

CTCP DỊCH VỤ & XÂY DỰNG ĐỊA ỐC ĐẤT XANH (DXG)

Thông tin cổ phiếu	Ngày 31.07.2014
Mã chứng khoán	DXG
Ngành	Đầu tư phát triển bất động sản
ICB code	8633
Sàn giao dịch	HOSE
Giá đóng cửa (đồng)	14.200
Thấp nhất – cao nhất 52 tuần (đồng)	7.800 – 17.500
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.065
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu)	75.000.000
P/E trailing (lần)	8,4
P/B trailing (lần)	0,99
EPS trailing (đồng)	1.689

- DXG hiện đang đứng đầu thị trường về mảng môi giới BĐS với năng lực phân phối trên 3.500 sản phẩm/năm (đất nền, căn hộ thuộc các phân khúc khác nhau) thông qua mạng lưới bán hàng rộng khắp cả nước (Hà Nội, HCM, Đà Nẵng, Phú Quốc) và kênh phân phối đa dạng (sàn giao dịch BĐS của DXG, sàn liên kết, cộng tác viên, website). Đến hết Q2.2014, 2.700 sản phẩm đã được DXG phân phối trong đó miền Bắc tiêu thụ trên 1.000 đơn vị.
- Nợ vay/VCSH ở mức 0,11 lần tại thời điểm cuối Q1.2014, thấp hơn mức bình quân 0,69 lần của các DN trong ngành; số dư tiền mặt ở mức 306 tỷ đồng vào cuối Q1.2014, bên cạnh đó mảng môi giới đem lại dòng tiền ổn định và có tỷ suất sinh lời cao; các dự án DXG đang phát triển được tiêu thụ tốt. Vì vậy DXG có lợi thế hơn các công ty chỉ có hoạt động cốt lõi là mảng chuyển nhượng BĐS trong việc huy động vốn để phát triển dự án.
- Cơ cấu doanh thu đa dạng đến từ các hoạt động: môi giới, chuyển nhượng BĐS và xây dựng. Các hoạt động trên ngoài việc gia tăng giá trị còn giúp DXG đạt được các mục đích: đa dạng hóa hoạt động của công ty trong bối cảnh mảng môi giới đang đạt tới ngưỡng bão hòa; nắm bắt tình hình thị trường và nhu cầu của khách hàng; đảm bảo tiến độ xây dựng và đầu ra của sản phẩm.
- KQKD Q1.2014 khả quan với DTT đạt 92,4 tỷ đồng (17,7% KH, +89,4% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 21,3 tỷ đồng (17% KH, tăng 14 lần yoy). KQKD vượt bậc trong Q1.2014 của DXG đến từ mảng chuyển nhượng BĐS do ghi nhận chủ yếu từ chuyển nhượng dự án Tân Vũ Minh, đạt 66,7 tỷ đồng; mảng Dịch vụ và môi giới BĐS giảm nhẹ so với cùng kỳ, đạt 24,1 tỷ đồng.
- VCBS ước tính trong năm 2014, DTT sẽ đạt 512 tỷ đồng (98% KH, +49,5% yoy); LNST đạt 117 tỷ đồng (94% KH, +42,6% yoy) và EPS cơ bản đạt 1.401 đồng. Trong đó, mảng chuyển nhượng BĐS với Gold hill center, Tân Vũ Minh và sản phẩm tồn kho tại các dự án khác ghi nhận 268 tỷ đồng vào DTT; mảng môi giới bao gồm đầu tư thứ cấp và môi giới dự án sẽ đóng góp khoảng 198 tỷ đồng; mảng xây dựng ghi nhận 44 tỷ đồng. VCBS khuyến nghị MUA cổ phiếu DXG cho mục tiêu dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	Q1.2014
Tổng tài sản (tỷ đồng)	886	816	1.268	1.498
VCSH (tỷ đồng)	401	556	633	868
VĐL (tỷ đồng)	320	420	528	750
DTT (tỷ đồng)	286	404	343	92
LNST (tỷ đồng)	55	79	120	29
LNST cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	25	58	83	21
Nợ/TTS	13,65%	0,07%	5,50%	4,65%
LN gộp	71,96%	47,80%	60,11%	53,49%
LN ròng	11,54%	14,65%	26,19%	24,00%
ROA trailing	3,12%	6,80%	7,94%	8,21%
ROE trailing	7,63%	12,09%	13,92%	14,44%
BV (đồng)	23.098	17.188	12.837	14.282
EPS trailing (đồng)	1.415	1.789	1.678	1.689

