

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 2, 2020

Mã giao dịch: DXG

Reuters: DXG.HM

Bloomberg: DXG VN

Triển vọng năm 2020 nhiều thử thách nhưng vẫn có cơ hội.

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	17,700
Giá thị trường (20/02/2020)	12,400
Lợi nhuận kỳ vọng	43%

Lợi nhuận sau thuế dự báo giảm nhẹ 6% yoy cho kịch bản trung lập.

Với bối cảnh hiện tại, chúng tôi cho rằng 1 dự báo thận trọng đối với DXG là cần thiết. Từ những đánh giá cho mảng dịch vụ và phát triển dự án, BVSC dự phóng doanh thu 2020 là 6,855 tỷ, tăng 18% yoy. Biên lợi nhuận gộp chung sẽ giảm từ 53% về 48%. Lợi nhuận gộp đạt 3,285 tỷ, chỉ còn tăng 7% yoy. Trừ chi phí và đặc biệt lợi ích cổ đông thiểu số cao hơn, NPAT-IM là 1,142 tỷ, ghi nhận sự giảm nhẹ 6% so với mức cao của 2019. EPS 2020 là 2,199 đồng/cp.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

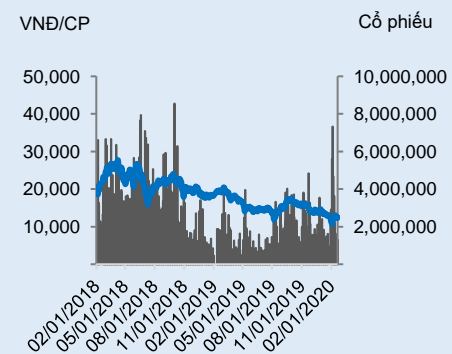
Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	12,500-19,000
Vốn hóa	6,445 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	519,784,611
KLGD bình quân 10 ngày	2,035,457
% sở hữu nước ngoài	43.49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	1.02

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cơ hội về kết quả tăng trưởng cao hơn cho DXG vẫn hiện hữu. Điều này phụ thuộc vào tiến độ xây dựng và bàn giao của Opal Boulevard/tiến độ kinh doanh dự án Long Thành. Và BVSC sẽ cập nhật lại dự báo nếu tiến độ hai dự án này khả quan hơn so với dự định.

Dòng tiền có cơ hội cải thiện khi triển khai kinh doanh dự án mới

Đánh giá về tình hình tài chính trong 2020, chúng tôi cho rằng nợ vay có thể sẽ tiếp tục gia tăng nhưng mục đích chính sẽ giải ngân cho dự án. Cụ thể, công ty con của DXG là Bất động sản Hà An vừa phát hành thành công 2,448 tỷ trong tháng 2.2020. Mục đích nhằm thanh toán tiếp tiền đất cho dự án 92ha Long Thành và chi phí để phát triển dự án này. Chính vì vậy, có thể nói, dự án 92ha Long Thành là dự án trọng điểm trong kế hoạch kinh doanh 2020. Ngoài ra, dòng tiền từ Opal Boulevard sẽ đóng góp tốt khi dự kiến đến cuối 2020 sẽ thu được 40-60% giá trị dự án. Nguồn tiền thu từ 2 dự án trên có thể sẽ giúp dòng tiền chung từ hoạt động khả quan hơn trong 2020. BVSC ước tính nguồn tiền thu được dao động khoảng **2,900 – 4,600 tỷ** với giả định tỷ lệ bán hàng dự án Long Thành từ 30% - 50% và tỷ lệ thu từ Opal Boulevard từ 40% - 60%.

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DXG	-11%	-1.2%	-18%	-24%
VNIndex	-3%	-5.3%	-5.4%	-5.1%

Hoạt động bán vốn tại DXS có thể mang lại nguồn tiền lớn cho DXG nếu thực hiện thành công.

Công ty đang có những động thái cụ thể về việc tìm kiếm nhà đầu tư vào DXS (CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh) cuối 2019 và đầu năm 2020. Theo kế hoạch ban đầu, DXG tìm kiếm nhà đầu tư để giảm tỷ lệ tại DXS từ 90.5% về mức 51%. Tính đến 31.12.2019, vốn điều lệ của DXS là 3,000 tỷ đồng. Chúng tôi vẫn chưa có số liệu về định giá đối với DXS. Tuy nhiên, lợi nhuận của DXS theo ước tính khoảng 1,000 – 1,100 tỷ (lợi ích cổ đông thiểu số phần lớn từ các công ty dịch vụ với tỷ lệ 49%). Như vậy, EPS cho năm 2019 khoảng 3,300 – 3,700 đồng/cp. Ở cách tiếp cận đơn giản theo phương pháp PE, giá trị vốn hóa cho DXS có thể dao động ở mức 4,900 – 5,500 tỷ, tương đương mức PE hiện tại của DXG ~ 5x. Nếu thương vụ có thể thành công, DXG có thể thu về trung bình khoảng **2,000 tỷ khi giảm tỷ lệ từ 90.5% về 51%**. Đây là điểm nhấn khác có thể tạo ra sự khác biệt tích cực cho DXG trong 2020.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Định giá (NAV, PE, PB) có mức premium 39% so với giá thị trường

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần DXG cho mục tiêu khuyến nghị trong 6-12 tháng. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **17,700 đồng/cp**, tương ứng với mức premium 43% so với giá thị trường ngày 20.02.2020.

