

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (13/10/2017):	VND	21.100
Giá trị nội tại dài hạn:	TT định giá thấp	
Giá mục tiêu:	VND	24.800
Xu hướng ngắn hạn:		Giảm
Ngưỡng kháng cự:	VND	22.300
Ngưỡng hỗ trợ:	VND	19.500
Mã Bloomberg: DXG VN	Sở giao dịch: HSX	
Ngành:		Bất động sản
Beta:		1,57
Giá cao/thấp nhất 52 tuần (đồng)		21.900/10.044
SLCP đang lưu hành		285.661.303
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		5.770,4
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)		80%
KLGDBQ 10 phiên		3.678.946
Sở hữu nước ngoài (%)		29,4%

Năm	Cổ tức	EPS (đồng)
2018F	20%	3.626
2017F	20%	2.704
2016	18%	2.326
2015	15%	1.560

Chỉ số trượt	DXG	Ngành	VNI
P/E (lần)	9,8	13,8	16,1
P/B (lần)	1,5	2,0	2,3
EV/EBITDA	8,1	21,9	12,2
Nợ/VCSH	19,3	37,6	107,9
Biên LN ròng	21,4	17,3	9,3
ROE	23,7	15,3	15,0
ROA	10,3	5,7	2,4

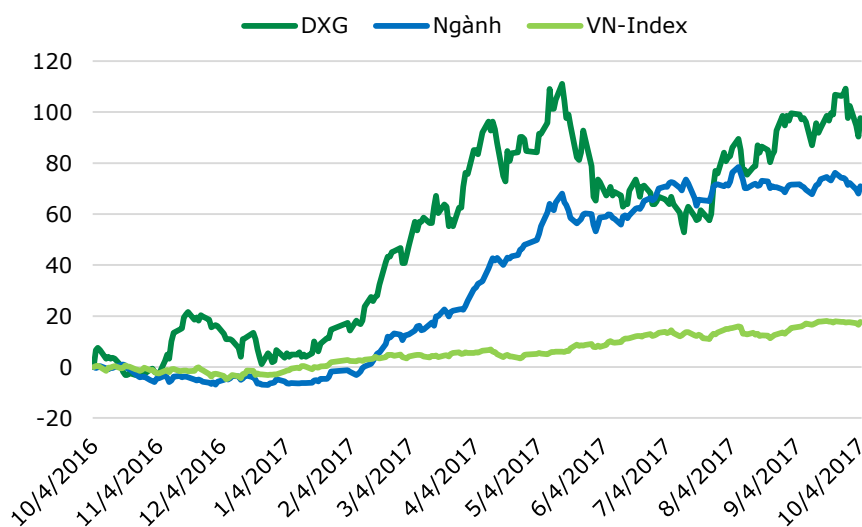
(Tỷ đồng)	2016A	2017F	2018F
Doanh thu	2.513,4	3.310,8	4.559,6
EBITDA	651,3	879,4	1.168,3
LNST	664,4	812,6	1.073,6

Giới thiệu:

CTCP Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG) được thành lập vào năm 2003. Trong thời gian đầu thành lập, hoạt động của công ty tập trung vào dịch vụ môi giới các dự án về bất động sản.

Năm 2007, Đất Xanh Group bắt đầu hoạt động theo mô hình CTCP và trở thành công ty đại chúng vào năm 2009. Trong cùng năm, công ty niêm yết trên sàn giao dịch Tp.HCM với mã chứng khoán DXG.

Hiện nay, ngành nghề kinh doanh chính của DXG là kinh doanh BĐS, quyền sử dụng đất; tư vấn và môi giới BĐS; xây dựng đầu tư thứ cấp. Thị trường hoạt động chính của DXG là Tp.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng. Vốn điều lệ của công ty đang ở mức 2.859 tỷ đồng.



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DXG với giá mục tiêu trong vòng 12 tháng tới là 24.800 đồng/cổ phiếu dựa trên những luận điểm sau:

- **Nhu cầu đối với các sản phẩm Bất động sản, đặc biệt là phân khúc trung cấp, vẫn còn rất lớn** nhờ vào tỷ trọng dân số thuộc độ tuổi lao động chiếm đa số; tốc độ đô thị hóa ngày càng tăng; cơ cấu dân số trẻ và tầng lớp trung lưu trong xã hội ngày càng nhiều.
- **Bản thân DXG có nhiều lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành** như sở hữu quỹ đất sạch dồi dào, định hướng sản phẩm phù hợp với nhu cầu thị trường, mạng lưới phân phối rộng lớn, mô hình phát triển BĐS khép kín với dịch vụ xây dựng, tốc độ mở bán và thời gian bàn giao của các dự án cũng rất tốt.
- **Cho năm 2017, VPBS dự báo doanh thu hợp nhất của DXG đạt 3.310,0 tỷ đồng**, tăng 31,7% theo năm; LNST ước đạt 812,6 tỷ đồng, tăng 22,3% theo năm. Chủ yếu từ các dự án Opal Riverside và Opal Garden.
- **Cho năm 2018, VPBS dự báo tổng doanh thu của DXG đạt 4.559,6 tỷ đồng**, tăng 37,8% theo năm; LNST ước đạt 875,2 tỷ đồng, tăng 32,3% theo năm. Chủ yếu đến từ các dự án như Opal Tower, Opal Skyview và Lux Garden.
- **Khuyến nghị kỹ thuật:** Trung lập

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

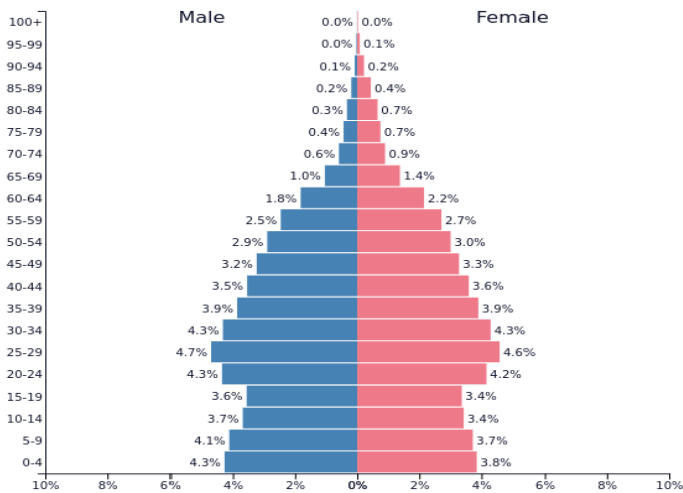
TỔNG QUAN NGÀNH – DOANH NGHIỆP

1. Tổng quan ngành bất động sản trong 6T/2017:

VPBS khá lạc quan về tiềm năng tăng trưởng của ngành bất động sản (BDS) trong ít nhất 2 năm sắp tới nhờ những yếu tố ngành và vĩ mô thuận lợi.

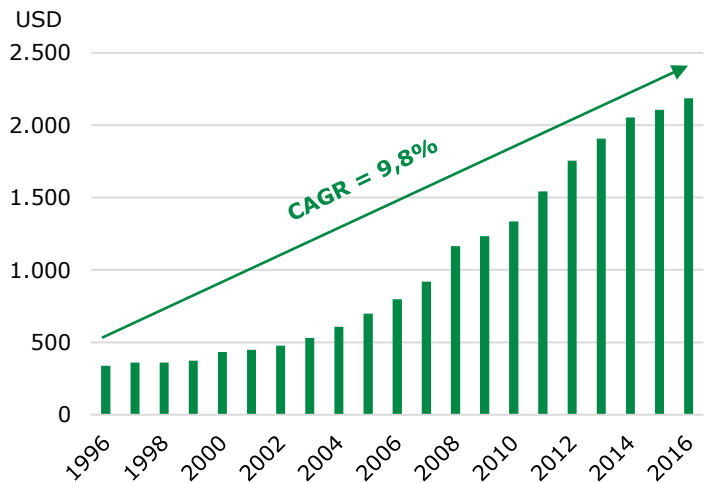
Hiện nay, cơ cấu dân số Việt Nam đang ở giai đoạn lý tưởng với 69,9% tổng dân số nằm trong độ tuổi lao động (15 đến 64 tuổi). GDP tăng trưởng ổn định khiến thu nhập bình quân đầu người (GDP per capita) và lượng dân số thuộc tầng lớp trung lưu ngày càng lớn (dự báo có thể lên tới 33 triệu người vào năm 2020). Thu nhập tăng sẽ thúc đẩy chi tiêu cho nền kinh tế và sẽ ảnh hưởng tích cực đến nhu cầu cũng như khả năng chi trả đối với các sản phẩm BDS.

Cơ cấu dân số Việt Nam theo độ tuổi 2017



Nguồn: Populationpyramid

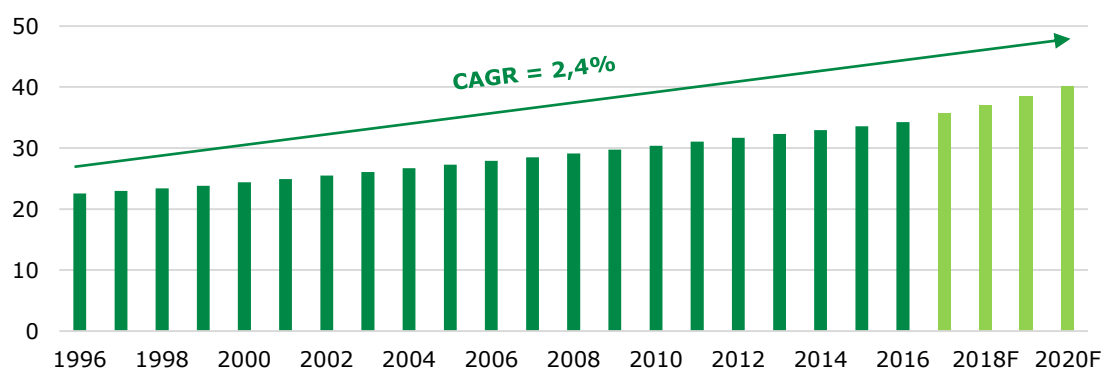
Thu nhập bình quân đầu người



Nguồn: Bloomberg

Tỷ lệ đô thị hóa và tốc độ tăng trưởng vốn FDI vẫn tiến triển theo chiều hướng tích cực. Tỷ lệ đô thị hóa¹ được Bộ Xây dựng dự báo sẽ đạt 40% vào năm 2020 vừa thể hiện xu hướng định cư ngày càng tập trung vào các thành phố lớn, vừa thể hiện tỷ lệ diện tích đô thị trên tổng diện tích lãnh thổ ngày càng tăng lên. Dự báo về tỷ lệ đô thị hóa của Bộ Xây dựng qua đó cũng phản ánh kỳ vọng vào sức hấp thụ của thị trường BDS.

