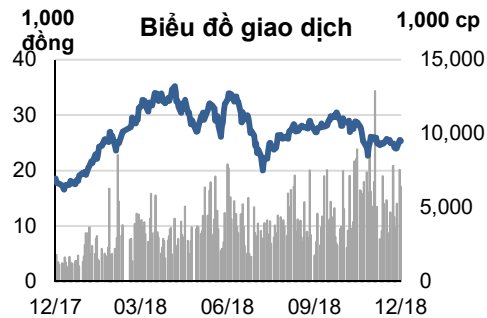


BÁO CÁO LẦN ĐẦU

04/12/2018

DXG (HOSE)

Đánh giá	TRUNG LẬP
	Bất Động Sản
Giá thị trường (VND)	25,500
Giá mục tiêu (VND)	29,200
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	15%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	15%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	33%	-3%	-7%	37%
Tương đối	34%	-7%	-5%	36%

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thông kê 04/12/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	16.6k-35.2k
SL lưu hành (triệu cp)	350
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,885
Vốn hóa (triệu USD)	381
% khối ngoại sở hữu	48%
SL cp tự do (triệu cp)	243
KLGD TB 3 tháng (cp)	2,488,217
VND/USD	23,292
Index: VNIndex/HNX	959/107

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 04/12/2018

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	9.3%
Công ty CP Đầu tư NAV	5.5%
KIMC Vietnam Growth Equity Fund	5.0%

Nguồn: StoxPlus, KISVN

Mai Trần

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1457
mai.tt@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) – DXS dự kiến IPO vào 2019

Quan điểm đầu tư:

- Mảng dịch vụ bất động sản của DXG được đánh giá cao bởi: (1) Dòng tiền thu về ổn định, lợi nhuận cao (biên lãi gộp bình quân 10 năm khoảng 68%); (2) Ít bị ảnh hưởng nếu chu kỳ bất động sản xảy ra, bởi DXG chỉ là bên trung gian; (3) Uy tín thương hiệu, mạng lưới phân phối rộng khắp Việt Nam với hơn 200 đại lý.
- Lợi thế về quỹ đất phát triển lớn, khoảng 560.9ha chưa tính tới quỹ đất của LDG.
- Tiến độ bán hàng của các dự án do DXG làm chủ đầu tư khá tốt. 8T2018, DXG đã bán được khoảng 2,000/3,175 căn hộ của Gem Riverside.
- Gom mảng hoạt động môi giới, thành lập công ty DXS và dự kiến IPO vào 1Q2019
- 9T2018, DXG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ lần lượt là 3,237 tỷ đồng (+97%/n/n) và 750 tỷ đồng (+63%/n/n). Như vậy, DXG đã hoàn thành 65% doanh thu và 70% lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ tại AGM 2018.
- Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 5,900 tỷ và 1,820 tỷ đồng. EPS forward khoảng 4,420 đồng.

Rủi ro:

- Lo ngại trước chu kỳ bất động sản.
- Có không ít dự án của DXG đang trong giai đoạn xin thủ tục chuyển nhượng và đền bù giải tỏa. Với tình hình hiện nay, các doanh nghiệp bất động sản nói chung đang gặp khó khăn trong khâu thủ tục pháp lý để được phê duyệt, phát triển và xây dựng dự án.
- DXG dự kiến sẽ phát hành 1,400 tỷ trái phiếu chuyển đổi trong 1Q2019.
- Dòng tiền âm trong thời gian dài làm giảm sức hấp dẫn của cổ phiếu. Không chia cổ tức bằng tiền mặt trong thời gian tới.

Định giá:

- Chúng tôi định giá DXG ở mức **29,200 đồng/cp** tại cuối 2019. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt **15%** so với giá thị trường là **25,500 đồng/cp**. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	2,507	2,879	5,000	5,900
Tăng trưởng (%)	80%	15%	42%	15%
LNST (tỷ đồng)	664	1,085	1,450	1,820
Biên lợi nhuận (%)	27%	38%	29%	31%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,521	2,113	3,402	4,420
Tăng trưởng (%)	-26%	16%	39%	30%
ROE (%)	22%	21%	26%	26%
Nợ ròng/VCSH (%)	-32%	13%	-5%	2%
P/E (x)	17.1	12.3	7.6	5.9
P/B (x)	2.1	2.1	1.8	1.4
EV/EBITDA (x)	12.7	8.8	5.5	4.9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	1.7%	0%	0%

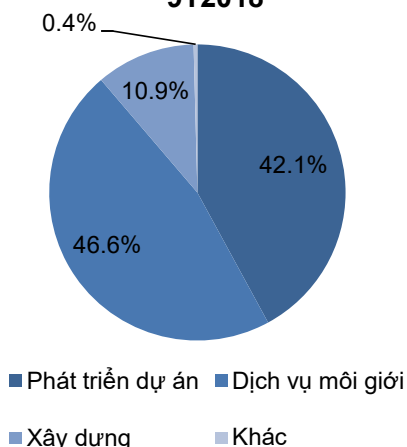
1. Tổng quan về DXG

Được thành lập năm 2003, thương hiệu Đất Xanh chính thức có mặt trên thị trường bất động sản Việt Nam. Niêm yết trên sàn HOSE vào ngày 22/12/2009 với mã cổ phiếu: DXG. Vốn điều lệ tại 30/9/2018 là 3,425 tỷ đồng.

Ngành nghề kinh doanh chính gồm: (1) Dịch vụ môi bất động sản trong đó bao gồm: hoạt động môi giới và hoạt động thứ cấp; (2) Chủ đầu tư phát triển dự án; (3) Hoạt động xây dựng.

