

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 7, 2020

Mã giao dịch: DXG

Reuters: DXG.HM

Bloomberg: DXG VN

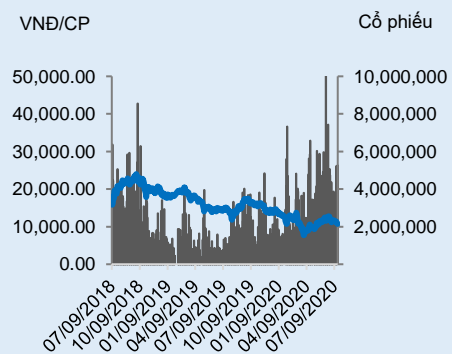
Cập nhật tiến độ bán dự án Gem Sky World, triển vọng KQKD 2020

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	16.900
Giá thị trường (20/07/2020)	10.700
Lợi nhuận kỳ vọng	57%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	7.200-17.500
Vốn hóa	5.561 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	519,784,611
KLGD bình quân 10 ngày	3.003.840
% sở hữu nước ngoài	40,06%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	1.02

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DXG	-23%	-21%	-12%	-23%
VNIndex	-11%	-1%	3%	-11%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Dự án Gem Sky World ghi nhận 700 sản phẩm giao dịch trong đợt bán đầu tiên. Ngày 19.2.2020, Công ty tổ chức sự kiện giới thiệu dự án Gem Sky World cho khách hàng với khoảng 1.020 sản phẩm thuộc giai đoạn 1 ở hai phân khu là Garnet Park và Pearl Park. Các sản phẩm chủ yếu là đất nền liền kề với giá bán 1,8 – 2 tỷ/sp (VAT). Theo cập nhật, số lượng sản phẩm giao dịch trong ngày đạt khoảng 68% tổng sản phẩm của giai đoạn 1. Công ty sẽ tiếp tục kéo dài chính sách ưu đãi bán hàng dự kiến cho đến hết tháng 7, bao gồm chiết khấu 10% cho khách hàng và 15% cho cổ đông, đối với các sản phẩm thuộc giai đoạn 1.

Kết quả kinh doanh 1H.2020 ở mức thấp nhưng kỳ vọng phục hồi trong 2H.2020. Theo báo cáo vừa công bố, lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số quý 2 của DXG là – 27 tỷ. Sự thiếu hụt doanh thu từ phát triển dự án cùng với sự trì hoãn gần 2/3 hoạt động môi giới trong quý 2 do Covid-19 dẫn đến kết quả kém tích cực trong kỳ. Kết quả kinh doanh cả năm 2020 theo ước tính của BVSC (điều chỉnh lần 2 sau khi dịch Covid-19 gia tăng trong tháng 3-4, báo cáo tháng 02/2020 BVSC dự báo NPAT-IM là 1,142 tỷ) còn **950 tỷ**, giảm 22% về lợi nhuận sau thuế yoy.

Tuy nhiên, do kết quả sụt giảm mạnh trong 1H.2020 sẽ giúp số liệu của 2H.2020 có nhiều dư địa để cải thiện và tăng trưởng. Theo đó, lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số trong 2H.2020 ước đạt khoảng **905 tỷ**, tăng 37% so với 2H.2019. Trong đó, một số dự án sẽ góp đóng doanh thu trong 2H.2020 là Gem Sky World, La Maison Premier Phú Yên, One River...

Giá cổ phiếu định giá thấp trong khi triển vọng đang khả quan trở lại.

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 tới. Kết quả, giá trị hợp lý là **16.900 đồng/cp**, giảm so với báo cáo tháng 3.2020 do i) điều chỉnh giá bán bình quân dự án Gem Sky World theo chính sách bán hàng mới của công ty ii) NPAT-IM 2020 điều chỉnh giảm hơn so với dự báo ban đầu (giảm 6% yoy).