Tỷ lệ đô thị hóa ở Việt Nam (%)

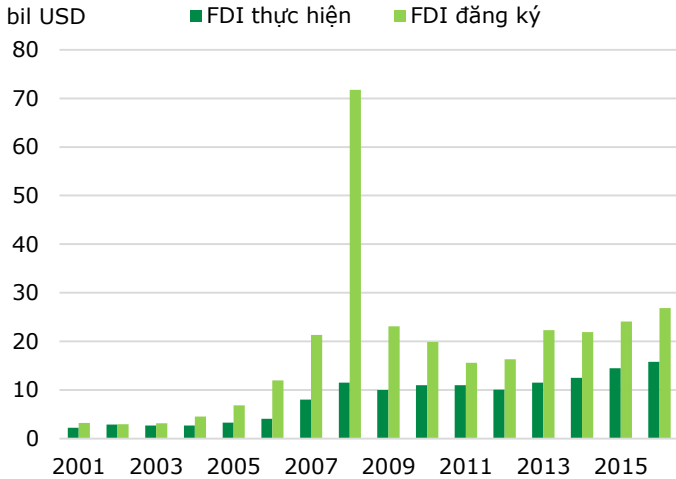


Nguồn: Bộ xây dựng, World Bank

¹ Tỷ lệ đô thị hóa được đo lường bằng thương số giữa số dân đô thị và tổng số dân hoặc diện tích đô thị và tổng diện tích ở một vùng, khu vực xác định.

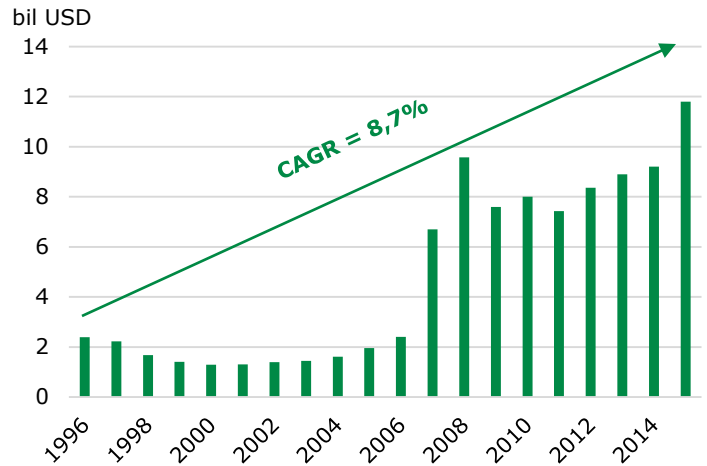
Tổng giá trị FDI thực hiện qua các năm tăng trưởng ổn định cho thấy tốc độ giải ngân vốn đầu tư đang có chuyển biến tích cực. Tổng giá trị FDI đăng ký đang có xu hướng tập trung vào các ngành công nghiệp chế biến, chế tạo; xây dựng và bất động sản. Có thể thấy, xu hướng tập trung của dòng vốn FDI vào BĐS và các ngành liên quan sẽ giúp cải thiện cơ sở hạ tầng, tái phân bố mật độ dân số và có thể gián tiếp tác động đến khả năng thu hút của các dự án BĐS trong dài hạn.

Tổng giá trị FDI đăng ký và thực hiện



Nguồn: Tổng cục thống kê

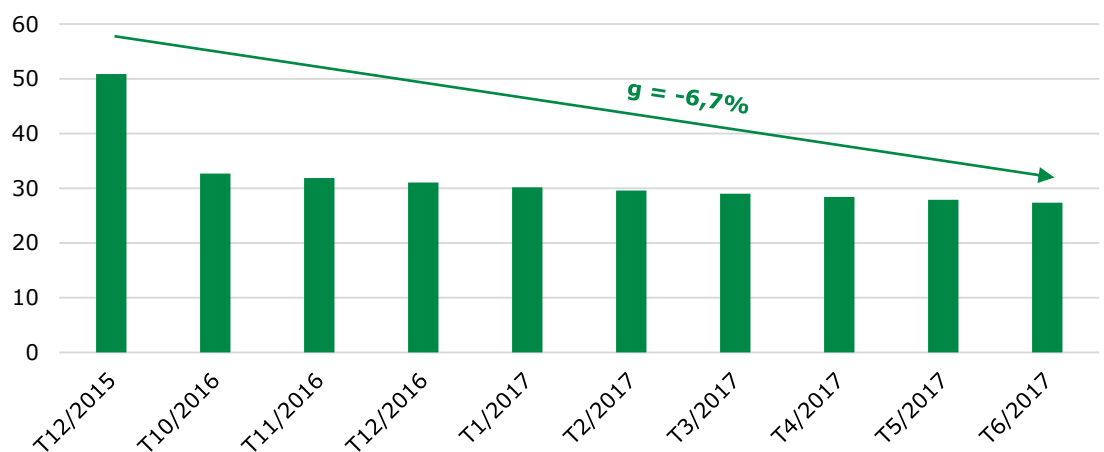
Tổng giá trị FDI thuần



Nguồn: World Bank

Những chuyển biến gần đây của ngành BĐS cũng cho thấy những dấu hiệu tích cực ở khả năng tiêu thụ sản phẩm. Trữ lượng hàng tồn kho trên cả nước trong 6T/2017 đang đi theo chiều hướng giảm. So với thời điểm cuối năm 2015, trữ lượng tồn kho BĐS hiện nay đã giảm khoảng 46%.

Trữ lượng hàng tồn kho đến cuối T6/2017



Nguồn: VPBS tổng hợp

Hiệp hội BĐS Tp.Hồ Chí Minh (HoREA) cho biết trong 6T/2017, tín dụng BĐS đã tăng 6,4% so với đầu năm. Con số này của cùng kỳ năm 2016 là 5,0%. Dòng chảy tín dụng và nguồn vốn FDI vào ngành BĐS đều tăng giúp cho các doanh nghiệp bớt phụ thuộc vào chỉ 1 nguồn vốn duy nhất, linh động hơn trong việc triển khai các dự án. Hơn nữa, số liệu tín dụng BĐS được trình bày ở trên còn bao gồm các khoản tín dụng dùng cho mục đích mua nhà để ở của khách hàng. Trong tương lai gần, VPBS cho rằng tốc độ tăng trưởng tín dụng sẽ vẫn được

duy trì cùng với mặt bằng lãi suất được duy trì ổn định sẽ là động lực hỗ trợ cho khả năng thanh toán của người mua.

Bên cạnh đó, diện tích nhà ở bình quân trên đầu người ở Việt Nam vẫn còn thấp hơn so với tiêu chuẩn của thế giới. Vào cuối năm 2016, chỉ số này đang dừng ở mức 22,8 m²/người, thấp hơn mức chuẩn 25m²/người của thế giới. Trong năm 2017, Bộ xây dựng đang đặt mục tiêu nâng chỉ số này lên mức 23,4m²/người.

Nhìn chung, những yếu tố ngành và vĩ mô đều cho thấy khả năng tiêu thụ của thị trường BĐS hiện nay vẫn rất tích cực.

2. Tổng quan doanh nghiệp:

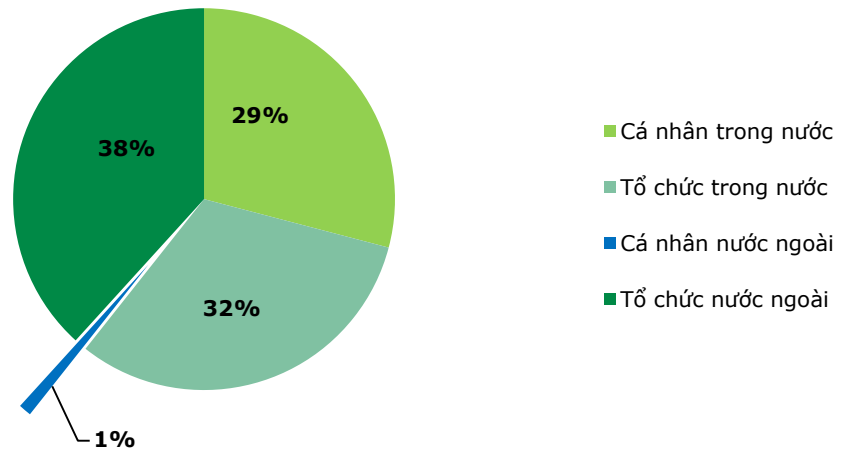
2.1. Lịch sử hình thành và phát triển của công ty:

CTCP Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh (Đất Xanh Group) được thành lập vào năm 2003 với vốn điều lệ là 800 triệu đồng. Khi mới hoạt động, Đất Xanh Group chuyên về môi giới các dự án bất động sản.

Năm 2007, công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần và mở rộng hoạt động sang lĩnh vực đầu tư với nhiều dự án quy mô lớn. Năm 2009, Đất Xanh Group trở thành công ty đại chúng và niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM với mã chứng khoán DXG.

Hiện nay, thị trường hoạt động chính của DXG chủ yếu tập trung tại các tỉnh và thành phố lớn như Tp.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Bình Dương, Đồng Nai.

2.2. Cơ cấu cổ đông và chủ sở hữu:



Nguồn: DXG

Danh sách cổ đông lớn và cổ đông chiến lược (tính đến ngày 30/05/2017):

Danh sách cổ đông lớn và cổ đông chiến lược				
STT	Tên cổ đông	Số lượng CP sở hữu	Tỷ lệ (%)	Chú thích
1	Lương Trí Thìn	22.3387.155	7,8%	Chủ tịch HĐQT
2	Amersham Industries Limited	16.372.250	5,7%	-
3	CTCP đầu tư NAV	14.288.682	5,0%	-
4	CTCP đầu tư BBC	12.445.500	4,4%	-
5	Grinling International Limited	8.792.684	3,1%	-

Nguồn: DXG

2.3. Hoạt động kinh doanh:

Hoạt động kinh doanh của Đất Xanh Group tập trung vào 3 ngành nghề chính: kinh doanh bất động sản (BDS); tư vấn, môi giới BDS và đầu tư thứ cấp; xây dựng.

2.3.1. Kinh doanh BDS: bao gồm các lĩnh vực như kinh doanh nhà và quyền sử dụng đất thuộc chủ sở hữu, chủ sử dụng hoặc đi thuê; kinh doanh dịch vụ nhà đất; cho thuê nhà ở, xưởng và văn phòng.

2.3.2. Tư vấn, môi giới BDS và đầu tư thứ cấp: bao gồm các lĩnh vực như tư vấn, môi giới, đấu giá BDS và quyền sử dụng đất; cung cấp dịch vụ sàn giao dịch BDS và đầu tư thứ cấp.