Khuyến nghị

Đánh giá khách quan, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh DXG gặp nhiều khó khăn kể từ nửa sau năm 2018. Sự trì hoãn nhiều dự án lớn làm triển vọng tăng trưởng bị thay đổi, cũng như, gia tăng áp lực tài chính cho Công ty. Những khó khăn này phản ánh rất rõ nét trong giá cổ phiếu DXG trong 1 năm qua khi giảm 35-40%. Mặc dù, hoạt động DXG có những tín hiệu khả quan trong H2.2019 khi huy động được trái phiếu dài hạn quy mô lớn để giảm áp lực tài chính ngắn hạn, mua thêm dự án mới và khởi động lại việc tìm kiếm đối tác cho DXS. Một sự lạc quan về thay đổi rõ nét trong hoạt động kinh doanh, tài chính của DXG bối cảnh hiện tại vẫn phải cân nhắc thận trọng khi thị trường bất động sản diễn biến khó dự báo trước tình hình dịch bệnh. Tuy nhiên, cơ hội cho DXG vẫn hiện hữu nếu triển khai và kinh doanh hiệu quả dự án 92ha Long Thành vào Q2.2020; thương vụ bán vốn tại DXS thuận lợi và một số dự án nhỏ hoàn thành pháp lý kinh doanh. Do đó, cân nhắc giữa rủi ro và cơ hội, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu DXG trong thời gian 6 – 12 tháng. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm nhà đầu tư xem xét tích lũy với cổ phiếu DXG với lợi nhuận kỳ vọng là 39%. **Rủi ro cần lưu ý:** tiến độ Long Thành chậm hơn kế hoạch/hoặc có thông tin bất lợi về pháp lý với dự án này. Khi đó nhà đầu tư tạm dừng giải ngân/hạ tỷ trọng

Kết quả kinh doanh 2019 đi ngang lần đầu tiên trong giai đoạn 2013-2019

Kết thúc năm 2019 nhiều khó khăn, DXG ghi nhận doanh thu đạt 5,841 tỷ, tăng 25% yoy. Lợi nhuận gộp là 3,084 tỷ, tăng 18% yoy. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 56% còn 53%. Tuy nhiên, chi phí bán hàng, quản lý gia tăng nhanh cùng với lợi nhuận từ công ty liên kết giảm. Kết quả, lợi nhuận trước thuế ghi nhận 2,388 tỷ, tăng 14% yoy. Lợi ích từ cổ đông thiểu số ghi nhận 669 tỷ, tăng 23% yoy. Do đó, lợi nhuận sau thuế trừ thiểu số đạt 1,216 tỷ, tăng 3% yoy và hoàn thành kế hoạch đề ra. Chi tiết từng hoạt động như sau:

Mảng dịch vụ và đầu tư thứ cấp ghi nhận sự tăng trưởng cao khi thị trường bất động sản các tỉnh sôi động. Theo báo cáo thuyết minh bộ phận, doanh thu mảng dịch vụ ghi nhận 3,915 tỷ, tăng 66% yoy, trong đó có khoảng 1.070 tỷ từ doanh thu tự phát triển dự án của công ty dịch vụ. Điều này cho thấy quy mô tài chính ở công ty dịch vụ của DXG ngày càng gia tăng nên có thể tích lũy quỹ đất để tự phát triển. Đây là điểm tích cực đáng ghi trong hoạt động của DXG trong 2019 và cũng phản ánh diễn biến giao dịch tích cực của thị trường bất động sản các tỉnh như Nha Trang, Đà Nẵng, Quảng Ninh trong 9 tháng đầu năm. Các khu vực này đều có sự hiện diện của các công ty dịch vụ thuộc DXG.

Hoạt động phát triển dự án của DXG mở rộng ở nhiều thị trường thay vì tập trung ở khu vực trung tâm. Năm 2019, sự chủ động trong tìm kiếm dự án triển khai ở nhiều thị trường đã mang lại những kết quả khả quan. Cụ thể, tổng doanh thu từ phát triển dự án (bao gồm cả doanh thu tự phát triển dự án từ công ty dịch vụ) là 2,078 tỷ, ghi nhận mức tăng 25% yoy. Lợi nhuận gộp đạt 761 tỷ, tăng 22% yoy, tương ứng biên gộp là 37% giảm nhẹ 0.5% so với cùng kỳ.