Các đối thủ cạnh tranh chính của DXG trên sàn chứng khoán gồm : mảng dịch vụ bất động sản như: Cenland (CRE), Novaland (NVL), Hải Phát Land (HPX) Mảng phát triển dự án: Nam Long (NLG), Khang Điền (KDH), Phát Đạt (PDR), Vinhomes (VHM), Văn Phú Investment (VPI)....

Cơ cấu doanh thu 9T2018

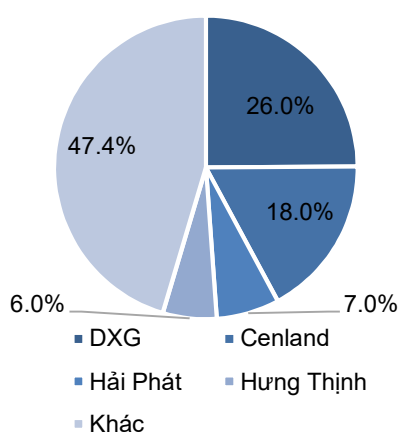


2. Mảng dịch vụ bất động sản

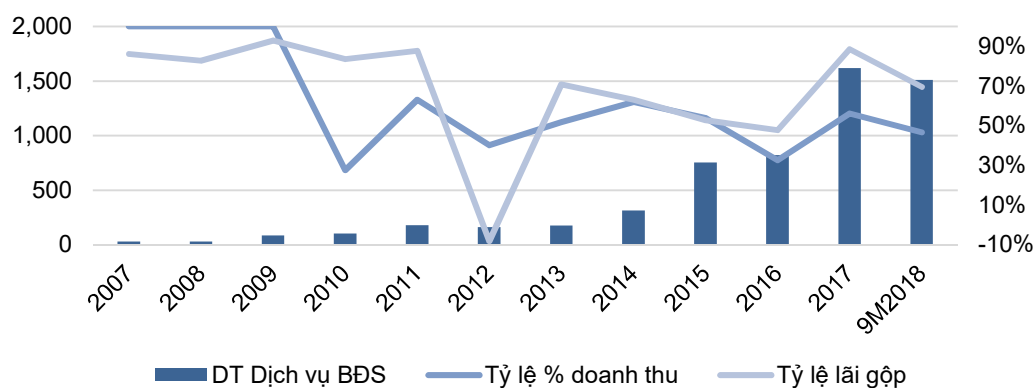
Dòng tiền ổn định

Nhắc đến DXG chúng ta nghĩ ngay tới ngay một trong những cái “tên” về dịch vụ bất động sản có “tuổi” tại Việt Nam. DXG đã có hơn 10 năm trong lĩnh vực kinh doanh về dịch vụ bất động sản. 9T2018 doanh thu đạt 1,510 tỷ đồng, chiếm khoảng 47% trên tổng doanh thu, và chiếm khoảng 26% thị phần môi giới tại Việt Nam.

Thị phần môi giới



Dịch vụ bất động sản



Nguồn: DXG, KISVN ước tính

Với kinh nghiệm lâu năm cùng với việc nắm bắt tốt nhu cầu thị yếu của khách hàng, DXG đã đang và sẽ không ngừng phát triển đầy mạnh quy mô của hoạt động dịch vụ bất động sản. Chúng tôi đánh giá cao mảng hoạt động này từ các lý do sau:

(1). Dòng tiền thu về ổn định, lợi nhuận cao. Biên lãi gộp ấn tượng, trung bình biên lãi gộp 10 năm về mảng dịch vụ bất động sản khoảng 68%. Con số ấn tượng so với Cenland trong năm 2017 là 40%. Sở dĩ cùng loại hình hoạt động dịch vụ bất động sản nhưng biên lãi gộp của DXG cao hơn Cenland và các công ty cùng ngành vì: hoạt động thứ cấp hiệu quả với biên lãi gộp ấn tượng. Mảng này có tỷ lệ lãi gộp rất cao, có khi lên đến 100%. Để hiểu rõ hơn hoạt động này chúng ta có thể hình dung qua ví dụ sau:

Giả sử DXG nhận phân phối 500 căn hộ của chủ đầu tư dự án với giá 1 tỷ/căn. DXG sẽ phải đặt cọc 50 tỷ đồng (tương đương 10% giá trị tổng giá trị dự án nhận phân phối). Và sau đó DXG bán lại với giá 1.1 tỷ đồng/căn. DXG sẽ thu về được là 50 tỷ đồng. Hay nói cách khác, DXG bỏ 50 tỷ tiền cọc và thu về 50 tỷ lợi nhuận → Mức lãi gộp là 100%.

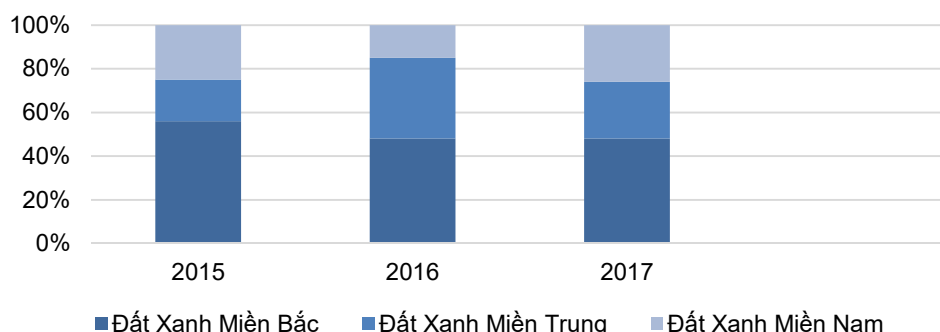
(2). Ít bị ảnh hưởng nếu chu kỳ bất động sản xảy ra bởi vì DXG chỉ là bên trung gian. Tuy vậy vào năm 2012, khi thị trường bất động sản Việt Nam bị đóng băng thì DXG bị ảnh hưởng nhưng mức độ ảnh hưởng tạm thời, ngắn và phục hồi nhanh.

