

Báo cáo công ty

TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH

Khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2011 của DXG là khá chắc chắn. Tuy nhiên, rủi ro biến động kết quả kinh doanh năm 2012 lại khá cao. Trước tình hình bất động sản vẫn tiếp tục trầm lắng, cổ phiếu DXG chưa thích hợp để tiến hành đầu tư dài hạn.

Chuyên viên phân tích: Vũ Thị Phương Anh

Trung tâm Nghiên cứu và Phân tích ACBS

16/06/2011



DOANH THU MÔI GIỚI BĐS TĂNG TRƯỞNG TỐT

Kể từ khi thành lập vào năm 2003, Đất Xanh đã phát triển nhanh chóng và trở thành một tên tuổi lớn trong ngành môi giới bất động sản. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình trong giai đoạn 2007 – 2010 đạt 53,62%/năm, cao hơn hẳn các doanh nghiệp cùng ngành như Sacomreal và Vạn Phát Hưng.

Năm 2011, doanh thu môi giới bất động sản (BDS) được kỳ vọng sẽ giảm mạnh so với 2010 do khó khăn chung trong ngành. Tuy nhiên, môi giới bất động sản vẫn là hoạt động lợi thế của Đất Xanh so với các doanh nghiệp BĐS khác.

ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN

Kể từ khi mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực đầu tư bất động sản trong năm 2007, DXG đã tích lũy được quỹ đất 45.376 m² tại TP.HCM. Doanh thu kinh doanh bất động sản 2011 của doanh nghiệp được hạch toán từ các dự án đã bán hết 100% trong năm 2009 và 2010. Do vậy, khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh trong năm 2011 là khá cao.

Tuy nhiên, doanh thu 2012 có thể bị ảnh hưởng do các dự án Sunview 3 và cao ốc Arisen đến cuối năm 2011 mới tiến hành triển khai. Lợi nhuận 2012 được kỳ vọng đến từ dự án Suối Sơn của công ty liên kết. Tuy nhiên, chúng tôi không thực sự lạc quan vào triển vọng của dự án này.

QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông, cơ cấu hội đồng quản trị, quy mô các giao dịch nội bộ, và mức độ minh bạch tài chính khiến quyền lợi của cổ đông thiểu số có thể bị ảnh hưởng.

Ngoài ra, việc thành lập các công ty con sử dụng thương hiệu Đất Xanh hoạt động trong lĩnh vực môi giới bất động sản mà công ty không sở hữu 100% cũng gây lo ngại về thất thoát tài sản thương hiệu.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với phương pháp định giá DDM và các giả định cần trọng, chúng tôi xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DXG ở mức 23.956 đồng/cổ phiếu trước khi chốt quyền chia cổ tức ngày 29/06/2011 (tương đương 20.956 đồng/cp sau khi chốt quyền).

Hiện tại, DXG giao dịch tương đương giá trị nội tại của doanh nghiệp. Tuy nhiên, DXG có thể không phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn do những lo ngại liên quan đến quyền lợi cổ đông thiểu số. Nhà đầu tư có thể xem xét bán ra cổ phiếu này khi giá cổ phiếu cao hơn kết quả định giá.

NỘI DUNG

THỐNG KÊ CƠ BẢN	3
TỔNG QUAN CÔNG TY	4
HOẠT ĐỘNG MÔI GIỚI.....	4
ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN	5
HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ	6
QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP	6
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH.....	7
ĐỊNH GIÁ.....	8
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ	9

Vũ Thị Phương Anh, Chuyên viên phân tích
+84 8 5 4043 054 (694) | anhvtp@acbs.com.vn

Lê Nguyệt Ánh, Phó phòng Phân tích
+84 8 5 4043 054 (606) | anhln@acbs.com.vn

TT Nghiên cứu và phân tích ACBS
+84 8 5 404 3 054 | research@acbs.com.vn

Trung tâm Bizlink
+84 8 39 107 107 | contact.center@acbs.com.vn

Website: research.acbs.com.vn

Bloomberg: [ACBS <GO>](#)

THỐNG KÊ CƠ BẢN



Thông tin giao dịch	
Giá ngày 16/06/2011 (VND)	24.100
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	385
Cp đang lưu hành (ngàn cp)	16.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	52.039
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.200
KLTB 6 tháng (cp)	81.200
Lợi suất 1 tháng	-3,77%
Lợi suất 3 tháng	-29,21%
Lợi suất 6 tháng	-19,30%
Lợi suất 12 tháng	-51,83%

	Hiện tại	2010	2009
PE cao nhất	4,77	18,98	43,81
PE thấp nhất	4,71	5,39	13,84
PE gần nhất	4,77	5,67	13,84
P/B cao nhất	1,56	5,87	4,28
P/B thấp nhất	1,48	1,79	4,28
P/B gần nhất	1,54	1,89	4,28