Nội dung	2016	2017	2018	2019
Doanh thu phát triển (bao gồm doanh thu từ công ty dịch vụ)	1,482,034	1,102,074	1,663,701	2,078,273
Biên gộp	30.8%	40.2%	37.5%	37%
% tăng trưởng	202%	-26%	51%	25%

Tuy nhiên, BVSC lưu ý do tỷ lệ sở hữu tại công ty dịch vụ của DXG phần lớn ở mức 51% do đó cổ đông công ty mẹ chỉ được hưởng lợi nhuận theo tỷ lệ. Đây là 1 trong những lý do vì sao doanh thu ghi nhận tăng 25% nhưng lợi nhuận ròng tăng 3% yoy.

Cân đối tài chính là bài toán lớn cho DXG trong năm 2019

Khoản phải thu vẫn duy trì tỷ trọng cao trong cơ cấu tổng tài sản tính đến 31.12.2019

Mặc dù, kết quả kinh doanh vẫn duy trì ở mức cao trong bối cảnh ngành nhiều khó khăn, chúng tôi có sự lưu ý về chất lượng lợi nhuận được ghi nhận. Lợi nhuận từ hoạt động ở công ty dịch vụ (môi giới, thứ cấp và đầu tư dự án) theo ước tính chiếm đến 86% tổng lợi nhuận gộp 2019 (75% cho 2018). Doanh thu từ các hoạt động này hiện tại rất khó đánh giá vì được đóng góp từ rất nhiều dự án mà công ty tham gia. Và điều này ít nhiều thể hiện trong khoản phải thu từ khách hàng trong 2019. Tính đến 31.12.2019, khoản phải thu

ngắn hạn khách hàng là 1.938 tỷ, tiếp tục tăng 683 tỷ so với đầu năm. Tỷ trọng khoản phải thu khách hàng trên tổng tài sản tăng lên 9,75%, so với mức 9,1% của 2018.

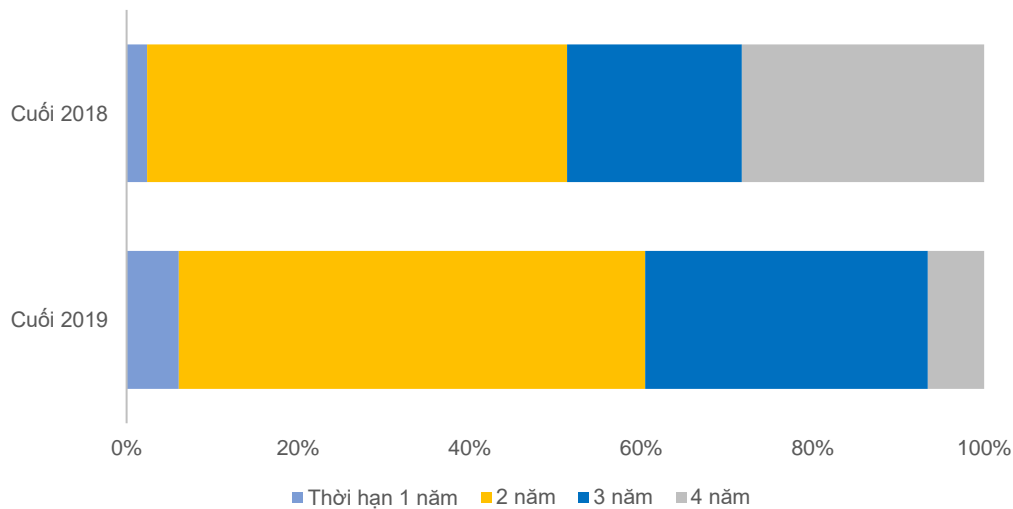
Bên cạnh đó, tập trung nguồn lực vào hoạt động môi giới, thứ cấp làm gia tăng mạnh khoản tạm ứng, ký quỹ, cho vay và hợp tác đầu tư. Tổng giá trị khoản phải thu này là 7,085 tỷ, tăng 2,774 tỷ so với đầu năm 2019. Tỷ trọng trên tổng tài sản cũng tăng từ 31.4% lên 36%. Đây là rủi ro phát sinh từ năm 2018 và đến hiện tại chúng tôi cho rằng vẫn chưa có nhiều cải thiện. Và điều này có ảnh hưởng rõ nét đến dòng tiền và tình hình tài chính của DXG trong 2 năm vừa qua.

