

Đất Xanh (DXG)

Kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ 2021

Chuyên viên phân tích Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

26/10/2020

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2020 sụt giảm mạnh do khoản lỗ từ thoái vốn LDG.

Lợi nhuận sẽ hồi phục tích cực từ năm 2021 khi nhiều dự án hoàn thiện và bàn giao.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 15,200VND/cổ phiếu

Kết quả kinh doanh Quý 3 của DXG chưa có nhiều khởi sắc do chưa ghi nhận doanh thu từ dự án Gem Sky World. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 1,877 tỷ VND (-49%yoy), lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ âm 388 tỷ VND. Kết quả hoạt động kinh doanh kém tích cực là do các mảng hoạt động cốt lõi đều sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ do (1) Hoạt động môi giới bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19 (2) Hoạt động chuyển nhượng BĐS chưa đến thời điểm bàn giao để có thể ghi nhận doanh thu (3) DXG phải trích lập dự phòng 526 tỷ VND cho khoản lỗ từ chuyển nhượng 88 triệu cổ phiếu LDG trong tháng 7.

Lợi nhuận bắt đầu tăng trưởng tích cực từ năm 2021 khi bàn giao hơn 2,100 căn hộ tại ba dự án Gem Sky World, St. Moritz và Opal Boulevard. Chúng tôi ước tính trong năm 2021, Đất Xanh sẽ ghi nhận hơn 5,500 tỷ VND doanh thu từ ba dự án trên. Bên cạnh đó, để tránh tiếp tục bị ảnh hưởng bởi quá trình rà soát pháp lý tại TP HCM, DXG đã đẩy mạnh phát triển dự án tại các tỉnh khác như Bình Dương, Đồng Nai nhằm đảm bảo cho kết quả hoạt động cũng như dòng tiền của doanh nghiệp.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DXG với giá mục tiêu là 15,200/cp, cao hơn 29% so với giá đóng cửa ngày 26/10/2020.

Mua duy trì

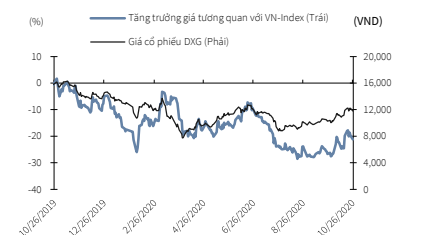
Giá mục tiêu	15,200VND
Tăng/giảm (%)	29%
Giá hiện tại (26/10/2020)	11,800VND
Giá mục tiêu đồng thuận	13,600VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ triệu USD)	6.1/0.3

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	48.8/2.1
Sở hữu nước ngoài (%)	13.6%
Cổ đông lớn	Ông Lương Trí Thìn (6.25%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
DXG	13	25	23	-26
VN-INDEX	5	15	22	-4

FY-end	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,645	5,814	4,724	7,426
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,107	2,310	1,178	2,227
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,178	1,217	703	1,395
EPS (VND)	3,265	2,269	1,352	2,682
Tăng trưởng EPS (%)	36	-31	-40	98
P/E (x)	3.05	4.39	8.73	4.40
P/B (x)	0.70	0.74	0.64	0.54
ROE (%)	22	16	10	16
Tỷ suất cổ tức (%)	0	5	0	0

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kết quả kinh doanh 9T/2020

Hoạt động môi giới hồi phục trong khi hoạt động chuyển nhượng BĐS chưa có nhiều thay đổi do chưa ghi nhận dự án Gem Sky World.

Lũy kế 9 tháng đầu năm, lợi nhuận thuần âm 388 tỷ VND.

Doanh thu thuần trong quý 3 đạt 797 tỷ VND (-45% yoy), lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 100 tỷ VND (-71% yoy). Kết quả kinh doanh quý 3 chưa cải thiện do Đất Xanh chưa ghi nhận doanh thu từ dự án Long Thành, mà sẽ bắt đầu hạch toán từ Quý 4/2020. Tuy nhiên, hoạt động môi giới đã có dấu hiệu hồi phục rõ rệt khi doanh thu đạt 590 tỷ VND (+ 109% qoq).