(3). Uy tín thương hiệu và mạng lưới phân phối rộng khắp Việt Nam với hơn 200 đại lý.

Mở rộng mạng lưới phân phối – Đất Xanh Miền Trung lên ngôi

Nếu trước đây, doanh thu môi giới chủ yếu đến từ Đất xanh Miền Bắc thì những năm trở lại đây có xu hướng cân bằng giữa 3 công ty con ở 3 vùng miền. Gần đây, Đất xanh Miền Trung mở rộng hệ thống mạng lưới phân phối và hoạt động kinh doanh tốt sẽ đem về lợi nhuận lớn cho năm 2018 (so với Đất xanh Miền Bắc và Miền Nam). Trong đó dự án Dragon Smart City ở Đà Nẵng, sẽ mang về khoảng 500 tỷ đồng lợi nhuận và ½ trong số đó hạch toán vào 4Q2018, phần còn lại hạch toán vào năm 2019.

Doanh thu môi giới theo các công ty con



Nguồn: DXG & KISVN ước tính

Cuộc đua khốc liệt giành thị phần môi giới bất động sản

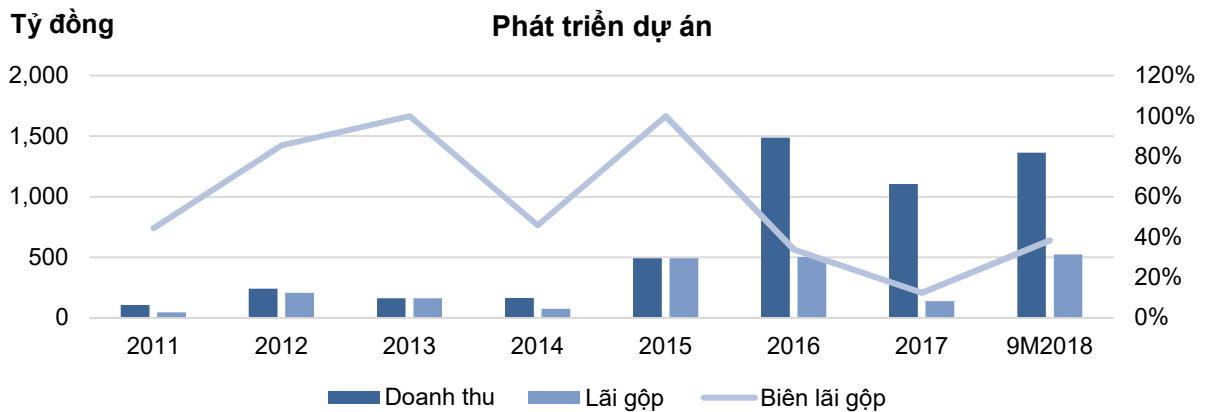
Thị trường môi giới bất động sản ngày càng có sự cạnh tranh gay gắt khi các công ty môi giới khác như Cenland, Hải Phát, Hưng Thịnh, Khải Hoàn, First Real, ... đều có kế hoạch đầy tham vọng. Năm 2017, DXG thực hiện thành công hơn 22,000 giao dịch, Cenland 11,555 giao dịch, Hải Phát land 4,800 giao dịch. Doanh thu môi giới của DXG, Cenland, Hải Phát lần lượt là 1,609 tỷ đồng, 1,115 tỷ đồng và 1,080 tỷ đồng.

Điểm nổi bật của mảng môi giới là DXG là khả năng phân phối 100% dự án hay gọi là đầu tư (bao tiêu) dự án thứ cấp. Hoạt động này đòi hỏi doanh nghiệp phải có uy tín chất lượng trên thị trường môi giới thì còn phải chuẩn bị một lượng vốn lớn để ký quỹ, đặt cọc. Đó là một trong những lợi thế lớn của DXG có được và tất nhiên không phải bất kỳ công ty môi giới nào cũng có thể tham gia thị trường này.