Khoản mục	2016	2017	2018	2019
Phải thu khách hàng	395	738	1,255	1,938
Khoản tạm ứng, trả trước, thu ngắn hạn khác	1,470	2,702	4,311	7,085
Tổng cộng	1,865	3,440	5,566	9,023
% tổng tài sản	33%	33.5%	40%	45%

Nợ vay gia tăng mạnh để cân đối tài chính và mua thêm dự án mới để triển khai

Tính đến 31.12.2019, tổng nợ vay của DXG là 4,426 tỷ, tăng 1,561 tỷ so với đầu năm. Trong kỳ, DXG huy động thêm tổng nợ vay mới là 3,876 tỷ và hoàn trả 2,339 tỷ. Áp lực tài chính căng thẳng do nguồn thu từ các hợp đồng dịch vụ (thu ký quỹ, thu tạm ứng) bị kéo dài, trong khi, nhu cầu vốn để ký quỹ cho dự án mới vẫn gia tăng, khoản nợ vay ngắn và dài hạn đến hạn. Bên cạnh đó, Công ty cũng tăng cường tìm kiếm thêm quỹ đất mới có thể triển khai ngay để mang lại dòng tiền trong 2020-2021. Cụ thể, DXG giải ngân 1.572 tỷ/3,060 tỷ cho dự án Long Thành trong quý 4.2019. Dự án này sẽ triển khai kinh doanh trong năm 2020.

Sau 1 năm bận rộn với các hoạt động tài chính, cấu trúc nợ vay của DXG nhìn chung vẫn không có nhiều thay đổi so với cuối 2018 nếu không nói là áp lực hơn. Nợ vay dài hạn có kỳ hạn 2-3 năm chiếm 87%, tổng nợ vay dài hạn (tỷ lệ này là 69% tại cuối 2018), tương đương 3,100 tỷ. Trong đó, nợ vay và trái phiếu đáo hạn trong 2021 là 1,950 tỷ, và 2022 là 1,180 tỷ. Do đó, BVSC cho rằng việc gia tăng phát hành trong 2019 giúp DXG có nguồn tiền mua dự án mới để triển khai, và thanh toán khoản vay đáo hạn. Áp lực tài chính trong 2-3 năm tới vẫn còn hiện hữu. Do đó, triển khai sớm dự án mới chính là yếu tố có thể giúp DXG giải quyết tốt vấn đề tài chính trong dài hạn.

TỶ TRỌNG NỢ VAY DÀI HẠN THEO THỜI GIẠN ĐÁO HẠN

Triển vọng kinh doanh năm 2020 nhiều thử thách hơn 2019 nhưng vẫn có cơ hội

Đánh giá về triển vọng ngành bất động sản trong 2020, chúng tôi cho rằng áp lực đối với doanh nghiệp bất động sản nói chung và DXG nói riêng là lớn hơn so với năm 2019. Nếu như, năm 2019, sự khó khăn trong triển khai dự án ở TP.HCM, Hà Nội được bù đắp bởi sự sôi động ở thị trường tỉnh. Trong năm 2020, BVSC cho rằng các thị trường tỉnh rất khó duy trì triển vọng khả quan.

Hoạt động dịch vụ & thứ cấp giảm so với 2019, nhưng triển khai dự án Long Thành có thể giúp doanh thu phát triển dự án tăng trưởng trở lại. Đây là kịch bản trung lập mà chúng ta có thể nghĩ đến cho DXG trong bối cảnh hiện tại. Đối với hoạt động dịch vụ gồm môi giới và thứ cấp, chúng tôi cho rằng Công ty khó duy trì tốc độ tăng trưởng như 2019. Pháp lý ở các tỉnh được kiểm soát chặt hơn, và sự suy yếu thị trường tỉnh trong 6 tháng cuối 2019 (thời điểm chưa bùng phát dịch bệnh Cov19) là lý do chủ đạo. Và bối cảnh hiện tại, chúng tôi nghĩ rằng một sự thận trọng trong dự báo doanh thu ở mảng này là cần thiết. Nguyên nhân, danh mục dự án môi giới lẫn thứ cấp của DXG hiện tại phần lớn tập trung ở thị trường miền Trung & miền Bắc. Khu vực đang có những ảnh hưởng nhất định do dịch bệnh. Du lịch sụt giảm, kinh doanh khó khăn và sự e ngại khi di chuyển của nhà đầu tư chắc chắn ảnh hưởng đến bất động sản các khu vực như Đà Nẵng, Nha Trang, Quảng Ninh, Phú Yên... Trên cơ sở đó, BVSC giả định doanh thu mảng dịch vụ sẽ giảm 10% so với năm 2019. Doanh thu mảng này trong 2020 là 2,557 tỷ. Biên lợi nhuận gộp cũng sẽ giảm từ 79.6% về mức 75%.

Nội dung	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu dịch vụ	1,616	2,354	2,842	2,557
% tăng trưởng	99%	46%	21%	-10%
% biên gộp	81%	83%	79.6%	75%

Với triển vọng khó khăn hơn từ mảng dịch vụ, hoạt động phát triển bất động sản chắc chắn sẽ được DXG tập trung quyết liệt bao gồm mở bán dự án mới lần đẩy nhanh tiến độ dự án đang triển khai để có thể ghi nhận doanh thu.