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu của DXG đạt 1,877 tỷ VND (-49%yoy). Trong đó, doanh thu từ dịch vụ BĐS chiếm tỉ trọng lớn nhất đạt 1,288 tỷ VND (-40% yoy), doanh thu chuyển nhượng BĐS sụt giảm mạnh, đạt 308 tỷ VND (-73% yoy). Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ âm 388 tỷ VND. Kết quả hoạt động kinh doanh kém tích cực là do (1) Hoạt động môi giới bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19 (2) Hoạt động chuyển nhượng BĐS chưa đến thời điểm bàn giao để có thể ghi nhận doanh thu (3) DXG phải trích lập dự phòng 526 tỷ VND cho khoản lỗ từ chuyển nhượng 88 triệu cổ phiếu LDG trong tháng 7.

Tính tới 30/09/2020, khoản người mua trả tiền trước của DXG đạt 2,419 tỷ VND, tăng 166% so với thời điểm đầu năm, phần lớn là từ khoản tiền đặt mua tại dự án Gem Sky World của khách hàng.

Nợ vay là 5,966 tỷ VND, tăng 36% so với đầu năm chủ yếu để tài trợ cho dự án Gem Sky World.

Bảng 1. Kết quả kinh doanh DXG

(tỷ VND)	9T2019	9T2020	% thay đổi
Doanh thu thuần	3,798	1,877	-51%
Lợi nhuận gộp	2,132	1,357	-36%
Doanh thu tài chính	246	49	-80%
Chi phí tài chính	155	773	399%
Lãi trong công ty liên doanh, liên kết	122	(11)	-109%
Chi phí bán hàng	354	312	-12%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	347	331	-5%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,644	(23)	-101%
Thu nhập khác	95	56	-41%
Lợi nhuận trước thuế	1,698	8	-100%
Lợi nhuận sau thuế	1,354	(153)	-111%
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	907	(388)	-143%
EPS (VND)	2,593	(748)	-129%

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Điểm nhấn đầu tư

Đất Xanh đẩy mạnh tiến độ tại dự án Gem Sky World để bù đắp cho khoản lỗ từ thoái vốn LDG.

Lợi nhuận kì vọng phục hồi đáng kể từ năm 2021.

Đất Xanh tiếp tục triển khai các dự án nằm ngoài TP HCM.

Quỹ đất tiềm năng đảm bảo cho sự phát triển trong dài hạn.

Tỷ lệ người mua trả tiền trước/hàng tồn kho của DXG tăng phản ánh tiến độ bán hàng tốt tại các dự án, trong đó có dự án Gen Sky World, qua đó đảm bảo doanh thu và lợi nhuận cho công ty.

Trong năm nay, DXG dự kiến mở bán 2,000 sản phẩm tại dự án, toàn bộ các sản phẩm mở bán đều là đất nền. Giai đoạn 1 với 1,021 sản phẩm đã được mở bán vào giữa tháng 7 năm nay. Tính đến hết tháng 9, Đất Xanh đã bán được gần 1,000 sản phẩm với giá bán trung bình tầm 18 triệu/m². Giai đoạn 2 với gần 1,000 sản phẩm dự kiến sẽ được mở bán trong quý 4/2020. Công ty tiếp tục đẩy mạnh bán hàng tại dự án Gem Sky World Long Thành để có thể nhanh chóng ghi nhận lợi nhuận trong quý 4/2020 (Biểu đồ 2).