Cơ cấu cổ đông nắm giữ trên 5%	
1. Lương Trí Thìn	50,9%
2. FPT Capital	7,34%

STT	Thực hiện quyền	Ngày GDKHQ	Ngày thực hiện	Tỷ lệ	Loại
1	Trả cổ tức năm 2010	29/06/2011	-	30%	Tiền mặt
2	Phát hành cổ phiếu	-	-	16:10	Cổ phiếu

KQ HDKD (triệu đồng)	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	374.255	399.786	173.431	492.350	686.579	900.112	1.046.952
GVHB	204.978	208.572	69.926	325.000	459.137	576.244	676.274
Lợi nhuận gộp	169.277	191.215	103.505	167.350	227.442	323.868	370.678
Doanh thu tài chính	6.871	6.463	16.791	867	2.462	3.433	4.501
Chi phí tài chính	1.035	4.005	4.466	3.316	11.914	11.860	4.449
Chi phí bán hàng	35.836	22.460	29.198	37.957	45.549	54.658	60.124
Chi phí QLDN	54.237	59.661	65.627	72.190	79.409	87.350	96.085
Lợi nhuận hoạt động	85.040	111.551	21.005	54.754	93.032	173.433	214.521
Lợi nhuận khác	25.094	-	-	-	-	-	-
Lãi/lỗ từ liên kết	57	-	70.817	58.502	54.930	5.669	-
Lợi nhuận trước thuế	110.192	111.551	91.822	113.255	147.962	179.101	214.521
Lợi nhuận sau thuế	77.855	83.663	86.571	99.567	124.704	135.743	160.891
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.775	3.534	1.514	-	4.907	20.082	23.767
LNST công ty mẹ	72.079	80.130	85.057	99.567	119.798	115.661	137.124

BCKDT (triệu đồng)	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Tài sản ngắn hạn	540.865	762.346	760.420	1.175.247	1.382.622	1.135.114	1.226.802
Tiền	161.564	139.925	8.672	24.618	34.329	45.006	52.348
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	206.684	-	-	-	-	-	-
Hàng tồn kho	124.532	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn	121.108	78.228	149.869	136.049	131.002	80.334	73.385
TSCĐ hữu hình	12.298	12.862	13.378	11.517	9.634	7.762	5.956
TSCĐ vô hình	63	-	-	-	-	-	-
CPXDCBDD	1.454	1.599	1.759	1.935	2.129	2.341	2.576
BDS đầu tư	-	25.764	25.238	24.712	24.186	23.661	23.135
Đầu tư dài hạn	94.488	24.557	95.375	83.059	79.488	30.226	24.557
Khác	12.806	13.446	14.119	14.825	15.566	16.344	17.161
Lợi thế thương mại	25.785	22.573	19.360	16.147	12.935	9.722	6.509
TỔNG TÀI SẢN	687.759	840.574	910.289	1.311.295	1.513.625	1.215.448	1.300.188
Nợ ngắn hạn	378.776	324.758	375.659	682.618	847.625	606.424	659.946
Vay ngắn hạn	179.722	199.039	142.520	475.687	458.185	191.302	219.588
Người mua TTT	126.157	89.753	207.587	161.984	334.244	350.956	368.504
Nợ dài hạn	17.831	21.161	23.013	103.448	119.036	30.702	21.125
Vay dài hạn	12.662	15.476	16.759	96.568	111.468	22.377	11.969
Vốn chủ sở hữu	245.759	445.728	461.175	474.788	491.616	502.891	519.919
Vốn điều lệ	160.000	320.000	320.000	320.000	320.000	320.000	320.000
Lợi nhuận giữ lại	71.567	78.883	90.583	99.198	109.818	116.756	126.796
Quỹ dự phòng tài chính	5.385	7.789	10.340	13.327	16.921	20.391	24.505
Quỹ phát triển	1.366	2.167	3.018	4.013	5.211	6.368	7.739
Quỹ phúc lợi	2.161	5.609	5.954	6.970	8.386	8.096	9.599
Lợi ích cổ đông thiểu số	45.394	48.927	50.442	50.442	55.348	75.430	99.197
TỔNG NGUỒN VỐN	687.759	840.574	910.289	1.311.295	1.513.625	1.215.448	1.300.188