Theo giá thị trường ngày 18.7.2020, giá hợp lý của DXG đang có mức premium 57%. Chúng tôi kỳ vọng i) kết quả tốt hơn trong 2H.2020 ii) thông tin tích cực từ tiến độ bán hàng Gem Sky World ở các giai đoạn sau iii) tình hình tài chính cải thiện từ nguồn thu bán hàng... sẽ là những điểm nhấn chính của DXG trong 6 tháng cuối năm.

Thông tin chuyển nhượng vốn góp tại LDG có thể gây bất lợi trong ngắn hạn

Bên cạnh thông tin khả quan, DXG cũng đang có thông tin tạo ra áp lực cho nhà đầu tư, cụ thể, như việc thoái toàn bộ vốn tại LDG, tương đương 88 triệu cổ phần. Chúng tôi chưa có thông tin chính xác về mức giá mà DXG dự định giao dịch chuyển nhượng tại LDG. Tuy nhiên, BVSC cho rằng năm 2020 đang là năm nhiều

khó khăn của nhiều doanh nghiệp, trong đó có DXG. Và công ty đang nỗ lực trong bán hàng tại dự án Gem Sky World, để có dòng tiền và sản phẩm ghi nhận lợi nhuận trong 2H.2020. Chính vì vậy, hoạt động thoái vốn tại LDG sẽ được ban lãnh đạo rất cân nhắc về thời điểm cũng như giá bán. Chúng tôi kỳ vọng thông tin thoái LDG có thể tạo ra lo ngại trong ngắn hạn nhưng không có ảnh hưởng quá tiêu cực cho DXG trong trung hạn.

Khuyến nghị

Chúng tôi bắt đầu có đánh giá lạc quan hơn đối với DXG kể từ khi dự án Gem Sky World bắt đầu triển khai và kinh doanh vào cuối quý 2.2020. Tuần qua, với kết quả bán hàng đạt 70% do số lượng sản phẩm chào bán quy mô lớn, là thông tin tích cực cho tình hình tài chính và triển vọng lợi nhuận trong 2H.2020 và 2021. Chúng tôi kỳ vọng từ đây đến hết năm 2020 tiến độ bán hàng ở Gem Sky World sẽ gia tăng lên cùng với sự hoàn thiện của hạ tầng, tiện ích nội khu. Theo đó, dự án sẽ tiêu thụ được khoảng 50-60% tổng số sản phẩm.

Với kết quả kinh doanh H1.2020, thông tin thoái vốn tại LDG, là thông tin chưa tích cực trong ngắn hạn có thể ảnh hưởng tới biến động giá của DXG. Tuy nhiên, với dự báo về KQKD H2.2020, cũng như tiềm năng quỹ đất giá hợp lý của DXG, BVSC cho rằng cơ hội tốt để tích lũy cổ phiếu DXG ở vùng giá hấp dẫn đang hiện hữu nên khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu DXG. Giá mục tiêu là **16.900 đồng/cp** với thời gian nắm giữ 6 tháng. Nhà đầu tư xem xét tích lũy vùng giá 9.000 – 10.000 đồng/cp, tương đương với PB2020 là 0,6-0,65x.

Dự án Gem Sky World ghi nhận 700 sản phẩm giao dịch trong đợt bán đầu tiên

Ngày 19.7.2020, Công ty tổ chức sự kiện giới thiệu dự án Gem Sky World cho khách hàng với khoảng 1.020 sản phẩm thuộc giai đoạn 1 ở hai phân khu là Garnet Park và Pearl Park. Các sản phẩm chủ yếu là đất nền liền kề với giá bán 1,8 – 2 tỷ/sp (VAT). Theo cập nhật, số lượng sản phẩm giao dịch trong ngày đạt khoảng 68% tổng sản phẩm của giai đoạn 1. Công ty sẽ tiếp tục kéo dài chính sách ưu đãi bán hàng dự kiến cho đến hết tháng 7, bao gồm chiết khấu 10% cho khách hàng và 15% cho cổ đông, đối với các sản phẩm thuộc giai đoạn 1. Tổng giá trị bán hàng của GD1 chưa VAT, sau khi trừ chiết khấu, theo ước tính khoảng **1.950 – 2.000 tỷ đồng**. BVSC cho rằng việc DXG tiêu thụ hết sản phẩm thuộc GD 1 trong quý 3.2020 là một kết quả rất tích cực. Dòng tiền và kết quả kinh doanh của DXG sẽ khả quan hơn trong H2.2020. Về các giai đoạn sau, DXG nhiều khả năng sẽ tiếp tục mở bán từ nay đến hết 2020. Doanh thu và lợi nhuận từ các giai đoạn này sẽ chủ yếu ghi nhận trong 2020-2021.