2.3.3. Xây dựng: bao gồm các lĩnh vực như xây dựng dân dụng, công nghiệp; hoàn thiện công trình xây dựng, sửa chữa nhà.

2.4. Cấu trúc của tập đoàn:

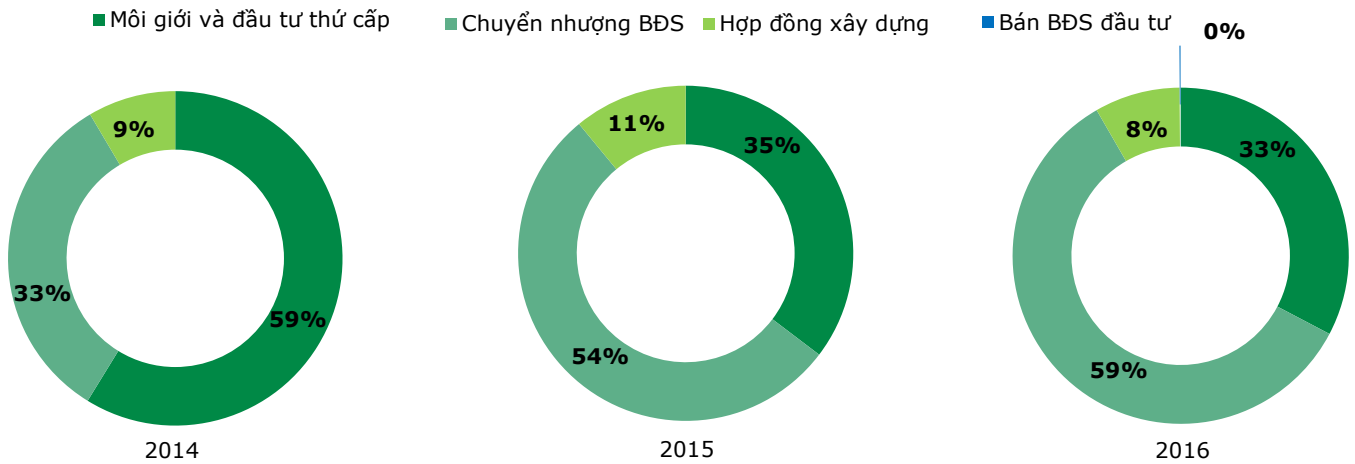
DXG có 18 công ty con và 1 công ty liên kết LDG. Tỷ lệ biểu quyết và sơ lược về hoạt động kinh doanh của các công ty con như sau:

Danh sách các công ty con và liên kết			
STT	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Tỷ lệ biểu quyết
1	Công ty TNHH Đầu tư Sài Gòn Riverside (Saigon Riverside)	Kinh doanh BDS	75%
2	CTCP Đầu tư Dầu khí Thăng Long (Thăng Long Petrol)	Kinh doanh BDS	99,9%
3	CTCP Đầu tư Đất Viễn Đông (Vidoland)	Kinh doanh BDS	99,9%
4	Công ty TNHH Xây dựng Thương mại Dịch vụ Hà Thuận Hùng	Kinh doanh BDS	99,9%
5	CTCP In Nông Nghiệp	Kinh doanh BDS	99,9%
6	CTCP Xây Dựng Địa ốc Long Kim Phát	Kinh doanh BDS	100%
7	Công ty TNHH Đầu tư Xây dựng Thương mại Xuân Định	Kinh doanh BDS	99,9%
8	CTCP Vicco Sài Gòn	Kinh doanh BDS	99,9%
9	CTCP Dịch vụ và Địa ốc Đất Xanh Miền Bắc	Kinh doanh và môi giới BDS	51%
10	CTCP Đất Xanh Miền Trung	Kinh doanh và môi giới BDS	55%
11	CTCP Xây dựng FBV	Xây dựng	51%
12	CTCP Đầu tư và Dịch vụ Đất Xanh Miền Nam	Kinh doanh và môi giới BDS	51%
13	CTCP Đất Xanh Đông Nam Bộ	Kinh doanh và môi giới BDS	51%
14	CTCP Bất động sản Sài Đồng	Kinh doanh BDS	51%
15	CTCP Địa ốc Viethomes	Kinh doanh và môi giới BDS	51%
16	CTCP Dịch vụ và Địa ốc Vinahomes	Kinh doanh và môi giới BDS	51%
17	CTCP Nội Thất Defuco	Kinh doanh và môi giới BDS	51%
18	CTCP Đất Xanh Nha Trang	Kinh doanh và môi giới BDS	51%

2.5. Cơ cấu doanh thu và chi phí:

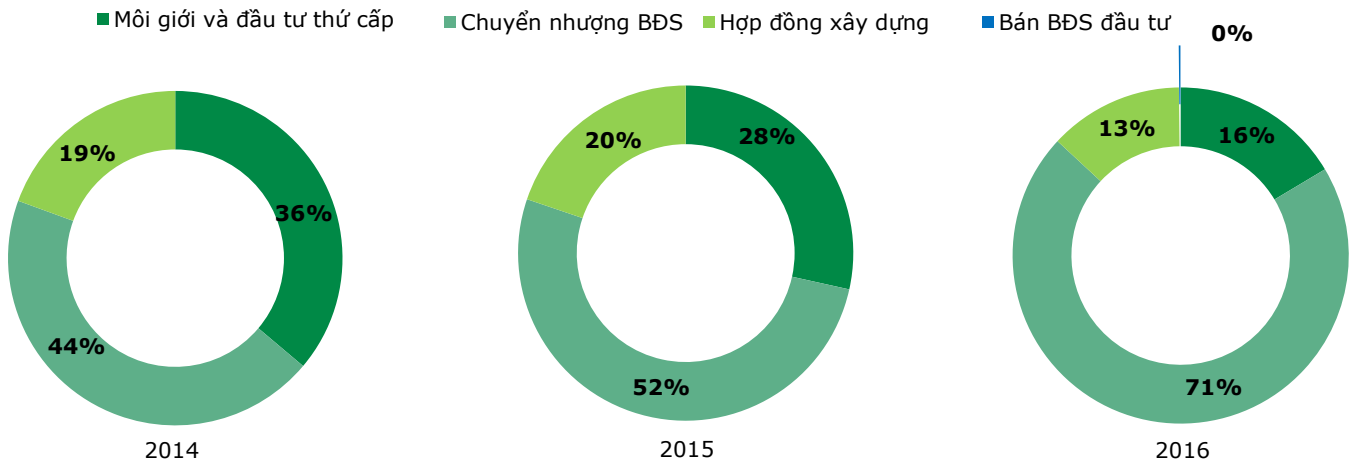
Cơ cấu doanh thu trong 3 năm gần đây của DXG tập trung chủ yếu ở hoạt động chuyển nhượng các dự án BĐS với tỷ lệ bình quân khoảng 49% nhưng hoạt động môi giới BĐS lại mang lại hiệu quả cao hơn.

2.5.1. Cơ cấu doanh thu:



Nguồn: DXG

2.5.2. Cơ cấu giá vốn:



Nguồn: DXG

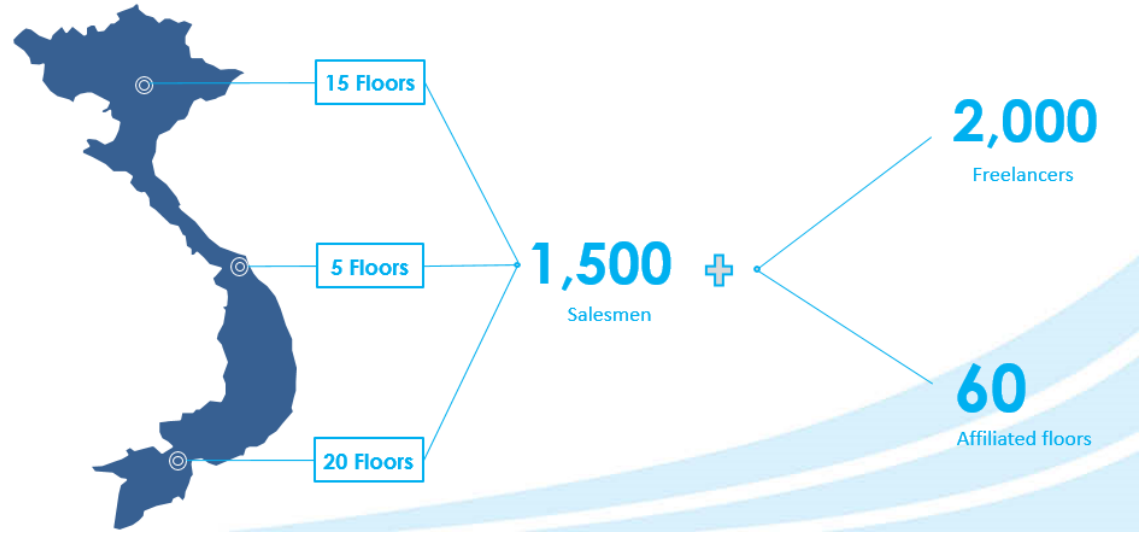
2.6. Vị thế công ty trong ngành:

Với nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực môi giới BĐS, Đất Xanh Group (DXG) hiện đang là một trong những đơn vị dẫn đầu toàn quốc về phân phối đất dự án và căn hộ với mạng lưới phân phối rộng, trải dài khắp cả nước. Hiện tại, công ty có tổng cộng 15 sàn giao dịch ở miền Bắc, 5 sàn giao dịch ở miền Trung, 20 sàn giao dịch ở miền Nam và còn có khoảng 60 sàn giao dịch liên kết khác. Lực lượng nhân sự gồm 1.500 chuyên viên bán hàng chính thức, cộng với trên 2.000 chuyên viên bán hàng tự do.

Các sản phẩm của DXG chủ yếu tập trung vào phân khúc hạng B (trung cấp) và phân khúc hạng C (bình dân), tập trung chủ yếu ở địa bàn Tp. Hồ Chí Minh.

Công ty cho rằng đây là những phân khúc phù hợp với thị trường Việt Nam và nhu cầu đối với 2 phân khúc này là nhu cầu thực, ít có rủi ro thanh toán.