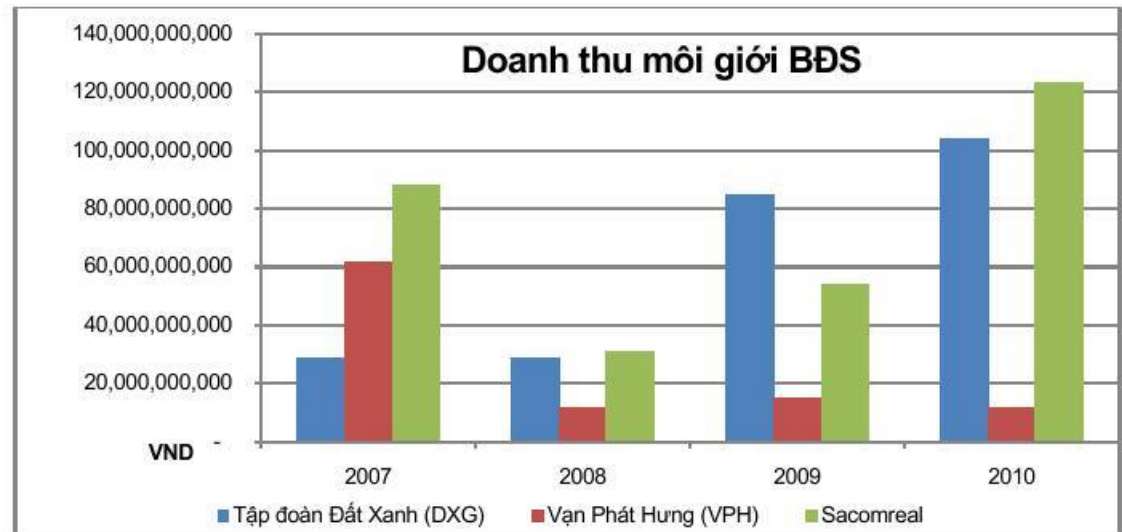
TỔNG QUAN CÔNG TY

Thành lập vào năm 2003 với vốn điều lệ ban đầu chỉ 0,8 tỷ đồng, Công ty TNHH Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh đã nhanh chóng xây dựng được tên tuổi của mình trong lĩnh vực môi giới bất động sản. Kể từ năm 2007, công ty đã chuyển đổi thành CTCP Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh và mở rộng hoạt động của mình sang lĩnh vực đầu tư bất động sản với thị trường mục tiêu là phân khúc giá trung bình. Trong năm 2009, CTCP Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh đã tiến hành niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) với mã chứng khoán là DXG. Trong năm 2011, công ty đã đổi tên thành Tập Đoàn Đất Xanh.

Kể từ khi thành lập đến hết năm 2009, doanh thu của Đất Xanh hoàn toàn phụ thuộc vào hoạt động môi giới bất động sản. Một số dự án đầu tư từ năm 2007 đã bắt đầu cho doanh thu kinh doanh bất động sản trong năm 2010 khiến doanh thu của công ty tăng 4,4 lần so với năm 2009 và lợi nhuận tăng 1,9 lần.

Trong năm 2011, Đất Xanh đặt kế hoạch doanh thu 400 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 80 tỷ đồng.

HOẠT ĐỘNG MÔI GIỚI



Nguồn: DXG, VPH, Sacomreal

Từ năm 2007 – 2009, doanh thu của DXG chủ yếu đến từ hoạt động môi giới

Trong giai đoạn từ 2007 – 2010, tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình của Đất Xanh đạt 53,62%/năm, nhanh chóng đuổi kịp các doanh nghiệp lớn như Sacomreal (HSX: SCR) và Vạn Phát Hưng (HSX: VPH) về doanh thu môi giới bất động sản. Chúng tôi đánh giá cao khả năng Đất Xanh duy trì được doanh thu ổn định từ hoạt động này ngay cả khi thị trường bất động sản “đóng băng” trong năm 2008.

Thị trường lớn nhất cho hoạt động môi giới của Đất Xanh là thị trường TP.HCM và Bình Dương. Tuy nhiên, mạng lưới môi giới của doanh nghiệp khá rộng lớn với 10 công ty con và 15 sàn giao dịch tại các khu vực trọng điểm của cả nước như: Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Long An, miền Bắc và Đà Nẵng, trong đó, chủ yếu là Hồ Chí Minh và Bình Dương.

Hiện tại, Đất Xanh có hơn 500 nhân viên bán hàng chuyên nghiệp và dữ liệu thông tin của hơn 100.000 khách hàng với 10.000 khách hàng thân thuộc. Đây là lợi thế lớn của doanh nghiệp trong hoạt động môi giới cũng như hoạt động kinh doanh bất động sản.