NỘI DUNG:

- Tổng quan về Doanh nghiệp, Trang 2
- Hoạt động kinh doanh của DXG, Trang 4
- Hoạt động tài chính tại DXG, Trang 6
- Cập nhật tình hình các dự án, Trang 8
- Phân tích SWOT, Trang 10
- Triển vọng kinh doanh 2014, Trang 11
- Định giá, Trang 12
- Quan điểm đầu tư, Trang 14

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 15

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Nguyễn Đức Anh
+84 8 3820 5510 (ext. 401)
ndanh@vcbs.com.vn

31.07.2014
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

2003: Công ty TNHH Dịch vụ và Xây dựng địa ốc Đất Xanh được thành lập, chuyên về môi giới các dự án BĐS

2007: Công ty chuyển đổi hình thức hoạt động thành CTCP Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh

2009: DXG chính thức niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán HCM với mã chứng khoán là DXG

Tại thời điểm 31/03/2014, các công ty con và liên kết của DXG bao gồm:

Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)	Ngành nghề kinh doanh
Công ty con			
CTCP Đầu tư và Phát triển Tp. HCM	77	99%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS
Công ty TNHH Xây dựng - Thương mại - Dịch vụ Hà Thuận Hùng	126	100%	Xây dựng công trình dân dụng, công nghiệp, san lấp mặt bằng, mua/bán vật liệu xây dựng
CTCP xây dựng địa ốc Long Kim Phát	54	100%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS tại tỉnh Đồng Nai. Đang phát triển dự án Gold hill
CTCP đầu tư và dịch vụ Đất Xanh miền Nam	6	51%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS khu vực Tp. HCM. Hoạt động tập trung vào mảng phân khúc căn hộ
CTCP Đất xanh Đông Nam Bộ	6	51%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS khu vực các tỉnh Đông Nam Bộ
CTCP dịch vụ và địa ốc Đất Xanh miền Bắc	9	51%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS khu vực Hà Nội
CTCP địa ốc Đất Xanh Bình Dương	16	57%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS khu vực Bình Dương
CTCP Đất Xanh miền Trung	6	55%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS khu vực Đà Nẵng
CTCP địa ốc Đồng bằng sông Cửu Long	4	75%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS khu vực miền Tây
CTCP xây dựng ECI	21	82%	Xây dựng chung cư, văn phòng, resort, khu vui chơi, cầu, đường, hạ tầng kỹ thuật khu CN
Công ty liên kết			
CTCP Địa ốc Long Điền	700	45%	Phát triển các dự án liên doanh giữa Cty Phú An và DXG. Phát triển khu du lịch sinh thái, khu đô thị. Đang phát triển dự án The Viva city
CTCP đầu tư và phát triển Đất xanh Tây Bắc	6	36%	Phân phối sản phẩm BĐS
CTCP Đất xanh Đông Á	3	36%	Các dịch vụ liên quan đến BĐS khu vực phía Đông Tp. HCM và khu vực lân cận

Lĩnh vực hoạt động

- 1) Kinh doanh BĐS: kinh doanh nhà, dịch vụ nhà đất, cho thuê nhà ở, xưởng, văn phòng
- 2) Môi giới, tư vấn BĐS. Dịch vụ sản BĐS
- 3) Xây dựng công trình dân dụng, công nghiệp
- 4) Hoàn thiện công trình xây dựng: sửa chữa nhà