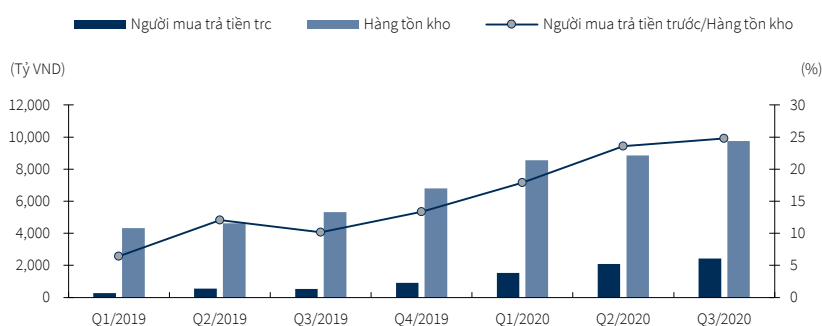
Lợi nhuận kì vọng sẽ phục hồi đáng kể từ năm 2021 khi 3 dự án được bàn giao trong năm 2021. Trong năm 2021, DXG dự kiến sẽ bàn giao 3 dự án Gem Sky World, Opal Boulevard và St.Moritz (Bảng 3). Trong đó:

- Dự án Opal Boulevard (Bình Dương) với 1,463 căn hộ đã được cất nóc trong tháng 7. Doanh thu ghi nhận của dự án trong năm 2021 ước đạt 1,963 tỷ VND.
- Dự án St.Moritz (Bình Dương) đã hoàn thành thi công phần hầm, hiện đang xây dựng phần thô. Dự án đã bán được 160 căn trên tổng số 170 căn, dự kiến đóng góp hơn 892 tỷ VND doanh thu cho DXG.
- Dự án Gem Sky World theo chúng tôi ước tính sẽ đóng góp hơn 2,700 tỷ VND cho DXG trong năm 2021.

Với việc các dự án trong TP HCM bị trì hoãn do quá trình rà soát pháp lý kéo dài, Đất Xanh chuyển sang phát triển các dự án tại các tỉnh khác như Bình Dương, Đồng Nai. Trong quý 4 năm nay, DXG dự kiến sẽ chính thức mở bán dự án Opal Skyline (Bình Dương). Dự án gồm hơn 1,600 căn hộ, dự kiến sẽ hoàn thiện và bàn giao vào năm 2022. Chúng tôi ước tính doanh thu của dự án đạt hơn 3,400 tỷ VND và bắt đầu được ghi nhận từ năm 2022.

DXG hiện đang sở hữu quỹ đất lên tới gần 600ha, là một trong những chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn nhất trong ngành. Với lợi thế quỹ đất sẵn có dồi dào và chi phí hợp lý tạo điều kiện cho DXG đẩy mạnh mảng phát triển dự án. Đây được kì vọng là hoạt động cốt lõi giúp DXG đảm bảo tăng trưởng doanh thu lợi nhuận trong tương lai.

Biểu đồ 2. Người mua trả tiền trước và hàng tồn kho của DXG



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV.

Bảng 3. Số lượng căn hộ bán và doanh thu từ các dự án trong năm 2020-2021

	Gem Sky World	Opal Boulevard	St.Moritz	Opal Skyline	Tổng
Số căn bán được					
2020F	1,300	871(*)	171		2,342
2021F	1,815			580	2,395
2022F				581	581
Số căn bàn giao					
2020F	800				800
2021F	1200	732	171		2,103
2022F		139		580	719
Doanh thu ('tỷ VND)					
Tổng doanh thu ước tính					
2020F	1,809				1,809
2021F	2,714	1,963	892		5,569
2022F	2,714	1,963		1,718	6,395

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV ước tính

*Đã bán 550 căn trong năm 2019

Dự phóng Kết quả kinh doanh năm 2020 & 2021

Năm 2020

Chúng tôi ước tính:

- Tổng số lượng căn bán được trong năm 2020 đạt 2,342 căn đến từ dự án Gem Sky World, Opal Boulevard và St.Moritz tương đương với tổng giá trị hợp đồng đạt 6,150 tỷ VND.
- Số lượng căn hộ được bàn giao trong năm 2020 đạt 805 căn từ dự án Gem Sky World, tương đương với doanh thu ghi nhận đạt 1,809 tỷ VND.

