/phát triển thêm dự án để lấp đầy danh mục dự án từ năm 2017 trở đi

Các giả định chính:

- Chúng tôi giả định đợt phát hành riêng lẻ sắp tới sẽ được thực hiện thành công với giá 10.000 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi không định giá lại lĩnh vực xây dựng do lĩnh vực này không đóng góp nhiều vào dòng tiền cũng như ảnh hưởng đáng kể đến mô hình định giá.
- Tiến độ thanh toán: 60% trong năm đầu, 40% trong năm thứ hai.
- Tiến độ bán hàng:

#	Dự án	Trước 10/2014	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	Gold Hill City	43%	15%	42%				
2	Viva City	22%	5%	10%	16%	16%	16%	15%
3	Sunview Town 3	29%	9%	31%	31%			
4	Riverside Garden			70%	30%			
5	Green City - đất nền			70%	30%			
6	Green City - căn hộ				60%	40%		

Nguồn: Ước tính của VCSC

- Giả định ghi nhận doanh thu:

#	Dự án	Trước 10/2014	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	Gold Hill City	22%	0%	41%	37%			
2	Sunview Town 3			46%	27%	27%		
3	Riverside Garden					50%	50%	
4	Green City - đất nền			15%	85%			
5	Green City căn hộ					50%	50%	

Nguồn: Ước tính của VCSC

TỔNG KẾT ĐỊNH GIÁ HOẠT ĐỘNG MÔI GIỚI

Hình 29: Tổng kết định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do

	2015	2016	2017	2018	Giá trị cuối kỳ
LNST	61,0	67,0	73,8	81,1	
Cộng: Khấu hao	1,2	1,4	1,5	1,7	
Cộng: Lãi vay sau thuế	1,9	5,0	12,1	26,6	
Trừ: Đầu tư XDCB	1,1	1,2	1,3	1,5	
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	34,2	75,5	31,1	87,7	
Dòng tiền tự do	28,8	-3,2	55,0	20,2	208,3
Dòng tiền tự do CK	28,8	-2,9	44,7	14,8	152,6
Giá trị HD môi giới	238,0				

Nguồn: Ước tính của VCSC

Các giả định chính:

- Chúng tôi áp dụng tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tính đến thời điểm kết thúc năm 2014 là 0,25 và tăng lên 0,5 từ năm 2015 trở đi vì DXG dự định bắt đầu vay vốn ngân hàng để tăng vốn lưu động và mua lại một số dự án mới.
- Khấu hao, chi phí lãi vay, chi phí đầu tư XDCB và thay đổi của vốn lưu động được chia cho môi giới theo tỷ lệ tương ứng với đóng góp vào doanh thu.
- Tăng trưởng cuối kỳ là 2%.
- Chi phí vốn bình quân gia quyền:

Hình 30: Tính WACC để định giá lĩnh vực môi giới và đầu tư thứ cấp

	2014	2015	2016	2017	2018
%Vốn CSH/Vốn	80%	67%	67%	67%	67%
%Nợ/Capital	20%	33%	33%	33%	33%
Hệ số Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lãi suất phi rủi ro	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Phần bù rủi ro thị trường	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
WACC	11,9%	11,2%	10,9%	10,9%	10,9%

Nguồn: Ước tính của VCSC

TỔNG KẾT ĐỊNH GIÁ ĐẦU TƯ THỨ CẤP

Vì yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng mảng đầu tư thứ cấp là khả năng mở rộng danh mục dự án (tương tự như với phát triển dự án), mô hình định giá của chúng tôi chỉ bao gồm đến năm 2016, vì danh mục đầu tư thứ cấp hiện tại của DXG kéo dài đến thời điểm này.

Hình 31: Tổng kết định giá dòng tiền tự do đầu tư thứ cấp

Dự án	2015	2016
Lợi nhuận trước thuế	119,0	48,3
<i>Golden West</i>	18,2	4,6
<i>Mỹ Sơn</i>	19,2	9,8
<i>Hoàng Văn Thụ</i>	30,2	24,1
<i>4S Riverside Linh Đông</i>	15,8	-
<i>SV3</i>	4,6	3,2
<i>Topaz Garden</i>	19,0	6,7
<i>Ngân Cầu - Ngân Giang</i>	-	-
<i>Green City (Đà Nẵng)</i>	12,2	-
LNST	92,9	37,7
Cộng: Khấu hao	0,8	0,9
Cộng: Lãi vay sau thuế	1,2	3,3
Trừ: Vốn đầu tư XDCB	0,7	0,8
Trừ: Thay đổi của vốn lưu động	22,6	50,3
Dòng tiền tự do	71,5	-9,1
Dòng tiền tự do chiết khấu	71,5	-8,2
Giá trị đầu tư thứ cấp	63,3	

Nguồn: Ước tính của VCSC

Giả định chính:

- Tiến độ thanh toán: 50% trong năm đầu, 40% trong năm thứ 2 và 10% trong năm thứ 3.
- Khấu hao, chi phí lãi vay, vốn đầu tư XDCB và thay đổi của vốn lưu động được phân bổ cho lĩnh vực đầu tư thứ cấp theo tỷ lệ đóng góp vào doanh thu.