Quá trình tăng vốn

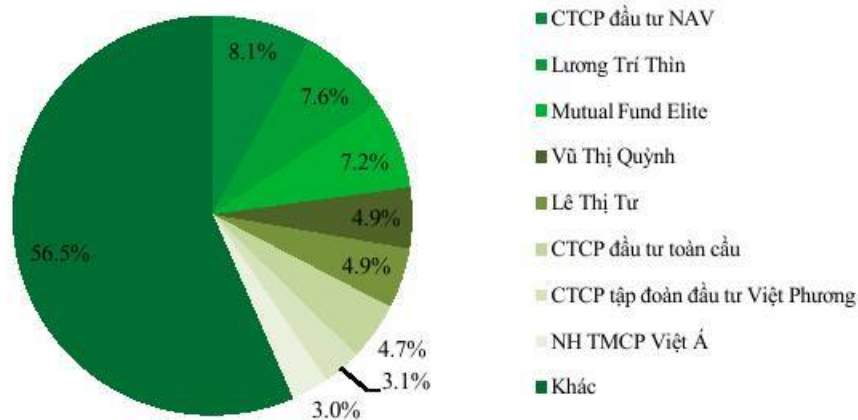
Với việc thay đổi chiến lược kinh doanh theo hướng mở rộng sang lĩnh vực phát triển dự án BĐS, DXG có nhu cầu gia tăng nguồn vốn để mở rộng quỹ đất. Vốn điều lệ của DXG tăng nhanh từ mức 0,8 tỷ đồng của năm 2003 lên mức 750 tỷ đồng vào Quý 1.2014 thông qua các hình thức phát hành ESOP, chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và các cổ đông chiến lược có tiềm lực về tài chính.



Nguồn: DXG, VCBS tổng hợp

Thông tin cổ đông

Cơ cấu cổ đông của DXG khá đậm đặc với tỷ lệ sở hữu của cổ đông nội bộ và cổ đông lớn chiếm gần 58%. Cơ cấu cổ đông khá ổn định qua nhiều năm và sự thống nhất cao trong quan điểm phát triển giữa các cổ đông đã giúp DXG có được định hướng phát triển bền vững và vẫn duy trì được động lực tăng trưởng trong giai đoạn thị trường BĐS khó khăn.



Nguồn: DXG, VCBS tổng hợp. Cập nhật đến 07.2014

Vị thế và năng lực

DXG đang hoàn thiện chuỗi giá trị với các hoạt động hỗ trợ lẫn nhau: phát triển dự án, xây dựng và môi giới. Trong đó hoạt động môi giới đang đứng đầu thị trường với mạng lưới bán hàng rộng khắp không chỉ giúp DXG phân phối sản phẩm của chính mình mà còn cung cấp thông tin cập nhật về nhu cầu của khách hàng và tình hình thị trường. Mạng phát triển BĐS đang được đẩy mạnh thông qua việc gia tăng quỹ đất tại khu vực phía Đông Tp. HCM và BĐS nghỉ dưỡng tại các thành phố ven biển. Mạng Xây dựng giúp DXG đảm bảo tiến độ xây dựng tại các dự án của mình đồng thời sẽ đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh trong thời gian tới.

DXG có lợi thế cạnh tranh lớn so với các doanh nghiệp BĐS khác trong giai đoạn thị trường khó khăn như

hiện tại khi dòng tiền đến từ hoạt động môi giới ổn định và tăng trưởng qua các năm. Bên cạnh đó, cơ cấu vốn ở mức an toàn, không bị áp lực lãi vay đè nặng cũng như bị chôn vốn tại các dự án quy mô lớn như một số công ty khác đã giúp DXG có sức khỏe tài chính lành mạnh và thực hiện thầu tóm thành công các dự án có vị trí thuận lợi với chi phí thấp từ các chủ đầu tư đang gặp khó khăn về tài chính.