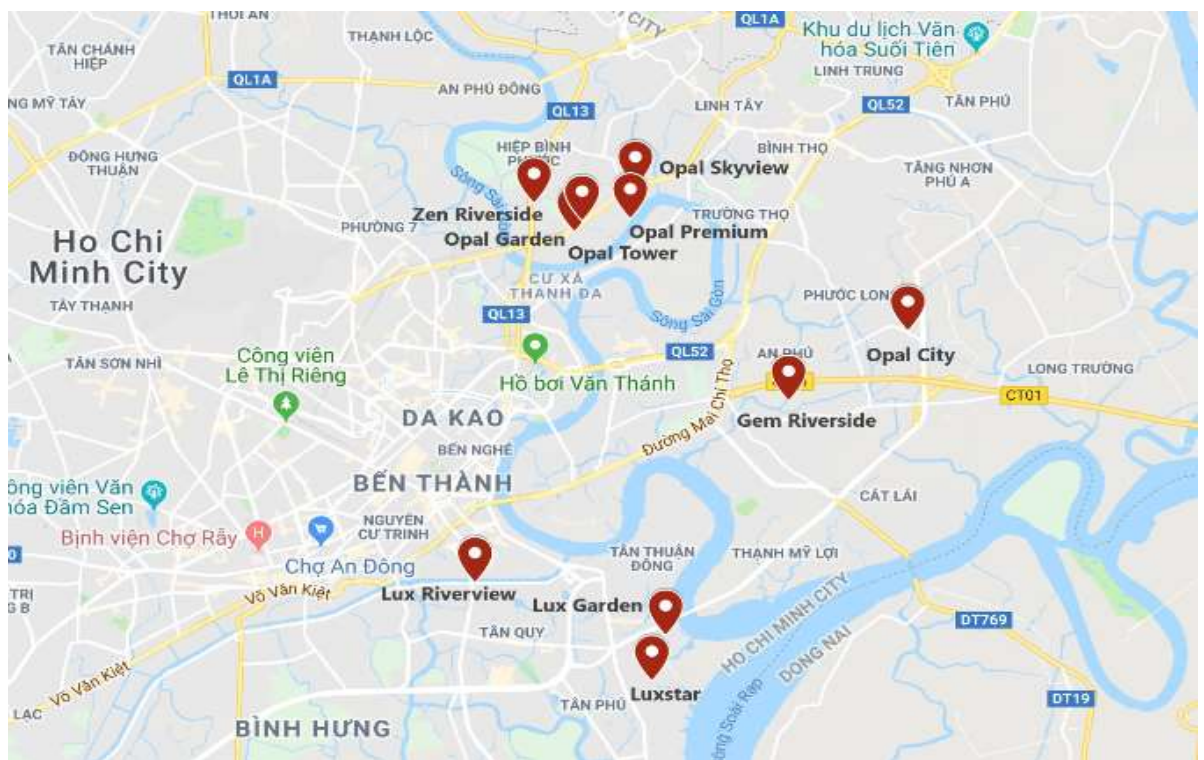
Thông thường, DXG sẽ ký quỹ và đặc cọc từ 10-15% trên tổng giá trị phân phối. Thời gian phát triển các dự án thứ cấp từ 6 tháng đến 1 năm. Hoạt động này mang lại biên lợi nhuận rất cao (như đã phân tích ở trên). Tuy nhiên, đây cũng là rủi ro lớn đối với mảng dịch vụ so với các công ty khác cùng ngành. Vì nếu chu kỳ khủng hoảng bất động sản xảy ra thì DXG đã “ôm” một lượng “hàng” không nhỏ sẽ dẫn tới ứ đọng và cần được xử lý một cách linh hoạt.

3. Mảng phát triển dự án

Đóng góp 1,362 tỷ đồng doanh thu chiếm tỷ trọng 42% trên tổng doanh thu, biên lãi gộp 38% vào 9T2018. Mảng phát triển dự án sẽ là trọng tâm phát triển của DXG trong các năm tới.



Với hàng loạt dự án đang trong quá trình “thai nghén”, dự kiến sẽ triển khai trong 2019 như Opal City, Opal Premium, Opla Skyview, Green City, Chủ yếu tập trung ở khu Đông và Nam thành phố HCM, những nơi diễn ra hoạt động sôi nổi của bất động sản như quận 9, quận 2, quận Thủ Đức và quận 7.



3.1. Tiến độ các dự án

STT	Tên dự án	Vị trí	Loại dự án	Diện tích đất (m2)	Diện tích sàn xây dựng (m2)	Số căn hộ	Dự kiến mở bán				Tiến độ
							2018	2019	2020	2021	
1	The Palm City (Green City)	Quận 9	Chung cư	74,000	133,000	258					Đang thực hiện thủ tục đền bù giải tỏa và chuyển về DXG, dự kiến mở bán 2019-2020
2	Zen Riverside	Q.Thủ Đức	Chung cư	12,000	52,367	656					Đang làm thủ tục cấp phép quy hoạch
3	Lux riverview	Quận 7	Chung cư	8,526	88,000	765					Đang hoàn tất thủ tục nhận chuyển nhượng về DXG
4	Gem Riverside	Quận 2	Chung cư	67,143	379,668	3,100					Đã bán xong 8/12 block
5	Opal Tower	Q.Thủ Đức	Chung cư	4,688	34,965	309					Đang hoàn tất thủ tục xin công nhận chủ đầu tư tại sở xây dựng
6	Opal Sky view	Q.Thủ Đức	Chung cư	2,401	20,280	188					Đang triển khai xây dựng thi công cọc đại trà
7	Lux Star	Quận 7	Chung cư	11,083	66,498	554					Đã xong chấp thuận chủ trương và công nhận đầu tư tại UBND thành phố HCM
8	Opal City	Quận 9	Chung cư	62,629	269,115	2,200					Đang triển khai san lấp, đấu thầu xây dựng
9	Opal Premium	Q. Thủ Đức	Chung cư	67,221	292,838	2,600					Đã xong chủ trương đầu tư, đang thực hiện phê duyệt quy hoạch
10	Phố Mơ	Q. Thủ Đức	Chung cư	25,774	95,400	893					Đang làm thủ tục chuyển nhượng về DXG
11	Opal Oceanview	Quảng Nam	Khu đô thị nghỉ dưỡng	1,850,000	887,362						Đã có chấp thuận đầu tư, đang làm thiết kế 1/500
12	Quảng Nam – Hội An	Quảng Nam	Khu đô thị nghỉ dưỡng	1,320,000	838,406						Đã được chấp thuận dưới hình thức BT, đang xin chấp thuận dự án
13	Dự án Sân Golf	Khánh Hòa	Sân Golf và biệt thự	1,719,001	1,648,940	5,444					Đang làm thủ tục chuyển nhượng, đã hoàn thành giải phóng mặt bằng, đã thi công san lấp hạ tầng khu khách sạn
14	Dự án Linh Xuân Thủ Đức	Q.Thủ Đức	Chung cư, nhà liền kề	17,575	158,720	1,058					Đang làm thủ tục chuyển nhượng về DXG
15	Tân Quốc Duy	Q.Thủ Đức	Chung cư	14,958	135,086	1,244					Dự kiến T10 khởi công, T11.2018 triển khai bán hàng