Trong năm 2010, doanh thu từ hoạt động môi giới đạt 103,7 tỷ đồng, tăng 22% so với năm 2009 và chiếm 28% tổng doanh thu. Lợi nhuận gộp từ hoạt động này đạt 86 tỷ đồng, chiếm khoảng 50% tổng lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Năm 2011, doanh thu môi giới BĐS dự báo không giữ được tốc độ tăng trưởng cao như các năm qua

Năm 2011 được dự báo là năm khó khăn của thị trường bất động sản do chịu ảnh hưởng từ thông tư 13 (hạn chế tín dụng phi sản xuất) và tình hình lãi suất cao, doanh thu từ hoạt động môi giới được kỳ vọng sẽ giảm đáng kể so với năm 2010. Chúng tôi ước tính doanh thu hoạt động môi giới của doanh nghiệp sẽ giảm khoảng 40% so với năm 2010 và đạt khoảng 65 tỷ đồng. Trong quý 1/2011, doanh thu và lợi nhuận gộp từ hoạt động môi giới lần lượt đạt 13 tỷ đồng và 10 tỷ đồng.

ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN

Dự án	Chủ đầu tư	DXG sở hữu	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	DT kinh doanh (m ²)	Tiến độ bán	Thời gian bàn giao nhà
Dự án Sunview 1	DXG	100%	N.A	N.A	100%	2010 (đã bàn giao 100%)
Dự án Sunview 2	DXG	100%	N.A	N.A	100%	2010 (đã bàn giao 27%)
Dự án Phú Gia Hưng	Hà Thuận Hùng (DXG giữ 99% VDL)	99%	237	23.562,2	100%	Cuối 2011, đầu 2012
Dự án Sunview 3	DXG	100%	727	82.000	0%	Quý 4/2013
Dự án Cao ốc Arisen	Đầu tư và PT Đất Xanh (Công ty con của DXG)	75%	355	32.911	0%	N.A
Dự án Phước Tiến Thủ Đức	DXG	70%	330	28.755	0%	N.A
Dự án Phước Tiến Quận 9	DXG	70%	336	29.260	0%	N.A
Dự án T.N.T building	Đầu tư và PT Đất Xanh (Công ty con của DXG)	75%	517	45.016	0%	N.A

Bảng: Các dự án đang triển khai tại Tp.HCM

Nguồn: DXG

Năm 2010, doanh thu DXG tăng 4,4 lần so với 2009 do DXG ghi nhận doanh thu từ hoạt động kinh doanh Bất động sản

Mặc dù bắt đầu đầu tư bất động sản từ năm 2007, đến năm 2010 Đất Xanh mới bắt đầu ghi nhận doanh thu từ hoạt động này. Hiện tại, Đất Xanh đang triển khai 8 dự án tại TP.HCM, chủ yếu là khu vực Quận 9 và Thủ Đức. Tổng quỹ đất của Đất Xanh tại khu vực này ước tính khoảng 45.376 m², khá khiêm tốn so với các đối thủ kinh doanh trên cùng địa bàn.

Doanh thu hoạt động kinh doanh bất động sản trong năm 2010 đạt 270 tỷ đồng đến từ dự án Sunview 1 và Sunview 2. Trong đó, chúng tôi ước tính Sunview 1 (đã ghi nhận toàn bộ doanh thu trong năm 2010) đóng góp khoảng 2/3 tổng doanh thu bất động sản trong năm 2010.

Lề sinh lợi gộp của hoạt động kinh doanh bất động sản của Đất Xanh trong giai đoạn này khoảng 30 – 40%, ở mức trung bình so với các doanh nghiệp kinh doanh trên cùng phân khúc.

Năm 2011, doanh thu kinh doanh BĐS dự kiến chiếm 83,5% tổng doanh thu kế hoạch

Trong năm 2011, chúng tôi kỳ vọng Đất Xanh sẽ ghi nhận khoảng 334 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản. Trong đó dự án Sunview 2 sẽ đóng góp khoảng 127 tỷ đồng và dự án Phú gia Hưng sẽ đóng góp khoảng 207 tỷ đồng. Cả 2 dự án này, Đất Xanh đã hoàn tất 100% việc ký hợp đồng mua bán với khách hàng. Do vậy, nguồn doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản trong năm 2011 là khá rõ ràng. Lợi nhuận gộp của hoạt động kinh doanh bất động sản trong năm 2011 được kỳ vọng ở mức 142 tỷ đồng.

Năm 2012, dự kiến tổng doanh thu của DXG giảm mạnh do không ghi nhận doanh thu nào từ hoạt động kinh doanh BĐS

Do thị trường bất động sản vẫn còn trầm lắng vào thời điểm hiện tại, Đất Xanh có chiến lược hoãn triển khai thi công và bán hàng các dự án còn lại. Cụ thể, Đất Xanh dự kiến sẽ bắt đầu khởi công dự án Sunview 3 và Cao ốc Arisen vào cuối năm 2011 và chưa có kế hoạch cụ thể với các dự án còn lại. Với chính sách hạch toán doanh thu hiện tại, doanh thu và lợi nhuận

Quỹ đất của DXG tại các tỉnh Bình Dương, Đồng Nai và Vũng Tàu chưa lớn

của Sunview 3 và Cao ốc Arisen sẽ được ghi nhận khi hai dự án này hoàn thành dự kiến vào 2013. Như vậy, doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bất động sản trong năm 2012 chưa thực sự rõ ràng.