So sánh với DN trong ngành

Các DN so sánh có quy mô TTS, VCSH tương đương với DXG hoặc kinh doanh các sản phẩm BĐS tương tự (căn hộ thuộc phân khúc trung bình)

S	T Mã	TTS (tỷ đồng)	VDL (tỷ đồng)	Tỷ suất LN ròng	Vốn vay/VCSH	ROA (ttm)	ROE (ttm)	Giá trị sổ sách (đồng)	EPS trailing (đồng)
1	DXG	1.498	750	29,00%	8,03%	8,95%	15,75%	14.282	1.689
2	BCI	3.344	723	27,06%	27,84%	3,09%	5,91%	24.557	1.474
3	DIG	4.541	1.430	6,69%	42,30%	1,12%	2,27%	16.599	375
4	FLC	2.582	1.318	6,87%	3,52%	5,71%	8,59%	15.646	1.494
5	HDC	1.223	274	8,27%	63,17%	2,11%	4,68%	20.781	981
6	HDG	2.284	557	9,44%	7,79%	5,79%	17,43%	13.395	1.907
7	HQC	3.222	900	8,17%	42,80%	0,91%	3,18%	11.622	331
8	ITC	2.298	691	-268,74%	27,82%	-11,84%	-18,34%	20.894	-4.337
9	KDH	1.933	481	-198,93%	61,46%	-6,54%	-13,08%	23.299	-3.338
10	NBB	3.073	359	23,55%	86,57%	1,59%	3,73%	41.370	1.424
11	NLG	3.698	1.210	5,05%	43,93%	1,17%	2,68%	17.607	314
12	NTL	1.288	636	22,53%	0,00%	6,49%	11,64%	13.500	1.547
13	PDR	5.772	1.302	5,68%	194,68%	0,05%	0,21%	10.060	23
14	QCG	6.538	1.271	0,10%	80,07%	0,01%	0,04%	17.813	57
15	SCR	5.360	1.501	1,66%	95,88%	0,34%	0,90%	15.313	138
16	SJS	5.652	1.000	10,14%	131,38%	1,07%	3,83%	16.016	597
17	TDH	2.251	382	8,74%	41,79%	1,58%	2,61%	35.761	997
18	VPH	1.791	363	2,62%	127,16%	0,60%	2,05%	18.596	400

Nguồn: BCTC Q1.2014, VCBS.

DXG có quy mô TTS ở mức thấp so với các DN cùng ngành nhưng hiệu quả HĐKD, thể hiện qua các chỉ số tỷ suất LN ròng, ROA và ROE, lại vượt trội. Điều này do xuất phát điểm của DXG là hoạt động môi giới có biên LN cao và giá trị Hàng tồn kho ở mức thấp. Trong khi hầu hết các công ty BĐS khác có hoạt động cốt lõi là phát triển dự án nên giá trị Hàng tồn kho cao.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu

Mảng chuyển nhượng BĐS tập trung vào căn hộ thuộc phân khúc trung bình và đất nền ngoài HCM

Cơ cấu DT của DXG bắt đầu có sự tăng trưởng mạnh và đa dạng hơn từ năm 2010 sau khi DXG mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực phát triển dự án. Trong giai đoạn 2010-2013, **mảng Chuyển nhượng BĐS luôn đóng góp trên 54% DTT hàng năm**; tỷ trọng trong các năm có sự biến động lớn do đặc thù các dự án BĐS thường được ghi nhận DT và LN sau khi chuyển giao sản phẩm cho khách hàng và có độ trễ 1-2 năm kể từ khi triển khai. Sản phẩm chính được DXG phát triển là các căn hộ chung cư thuộc phân khúc trung bình với giá bán giao động trong khoảng 1 tỷ đồng/căn, có vị trí giao thông thuận lợi tại khu vực Tp. HCM và đất nền tại các tỉnh lân cận như Đồng Nai.