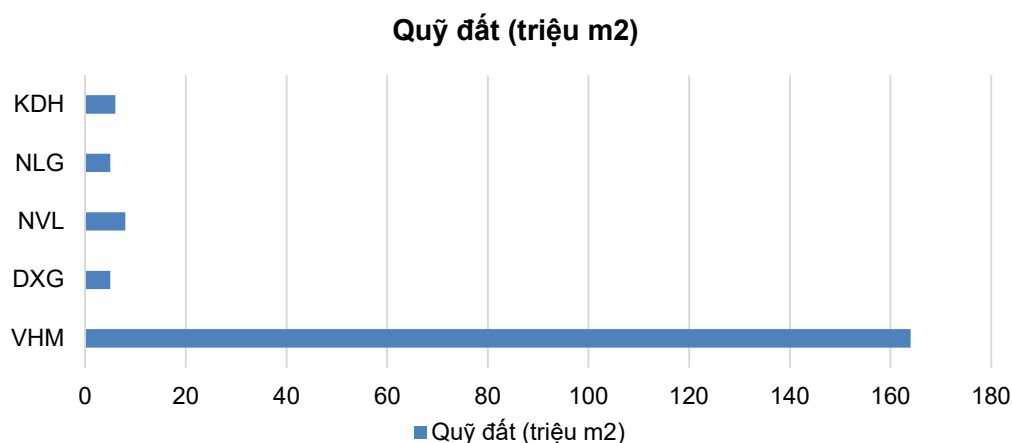
Trên đây là những dự án mà DXG đang triển khai. Có thể thấy rằng, khá nhiều dự án dự kiến mở bán vào năm 2019. Nếu như việc mở bán đúng như kế hoạch trên, tính theo điểm rơi doanh thu thì khoảng năm 2020-2021 sẽ được bàn giao và ghi nhận. Trong khi năm 2019, doanh thu sẽ chủ yếu đến từ Opal Garden, Palm City, shophouse, vv.

Điều quan ngại là có **không ít dự án của DXG đang trong giai đoạn xin thủ tục chuyển nhượng và đền bù giải tỏa**. Với tình hình hiện nay: các doanh nghiệp bất động sản nói chung và DXG nói riêng, đang gặp khó khăn trong khâu thủ tục pháp lý để được phê duyệt, phát triển và xây dựng dự án. Dẫn chứng là từ đầu năm đến nay, Sở Xây dựng chỉ chấp thuận 23 dự án được phép chuyển nhượng, theo ông Nguyễn Hoàng Châu, chủ tịch Hiệp hội bất động sản TP.HCM. Nhiều dự án không thể xây dựng vì vướng mắc thủ tục và thời gian cấp phép. Đặc biệt là vướng mắc về việc chuyển đổi loại hình đất ở thành đất dự án cũng gặp nhiều khó khăn dẫn tới nguồn cung giảm.

Theo báo cáo nghiên cứu thị trường bất động sản 3Q2018 của JLL, tổng lượng cung mới đạt 8,086 căn, trong đó hầu hết các dự án đã mở bán từ 2-3 quý trước. Đáng chú ý là số lượng nguồn cung căn hộ mới mở bán trong 3Q2018 khá hạn chế. Biệt thự/nhà phố cũng giảm 47% theo quý.

Khác với mọi năm, tại TP.HCM thường thời điểm cuối năm sẽ có nhiều dự án được tung ra. Tuy nhiên, từ những nguyên nhân trên gần như không có thêm dự án nào (ngoại trừ Vincity). Các dự án của DXG ban đầu dự kiến mở bán vào cuối 2018 nhưng đã dời qua 2019 như Opal Skyview, Opal City, Opal Premium. Hay dự án Akari của Nam Long cũng dời sang tháng 06/2019. Việc dời tiến độ bán hàng có thể ảnh hưởng đến dòng tiền thu vào chậm hơn so với dự kiến. Kèm theo đó là không tận dụng được xu hướng tăng trong chu kỳ bất động sản. Thông thường, một dự án bất động sản mất khoảng 2-4 năm tính từ lúc công bố bán hàng đến lúc ghi nhận doanh thu, tùy thuộc vào quy mô của dự án.