Kết quả kinh doanh 1H.2020 ở mức thấp nhưng kỳ vọng phục hồi trong 2H.2020

Theo báo cáo vừa công bố, lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số quý 2 của DXG là – 27 tỷ. Doanh thu ghi nhận đạt 478 tỷ, giảm 44% yoy. Sự thiếu hụt doanh thu từ phát triển dự án cùng với hoạt động môi giới trì hoãn gần 2/3 của quý 2 do Covid-19 dẫn đến kết quả kém tích cực trong kỳ. Như vậy, cùng với mức lợi nhuận sau thuế quý 1 là 67 tỷ, kết quả kinh doanh trong 1H.2020 đạt 45 tỷ, hoàn thành 4% kế hoạch lợi nhuận cả năm 2020. **Đây là thông tin chưa tích cực trong ngắn hạn.**

Tuy nhiên, kết quả kinh doanh trong 2H.2020 phục hồi khi thị trường bất động sản hoạt động sôi động hơn và các dự án ghi nhận doanh thu. Kết quả kinh doanh cả năm 2020 theo ước tính của BVSC (điều chỉnh lần 2 sau khi dịch Covid-19 gia tăng trong tháng 3-4, báo cáo tháng 02/2020 BVSC dự báo NPAT-IM là 1.142 tỷ) còn **950 tỷ**, giảm 22% về lợi nhuận sau thuế yoy. Tuy nhiên, sự suy yếu trong 1H.2020 sẽ giúp số liệu của 2H.2020 sẽ có nhiều ý nghĩa tích cực hơn. Theo đó, lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số trong 2H.2020 ước đạt khoảng **905 tỷ**, tăng 37% so với 2H.2019. Trong đó, một số dự án sẽ góp đóng doanh thu trong 2H.2020 là Gem Sky World, La Maison Premier Phú Yên, One River...

Khoản mục	1H.2020	2H.2020 (BVSC dự báo)	2H.2019	% 2H.2020 / 2H.2019
NPAT-IM	45 tỷ	905 tỷ	660 tỷ	37%

Giá cổ phiếu định giá thấp trong khi triển vọng đang khả quan trở lại

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 là **16.900 đồng/cp**, giảm so với báo cáo tháng 3.2020 do **i)** điều chỉnh giá bán bình quân dự án Gem Sky World theo chính sách bán hàng mới của công ty **ii)** NPAT-IM điều chỉnh giảm so với dự báo ban đầu (giảm 6% yoy). Theo giá thị trường ngày 18.7.2020, giá hợp lý của DXG đang có mức premium 57%. Chúng tôi kỳ vọng: **i)** kết quả tốt hơn trong 2H.2020 **ii)** thông tin tích cực từ tiến độ bán hàng Gem Sky World ở các giai đoạn sau **iii)** tình hình tài chính cải thiện từ nguồn thu bán hàng... sẽ giúp giá thị trường tích cực trong 6 tháng cuối năm.