Dự án	Sản phẩm	Doanh thu (tỷ VND)	Doanh thu ghi nhận trong 2020 (tỷ VND)	Tiến độ
Opal Boulevard	1,500	3,200	-	Xây dựng thô đến tầng 7-8/36 tầng
Dự án Long Thành	N/A	5,500– 6,000	1,153	Đang thực hiện công tác chuẩn bị mặt bằng
Dự án La Maison Phú Yên	300	3,500 – 3,600	2,250	Đang xây dựng phần thô. Dự kiến bàn giao 50% sản phẩm.
Tổng		9,000 – 9,600	3,379	

Căn cứ, tiến độ từng dự án, BVSC cho rằng doanh thu 2020 sẽ đóng góp từ Dự án Long Thành, La Maison Phú Yên. Dự án Opal Boulevard dù đang được đẩy nhanh tiến độ nhưng với thời gian 10 tháng để hoàn thành kịp bàn giao sẽ rất áp lực. Do đó, doanh thu từ dự án này sẽ đóng góp vào 2021. Dự án La Maison đang trong giai đoạn xây dựng. BVSC giả định khoảng 50% dự án sẽ ghi nhận. Đối với dự án Long Thành, chúng tôi có những giả định sau:

Dự án Long Thành – 92ha: có diện tích đất ở là 46.5ha. Dự án chưa có thông tin cụ thể về giá bán, số lượng sản phẩm, số lượng bán nền, số lượng bán nhà... Ngoài ra, Công ty có thể sẽ bán sỉ một phần diện tích cho các nhà đầu tư thứ cấp khác. Do đó, những ước lượng và dự báo hiện tại sẽ tương đối thận trọng. Doanh thu và lợi nhuận dự án cụ thể như sau:

Dự án	Chi tiết	Ghi chú
Diện tích đất ở (ha)	46,5	
Diện tích thấp tầng có thể bán (ha)	32.5	70% diện tích đất ở
Doanh thu dự kiến	5,766 tỷ	Bao gồm bán sỉ; giả định khoảng 30% diện tích.
Tổng chi phí chi phí cho 32.5ha	4,211 tỷ	Bao gồm chi phí đất, hạ tầng, bán hàng, quản lý, thuế TNDN.
Lợi nhuận ròng	1,551 tỷ	Biên ròng trung bình: 27%
Doanh thu ghi nhận 2020	1,153 tỷ	Tỷ lệ 20% tổng doanh thu
Lợi nhuận gộp	424 tỷ	Biên gộp: 38%

Lợi nhuận sau thuế dự báo giảm nhẹ 6% yoy cho kịch bản trung lập

Từ những đánh giá cho mảng dịch vụ và phát triển dự án ở trên, BVSC dự phóng doanh thu 2020 là 6,855 tỷ, tăng 18% yoy. Biên lợi nhuận gộp chung sẽ giảm từ 53% về 48%. Lợi nhuận gộp đạt 3,285 tỷ, chỉ còn tăng 7% yoy. Trừ chi phí và đặc biệt lợi ích cổ đông thiểu số cao hơn (DXG có lợi ích 51% lại La Maison), NPAT-IM là 1,142 tỷ, ghi nhận sự giảm nhẹ 6% so với mức cao của 2019. EPS 2020 là 2,199 đồng/cp.

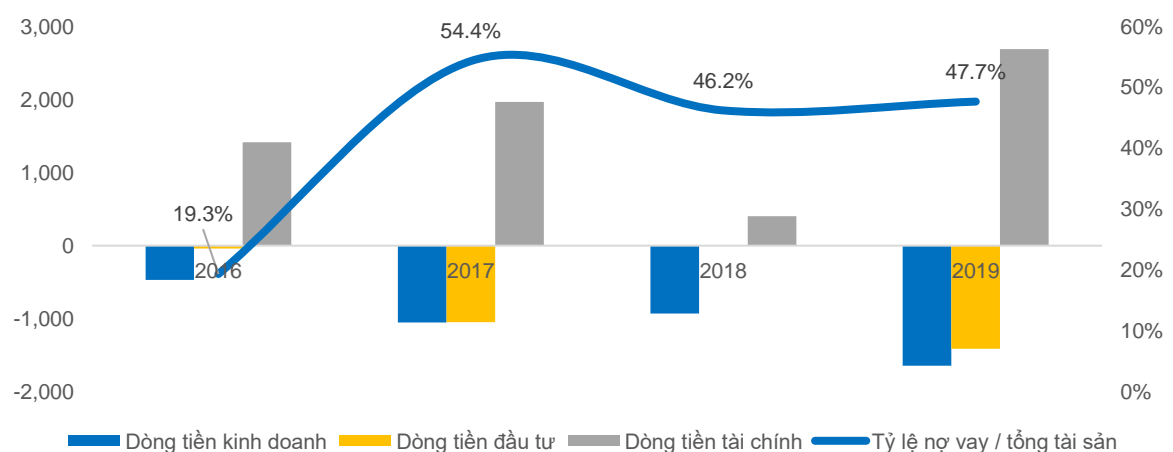
Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	2019	2020F	yoy
Doanh thu	5,814	6,855	18%
LNG	3,084	3,285	7%
Thu nhập tài chính thuần	61	20	-67%
Chi phí bán hàng & quản lý	692	825	19%
LNTT	2,388	2,357	-1%
LNST trừ thiểu số	1,216	1,142	-6%