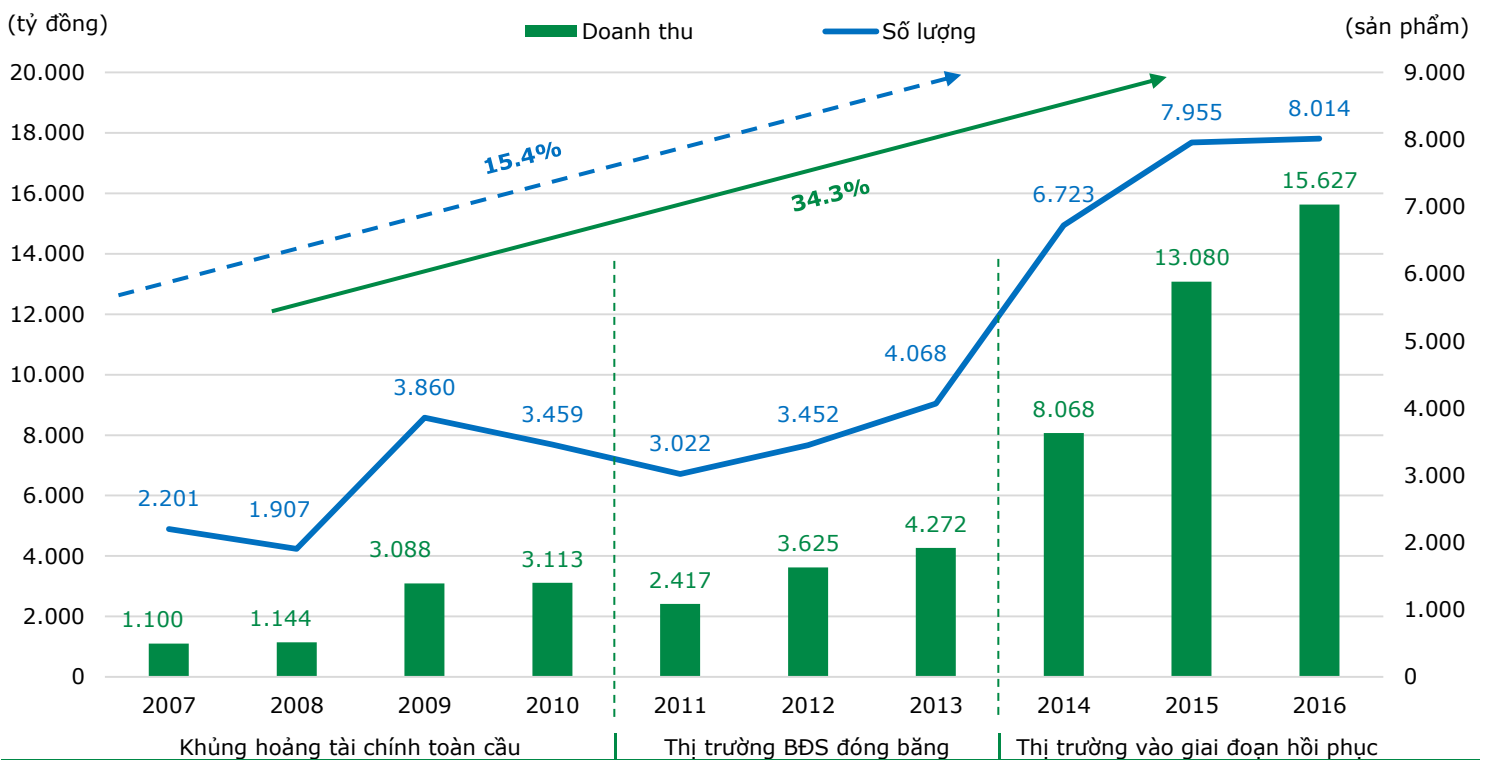
Mạng lưới phân phối của DXG



Nguồn: DXG

Nhờ vào hệ thống phân phối phát triển tốt, kể từ khi bắt đầu tham gia vào lĩnh vực đầu tư dự án ở cuối năm 2007 cho đến hết năm 2016, DXG đã phân phối ra thị trường khoảng 44.000 sản phẩm căn hộ với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 15,4%. Trong giai đoạn phục hồi của thị trường BĐS Việt Nam từ năm 2014 cho đến nay, lượng tiêu thụ các sản phẩm BĐS do DXG phát triển hoặc môi giới đạt tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 25,4%/năm và đạt 8.014 sản phẩm trong năm 2016.

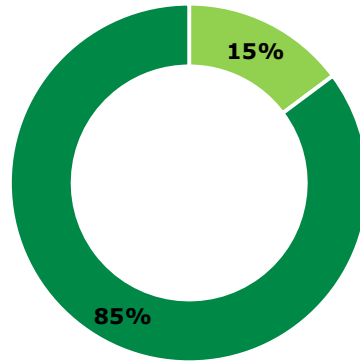
Tổng số lượng sản phẩm phân phối của DXG



Nguồn: DXG

Với lợi thế mạng lưới phân phối rộng lớn, nhu cầu thị trường đang trong giai đoạn ổn định cùng với chiến lược sản phẩm phù hợp, thị phần của DXG ở phân khúc B và C tăng lên mức 16,0% trong nửa đầu năm 2017 từ mức 14,8% trong năm 2016. Thị phần môi giới và kinh doanh các sản phẩm so với toàn thị trường duy trì xung quanh mức 17,0%.

Thị phần của DXG trong nửa đầu năm 2017



Số lượng sản phẩm bán ra (hạng B/C)

DXG	3.137
Phân khúc B&C	19.557

Số lượng sản phẩm bán ra (hạng A/B/C)

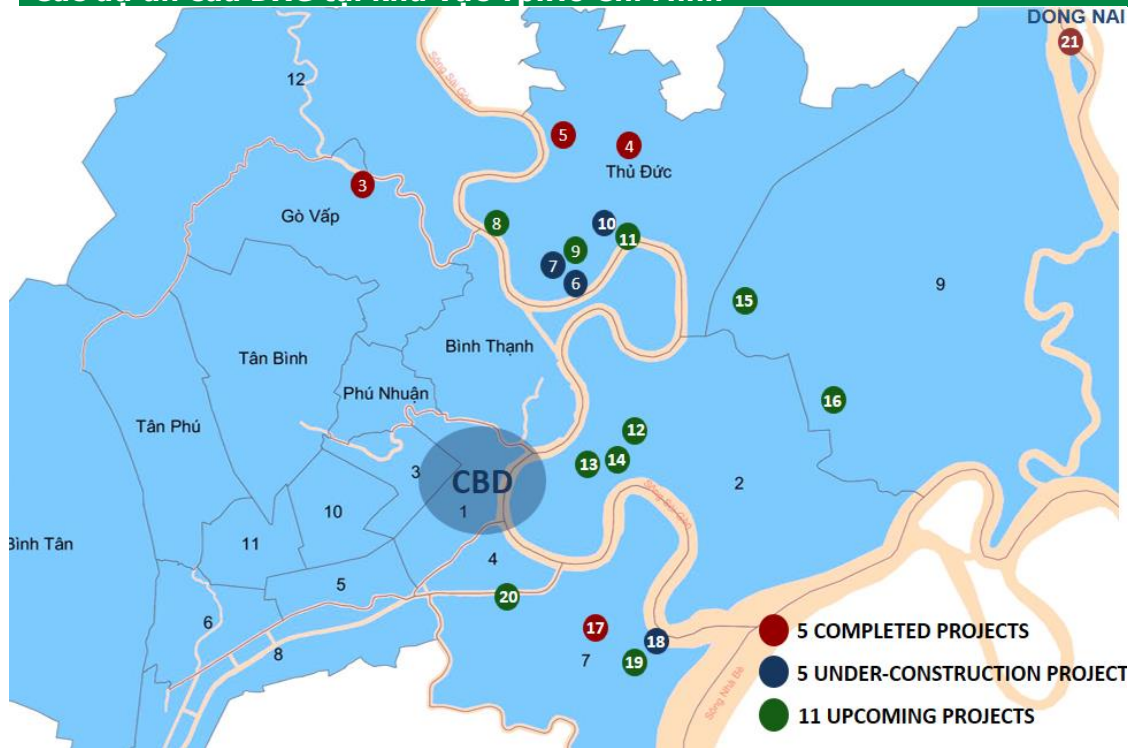
DXG	4.481
Toàn thị trường	26.366

■ DXG ■ Phân khúc B&C

Nguồn: DXG

Các dự án của DXG chủ yếu tập trung ở khu vực quận Thủ Đức, quận 9 và quận của Tp.Hồ Chí Minh với quy mô từ vừa đến lớn. Với LDG, các dự án của công ty trong thời gian sắp tới chủ yếu tập trung ở Tp.Hồ Chí Minh và tỉnh Đồng Nai.

Các dự án của DXG tại khu vực Tp.Hồ Chí Minh



Nguồn: DXG

Trong thời gian tới, DXG sẽ thực hiện việc mua 25,5 triệu cổ phiếu LDG để nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty này lên 26,7% từ mức 16,2% tại thời điểm hiện tại. Nếu tính thêm phần sở hữu của các công ty con trong cấu trúc tập đoàn, tổng sở hữu của DXG, trực tiếp hoặc gián tiếp, với LDG là 43,4%. Với quỹ đất "sạch" có

diện tích lớn và nhiều dự án tiềm năng ở phía trước, việc nâng tỷ lệ sở hữu tại LDG sẽ giúp gia tăng lợi nhuận và gia tăng sức ảnh hưởng của DXG trên thị trường BĐS.

Nếu tính thêm quỹ đất của CTCP Đầu tư LDG (LDG), nguồn dự trữ quỹ đất cho các dự án sắp tới sẽ vào khoảng 7 triệu m² diện tích đất nền. Trong đó, tổng diện tích sàn là hơn 6 triệu m² và có khả năng cung cấp cho thị trường khoảng 30.000 sản phẩm.

2.7. Các yếu tố rủi ro: trong hoạt động kinh doanh của Đất Xanh Group bao gồm:

(i) Rủi ro lãi suất: các dự án BĐS thường có thời gian dài và thay đổi phụ thuộc vào quy mô từng dự án. Lãi suất huy động thay đổi, kéo theo lãi suất cho vay thay đổi sẽ làm cho chi phí phát triển dự án tăng lên và hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn của khách hàng.

(ii) Rủi ro hoạt động: với đặc thù là một doanh nghiệp BĐS, tiến độ của dự án sẽ phụ thuộc vào nhiều yếu tố khách quan. Có thể kể đến một số yếu tố như thời gian đền bù, giải phóng mặt bằng; tốc độ bán hàng; tốc độ giải ngân, nghiệm thu giai đoạn.