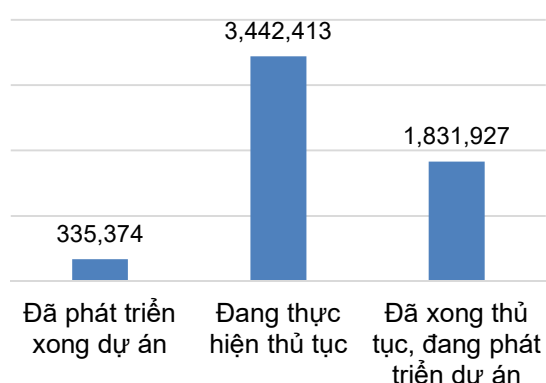
Rõ ràng, đối với một doanh nghiệp bất động sản bây giờ thì doanh nghiệp nào có quỹ đất sạch, lớn và vị trí tốt sẽ là một lợi thế cạnh tranh vô cùng lớn. Cùng điểm mặt quỹ đất của một số doanh nghiệp trong ngành bất động sản nhà ở như sau:



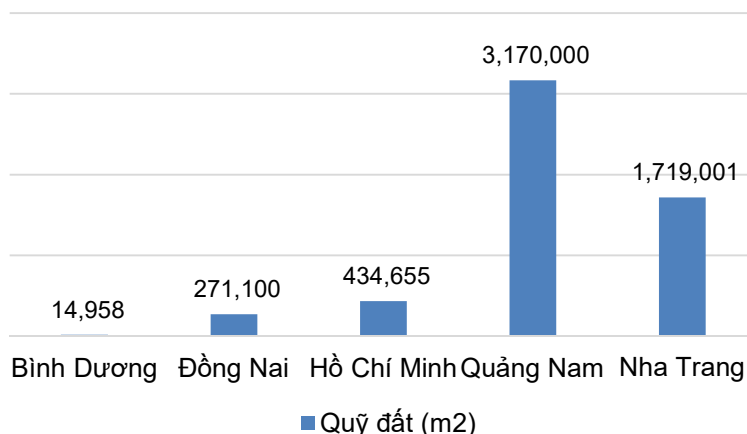
Nguồn: DXG, KIS VN ước tính

Tổng quỹ đất mà DXG đã đang và sẽ đầu tư để tự phát triển dự án khoảng 560.9 ha (không bao gồm quỹ đất từ LDG), phần lớn chủ yếu từ Quảng Nam, Nha Trang, và thành phố Hồ Chí Minh. Trong đó khoảng 6% trong tổng quỹ đất đã phát triển xong dự án, 33% quỹ đất đã xong thủ tục, đang triển khai xây dựng và bàn giao, còn lại 61% quỹ đất đang trong quá trình xin thủ tục pháp lý.

Tình hình sử dụng quỹ đất DXG (m2)



Phân bố quỹ đất của DXG



Nguồn: DXG, KISVN ước tính

Ngoài lợi thế về quỹ đất để phát triển khá lớn (khoảng 560.9ha chưa bao gồm quỹ đất tại LDG) thì tỷ lệ hấp thụ hay tiến độ bán hàng các dự án của DXG khá ấn tượng. Đáng kể là Gem Riverside đã bán được 8/12 blocks (ước tính khoảng 2,000/3,175 căn) tính đến tháng 10/2018. Nhờ hoạt động hiệu quả của mảng môi giới đã hỗ trợ rất tốt cho việc bán hàng dự án của DXG.

4. Tình hình kinh doanh của DXG

4.1. Kết quả kinh doanh 3Q2018

Theo báo cáo hợp nhất 3Q2018, DXG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ lần lượt là 3,237 tỷ đồng (+97%/n/n) và 750 tỷ đồng (+63%/n/n). Như vậy, DXG đã hoàn thành 65% doanh thu và 70% lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ tại AGM 2018.

Đơn vị: Tỷ Đồng	9T2017	9T2018	Thay đổi	Tăng trưởng (%)
Tổng doanh thu	1,646	3,237	1,591	97%
Phát triển dự án	629	1,362	733	117%
Dịch vụ môi giới	957	1,510	553	58%
Xây dựng	19	352	333	1.75%
Khác	41	13	-28	-68%
Tổng giá vốn	630	1,642	1,012	161%
Phát triển dự án	385	839	454	118%
Dịch vụ môi giới	169	460	291	172%
Xây dựng	51	332	281	551%
Khác	25	11	-14	-56%
Tỷ lệ lãi gộp	62%	49%	-12%	-20%
Phát triển dự án	39%	38%	0%	-1%
Dịch vụ môi giới	82%	70%	-13%	-16%