Ngoài các dự án đã có sổ đỏ tập trung tại TP. HCM, DXG hiện có chủ trương mở rộng quỹ đất tại Bình Dương (Dự án Bình Dương River Side 3B, ấp An Phú, xã Vĩnh Phú, huyện Thuận An – 10.655 m²), Đồng Nai (Dự án Đông Á – Biên Hòa, phường Thống Nhất, TP. Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai – 12.598 m²) và Vũng Tàu (Dự án Khu căn hộ và biệt thự cao ốc Đất Xanh, Phường 10, TP. Vũng Tàu – 159.432 m²). Tuy nhiên, theo tính toán của ACBS căn cứ vào báo cáo tài chính hợp nhất kiểm toán năm 2010, giá trị các khoản đầu tư các dự án này là khá nhỏ. Điều này cho thấy việc tích lũy thêm quỹ đất mới của DXG tại các địa bàn Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu là chưa đáng kể.

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

ĐẦU TƯ LIÊN KẾT

Dự án Suối Sơn dự kiến mang lại nguồn lợi nhuận chính cho DXG năm 2012

Đất Xanh chỉ có 1 công ty liên doanh liên kết duy nhất là CTCP Địa ốc Long Điền, chủ đầu tư của dự án Suối Sơn (xã Giang Điền – huyện Trảng Bom – Đồng Nai). Đến hết năm 2010, Đất Xanh đã góp vốn 24,5 tỷ đồng. Ngoài ra, theo hợp đồng hợp tác kinh doanh, Đất Xanh còn cam kết cung cấp nguồn vốn vay để đầu tư vào dự án này. Hiện tại, Đất Xanh hiện đang là đơn vị phân phối chính dự án này. Lợi nhuận từ dự án Suối Sơn dự kiến sẽ đem đến nguồn lợi nhuận chính cho Đất Xanh trong giai đoạn 2012 – 2014.

Dự án Suối Sơn có tổng diện tích đất là 117 ha và tổng vốn đầu tư 4.575 tỷ đồng. Giai đoạn một của dự án là 924 tỷ đồng với sản phẩm chủ yếu là phân lô bán nền. Giá bán dự kiến là 2,8 – 3,9 triệu đồng/m². Mặc dù đây là mức giá khá cạnh tranh nhưng thanh khoản của thị trường đất nền khu vực này hiện ở mức khá thấp và nguồn cung tiềm năng vẫn còn rất lớn. Do vậy, khả năng bán hàng của dự án này sẽ còn gặp nhiều khó khăn.

Tiến độ bán của dự án có thể không cao do ảnh hưởng từ nguồn cung hàng ở Đồng Nai lớn, và thị trường BĐS

Việc lợi nhuận năm 2012 của DXG phụ thuộc phần lớn vào dự án Suối Sơn là khá rủi ro, do thị trường bất động sản hiện nay khá trầm lắng, có thể ảnh hưởng đến tiến độ bán của dự án Suối Sơn. Trong trường hợp tiến độ bán dự án Suối Sơn không thuận lợi, sẽ làm lợi nhuận sau thuế năm 2012 của DXG giảm mạnh so với năm 2011.

ĐẦU TƯ KHÁC

Nhìn chung, DXG không đầu tư tài chính. Các khoản đầu tư khác của DXG chủ yếu là đầu tư dự án nhưng chưa triển khai.

QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

BAN QUẢN TRỊ VÀ BAN ĐIỀU HÀNH

STT	Tên	Chức vụ Hội đồng Quản trị	Chức vụ Ban Điều hành
1	Lương Trí Thìn	Chủ tịch HĐQT	Tổng Giám đốc
2	Trần Văn Ánh	Phó Chủ tịch HĐQT	
3	Nguyễn Khánh Hưng	Thành viên HĐQT	Phó Tổng Giám đốc
4	Trần Khánh Quang	Thành viên HĐQT	Phó Tổng Giám đốc
5	Trần Quyết Chiến	Thành viên HĐQT	
6	Nguyễn Hữu Quang		Giám đốc tài chính
7	Đỗ Thị Thái		Kế toán trưởng

Nguồn: DXG

Ban Quản trị của Đất Xanh gồm 05 thành viên, trong đó, 03 thành viên nắm giữ vị trí quan trọng trong Ban Điều hành và không có thành viên độc lập. Chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám

đốc của doanh nghiệp và cũng là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 50,9%. Nhìn chung, sau 2 năm niêm yết, cơ cấu sở hữu và cơ cấu HĐQT của Đất Xanh vẫn không thực sự mang tính đại chúng. Do vậy, quyền lợi của cổ đông thiểu số tại Đất Xanh có thể không được bảo đảm.