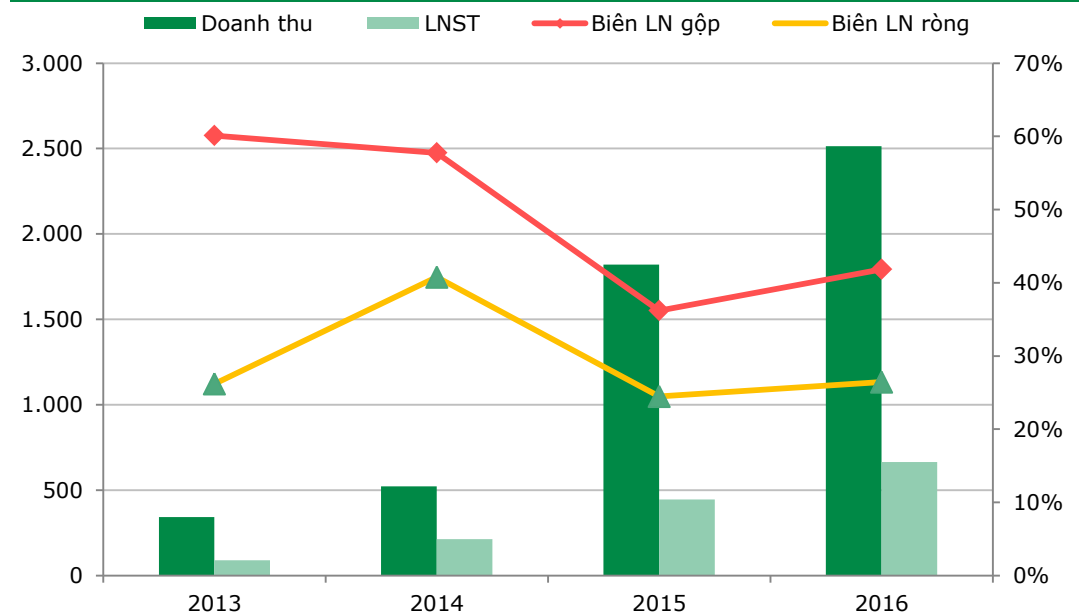
(iii) Rủi ro pháp luật: BĐS là ngành kinh tế có quy mô lớn, tác động và chịu tác động mạnh mẽ bởi nền kinh tế vĩ mô. Với vai trò quan trọng đó, ngành BĐS luôn phải nằm trong sự kiểm soát chặt chẽ của Nhà nước. Tính chất của những quy định và luật pháp có liên quan (tích cực hoặc tiêu cực) vì thế sẽ ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả của ngành BĐS.

(iv) Rủi ro cạnh tranh: như đã đề cập, phân khúc sản phẩm chủ yếu của DXG là căn hộ hạng B và hạng C nhằm đến những đối tượng thu nhập vừa và khá ở khu vực Tp.Hồ Chí Minh. Hiện tại, phân khúc này có khá nhiều đối thủ cạnh tranh với chất lượng sản phẩm và giá cả khá tương đồng như Nam Long Group (NLG), Thủ Đức House (TDH) hay Phát Đạt Group (PDR). Bên cạnh đó, những sản phẩm nhà phố của Khang Điền House (KDH) hay CTCP đầu tư xây dựng Bình Chánh (BCI) có chất lượng và tiện ích tương tự cũng có thể là một lựa chọn thay thế khả thi, ảnh hưởng đến quyết định của người tiêu dùng.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

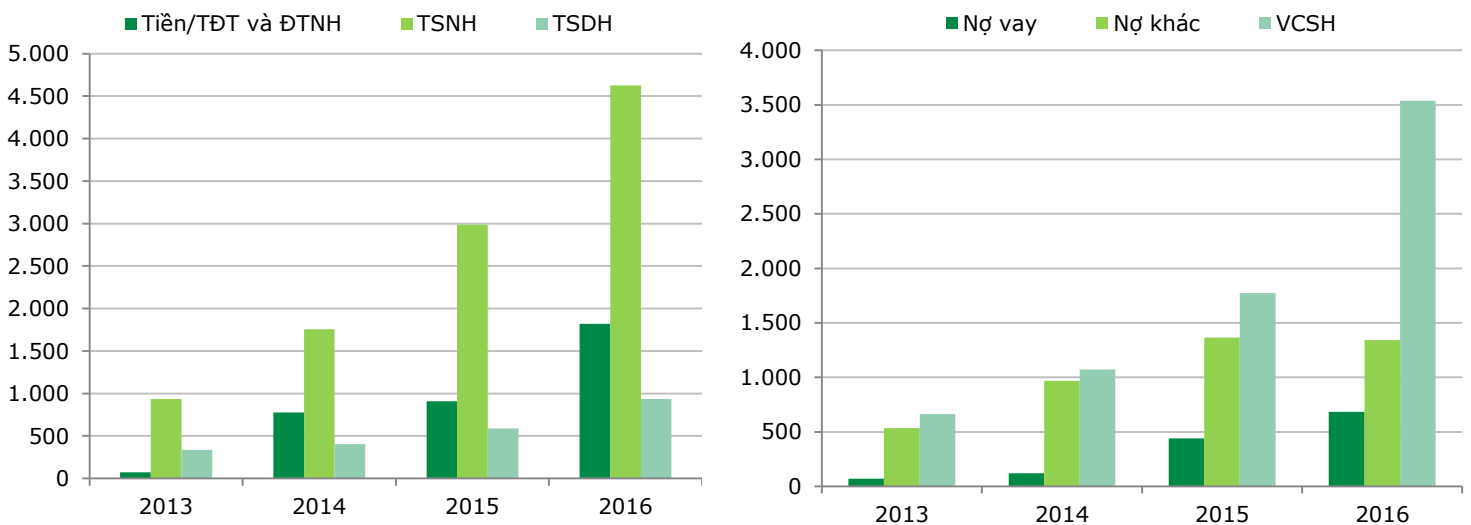
1. Tổng quan hoạt động kinh doanh 2013-2016:

Trong giai đoạn 2013-2016, tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm là 94,3%. Doanh thu của DXG bắt đầu có sự tăng trưởng tốt kể từ năm 2015 đến nay nhờ việc bàn giao 2 dự án Sunview Town (1.603 căn hộ) và Gold Hill (1.264 căn biệt thự và nhà phố). Khoảng thời gian này cũng là lúc thị trường BĐS phục hồi nên doanh thu từ mảng môi giới, theo đó, cũng tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 62,6%.



Nguồn: DXG

Với lĩnh vực hoạt động chính là môi giới và phát triển các dự án BĐS, tiền mặt, các khoản tương đương tiền và các tài sản ngắn hạn khác chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của DXG với mức bình quân khoảng 75%. Tỷ lệ VCSH trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp cũng tăng mạnh vào trong năm 2016 do DXG tiến hành phát hành quyền mua với tỷ lệ 1:1, giá 10.000 đồng/cổ phiếu và trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 15%.



Nguồn: DXG

2. Cập nhật KQKD 6T/2017:

Trong nửa đầu năm 2017, doanh thu hợp nhất của DXG giảm 19,1% so với cùng kỳ do hoạt động chuyển nhượng BĐS và hoạt động xây dựng giảm mạnh. Mức giảm cho hoạt động chuyển nhượng BĐS và xây dựng lần lượt là 49,5% và 39,9%.

Hoạt động BĐS từ đầu năm chỉ ghi nhận doanh thu từ việc bàn giao dự án Lux city (khoảng 190 căn) trong khi cùng kỳ năm ngoái, hoạt động này ghi nhận doanh thu từ 2 dự án là Sunview Town và Gold Hill. Mảng xây dựng cũng sụt

giảm mạnh do những hợp đồng xây dựng như Full House (Bình Tân) và Topaz Garden (Tân Phú) đã kết thúc. Các hợp đồng khác Viva Square (Đông Nai), Marina Tower (Bình Dương) chưa đi vào giai đoạn xây dựng chính.

Hoạt động môi giới và đầu tư thứ cấp ghi nhận mức tăng trưởng tốt sau khi chững lại trong năm 2016. Tổng số sản phẩm mà công ty phân phối trong 1H/2017 là 5.743 sản phẩm, tăng 109,3% so với cùng kỳ. Số liệu này đã bao gồm 500 sản phẩm được mở bán từ dự án Luxgarden trong khoảng thời gian này.

Biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 55,1% từ mức 31,7% nhờ cơ cấu doanh thu thay đổi, tập trung vào mảng dịch vụ vốn có biên lợi nhuận gộp cao hơn. Tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng doanh thu tăng lên mức 25,5% so với mức 15,9% trong cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu là do chi phí lương và môi giới lớn khi mà số lượng sản phẩm phân phối ra ngoài thị trường tăng trưởng tốt. Trong khi đó, những dự án chủ yếu trong năm 2017 lại được bàn giao vào thời điểm cuối năm nên khiến doanh thu giảm so với cùng kỳ.

Tại thời điểm 30/06/2017, tiền và các khoản tương đương tiền đạt mức 2.173,4 tỷ đồng, tăng 19,5% cùng kỳ nhờ dòng tiền từ hoạt động tài chính. Cụ thể là các khoản huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu cho các tổ chức là VPBank và VIB. Tỷ lệ nợ vay trên VCSH cũng tăng lên mức 43,4% so với mức 19,3% thời điểm đầu năm.

Kết quả kinh doanh 6T/2017

(Tỷ đồng)	6T2017	6T2016	% thay đổi	Kế hoạch 2017	% kế hoạch
Doanh thu	879,3	1.087,2	-19,1%	3.300	26,6%
Chuyển nhượng BĐS	388,6	769,1	-49,5%	-	-
Dịch vụ	493,3	248,7	98,4%	-	-
Xây dựng	40,9	68,0	-39,9%	-	-
Khác	-	1,4	-	-	-
Giảm trừ doanh thu	-	(0,3)	-	-	-
Giá vốn hàng bán	(394,8)	(741,9)	-46,8%	-	-
LN gộp	484,5	345,0	40,4%	-	-
Biên LN gộp (%)	55,1%	31,7%	-	-	-
Chi phí hoạt động	(223,8)	(172,4)	29,8%	-	-
Doanh thu hoạt động tài chính	30,8	14,5	112,4%	-	-
Chi phí tài chính	(18,7)	(18,9)	-1,1%	-	-
Thu nhập khác	56,8	33,5	69,6%	-	-
Lợi nhuận trước thuế	329,6	201,4	63,7%	-	-
Thuế TNDN	(67,2)	(32,7)	105,5%	-	-
Lợi nhuận sau thuế	270,2	165,1	63,7%	700	38,6%
LNST của cổ đông công ty mẹ	202,9	149,0	36,2%	-	-
Biên LNST (%)	30,7%	15,2%	-	-	-