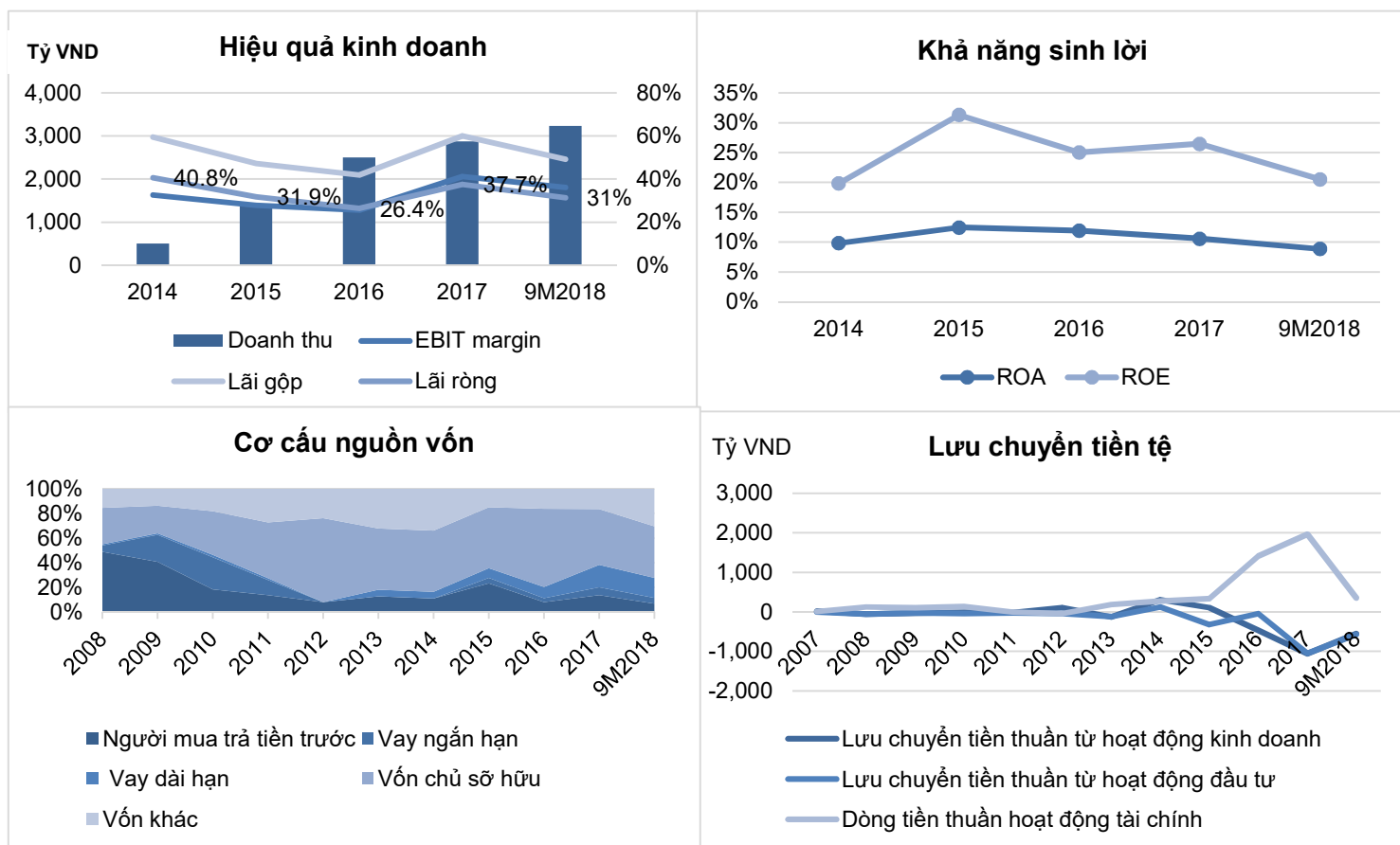
Xây dựng	-168%	6%	174%	-103%
Khác	39%	15%	-24%	-61%
Doanh thu tài chính	116	148	32	28%
Chi phí tài chính	18	72	54	300%
Chi phí bán hàng	193	303	110	57%
Chi phí quản lý DN	166	232	66	40%
% SG&A/DTT	22%	17%		
LNST	669	1019	350	52%
% lãi ròng	41%	31%		
LNST của công ty mẹ	460	750	290	63%

So với cùng kỳ năm trước, thì mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của DXG khá ấn tượng. Nhiều dự án được bàn giao trong 9T2018 như: Lux Garden, Opal City, Opal Garden, Lux Riverside dẫn tới doanh thu phát triển dự án tăng 117% lên 1,362 tỷ đồng.

Mảng dịch vụ môi giới cũng tăng trưởng 58% lên 1,510 tỷ đồng nhờ vào chính sách bán hàng tốt và mở rộng mạng lưới phân phối. 8T2018, DXG phân phối thành công 13,000 giao dịch, trong đó 6,800 giao dịch từ hoạt động môi giới, 2,700 từ hoạt động thứ cấp, 3,500 từ hoạt động đầu tư dự án của DXG.

4.2. Bức tranh tài chính

So với trung bình các công ty trong cùng ngành bất động sản nhà ở thì DXG có hiệu quả kinh doanh khá ấn tượng với biên lãi ròng đạt 31% tại 9T2018. Tuy nhiên, dòng tiền vẫn âm trong những năm gần đây khi DXG tập trung đẩy mạnh việc phát triển dự án.



5. Chiến lược trong những năm tới

Gom mảng dịch vụ Bất động sản, lập công ty DXS và có kế hoạch IPO trong 2019

Theo chia sẻ từ phía DXG, dự kiến sẽ thành lập công ty DXS chỉ chuyên về mảng dịch vụ bất động sản và có kế hoạch IPO trong 2019.

Chúng tôi đánh giá cao việc thành lập DXS để tìm nhà đầu tư chiến lược cùng hợp tác phát triển. Như thế sẽ tối ưu hóa được hiệu quả hoạt động kinh doanh của dịch vụ môi giới, mang mang về dòng tiền và lợi nhuận cao như chúng tôi đã phân tích ở trên.

Huy động vốn thông qua việc phát hành trái phiếu

Hiện tại, DXG đang tìm đối tác để thực hiện phát hành khoảng 1,400 tỷ trái phiếu chuyển đổi, dự kiến hoàn thành vào 1Q2019. Bên cạnh đó, DXG cũng có thể sẽ phát hành thêm 2,000 tỷ trái phiếu trơn với lãi suất 10%/năm trong 2019.

Chiến lược dài hạn

Bên cạnh việc đầu tư phát triển các dự án với quy mô lớn thì DXG cũng sẽ đẩy mạnh và áp dụng cải tiến công nghệ bán hàng online. Ngoài ra DXG dự kiến mua lại các công ty xây dựng và vật liệu xây dựng. Hiện này đã có đối tác về xây dựng ở Trung Quốc ngỏ ý hợp tác.