Đầu tư thứ cấp giúp tận dụng năng lực tài chính, sự am hiểu thị trường của DXG và duy trì động lực tăng trưởng cho mảng môi giới

Mảng Môi giới BĐS tăng trưởng nhanh với CAGR của DTT ở mức 19,8% trong giai đoạn 2010-2013 và chiếm gần 45% DTT hàng năm. Số lượng sản phẩm phân phối hàng năm tăng vượt bậc từ mức 444 đơn vị vào năm 2003 lên trên 3.500 đơn vị/năm ở thời điểm hiện tại, và có thời điểm gần 4.700 đơn vị trong năm 2009. Sự gia tăng nhanh chóng về mặt giá trị cũng như số lượng sản phẩm phân phối xuất phát từ việc DXG tích cực mở rộng mạng lưới và hình thức phân phối. Hiện DXG có 20 sản giao dịch BĐS với khoảng 500 nhân viên bán hàng, 50 sản liên kết, 2.500 cộng tác viên bán hàng và website cung cấp thông

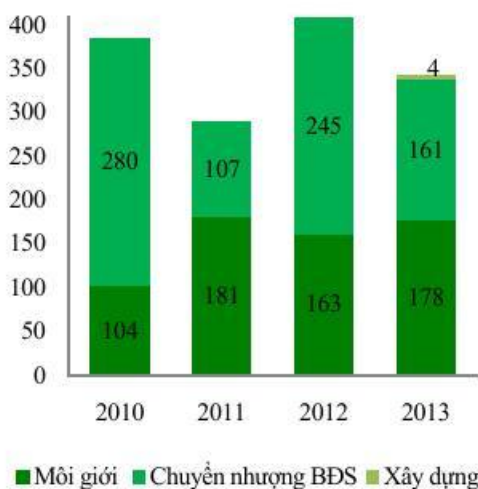
tin về các dự án DXG đang chào bán. Ngoài ra, DXG đang đẩy mạnh hình thức đầu tư thứ cấp với các dự án chủ đầu tư đang gặp khó khăn về tài chính, trong đó DXG đảm nhiệm việc xây dựng và đảm bảo đầu ra của dự án. Mức phí thu được từ đầu tư thứ cấp cao hơn so với hình thức môi giới thông thường, ở mức khoảng 15% so với mức 4-5%. DXG đang đầu tư thứ cấp hai dự án: Topaz Garden (HCM) và Mỹ Sơn Tower (Hà Nội). Theo thống kê của UBND Tp. HCM, đến tháng 07.2014 có khoảng 700 dự án đang bị ngưng trệ do chủ đầu tư thiếu vốn hoặc thiết kế sản phẩm không phù hợp, vì vậy tiềm năng để DXG thực hiện đầu tư theo hình thức thứ cấp vẫn còn rất lớn.

Mảng Xây dựng còn non trẻ, chưa đóng góp nhiều vào doanh thu nhưng rất tiềm năng

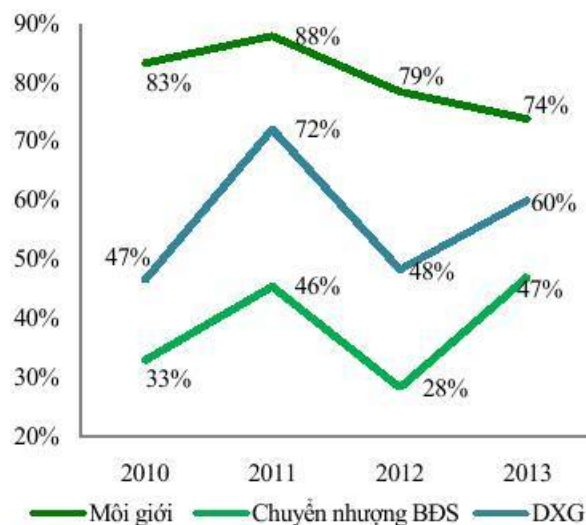
Mảng Xây dựng mới chỉ bắt đầu đóng góp vào doanh thu từ năm 2013 và tỷ trọng còn thấp (năm 2013 chiếm 1,2% DTT). Năng lực của CTCP Xây dựng ECI (DXG sở hữu 82%) hiện còn khá thấp và đang xây dựng 2 dự án DXG đầu tư thứ cấp là Topaz Garden và Sunview 3. Mảng Xây dựng theo định hướng sẽ giúp DXG đảm bảo tiến độ, chất lượng và an toàn vốn tại các dự án DXG đầu tư cũng như hoàn thiện chuỗi giá trị và đóng góp đáng kể vào tổng DT trong tương lai.