Nguồn: DXG

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG 2017-2019

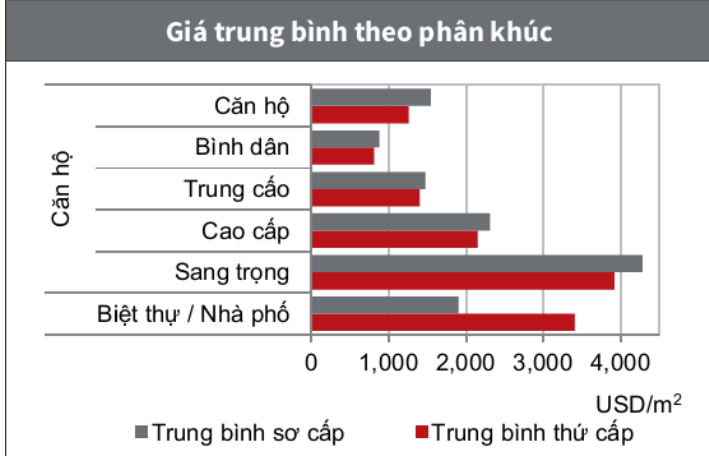
1. Triển vọng cho giai đoạn 2017-2019:

1.1. Chuyển nhượng BĐS:

Tại thị trường Tp. Hồ Chí Minh, trong nửa đầu năm 2017, giá bán của các sản phẩm BĐS vẫn được duy trì ổn định. Với những yếu tố vĩ mô và ngành thuận lợi

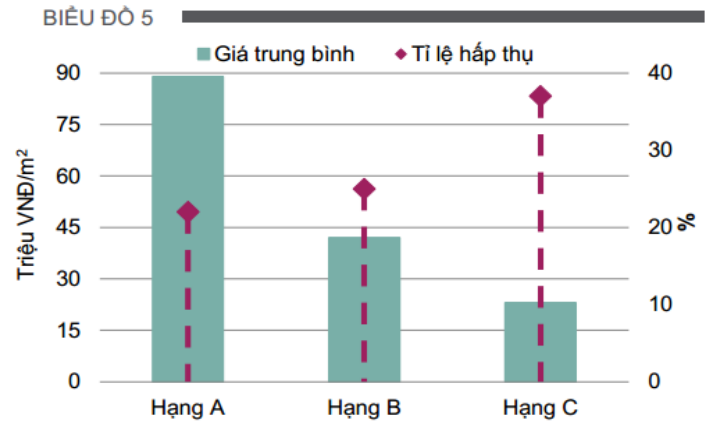
như đã đề cập, VPBS cho rằng doanh số các sản phẩm bất động sản vẫn tăng trưởng tốt ít nhất cho đến hết năm 2018.

Giá bán bình quân theo JLL Q2/2017



Nguồn: JLL Việt Nam

Giá bán bình quân theo Savills Q2/2017



Nguồn: Savills Việt Nam

Theo số liệu từ Jones Lang LaSalle Việt Nam², trong Q2/2017 ở thị trường Tp. Hồ Chí Minh, giá bán bình quân cho các dự án thuộc phân khúc hạng B dao động quanh mức 1.500 USD/m² còn phân khúc hạng C dao động quanh mức 900 USD/m². Cũng trong khoảng thời gian này, theo số liệu từ Savills Việt Nam³, giá cho phân khúc hạng B dao động trong khoảng 35 – 37 triệu đồng/m² còn giá cho phân khúc hạng C dao động trong khoảng 22 triệu đồng/m². Cả 2 đơn vị tư vấn này đều cho rằng phân khúc nhà ở vừa túi tiền, đặc biệt là những căn hộ hạng C, sẽ dẫn dắt số lượng giao dịch của thị trường trong thời gian tới.

Với mạng lưới phân phối rộng lớn, chất lượng sản phẩm cũng như giá cả hợp lý (giá bán các sản phẩm của DXG thường dao động quanh mức 27 – 30 triệu đồng/m² với phân khúc hạng B, 18 – 20 triệu đồng/m² với phân khúc hạng C), những lợi thế cạnh tranh trên sẽ giúp cho tốc độ tiêu thụ sản phẩm của DXG được đảm bảo.

1.2. Dịch vụ môi giới và đầu tư thứ cấp:

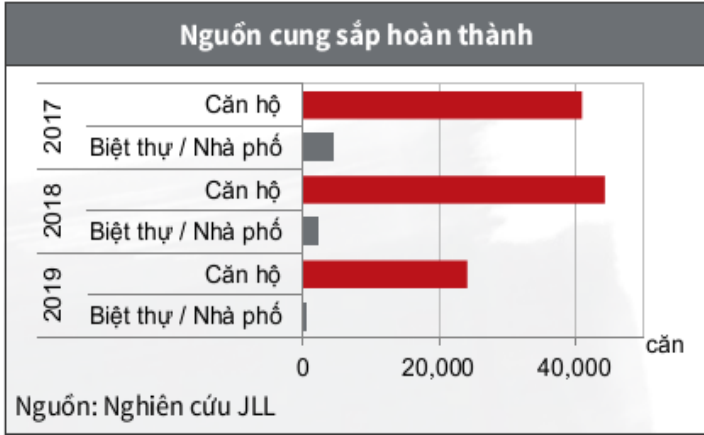
Nghiên cứu từ JLL Việt Nam cho biết, thị trường nhà ở Tp. Hồ Chí Minh sẽ có khoảng 25.000 – 27.000 căn cho đến hết năm 2017. Trong đó, phân khúc giá thấp sẽ tiếp tục chiếm số lượng lớn giao dịch. Hiện trạng này cũng đúng với thị trường nhà ở địa bàn Hà Nội. Cho đến hết năm 2017, thị trường sẽ đón nhận thêm 20.000 căn hộ mới, chủ yếu thuộc phân khúc trung cấp.

Với lợi thế về mạng lưới và kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực môi giới, VPBS cho rằng mảng dịch vụ này nhiều khả năng sẽ tăng trưởng trở lại khi nguồn cung ra thị trường tăng lên sau khi cho thấy sự chững lại trong năm 2016.

² Số liệu được trích dẫn trong Báo cáo nghiên cứu thị trường Tóm tắt thị trường Bất động sản Việt Nam 2Q/2017 của Công ty TNHH JLL Việt Nam.

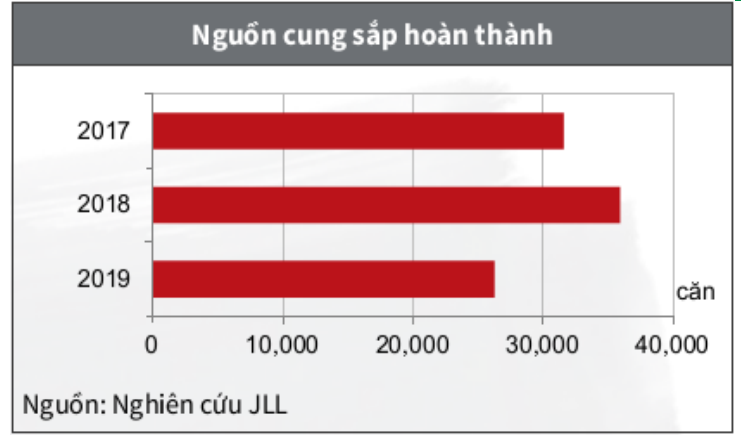
³ Số liệu được trích dẫn trong Báo cáo Tóm tắt thị trường Bất động sản Việt Nam Q2/2017 của Công ty TNHH Savills Việt Nam.

Nguồn cung căn hộ ở Tp. Hồ Chí Minh



Nguồn: JLL Việt Nam

Nguồn cung căn hộ ở Hà Nội



Nguồn: JLL Việt Nam

1.3. Cập nhật tiến độ các dự án sắp tới:

Các dự án trong thời gian sắp tới của DXG

STT	Tên dự án	Diện tích sàn thương phẩm ¹	Số lượng ²	Giá bán ³	Tình trạng dự án	Tiến độ dự án (dự kiến)					
						2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	Opal Tower	23.108	329	29	Mở bán Q4/2017		→				
2	Opal Skyview	13.219	206	26	Mở bán T10/2017		→				
3	Opal Garden	48.278	470	22	Hoàn tất bán hàng	→					
4	Opal Riverside	46.849	626	26	Hoàn tất bán hàng	→					
5	Luxgarden	45.834	517	22	Hoàn tất bán hàng		→				
6	Lux Riverview	70.400	690	19	Mở bán Q4/2017		→				
7	Lux Star	45.693	670	22	Mở bán trong 2018			→			
8	Opal City	184.132	2.150	24	Mở bán Q4/2017		→				
9	Gem Riverside	303.734	3.200	24	Mở bán T11/2017		→				
10	The Palm City	67.299	227	7	Mở bán trong 2018			→			
11	Opal Premium	227.513	2.630	27	Mở bán trong 2018			→			
12	Opal Riverview	41.894	546	36	Mở bán trong 2018			→			
13	Opal Plaza	N/A	575	N/A	Đang đàm phán thủ tục				→		
14	Opal Ocean View	N/A	N/A	N/A	Đã được phê duyệt				→		

¹ Diện tích sàn thương phẩm có đơn vị là m².

² Số lượng sản phẩm căn hộ dự kiến của một dự án. Đối với dự án The Palm City, các sản phẩm của dự án này là nhà mặt phố.

³ Giá bán có đơn vị là triệu đồng/m². Mức giá bán của từng dự án được ước tính dựa trên đánh giá tương đối giữa giá thành/m² diện tích sàn thương phẩm, tổng vốn đầu tư dự kiến, số lượng thành phẩm và vị trí địa lý. Đối với dự án The Palm City, mức giá bán có đơn vị là tỷ đồng/sản phẩm.