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cơ hội về kết quả tăng trưởng cao hơn cho DXG vẫn hiện hữu. Điều này phụ thuộc vào tiến độ xây dựng và bàn giao của Opal Boulevard/tiến độ kinh doanh dự án Long Thành. Và BVSC sẽ cập nhật lại dự báo nếu tiến độ hai dự án này khả quan hơn so với dự định.

Dòng tiền có cơ hội cải thiện khi triển khai kinh doanh dự án mới.

Cho năm 2020, sự thay đổi khả quan trong dòng tiền hoạt động kinh doanh sẽ có ý nghĩa hơn cho DXG thay vì kết quả kinh doanh. Dòng tiền kinh doanh ghi nhận giá trị âm lớn trong 3 năm 2017-2019 tạo ra áp lực cho vấn đề tài chính. Công ty liên tục gia tăng nợ vay cũng như phát hành cổ phiếu để cân đối nguồn vốn. Chính vì vậy, khi những khó khăn trong triển khai dự án kéo dài bắt đầu từ 2018 dẫn đến tỷ trọng nợ vay gia tăng, rủi ro về vấn đề thanh khoản của DXG làm cho các nhà đầu tư có những lo ngại nhất định. Do đó, một sự cải thiện rõ nét trong dòng tiền kinh doanh mới chính là yếu tố quan trọng cho câu chuyện năm 2020.

Dòng tiền hoạt động từ 2017 - 2019



Đánh giá về tình hình tài chính trong 2020, chúng tôi cho rằng nợ vay có thể sẽ tiếp tục gia tăng nhưng mục đích chính sẽ giải ngân cho dự án. Cụ thể, công ty con của DXG là Bất động sản Hà An vừa phát hành thành công 2,448 tỷ trong tháng 2.2020. Mục đích nhằm thanh toán tiếp tiền đất cho dự án 92ha Long Thành và chi phí để phát triển dự án này. Chính vì vậy, có thể nói, dự án 92ha Long Thành là dự án trọng điểm trong kế hoạch kinh doanh 2020. Ngoài ra, dòng tiền từ Opal Bourlevarđ sẽ đóng góp tốt khi dự kiến đến cuối 2020 sẽ thu được 40-60% giá trị dự án. Mặc dù, BVSC cho rằng ước lượng dòng tiền thu từ hoạt động của DXG là rất khó để đầy đủ, nguồn tiền thu từ 2 dự án trên có thể sẽ giúp dòng tiền chung từ hoạt động khả quan hơn nhiều trong 2020. BVSC ước tính nguồn tiền thu được sẽ dao động khoảng **2,900 – 4,600 tỷ** với giả định tỷ lệ bán hàng dự án Long Thành từ 30% - 50% và tỷ lệ thu từ Opal Bourlevarđ từ 40% - 60%.

Hoạt động bán vốn tại DXS có thể mang lại nguồn tiền lớn cho DXG nếu thực hiện thành công.

Công ty đang có những động thái cụ thể về việc tìm kiếm nhà đầu tư vào DXS (CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh) cuối 2019 và đầu năm 2020. Theo kế hoạch ban đầu, DXG tìm kiếm nhà đầu tư để giảm tỷ lệ tại DXS từ 90.5% về mức 51%. Hiện tại, công ty cho biết đang triển khai các bước rà soát đầu tư (DD) đối với 1 số nhà đầu tư tiềm năng. DXS được tái cấu trúc từ năm 2018 thông qua CTCP Long Kim Phát. Sau đó, DXG chuyển nhượng vốn góp ở các công ty chủ lực trong hoạt động dịch vụ như DXG Miền Bắc, Miền Nam, Miền Trung, Đông Nam Bộ sang DXS. Tính đến 31.12.2019, vốn điều lệ của DXS là 3,000 tỷ đồng. Chúng tôi vẫn chưa có số liệu về định giá đối với DXS. Tuy nhiên, lợi nhuận của DXS theo ước tính khoảng 1,000 – 1,100 tỷ (lợi ích cổ đông thiểu số phần lớn từ các công ty dịch vụ với tỷ lệ 49%). Như vậy, EPS cho năm 2019 khoảng 3,300 – 3,700 đồng/cp. Ở cách tiếp cận đơn giản theo phương pháp PE, giá trị vốn hóa cho DXS có thể dao động ở mức 4,900 – 5,500 tỷ, tương đương mức PE hiện tại của DXG ~ 5x. Nếu thương vụ có thể thành công, DXG có thể thu về trung bình khoảng **2,000 tỷ khi giảm tỷ lệ từ 90.5% về 51%**. Đây là điểm nhấn khác có thể tạo ra sự khác biệt tích cực cho DXG trong 2020. BVSC chưa phản ánh cụ thể vấn đề này trong kết quả kinh doanh, định giá trong 2020.