Kết quả định giá			
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	17.556	50%	8.778
PE	13.441	25%	3.360
PB	19.013	25%	4.753
Trung bình			16.892

Chuyển nhượng vốn góp tại LDG là thông tin rủi ro trong ngắn hạn

Bên cạnh thông tin khả quan, DXG cũng đang có thông tin tạo ra áp lực cho nhà đầu tư, cụ thể, như việc thoái toàn bộ vốn tại LDG, tương đương 88 triệu cổ phần. Tính đến 31.3.2020, giá trị sổ sách khoản đầu tư tại LDG là 1.079 tỷ, tương đương giá vốn là 12.256 đồng/cp. Theo giá thị trường cổ phiếu LDG ngày 18.7.2020, giá trị phần vốn góp của DXG còn 540 tỷ giá trị thị trường. Chúng tôi chưa có thông tin chính xác về mức giá mà DXG dự định giao dịch chuyển nhượng tại LDG. Tuy nhiên, BVSC có quan điểm năm 2020 đang là năm nhiều khó khăn về hoạt động kinh doanh của nhiều doanh nghiệp, bao gồm cả DXG. DXG đang nỗ lực trong bán hàng tại dự án Gem Sky World, để có dòng tiền và sản phẩm ghi nhận lợi nhuận trong 2H.2020, chính vì vậy, hoạt động thoái vốn tại LDG sẽ được ban lãnh đạo rất cân nhắc kỹ về thời điểm cũng như giá bán. Do đó, hai trường hợp có thể diễn ra đối với việc thoái vốn tại LDG của DXG **i)** Giao dịch thực hiện và giá bán sẽ không tạo ra thua lỗ/mức lỗ thấp cho DXG và công ty có thể đảm bảo kế hoạch lợi nhuận trong 2H.2020 **ii)** Giao dịch sẽ chưa được thực hiện trong thời gian đăng ký do diễn biến giá chưa phù hợp. Mặc dù vậy, chúng tôi cũng không loại trừ 1 kịch bản tiêu cực, là DXG sẽ thoái LDG chấp nhận ghi nhận một khoản lỗ từ việc thoái vốn, dù vậy chúng tôi không đánh giá cao về khả năng kịch bản này xảy ra. Chúng tôi kỳ vọng thông tin thoái LDG có thể tạo ra lo ngại trong ngắn hạn nhưng không có ảnh hưởng quá tiêu cực cho DXG trong trung hạn.

Khuyến nghị

Chúng tôi bắt đầu có đánh giá lạc quan hơn đối với DXG kể từ khi dự án Gem Sky World bắt đầu triển khai và kinh doanh vào cuối quý 2.2020. Tuần qua, với kết quả bán hàng đạt 70% do số lượng sản phẩm chào bán quy mô lớn, là thông tin tích cực cho tình hình tài chính và triển vọng lợi nhuận trong 2H.2020 và 2021. Chúng tôi kỳ vọng từ đây đến hết năm 2020 tiến độ bán hàng ở Gem Sky World sẽ gia tăng lên cùng với sự hoàn thiện của hạ tầng, tiện ích nội khu. Theo đó, dự án sẽ tiêu thụ được khoảng 50-60% tổng số sản phẩm.

Với kết quả kinh doanh H1.2020, thông tin thoái vốn tại LDG, là những thông tin chưa tích cực trong ngắn hạn có thể ảnh hưởng tới biến động giá của DXG. Tuy nhiên, với dự báo về KQKD H2.2020, cũng như tiềm năng quỹ đất giá hợp lý của DXG, BVSC cho rằng cơ hội tốt để tích lũy cổ phiếu DXG ở vùng giá hấp dẫn đang hiện hữu nên khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu DXG. Giá mục tiêu là **16.900 đồng/cp** với thời gian nắm giữ 6 tháng. Nhà đầu tư xem xét tích lũy vùng giá 9.000 – 10.000 đồng/cp, tương đương với PB2020 là 0,6-0,65x.

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	1.687	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	2.411	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 (%)	79,74	14,87	61,34	25,15
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	59,58	39,78	56,94	3,23
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	41,96	60,08	56,29	53,04
Lợi nhuận thuần biên (%)	26,51	37,70	37,09	32,45
ROA (%)	11,76	9,49	9,82	7,24
ROE (%)	20,24	18,33	21,72	15,77
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	36,41	54,66	54,85	53,58
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	57,26	120,56	121,46	115,44
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.994	2.744	3.585	3.072
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.826	12.580	14.285	13.440

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 Nguyên

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

tranthungnga@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@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

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