Nguồn: DXG

2. Dự phóng 2017-2018:

Trong năm 2017, VPBS dự báo tổng doanh thu của DXG ước đạt 3.310,0 tỷ đồng, tăng 31,7% theo năm; LNST ước đạt 812,6 tỷ đồng, tăng 22,3% theo năm dựa trên các giả định chính sau:

1. Doanh thu của mảng chuyển nhượng BĐS ước đạt tổng doanh thu là 1.904,2 tỷ đồng, tăng 28,5% theo năm. Nguyên nhân cho sự tăng trưởng này do: (1) DXG đã bàn giao xong phần còn lại của dự án Luxcity (khoảng 190 căn hộ), gồm cả toà officetel với trị giá khoảng 380 tỷ đồng; (2) bàn giao 100% dự án Opal Riverside với mức giá bình quân dự kiến khoảng 26 triệu đồng/m²; (3) bàn giao 50% dự án Opal Garden với mức giá bình quân dự kiến khoảng 22 triệu đồng/m². Giá bán thực tế có thể sẽ cao hơn do nhu cầu thị trường hiện tại tương đối lớn. Tuy nhiên, chúng tôi quyết định đưa ra mức giá thận trọng là 22 triệu đồng/m² để dự trù cho những biến động của thị trường có thể xảy ra trong thời gian tới.
2. Mảng môi giới và đầu tư thứ cấp dự kiến đạt doanh thu khoảng 1.107,5 tỷ đồng, tăng 36,4% theo năm. VPBS dự báo số lượng sản phẩm phân phối được trong năm ước đạt 11.296 sản phẩm, tăng 28,5% theo năm. Tổng số lượng sản phẩm phân phối tăng trưởng tốt do: (1) nguồn cung của thị trường nhà ở ở Tp.HCM và Hà Nội là tương đối lớn trong nửa cuối năm; (2) hệ thống mạng lưới phân phối rộng giúp DXG duy trì thị phần khoảng 16%; (3) công ty cũng dự định mở bán 4 dự án vào Q4/2017: Opal Skyview; Lux Riverview; Opal City và Gem Riverside. Tổng số sản phẩm bán ra từ các dự án này ước đạt 1.400 căn hộ (có thể đạt 1.500 căn tùy vào tiến độ). Như vậy, số sản phẩm không thuộc các dự án tự phát triển của DXG sẽ vào khoảng 9.396 sản phẩm.
3. Mảng xây dựng ước đạt 288,9 tỷ đồng, tăng 39,7% theo năm. Nguyên nhân chủ yếu là do doanh nghiệp tiến hành ghi nhận doanh thu từ 2 dự án Marina Tower (khởi công khoảng T5/2017) và Saigon Gateway (khởi công khoảng T6/2017) khi 2 dự án này đã đi vào giao đoạn thi công chính.
4. Biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ giảm nhẹ xuống mức 41,5% từ mức 41,8% trong năm 2016. Nguyên nhân là do phần doanh thu theo dự phóng của mảng chuyển nhượng BĐS trong năm nay chiếm tỷ trọng lớn so với mảng dịch vụ trong khi lại có biên lợi nhuận thấp hơn.
5. Lợi nhuận tài chính ước đạt 64,2 tỷ đồng, giảm 38,7% theo năm do không còn những khoản lợi nhuận đột biến từ thanh lý các khoản đầu tư. Chi phí tài chính trong năm ước đạt 52,6 tỷ đồng, tăng 60,8% chủ yếu là do chi phí lãi vay tăng thêm, dùng để tài trợ cho các dự án đang được triển khai.
6. Thu nhập thuần khác đạt 112,2 tỷ đồng, tăng 5,7% theo năm. Trong đó, lợi nhuận từ LDG là 106,0 tỷ đồng, tăng 47,1% theo năm. Năm 2017, LDG đặt kế hoạch LNST là 250 tỷ đồng. Trong nửa đầu năm nay, LDG đã hoàn thành 54,4% kế hoạch đề ra. Chúng tôi kỳ vọng LDG sẽ đạt được kế hoạch trong năm nay.
7. Tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng doanh thu dự báo giảm xuống mức 15,8% so với mức 16,3% trong năm ngoái do các dự án được bàn giao cuối năm

(Opal Garden và Opal Riverside) mang lại mức doanh thu cao hơn, dịch vụ môi giới cũng được dự báo tăng trưởng trở lại trong năm nay.

Như vậy, LNST hợp nhất của cổ đông công ty mẹ ước đạt 657,4 tỷ đồng, tăng 22,4% theo năm và tương ứng với mức EPS dự phóng cho năm 2017 là 2.190 đồng/cổ phiếu.

Trong năm 2018, VPBS dự báo tổng doanh thu của DXG đạt 4.559,6 tỷ đồng, tăng 37,8% theo năm; LNST ước đạt 875,2 tỷ đồng, tăng 32,3% theo năm dựa trên các giả định sau:

1. Doanh thu từ mảng chuyển nhượng BĐS ước đạt doanh thu khoảng 2.501,3 tỷ đồng, tăng 31,4% theo năm. Cơ sở cho dự phóng này của chúng tôi bao gồm: (1) bàn giao 50% phần còn lại của dự án Opal Garden; (2) bàn giao 100% dự án Lux Garden với giá trung bình khoảng 25 triệu đồng/m² (dự án dự kiến bàn giao trong Q3/2018 sau khi đã mở bán trong Q1/2017); (3) giả định dự án Opal Tower bàn giao 100% sau khi mở bán trong Q4/2017 với giá bình quân khoảng 29 triệu đồng/m²; (4) giả định rằng dự án Opal skyview sẽ bàn giao 100% trong năm 2018 với giá bán trung bình khoảng 25 triệu đồng/m². Dự án này có quy mô tương đối nhỏ (206 căn hộ, diện tích sàn thương phẩm khoảng 13.000 m²), thời gian mở bán sớm (T10/2017) nên chúng tôi cho rằng dự án này có khả năng sẽ được bàn giao sớm. Tuy nhiên, NĐT nên lưu ý rằng thời gian bàn giao và ghi nhận KQKD thực tế có thể sẽ khác so với dự báo của VPBS vì những biến động liên tục của thị trường và tính hiệu quả trong công tác bán hàng cũng như tiến độ thi công của từng dự án.
2. Doanh thu từ mảng dịch vụ môi giới và đầu tư thứ cấp ước đạt 1.384,4 tỷ đồng, tăng 25% theo năm. Chúng tôi dự báo trong năm 2018 số lượng sản phẩm mà DXG phân phối đạt 13.258 đơn vị. Trong đó, số lượng sản phẩm do DXG tự phát triển bao gồm: (1) khoảng 100 sản phẩm còn lại từ 2 dự án Opal Skyview và Lux Riverview đã mở bán trong khoảng thời gian cuối năm 2017; (2) 1.150 sản phẩm từ dự án Opal City; (3) 1.000 sản phẩm từ dự án Gem Riverside. Như vậy, VPBS cho rằng số sản phẩm không phải của DXG tự phát triển được phân phối trong năm 2018 khoảng 11.012 đơn vị, tăng 17,2% so với dự báo của năm 2017.

Trong năm 2018, DXG cũng dự kiến mở bán thêm một số dự án mới, đó là Lux Star, The Palm City, Opal Premium và Opal Riverview. Tuy nhiên, đại diện của doanh nghiệp cũng cho biết rằng kế hoạch dự kiến có thể thay đổi để linh động với tình hình hoạt động của doanh nghiệp.

Một yếu tố khác cần xem xét đó là các dự án mở bán vào cuối năm 2017 như Gem Riverside hay Opal city có quy mô khá lớn với tổng vốn đầu tư dự kiến lần lượt là 5.240 và 3.538 tỷ đồng. Mỗi dự án này cung cấp ra thị trường lần lượt khoảng 3.200 và 2.150 căn hộ. Các dự án này sẽ mở bán theo từng đợt và thi công theo hình thức “cuốn chiếu” để đảm bảo cân đối dòng tiền trong doanh nghiệp. Việc mở bán dự án của một doanh nghiệp BĐS cũng đòi hỏi nhiều điều kiện như có ngân hàng đảm bảo, có giấy phép xây dựng nên thời gian bán hàng có thể bị hoãn lại.

Vì những lý do trên, VPBS dự báo thận trọng rằng doanh nghiệp sẽ chỉ tiếp tục bán những dự án mở bán vào cuối năm 2017 và có thể không mở bán thêm dự án nào mới.

3. Mảng xây dựng ước đạt 664,5 tỷ đồng, tăng 230,0% so với cùng năm. Nguồn doanh thu chủ yếu của hoạt động này chủ yếu đến từ 2 hợp đồng chính là Marina Tower và Saigon Gateway. Giá trị 2 hợp đồng này rơi vào khoảng 500 tỷ cho mỗi hợp đồng, thời gian thực hiện hợp đồng trung bình khoảng 14 tháng. Như vậy, chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ ghi nhận được phần doanh thu sau khi hoàn tất 2 hợp đồng này trong năm 2018.
4. Biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm xuống mức 41% do tỷ trọng của mảng chuyển nhượng bất động sản vẫn chiếm phần lớn trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp trong khi biên lợi nhuận lại thấp hơn.
5. Thu nhập thuần từ hoạt động tài chính ước đạt 20,7 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu tài chính ước đạt 88,3 tỷ đồng, tăng 37,5% theo năm nhờ nguồn tiền mặt dồi dào. Chi phí tài chính ước đạt 67,6 tỷ đồng, tăng 28,6% theo năm chủ yếu do chi phí lãi vay.
6. Thu nhập thuần khác ước đạt 139,6 tỷ đồng, tăng 24,4% theo năm. Trong đó, lợi nhuận từ công ty liên kết là LDG đóng góp 135 tỷ đồng, tăng 27,4% theo năm.

Như vậy, LNST của cổ đông công ty mẹ ước đạt 869,6 tỷ đồng, tăng 32,3% theo năm và tương ứng với mức EPS dự phóng cho năm 2017 là 2.897 đồng/cổ phiếu.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

VPBS ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DXG với giá mục tiêu trong 12 tháng tiếp theo là 24.800 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi định giá cổ phiếu DXG bằng cách sử dụng mô hình RNAV (giá trị tài sản ròng), gồm 3 phương pháp là chiết khấu dòng tiền (DCF) và thu nhập thặng dư (residual income), kết hợp với mô hình định giá so sánh chỉ số P/B và P/E với các doanh nghiệp cùng ngành.

Với đặc thù là một doanh nghiệp BĐS, giá trị của DXG phụ thuộc rất nhiều vào giá trị của quỹ đất và các dự án trong tương lai. Chất lượng tài sản cũng là một yếu tố đáng quan tâm khi đầu tư vào loại hình doanh nghiệp này. Ngoài ra, các doanh nghiệp BĐS đang trong thời gian bàn giao các dự án BĐS đã bán trong các năm trước nên lợi nhuận từ các dự án này sẽ được phản ánh vào KQKD của doanh nghiệp.

Tỷ lệ của 3 phương pháp định giá RNAV:P/B:P/E trong mô hình định giá là 50:25:25 theo chúng tôi sẽ là hợp lý.

DXG đang được giao dịch với mức P/E khoảng 10,0x. Mức P/E dự phóng cho năm 2017 và 2018 theo dự báo của VPBS lần lượt là 9,6x và 7,3x, đây là mức giá khá rẻ so với mức trung bình của các doanh nghiệp trong ngành và so với chỉ số VN-Index.

Trong năm 2017, DXG dự kiến chia cổ tức 20% trong đó tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu là 5% (đã phát hành tạm ứng). Lợi suất cổ tức tiền mặt ước tính là 7,1%. Như vậy, tỷ suất sinh lời dự kiến là 24,6% bao gồm tiềm năng tăng giá 17,5% và lợi suất cổ tức tiền mặt là 7,1%.