Năm 2013, DTT đạt 343 tỷ đồng, giảm 16% yoy, đạt 76% KH. DTT giảm mạnh do DT từ mảng Chuyển nhượng BĐS sản giảm 34,5% yoy, đạt 161 tỷ đồng mặc dù DT từ mảng Môi giới tăng trưởng khả quan, 9,5% yoy, đạt 178 tỷ đồng. Cơ cấu sản phẩm của mảng Chuyển nhượng BĐS thay đổi với DT chủ yếu từ dự án đất nền Gold Hill (đến cuối năm 2013, đã ghi nhận khoảng 117 tỷ đồng, đã bán 650/1.264 nền) trong khi DT của năm 2012 đến từ các dự án căn hộ. DXG cũng ghi nhận khoảng 42 tỷ đồng từ các căn hộ còn lại của dự án Phú Gia Hưng.

Cơ cấu doanh thu
(tỷ đồng)



Tỷ suất LNG từng mảng hoạt động



Nguồn: DXG, VCBS
*Mảng Xây dựng đang có LN gộp âm

Tỷ suất LNG cao nhưng không ổn định do cơ cấu sản phẩm của mảng chuyển nhượng BĐS thay đổi

Tỷ suất lợi nhuận gộp (LNG) của DXG duy trì ở mức cao trên 47% và có mức giao động khá lớn do biên LNG của mảng Chuyển nhượng BĐS thay đổi tùy thuộc vào phân khúc sản phẩm (đất nền hay căn hộ) được hạch toán trong KQKD hàng năm, với biên LNG của phân khúc căn hộ khoảng 25-30% và đất nền ở mức 40-50%. Mảng Môi giới có biên LNG trên 74% và trong xu hướng giảm dần do đầu tư thứ cấp có biên LNG thấp hơn hình thức môi giới dự án thông thường tuy nhiên giá trị đem lại của đầu tư thứ cấp là cao hơn.

Cơ cấu nguồn thu khá lành mạnh với DT tài chính chiếm tỷ trọng thấp so với DTT, ở mức 1-2%. Năm 2013, DTTC tăng đột biến gấp 16 lần yoy, đạt 55 tỷ đồng do DXG tái cấu trúc lại các khoản đầu tư thông qua việc thoái vốn khỏi các công ty liên kết và các dự án không phù hợp với định hướng phát triển của công ty trong đó chủ yếu tại Công ty Lý Khoa Nguyên (giá trị 42,6 tỷ đồng, dự án Nhà biệt thự vườn Khoa Nguyên).

Chi phí

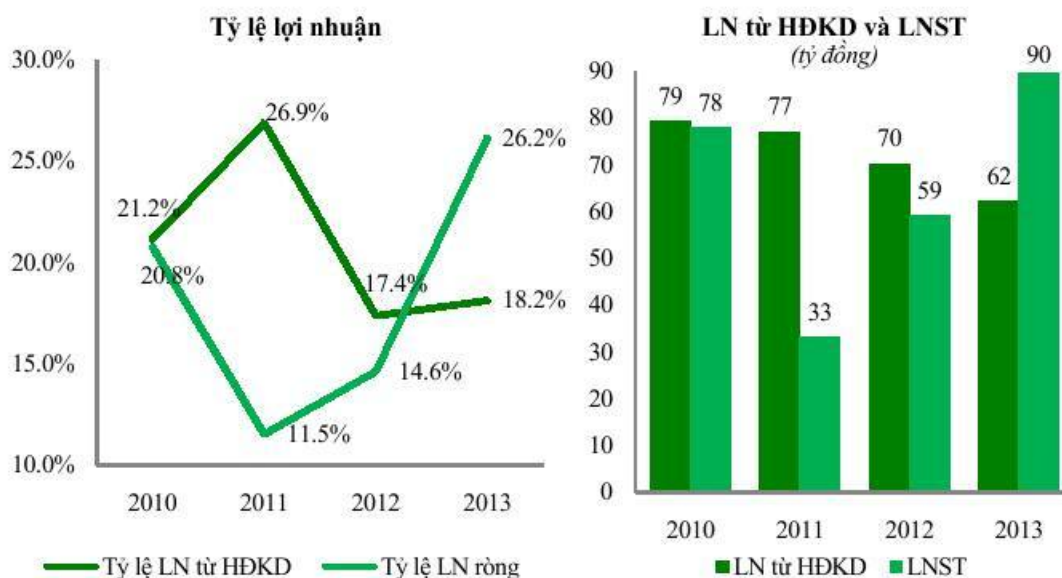
Các loại chi phí tăng nhanh do hoạt động mới giới tại công ty con và thuê ngoài

Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp tăng nhanh và chiếm tỷ trọng cao trong DTT, năm 2013 tăng 17,1% yoy và chiếm 42% DTT. Chi phí tăng cao xuất phát từ hoạt động môi giới BĐS tại các công ty con. DXG có uy tín và nguồn lực tài chính dồi dào nên thuận lợi hơn các công ty môi giới BĐS nhỏ trong việc nhận phân phối độc quyền các dự án, sau đó phân bổ lại cho các công ty trên. Hoạt động này giúp DXG tận dụng được nguồn lực bên ngoài và vẫn đem lại giá trị cho công ty. **Chi phí lãi vay thấp** do DXG chủ trương chỉ vay nợ khi triển khai dự án; năm 2013 lãi vay ở mức 0,3 tỷ đồng.

Lợi nhuận

LN đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, không phụ thuộc vào các loại LN khác

Tỷ lệ LN ròng/DTT của DXG duy trì ở mức khá cao, năm 2013 đạt 26% so với bình quân các doanh nghiệp khác ở mức 12% và luôn có xu hướng thấp hơn tỷ lệ LN từ HĐKD/DTT. Đây là điều khá tích cực thể hiện LN của DXG đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi; và sự đóng góp của DT tài chính, LN từ công ty liên kết và LN khác trong kết quả kinh doanh của DXG là không đáng kể.



Nguồn: DXG, VCBS

Trong năm 2013, tỷ lệ LN ròng tăng mạnh so với năm 2012 một mặt do cơ cấu sản phẩm BĐS thay đổi (ghi nhận DT từ phân khúc đất nền có biên lợi nhuận cao hơn so với phân khúc căn hộ của năm 2012) mặt khác do DT tài chính tăng đột biến với việc thoái vốn khỏi các công ty liên kết. LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 82,7 tỷ đồng, tăng 42,8% yoy, vượt 18% so với KH.

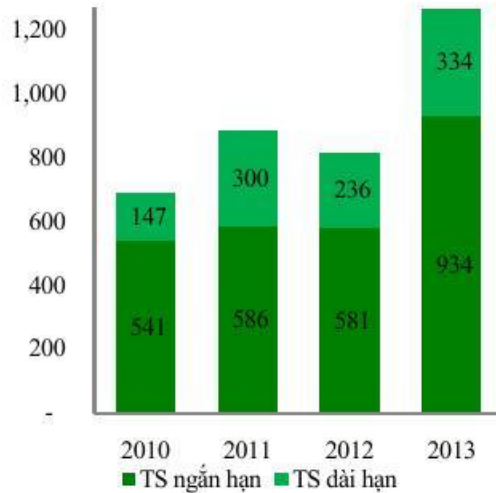
HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