MINH BẠCH TÀI CHÍNH

Từ năm 2007 – 2009, đơn vị kiểm toán của Đất Xanh là DTL. Năm 2010 đơn vị kiểm toán là AASC. Các đơn vị kiểm toán này đều chấp nhận toàn phần báo cáo tài chính của Đất Xanh trong giai đoạn 2007 – 2010.

Tuy nhiên, việc doanh nghiệp chậm nộp các báo cáo theo quy định niêm yết diễn ra khá thường xuyên. Ngoài ra, quy mô giao dịch với các bên liên quan của Đất Xanh khá lớn. Do vậy, chúng tôi không đánh giá cao mức độ minh bạch của doanh nghiệp.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

CÁC KHOẢN MỤC ĐÁNG CHÚ Ý

Giao dịch các bên liên quan

Tính đến cuối quý 1/2011, Đất Xanh vay của các bên liên quan khoảng 171 tỷ đồng, trong khi tổng vốn vay ngắn hạn và dài hạn của Đất Xanh là 172,6 tỷ đồng. Lãi suất các bên liên quan cho Đất Xanh vay là từ 9% – 20% (doanh nghiệp không công bố khoản vay được thực hiện bằng đồng tiền nào). Tuy nhiên, Đất Xanh cũng cho các bên liên quan vay/tài trợ vốn không tính lãi khoảng 57 tỷ đồng.

Ngoài ra, trong năm 2008, Đất Xanh cũng mua lại khoản đầu tư vào CTCP Đầu tư và Xây dựng Đất Xanh (hiện là công ty con) từ một cổ đông và phát sinh lợi thế thương mại trị giá 32 tỷ đồng do giá mua cao hơn giá trị sổ sách của CTCP Đầu tư và Xây dựng Đất Xanh. Chúng tôi không có cơ sở để đánh giá tính hợp lý của giao dịch này.

Góp vốn thành lập công ty con

Hiện tại, Đất Xanh có 11 công ty con. 10/11 doanh nghiệp này đều sử dụng thương hiệu Đất Xanh. Doanh thu môi giới của Đất Xanh chủ yếu đến từ các công ty con, tuy nhiên, Đất Xanh chỉ nắm giữ từ 51– 56% vốn điều lệ của các doanh nghiệp. Việc thành lập và chào bán cổ phần của các công ty con này chưa từng phát sinh thặng dư cho Đất Xanh. Điều này có thể làm thất thoát quyền lợi của cổ đông với thương hiệu Đất Xanh, tài sản thương hiệu có giá trị của doanh nghiệp.

Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh

Dù lợi nhuận có xu hướng tăng trưởng tốt, năm 2010 là năm thứ ba liên tiếp, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh của Đất Xanh bị âm. Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm 2008 và 2009 âm chủ yếu là do doanh nghiệp mở rộng đầu tư và hàng tồn kho bất động sản. Tuy nhiên, trong năm 2010, khi doanh thu bất động sản đã được ghi nhận nhưng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh vẫn âm cho thấy chất lượng thu nhập của doanh nghiệp chưa thực sự ổn định.

Trong quý 1/2011, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đã dương khoảng 23 tỷ đồng. Tuy nhiên, điều này không đảm bảo là dòng tiền hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2011 sẽ được cải thiện, do dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cũng dương 27 tỷ đồng trong quý 1/2010 nhưng cả năm 2010 lại âm 7 tỷ đồng.

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Nhìn chung các chỉ tiêu tài chính của Đất Xanh ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành. Hệ số nợ là 58%. Chỉ số khả năng thanh toán lãi vay thực tế thấp hơn số liệu tính toán do doanh nghiệp vốn hóa phần lớn chi phí lãi vay.

Giao dịch vay nợ giữa các bên liên quan với DXG khá phức tạp

Việc thành lập và chào bán cổ phần của các công ty con chưa phát sinh thặng dư cho DXG

Dòng tiền hoạt động kinh doanh âm 03 năm liên tiếp

Chỉ số ROE của doanh nghiệp khá ấn tượng trong giai đoạn 2007– 2010. Tuy nhiên, cùng với việc tăng quy mô vốn chủ sở hữu và những khó khăn chung của thị trường bất động sản, Đất Xanh sẽ không duy trì được ROE ở mức hiện tại trong tương lai.