Định giá

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần DXG cho mục tiêu khuyến nghị trong 6-12 tháng. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **17,700 đồng/cp**, tương ứng với mức premium 39% so với giá thị trường ngày 18.02.2020.

Kết quả định giá			
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	17,641	50%	8,820
PE	16,162	25%	4,041
PB	19,512	25%	4,878
Trung bình			17,739

Phương pháp NAV

Do nhiều dự án của DXG ở TP.HCM đang bị trì hoãn kéo dài, và chưa có thời điểm triển khai cụ thể. chúng tôi có những điều chỉnh về cách thức xác định giá trị ở các dự án này. Điều này làm thay đổi kết quả NAV rõ nét so với trước đây. Mặc dù vậy, sự điều chỉnh này sẽ giúp nhà đầu tư có cái nhìn thận trọng nhất về giá trị hợp lý của DXG trong bối cảnh hiện tại. Từ đó, nhà đầu tư có thể tìm kiếm cơ hội khi giá cổ phiếu DXG có chiết khấu cao so với kết quả ước tính. Một số các giả định cụ thể như sau:

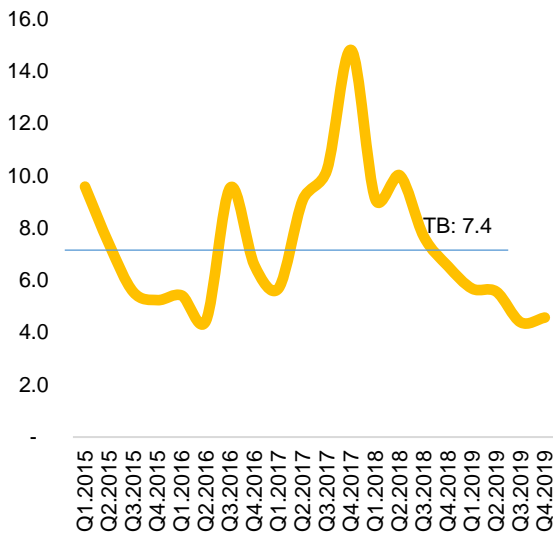
- Chiết khấu 30% khoản phải thu khách hàng, phải thu từ cho vay, phải thu ngắn hạn khác có giá trị lớn và không được thuyết minh.
- Dự án bị trì hoãn kéo dài và liên quan đến các vấn đề thanh tra như Opal City, Gem Riverside sẽ xác định theo giá đất thị trường.
- Dự án có thể triển khai trong 1-2 năm tới như Opal Skyline, Opal Skyview, Long Thành... sẽ định giá trên cơ sở xác định lợi nhuận từ kinh doanh sản phẩm.
- Cập nhật giá thị trường cho khoản đầu tư vào Long Điền.
- Kết quả cho thấy giá trị NAV hợp lý trên mỗi cổ phần của DXG là **17,641 đồng/cp**.

Khoản mục (tỷ đồng)	Giá trị
Giá trị thị trường của tổng tài sản	23,328
Nợ phải trả	10,652
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu	12,675
Số lượng cổ phần (triệu)	519.8
Giá cổ phần (VND/cp)	17,641