Mô hình định giá

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Tỷ lệ sở hữu	RNAV (tỷ đồng)
Chuyển nhượng BĐS			
1 Opal skyview	Residual income	100%	48
2 Opal city	Residual income	100%	813
3 Lux star	Residual income	100%	67
4 Opal tower	DCF	100%	45
5 Opal premium	DCF	75%	1.038
6 Opal riverview	DCF	100%	239
7 Lux star	DCF	100%	67
8 Gem riverside	DCF	100%	1.596
9 The palm city	DCF	100%	263
Dịch vụ	DCF	51%	1.285
Xây dựng	DCF	51%	58
Giá trị tài sản gộp			5.815
Tiền và đầu tư ngắn hạn			2.173,4
Đầu tư vào công ty liên kết			634,2
Nợ vay			1.695,6
Lợi ích của cổ đông thiểu số			619,5
RNAV (tỷ đồng)			6.307
Số cổ phiếu đang lưu hành thời điểm hiện tại			285.661.303
Giá cổ phiếu (đồng/cp)			22.079

Nguồn: VPBS

Nhóm công ty cùng ngành

Tên công ty	Sàn	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ đồng)	Chỉ số trượt 12T				
				ROE (%)	ROA (%)	P/E	P/B	
NVL VN	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	VNINDEX	Vietnam	38.304	23,1	5,3	18,1	4,0
NLG VN	CTCP Đầu tư Nam Long	VNINDEX	Vietnam	4.167	11,3	5,2	15,9	1,7
LDG VN	CTCP Đầu tư LDG	VNINDEX	Vietnam	2.399	20,1	7,9	8,1	1,5
KDH VN	CTCP Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Điền	VNINDEX	Vietnam	7.993	16,8	7,7	8,8	1,4
TDH VN	CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh	VNINDEX	Vietnam	2.610	2,3	1,5	57,2	1,3
PDR VN	CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	VNINDEX	Vietnam	6.759	12,5	3,4	22,5	2,7
Trung bình					14,4	5,2	21,8	2,1
Trung vị					14,7	5,3	17,1	1,6
DXG VN	CTCP Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh			5.770,4	23,7	10,3	9,6	1,5

Nguồn: Bloomberg

Định giá cổ phiếu DXG

Phương pháp	Chỉ số hiện tại	Chỉ số mục tiêu 2017F	Định giá	Tỷ trọng	Giá cp
P/B	1,5	1,8	27.164	25%	6.791
P/E	9,6	12,7	27.810	25%	6.952
RNAV	-	-	22.079	50%	11.040
Giá mục tiêu					24.783

Nguồn: VPBS

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Ngày 26/09/2017		DXG (VND/cp)
Thời điểm phân tích		3 đến 6 tháng
Giá hiện tại		21.500
Giá cao nhất 3 tháng		21.600
Giá thấp nhất 3 tháng		15.700
Đường MA 20 ngày hiện tại		20.510
Đường MA45 ngày hiện tại		19.580
Ngưỡng cản trung hạn		22.300
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn		19.500
Tín hiệu kĩ thuật	Vận động tăng trong xu hướng tăng ngắn hạn – Tích cực	
Khuyến nghị ngắn hạn:	Mua quanh vùng 21.000	

Diễn biến giá cp DXG



Nguồn : VPBS Research

Sau khi thiết lập mức giá cao nhất năm 2017 tại 22.300đ/cp vào ngày 15/05/2017, giá cổ phiếu DXG đã trải qua đợt giảm giá khá mạnh và tiếp tục suy giảm liên tục cho tới khi tạo đáy 15.700đ vào ngày 13/07/2017. Những phiên tăng mạnh cuối tháng 7 đi kèm với khối lượng khớp tăng đột biến sau chuỗi ngày giảm giá liên tục đã giúp DXG thoát khỏi xu hướng giảm ngắn hạn đồng thời thiết lập một đợt tăng giá mới cho tới mức 21.500đ/cp ở hiện tại. Hệ thống kỹ thuật của chúng tôi cho rằng giá DXG đang vận động trong xu hướng tăng ngắn hạn của xu hướng tăng trung hạn thiết lập từ đầu năm 2017 bởi 1) giá DXG đang trong nhịp tăng bám sát mép trên dải Bollinger trong khi dải này đang dần mở rộng, 2) chỉ báo RSI 14 ngày đã phá vỡ trendline giảm ngắn hạn đồng thời vượt kháng cự 65 điểm của Rank giảm trung hạn. Theo đó, chúng tôi cho rằng DXG nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng giá trong thời gian tới. Mức cản ngắn hạn 22.300đ ở vùng đỉnh cũ có thể sẽ xảy ra đợt rung lắc nhưng chúng tôi kỳ vọng áp lực bán sẽ không lớn và giá cổ phiếu sẽ sớm vượt qua mức cản này để hướng tới mức cản cao hơn ở vùng 23.500đ/cp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua quanh vùng giá 21.000đ/cp đối với cổ phiếu này ở hiện tại.

PHỤ LỤC

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017E	2018F
Doanh thu	1.397,0	2.513,4	3.194,8	4.559,6
Giá vốn hàng bán	(735,3)	(1.454,9)	(1.936,4)	(2.690,2)
Lợi nhuận gộp	659,2	1.051,6	1.373,7	1.869,4
Chi phí hoạt động	(269,5)	(408,6)	(506,5)	(720,4)
Lợi nhuận hoạt động	389,8	643,1	867,2	1.149,0
Doanh thu tài chính	36,8	104,7	64,2	88,3
Chi phí tài chính	(8,5)	(32,7)	(52,6)	(67,6)
Lợi nhuận khác	122,2	106,2	112,2	139,6
Lợi nhuận trước thuế	540,4	821,2	991,0	1.309,3
Thuế TNDN	(94,8)	(156,8)	(178,4)	(204,0)
Lợi nhuận sau thuế	445,6	664,4	812,6	1.309,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	109,0	127,2	155,2	204,0
LNST của cty mẹ	319,7	512,4	657,4	869,6
% Biên LNST	31,9%	26,4%	24,6%	23,5%
EPS (Đồng)	1.065	1.707	2.190	2.897

Các chỉ số tài chính

(lần)	2015A	2016A	2017E	2018F
Chỉ số P/E	12,9x	8,7x	7,5x	5,6x
EV/EBITDA	4,2x	3,8x	3,3x	2,9x
Chỉ số P/B	3,3x	1,6x	1,4x	1,2x
Chỉ số P/S	4,1x	2,3x	1,8x	1,3x
Lợi suất cổ tức tiền mặt	0%	5%	15%	20%

Chỉ số sinh lời

Biên LN gộp	47,3%	42,0%	41,5%	40,0%
Biên EBITDA	28,2%	26,0%	28,0%	27,1%
Biên LN ròng	31,9%	26,4%	24,2%	23,6%
Tỷ số LN/VCSH	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x

Chỉ số đòn bẩy

Chỉ số thanh toán	45,9x	19,7x	15,6x	16,4x
Tỷ số nợ vay/tổng vốn	0,1x	0,1x	0,2x	0,2x
Tỷ số nợ vay/VCSH	0,2x	0,2x	0,3x	0,5x
H.số TT hiện hành	2,0x	3,0x	2,4x	1,9x
H.số thanh toán nhanh	1,2x	2,4x	1,6x	1,0x

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017E	2018F
Tài sản ngắn hạn	2.986,8	4.627,0	7.564,5	10.997,6
Tiền/tương đương tiền	909,5	1.818,2	2.244,5	2.682,6
Các khoản phải thu	925,1	1.865,0	2.370,7	2.870,4
Hàng tồn kho	1.122,0	915,5	2.826,6	5.286,4
Đầu tư ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Tài sản khác	30,1	28,3	36,0	49,5
Tài sản dài hạn	586,6	935,8	1.158,6	1.121,5
Phải thu dài hạn	1,0	2,7	3,0	3,3
Tài sản cố định	21,0	38,9	247,2	266,4
Tài sản khác	564,5	894,2	908,4	1.191,2
Tổng tài sản	3.573,3	5.562,8	8.728,8	12.466,6
Nợ ngắn hạn	1.516,7	1.527,6	3.164,1	6.061,7
Khoản phải trả	134,4	160,8	292,7	403,2
Vay nợ ngắn hạn	156,0	189,9	499,2	1.573,6
Nợ khác	1.226,3	1.176,9	2.372,2	4.084,8
Nợ dài hạn	285,3	497,8	941,6	1.308,4
Vay nợ dài hạn	282,6	494,1	937,3	1.303,9
Nợ khác	2,7	3,7	4,1	4,5
Tổng nợ	1.802,0	2.025,4	3.113,0	4.814,5
Vốn chủ sở hữu	1.771,4	3.537,4	4.623,3	5.096,5
Vốn cổ phần	1.172,6	2.530,5	3.001,9	3.001,9
Thặng dư vốn	10,9	10,9	10,9	10,9
Lợi nhuận giữ lại	382,0	676,8	752,7	1.008,6
Vốn khác	18,3	26,6	34,8	48,2
Lợi ích c.đông thiểu số	187,5	292,7	823,0	1.027,0
Tổng nợ và vốn CSH	3.573,3	5.562,8	8.728,8	12.466,6

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017E	2018F
LCTT từ HĐ kinh doanh	112,1	(467,3)	386,8	865,9
LCTT từ HĐ đầu tư	(315,0)	(39,6)	(816,1)	(1.045,1)
LCTT từ HĐ tài chính	336,1	1.415,6	855,6	617,3
LCTT trong kỳ	133,2	908,7	426,3	438,0
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	776,3	909,5	1.818,2	2.244,5
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	909,5	1.818,2	2.244,5	2.682,6

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Những khuyến nghị của VPBS được đưa ra dựa trên sự kết hợp giữa phân tích ngắn hạn và dài hạn. Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị dài hạn như sau:

Thị trường định giá thấp: lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn 15%.

Thị trường định giá đúng: lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới từ -10% đến 15%.

Thị trường định giá cao: lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới nhỏ hơn -10%.

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Lê Anh Minh. CFA

Giám đốc - Phân tích cơ bản
minhla@vpbs.com.vn

Lê Việt Anh

Trợ lý phân tích
anhlv@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+84 1900 6457 Ext: 335

Trần Thanh Bạch

Phó Giám Đốc Dịch vụ Ngân hàng Cá nhân Cao Cấp Prestige
bachtt@vpbs.com.vn
+84 190 056 1218 Ext: 2607

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Lê Kiên Cường

Phòng Môi giới Khách hàng Tổ chức
cuonglk@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 202

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc bảo đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế

Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

T - +84 1900 6457

F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai

Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh

T - +84 (0) 8 3823 8608

F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh

Quận Hải Châu – Đà Nẵng

T - +84 (0) 511 356 5419

F - +84 (0) 511 356 5418