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010
Khả năng thanh khoản (lần)				
Thanh khoản hiện hành	1,67	1,44	1,17	1,43
Thanh khoản nhanh	1,38	1,19	0,74	1,10
Cơ cấu vốn (lần)				
Hệ số nợ	0,59	0,62	0,73	0,58
Khả năng đảm bảo thanh toán lãi vay	524,91	415,54	8.818,28	107,65
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay vốn lưu động	1,87	0,54	0,81	2,24
Vòng quay tổng tài sản	0,82	0,16	0,20	0,61
Hiệu quả sinh lời (%)				
Tỷ lệ lãi gộp	87,70	85,86	92,79	45,23
Lợi nhuận từ HĐKD/DTT	54,18	34,04	47,92	22,72
Lợi nhuận sau thuế/DTT	39,03	23,88	44,77	20,80
ROA	31,98	3,70	8,92	12,60
ROE	69,42	11,71	35,58	42,45

Nguồn: DXG

ĐỊNH GIÁ

CÁC GIẢ ĐỊNH

- ACBS giả định Đất Xanh sẽ không tăng vốn điều lệ sau khi tiến hành phát hành 16 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 16:10, giá phát hành 10.000 đồng/cp trong năm 2011.
- Theo thông tin từ doanh nghiệp, quý 3 và 4/2011 sẽ khởi công xây dựng: Dự án Bình Dương River Side 3B (Bình Dương), Dự án Đông Á – Biên Hòa (Đồng Nai), Dự án Khu căn hộ và biệt thự cao ốc Đất Xanh (Vũng Tàu). Tuy nhiên, theo tính toán của ACBS căn cứ vào báo cáo tài chính hợp nhất kiểm toán 2010, giá trị đầu tư vào các dự án này hiện không đáng kể. Do vậy, ACBS không dự phóng các dự án này trong kết quả định giá.
- Theo Đất Xanh, hiện nay Công ty được quyền khai thác 3 mỏ đá tại Huế, tuy nhiên, do chưa có nhiều thông tin về hoạt động kinh doanh mới này, nên chúng tôi không phản ánh doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động này trong kết quả dự phóng.
- Doanh thu của Đất Xanh trong giai đoạn 2011 – 2016 được dự phóng dựa trên các dự án hiện nay đã có sổ đỏ của DXG và Dự án liên kết Suối Sơn.
- ACBS thu thập các thông tin về tổng vốn đầu tư và doanh thu dự kiến của từng dự án trong Báo cáo thường niên 2009 và Bản cáo bạch (ban hành tháng 11/2009) của Đất Xanh. Tuy nhiên, trong quá trình dự phóng, ACBS có điều chỉnh lại vốn đầu tư của một số dự án để giá thành xây dựng phù hợp với tình hình giá cả vật liệu xây dựng hiện nay.
- ACBS sử dụng phương pháp định giá chính là Chiết khấu dòng cổ tức (DDM), mức lợi suất kỳ vọng của thị trường ở mức 17%, beta 1,229, lãi suất phi rủi ro là 11%. Do vậy, suất chiết khấu của DXG là 18%. Mô hình tăng trưởng đều Gordon được áp dụng để tính giá trị cổ phiếu DXG vào cuối kỳ dự phóng. Theo ước tính của ACBS, tốc độ tăng trưởng cuối kỳ là 2,9%.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Với phương pháp định giá DDM và các giả định cần trọng, chúng tôi xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DXG ở mức **23.956 đồng/cổ phiếu** trước khi chốt quyền chia cổ tức ngày 29/6/2011 (tương đương **20.956 đồng/cp** sau khi chốt quyền).

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

ĐÁNH GIÁ RỦI RO

Rủi ro biến động kết quả kinh doanh năm 2011: Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2011 của DXG có khả năng thực hiện được. Tuy nhiên, đến năm 2012, rủi ro biến động kết quả lợi nhuận sau thuế của Đất Xanh là khá cao, do lợi nhuận năm này chủ yếu phụ thuộc vào tiến độ bán dự án Suối Sơn.

Rủi ro pha loãng: theo kế hoạch tăng vốn của Đất Xanh, doanh nghiệp sẽ phát hành riêng lẻ với giá 15.000 đồng/cổ phiếu sau khi đã trả cổ tức 3.000 đồng/cp và phát hành cho cổ đông hiện hữu với giá 10.000 đồng/cp, tỷ lệ 16:10. Như vậy, giá phát hành riêng lẻ sẽ thấp hơn khoảng 10% so với giá thị trường hiện tại của Đất Xanh.

Rủi ro về quyền lợi cổ đông thiểu số: Như đã đề cập, cơ cấu cổ đông, cơ cấu hội đồng quản trị và mức độ minh bạch tài chính của doanh nghiệp không thực sự bảo vệ quyền lợi của cổ đông thiểu số và có thể gây rủi ro với chiến lược đầu tư dài hạn.