6. Tổng quan ngành

6.1. Tổng quan về bất động sản nhà ở tại thành phố HCM

Theo báo cáo nghiên cứu thị trường quý 3 của JLL, lượng căn hộ mới đạt 8,086 căn, trong đó hầu hết mở bán từ 2-3 quý trước. Số lượng mở bán nguồn cung mới hạn chế. Lượng cầu bán được cao hơn 16.4% theo quý, đạt 8,189 căn.

Thị trường sơ cấp: Căn hộ có giá bán giữ ổn định theo quý trên tất cả các phân khúc ở thị trường sơ cấp. Còn trên thị trường thứ cấp thì giá có dấu hiệu chững lại so với các quý trước cùng mức giảm đáng kể của phân khúc căn hộ sang trọng.

Về biệt thự/nhà phố: nguồn cung mới đạt 814 căn, giảm 47% theo quý. Lượng cầu bán đạt 904 căn. Ở thị trường sơ cấp, giá bán tiếp tục xu hướng tăng với mức tăng 0,7% theo quý, ở thị trường thứ cấp cũng nhìn chung cao hơn quý trước.

6.2 Tổng quan về bất động sản nhà ở tại thành phố Hà Nội

Theo báo cáo nghiên cứu thị trường quý 3 của JLL, nguồn cung mới đạt khoảng 10,900 căn trong 3Q2018, tăng 34% theo quý. Khoảng 69% trong số đó đến từ dự án mới. Lượng cầu ở mức tốt, đạt 10,554 căn, 54% lượng giao dịch ở mức giá từ 800 đến 1,800 USD/m².

Thị trường sơ cấp: Hầu hết các dự án cao cấp và sang trọng giữ nguyên giá bán còn phân khúc bình dân và trung cấp tăng 1.9%. Giá trung bình (tính nguồn cung mới) giảm 1.5% theo quý do tỷ trọng các căn hộ phân khúc giá thấp tăng trong quý này.

Thị trường thứ cấp: Giá không tính nguồn cung mới giảm 0.5%.

7. Định giá

Chúng tôi định giá DXG theo phương pháp NAV. Theo đó, giá cổ phiếu ở mức **29,200 đồng/cổ phiếu** tại cuối năm 2019, mức sinh lời kỳ vọng **15%** so với giá cổ phiếu tại ngày 04/12/2018 là **25,500 đồng/cổ phiếu**. Vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị đối **TRUNG LẬP** với cổ phiếu DXG.

Dự án	Sở hữu	Vị trí	PP định giá	PV (tỷ đồng)
Opal City	100%	Quận 9	DCF	554
Opal Premium	75%	Q.Thủ Đức	DCF	145
Opal Garden	100%	Q.Thủ Đức	DCF	71
Gem Riverside	100%	Q.Thủ Đức	DCF	2,082
Phố Mơ	100%		BV	381
Luxstar	100%		DCF	116
Hiệp Bình Phước	100%		BV	111
Khác			BV	772
PV dự án				4,231
PV mảng môi giới				5,779
Đầu tư tại LGD và công ty khác				1,290
Tổng				11,300
Tiền và các khoản tương đương tiền				3,164
Nợ vay				2,814
Lợi ích cổ đông thiểu số				1,418
Giá trị doanh nghiệp				10,232
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)				350
Giá/cổ phiếu (đồng)				29,200

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 8,885 tỷ đồng			
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	1,477	1,099	2,943	3,843
Dịch vụ môi giới	821	1,616	2,057	2,057
Xây dựng	206	164	0	0
Khác	2	0	0	0
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	6	-5	81	-8
Khả năng trả lãi vay(x)	104.4	-239.7	21.7	-274.0
Lãi/lỗ khác	184	144	133	139
Thuế	157	250	362	455
Thuế suất hiệu dụng (%)	19%	19%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	664	1,085	1,450	1,820
Biên lợi nhuận (%)	27%	38%	29%	31%
Lợi ích CĐ thiếu số	127	335	250	263
LN cho công ty mẹ	537	751	1,200	1,557
Số lượng CP (triệu)	253	303	350	350
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,521	2,113	3,402	4,420
Tăng trưởng EPS (%)	60%	39%	61%	30%
Cổ tức (VND)	0	500	0	0
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	21%	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
Thay đổi vốn lưu động	751	2,225	569	-79
Capex	20	26	92	0
Dòng tiền khác	408	704	150	700
Dòng tiền tự do	-507	-1,854	647	-496
Phát hành cp	1,217	403	319	0
Cổ tức	47	299	-	-
Thay đổi nợ ròng	-663	1,750	-966	496
Nợ ròng cuối năm	-1,134	616	-350	145
Giá trị doanh nghiệp (EV)	8,259	10,556	9,840	10,598
Tổng VCSH	3,537	4,654	6,379	8,145
Lợi ích cổ đông thiểu số	293	840	1,090	1,353
VCSH	3,245	3,814	5,289	6,792
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12,822	12,578	15,112	19,406
Nợ ròng / VCSH (%)	-32%	13%	-5%	2%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.7	0.5	-0.2	0.1
Tổng tài sản	5,563	10,264	12,318	14,738

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%	21%	26%	26%
ROA (%)	12%	11%	12%	12%
WACC (%)	15%	13%	15%	15%
PER (x)	17.1	12.3	7.6	5.9
PBR (x)	2.1	2.1	1.8	1.4
PSR (x)	3.6	3.2	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	12.7	8.8	5.5	4.9
EV/sales (x)	3.3	3.7	2.0	1.8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%

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 24) 3974 4448
Fax: (+84 24) 3974 4501

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**.