Theo đó:

- Doanh thu ước tính năm 2020 của DXG đạt 4,724 tỷ VND (-19% yoy).
- Lợi nhuận gộp đạt 2,620 tỷ VND, biên lợi nhuận gộp đạt 55% nhờ sự đóng góp chính của hoạt động môi giới với biên lợi nhuận cao.
- Lợi nhuận sau thuế đạt 703 tỷ VND (-42% yoy).
- Dự báo doanh thu chỉ thấp hơn 4% so với kế hoạch của doanh nghiệp nhưng dự báo lợi nhuận sau thuế thấp hơn 32% do tính đến khoản lỗ đầu tư vào LDG.

Năm 2021

- Doanh thu ước tính năm 2021 của DXG đạt 7,426 tỷ VND (+50% yoy), trong đó doanh thu chuyển nhượng BĐS đạt 5,569 tỷ VND đến từ dự án Gem Sky World, Opal Boulevard và St.Moritz.
- Lợi nhuận gộp đạt 3,449 tỷ VND (+24% yoy). Theo đó, biên lợi nhuận gộp đạt 46%, giảm so với năm 2020 do tỷ trọng đóng góp lớn hơn của mảng chuyển nhượng BĐS với biên lợi nhuận thấp hơn so với hoạt động môi giới
- Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 1,393 tỷ VND (+75% yoy).

Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh 2020-2021

(tỷ VND)	2020	2021
Doanh thu thuần	4,724	7,426
- Chuyển nhượng BĐS	1,984	5,569
- Dịch vụ BĐS	2,033	1,447
- Xây dựng	683	371
- Khác	24	38
Lợi nhuận gộp	2,620	3,449
Doanh thu tài chính	172	371
Chi phí tài chính	-781	-308
Lợi nhuận trước thuế	1,216	2,276
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	703	1,395

Nguồn: KBSV ước tính

Khuyến nghị

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 15,200VND/cổ phiếu, cao hơn 29% so với giá đóng cửa ngày 26/10/2020.

Trong hai năm gần đây, do quá trình rà soát pháp lý kéo dài, các dự án của Đất Xanh tại TP HCM đều bị trì hoãn triển khai. Vấn đề này đã ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh và dòng tiền của Đất Xanh. Chúng tôi cho rằng rủi ro liên quan đến pháp lý vẫn tồn tại và cần nhiều thời gian để có thể mở bán các dự án.

Tuy nhiên, triển vọng của Đất Xanh đã trở nên rõ rệt hơn khi bắt dự án Gem Sky World được mở bán với tỉ lệ hấp thụ khả quan. Đây cũng là dự án có thể nhanh chóng đem lại doanh thu cho DXG kể từ Quý 4/2020. Các thông tin chưa tích cực đã phản ánh vào giá của DXG. Do vậy, cùng với triển vọng kết quả kinh doanh khả quan năm 2021 khi ba dự án được bàn giao cùng với quỹ đất tiềm năng, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá tích cực về cổ phiếu DXG và giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DXG. Sử dụng phương pháp định giá RNAV (Bảng 5), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu DXG là 15,200VND/cp, cao hơn 29% so với giá đóng cửa ngày 26/10/2020.

Bảng 5. Định giá RNAV

Dự án	Phương pháp	Giá trị (Triệu VND)
Gem Sky World	DCF	1,625,738
Opal Boulevard	DCF	906,107
Opal Skyline	DCF	657,861
Opal Cityview	DCF	485,582
Opal Tower	DCF	105,319
St.Moritz	DCF	201,899
Gem Premium	DCF	782,636
Gem Riverview	DCF	301,557
Gem Riverside	DCF	1,813,757
The Palm City	DCF	510,292
Opal City	DCF	905,304
Lux Star	DCF	892,140
Dự án khác	Book value	691,400
Môi giới	DCF	2,357,356
		12,236,948
+ Tiền		1,630,606
- Nợ vay		5,966,908
RNAV		7,900,646
SLCPLH		519,275,500
Giá cổ phiếu (VND)		15,200

Nguồn: KBSV

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình

binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh

anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh

trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng

tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh

anhhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu

hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu

hieunn@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim

harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung

dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh

danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh

vinhn@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.