Rủi ro định giá:

Chúng tôi thực hiện phân tích tình huống và độ nhạy để ước lượng rủi ro định giá như sau:

- Phân tích tình huống cho đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ sắp tới theo các mệnh giá phát hành khác nhau:

Giá phát hành	10.000VNĐ/CP	11.000VNĐ/CP	12.000VNĐ/CP
NAV/CP	13.650	13.855	14.061
Chiết khấu NAV/CP	12.300	12.500	12.700
Giá CP sau điều chỉnh	12.600	12.600	12.600
TL tăng	-2,4%	-0,8%	+0,8%

- Phân tích độ nhạy đối với giá trị tài sản ròng chiết khấu (NAV) bằng cách điều chỉnh tỷ lệ tăng trưởng cuối kỳ của lĩnh vực môi giới:

Tăng trưởng cuối kỳ	10.000VNĐ/CP	11.000VNĐ/CP	12.000VNĐ/CP
1,0%	12.200	12.400	12.500
2,0%	12.300	12.500	12.700
3,0%	12.400	12.600	12.800

Tăng trưởng cuối kỳ	10.000VNĐ/CP	11.000VNĐ/CP	12.000VNĐ/CP
1,0%	-3,2%	-1,6%	-0,8%
2,0%	-2,4%	-0,8%	+0,8%
3,0%	-1,6%	+0,0%	+1,6%

Sự kiện nổi bật thời gian qua

Phát hành cổ phiếu riêng lẻ, quyền mua cổ phiếu, cổ phiếu cho nhân viên và trả cổ tức

Theo quyết định của ĐHCĐ tổ chức hồi tháng 04/2014, DXG dự định sẽ tăng vốn điều lệ từ 750 tỷ đồng lên 1.250 tỷ đồng để mở rộng hoạt động, đặc biệt là tài trợ hai dự án mới và mua thêm đất. Cụ thể như sau:

- Phát hành quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 4:1 (nắm giữ 4 cổ phiếu sẽ được quyền mua thêm một cổ phiếu), tương đương 18,75 triệu cổ phiếu mới. Giá phát hành là 10.000 đồng/cổ phiếu.
- Phát hành 25,7 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho đối tác chiến lược. Giá phát hành tối thiểu là 10.000 đồng/cổ phiếu. Trong mô hình định giá, chúng tôi giả định giá phát hành là 10.000 đồng, thấp hơn 38% so với giá thị trường hiện nay.
- Phát hành 5,25 triệu cổ phiếu để trả cổ tức cho cổ đông hiện hữu (nắm giữ 100 cổ phiếu sẽ được nhận thêm 7 cổ phiếu mới).
- Phát hành 0,3 triệu cổ phiếu cho nhân viên.

DXG dự kiến sẽ thực hiện đợt phát hành này trong tháng 11/2014.

Rủi ro đầu tư

Phát hành cổ phiếu riêng lẻ và nguy cơ pha loãng

Các đợt phát hành riêng lẻ sẽ khiến tỷ lệ sở hữu của cổ đông bị pha loãng. Từ trước đến nay, DXG huy động vốn chủ yếu thông qua hình thức phát hành cổ phiếu riêng lẻ với giá chiết khấu cho các đối tác chiến lược để phát triển dự án. Tuy giúp công ty thực hiện được các dự án nhưng việc làm này khiến các cổ đông hiện hữu lo ngại.

Hình 32: Các đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ trước đây của DXG

Giai đoạn	Số CP phát hành	Giá phát hành	Chiết khấu so với giá TT tại thời điểm phát hành	Giá trị vốn huy động	Dự án đầu tư
Q4/2014	25.700.000	Tối thiểu 10.000đồng/CP	TBA	TBA	Green City, Riverside Garden
Q1/2014	11.640.383	10.000đồng/CP	20%	116 tỷ đồng	Sunview Town 3
Q4/2012	10.000.000	10.000đồng/CP	0%	100 tỷ đồng	Gold Hill
Q1/2011	5.200.000	15.000đồng/CP	10%	78 tỷ đồng	Phú Gia Hưng

Nguồn: VCSC

Sử dụng vốn hiệu quả. Theo ước tính của chúng tôi, DXG sử dụng vốn rất hiệu quả, trong đó tỷ lệ hoàn vốn nội bộ tại các dự án sử dụng vốn huy động bằng hình thức phát hành cổ phiếu riêng lẻ như Phú Gia Hưng và Sunview 1 và 2 đạt 30%.

Tình trạng sử dụng vốn đã huy động: Gần đây DXG báo cáo tình hình giải ngân 221,8 tỷ đồng vốn đã huy động (trong đó 116 tỷ đồng được huy động bằng hình thức phát hành cổ phiếu riêng lẻ và 105,8 tỷ đồng bằng hình thức phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu) trong tháng 02/2014. Trong số này, 181 tỷ đồng đã được đầu tư vào dự án Sunview Town 3 với tổng vốn đầu tư khoảng 290 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo phần vốn còn lại sẽ được đầu tư vào dự án từ năm 2014 đến 2016 nhằm đẩy mạnh tiến độ thi công và bàn giao sản phẩm.

Rủi ro trong việc mở rộng quỹ đất

Tuy trong thời gian qua, DXG đã khẳng định được khả năng tìm kiếm và mua lại các dự án có vị trí đắc địa như Green City và Riverside Garden, chúng tôi cho rằng trong ba năm tới, việc mua lại các dự án sẽ trở nên khó khăn hơn vì các lý do sau:

- Thị trường BĐS đã chạm đáy và đang phục hồi với thanh khoản cũng như nhu cầu cải thiện, vì vậy các doanh nghiệp sở hữu dự án có thể sẽ chọn việc tự phát triển dự án thay vì bán lại quỹ đất, hoặc sẽ bán với giá cao hơn hiện nay.
- DXG không có kinh nghiệm trong việc quy hoạch và đền bù dự án.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng với khả năng nắm bắt thị trường và mạng lưới bán hàng có độ phủ lớn, DXG vẫn sẽ có thể mua lại một số dự án trong tương lai. Vì vậy, chúng tôi cho rằng thành công trong việc mua lại các dự án mới sẽ là một yếu tố quan trọng quyết định tiềm năng tăng trưởng của DXG.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn
CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.