Rủi ro thanh khoản: Khối lượng cổ phiếu giao dịch trung bình 100 phiên là 81.200 cổ phiếu/phiên. Như vậy, rủi ro thanh khoản đối với cổ phiếu DXG là trung bình thấp so với thị trường hiện nay.

KHUYẾN NGHỊ

Hiện tại, giá giao dịch của DXG xấp xỉ với giá trị nội tại. Tuy nhiên, DXG có thể không phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn do những lo ngại liên quan đến quyền lợi cổ đông thiểu số. Nhà đầu tư có thể xem xét bán ra cổ phiếu này khi giá cổ phiếu cao hơn kết quả định giá.

CHỨNG THỰC CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Các chuyên viên phân tích được nêu tên ở trang đầu tiên, là những người chịu trách nhiệm chính cho việc lập báo cáo này, chứng thực rằng các ý kiến cũng như các quan điểm hay dự báo được nêu trong báo cáo này phản ánh đúng ý kiến, quan điểm hay dự báo của cá nhân mình về vấn đề được trình bày. Không có bất kỳ một khoản thu nhập nào của các chuyên viên phân tích có nguồn gốc phát sinh, trực tiếp hay gián tiếp, từ các đề nghị, quan điểm hay dự báo cụ thể của mình trong báo cáo.

PHÂN PHỐI BÁO CÁO

Báo cáo này chỉ dành cho các khách hàng của ACBS tại Việt Nam. Trong trường hợp khách hàng nhận hay sử dụng báo cáo này ngoài lãnh thổ Việt Nam, trách nhiệm của khách hàng là đảm bảo rằng việc nhận hay sử dụng báo cáo này được pháp luật nước sở tại cho phép. Nếu khách hàng không thể đảm bảo hoặc pháp luật nước sở tại không cho phép thì khách hàng nên hoàn trả báo cáo lại nguyên vẹn cho ACBS hoặc tiêu hủy bản báo cáo đồng thời thông báo cho ACBS về việc mình không thể tiếp tục nhận các báo cáo tương tự.

CÔNG BỐ LỢI ÍCH VẬT CHẤT

Vào ngày phát hành bản báo cáo, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào như sở hữu cổ phiếu, khoản cho vay, khoản nợ có liên quan đến DXG.

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH CỦA ACBS

Báo cáo này chỉ được phát hành với mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng của ACBS có tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán, nó không nhằm mục đích quảng cáo hay mời gọi khách hàng mua hoặc bán bất kỳ một loại chứng khoán cụ thể nào. Mặc dù thông tin trong báo cáo được ACBS thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không đưa ra bất kỳ một đảm bảo hoặc cam kết nào về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin đã cung cấp trong bản báo cáo. NỘI DUNG BẢN BÁO CÁO NÀY CÓ THỂ BỊ THAY ĐỔI MÀ ACBS KHÔNG CẦN PHẢI THÔNG BÁO CHO KHÁCH HÀNG.

Khách hàng không nên xem bản báo cáo này như là một bản phân tích toàn diện và đầy đủ đối với bất kỳ chứng khoán nào được nêu trong bản báo cáo. Khách hàng hoàn toàn chịu trách nhiệm đối với bất kỳ khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại nào phát sinh từ việc khách hàng thực hiện đầu tư dựa trên các ý kiến, quan điểm, đề nghị hoặc thông tin trong báo cáo này. ACBS được miễn trừ mọi trách nhiệm đối với các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại phát sinh trực tiếp hoặc gián tiếp cho khách hàng bắt nguồn từ việc sử dụng bản báo cáo này của khách hàng, bất kể các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại này phát sinh từ các sai sót, khiếm khuyết, lỗi hoặc sự không chính xác của nội dung bản báo cáo.

Trong bản báo cáo có chứa đựng hoặc sử dụng các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích của chuyên viên phân tích, đây là các giả định, quan điểm và phương pháp của cá nhân không phải của ACBS nên ACBS không chịu trách nhiệm về tính đúng đắn và hợp lý của chúng. Trong tương lai, ACBS có thể phát hành các bản báo cáo có những đề nghị, quan điểm hoặc dự báo trái ngược hoàn toàn với nội dung của bản báo cáo này.

Mặc dù ở thời điểm hiện tại, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào có liên quan đến công ty được phân tích như đã công bố bên trên. Tuy nhiên, trong tương lai ACBS và chuyên viên phân tích có quyền mua, bán các cổ phiếu của công ty cũng như thực hiện các hoạt động làm phát sinh mối quan hệ lợi ích vật chất với công ty được phân tích.

@ ACBS giữ mọi quyền sở hữu đối với bản báo cáo này. Không một ai được phép sao chép hoặc gửi toàn bộ hoặc một phần nội dung bản báo cáo cho một bên thứ ba mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản từ ACBS.