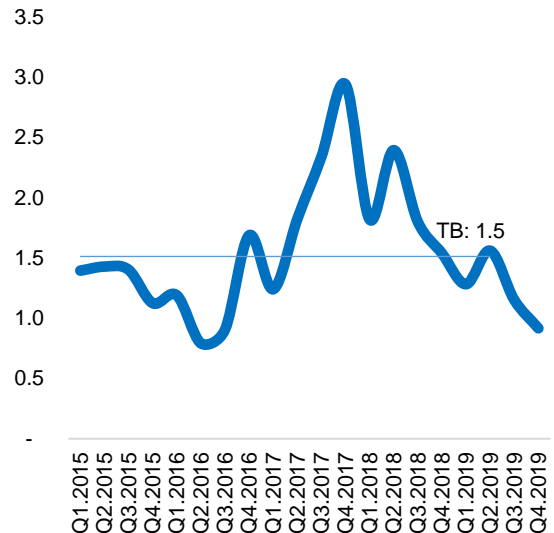
Định giá so sánh

Chúng tôi sử dụng phương pháp PE & PB để xác định giá trị hợp lý DXG. Tuy nhiên, bối cảnh khó khăn hiện tại của thị trường, BVSC nhận thấy đã tạo ra sự phân hóa giữa từng doanh nghiệp do sự khác biệt trong i) danh mục dự án tập trung ở thành phố lớn hay ở tỉnh ii) dự án chậm pháp lý đơn thuần hay vướng vào các nội dung thanh tra lớn iii) tình hình tài chính. Sử dụng giá trị trung bình ngành có thể sẽ ít hiệu quả trong giai đoạn hiện tại. Do đó, chúng tôi sử dụng PE, PB lịch sử của riêng doanh nghiệp để sử dụng trong tính toán. Vì chúng tôi tin rằng nếu PE, PB hiện tại thấp hơn giá trị trung bình, do những khó khăn đang đối mặt, thì khi hoạt động có sự cải thiện và vượt qua thách thức thì PE, PB hợp lý sẽ tìm đến giá trị trung bình. Với cách thức này, giá trị trung bình PE, PB của DXG trong giai đoạn 2015-2019 lần lượt là 7.4x và 1.5x. Nếu tình hình hoạt động DXG thuận lợi như kỳ vọng (mở bán Long Thành, tài chính cải thiện, lợi nhuận duy trì như 2019), giá hợp lý cho DXG theo PE, PB trong 2020 là **16,162 đồng/cp** và **19,512 đồng/cp**.

THỐNG KÊ PE TỪ Q1.2015 - Q4.2019



THỐNG KÊ PB TỪ Q1.2015 - Q4.2019



Khuyến nghị

Đánh giá khách quan, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh DXG gặp nhiều khó khăn kể từ nửa sau năm 2018. Sự trì hoãn nhiều dự án lớn làm triển vọng tăng trưởng bị thay đổi, cũng như, gia tăng áp lực tài chính cho Công ty. Những khó khăn này phản ánh rất rõ nét trong giá cổ phiếu DXG trong 1 năm qua khi giảm 35-40%. Mặc dù, hoạt động DXG có những tín hiệu khả quan trong H2.2019 khi huy động được trái phiếu dài hạn quy mô lớn để giảm áp lực tài chính ngắn hạn, mua thêm dự án mới và khởi động lại việc tìm kiếm đối tác cho DXS. Một sự lạc quan về thay đổi rõ nét trong hoạt động kinh doanh, tài chính của DXG bối cảnh hiện tại vẫn phải cân nhắc thận trọng khi thị trường bất động sản diễn biến khó dự án trước tình hình dịch bệnh. Tuy nhiên, cơ hội cho DXG vẫn hiện hữu nếu triển khai và kinh doanh hiệu quả dự án 92ha Long Thành vào Q2.2020; thương vụ bán vốn tại DXS thuận lợi và một số dự án nhỏ hoàn thành pháp lý kinh doanh. Do đó, cân nhắc giữa rủi ro và cơ hội, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu DXG trong thời gian 6 – 12 tháng. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm nhà đầu tư xem xét tích lũy với cổ phiếu DXG với lợi nhuận kỳ vọng là 43%. *Rủi ro cần lưu ý:* tiến độ Long Thành chậm hơn kế hoạch/hoặc có thông tin bất lợi về pháp lý với dự án này. Khi đó nhà đầu tư tạm dừng giải ngân/hạ tỷ trọng.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019
Doanh thu thuần	2,506	2,879	4,645	5,813
Giá vốn	1,454	1,149	2,030	2,729
Lợi nhuận gộp	1,051	1,729	2,614	3,083
Doanh thu tài chính	104	66	206	270
Chi phí tài chính	32	62	190	209
Lợi nhuận sau thuế	537	750	1,178	1,216

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019
Tiền & khoản tương đương tiền	1,818	1,678	1,158	793
Các khoản phải thu ngắn hạn	1,865	3,440	5,566	9,023
Hàng tồn kho	915	3,400	4,605	6,791
Tài sản cố định hữu hình	39	64	76	361
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	580	962	1,176	1,184
Tổng tài sản	5,562	10,264	13,728	19,880
Nợ ngắn hạn	1,527	3,726	5,117	7,276
Nợ dài hạn	497	1,883	2,441	3,376
Vốn chủ sở hữu	3,537	4,653	6,199	9,227
Tổng nguồn vốn	5,562	10,264	13,728	19,880

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	79.7	14.9	61.3	25.1
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	59.8	39.7	57	3.2
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	41.9	60	56.2	53
Lợi nhuận thuần biên (%)	26.5	37.7	37.0	32.5
ROA (%)	11.7	9.5	9.8	7.2
ROE (%)	20.2	18.3	21.7	15.8
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	12.3	24.6	20.8	22.1
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	19.3	54.3	46.2	47.6
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3,995	2,746	3,589	3,070
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12,823	12,576	14,285	12,029

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trần Thu Nga

Bán lẻ, Thép, Ngân hàng

tranthuthunga@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Chứng khoán

thaianhhao@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentidung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888