Tài sản

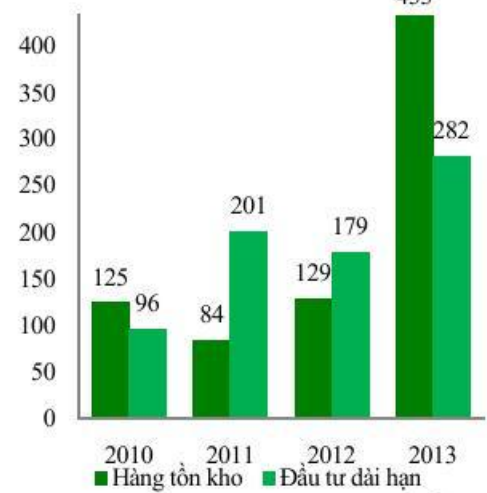
TTS tăng trưởng nhanh do mảng phát triển dự án được đẩy mạnh từ năm 2008. Hàng tồn kho chiếm tỷ trọng thấp trong TTS

TTS của DXG tăng trưởng nhanh chóng với CAGR ở mức 22,6% trong giai đoạn 2010 - 2013 do mảng phát triển dự án được đẩy mạnh. Cơ cấu TS không có nhiều biến động, TS ngắn hạn chiếm gần 74% TTS năm 2013. Hàng tồn kho chiếm 34% TTS (trung bình các DN trong ngành là 56%) với chủ yếu là chi phí phát triển các dự án Gold hill (đất nền, 266 tỷ đồng) và Sunview Town (căn hộ, 154 tỷ đồng). Các dự án trên đang có tốc độ bán hàng khá tốt. Đầu tư dài hạn và các khoản đặt cọc cho hoạt động đầu tư thứ cấp chiếm 84% TS dài hạn trong đó chủ yếu là đầu tư vào các công ty liên kết (118 tỷ đồng), dự án Arisen (chưa hoàn thiện pháp lý, 50 tỷ đồng) và Golden West (48 tỷ đồng).

Cơ cấu tài sản
(tỷ đồng)



Hàng tồn kho và Đầu tư dài hạn
(tỷ đồng)



Nguồn: DXG, VCBS

Phải thu khách hàng ở mức 139 tỷ đồng, tăng 4,7% yoy, chiếm 11% TTS trong đó phần lớn là các khoản phải thu theo tiến độ bán hàng (78 tỷ đồng) và hoạt động môi giới (45 tỷ đồng). Chất lượng các khoản phải thu không thay đổi đáng kể so với năm 2012, Dự phòng nợ khó đòi ở mức 5,5%. Người mua trả tiền trước tăng mạnh, đạt 158 tỷ đồng, tăng 144% yoy, chiếm 12,5% TTS với chủ yếu là khoản ứng trước của dự án đã chuyển nhượng Tân Vũ Minh (70 tỷ đồng) và Gold hill (75 tỷ đồng).

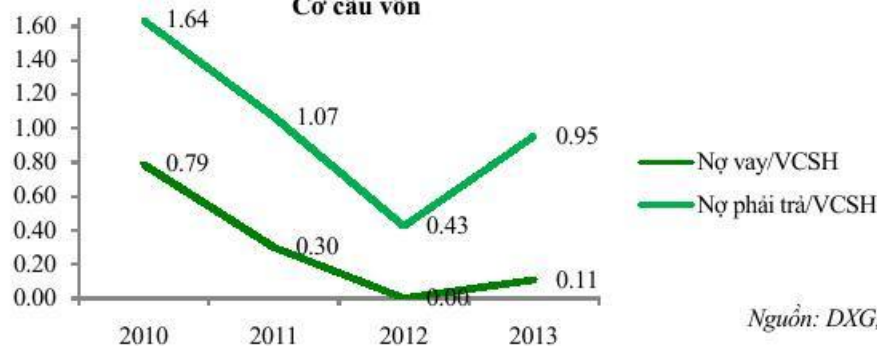
Cơ cấu TS đến hết Q1.2014 không có nhiều thay đổi so với cuối năm 2013, TS ngắn hạn chiếm hơn 68% TTS và Hàng tồn kho chiếm trên 30% TTS. Số dư tiền mặt và các khoản tương đương tiền đạt 306 tỷ đồng do phát hành thành công 22,2 triệu CP cho cổ đông hiện hữu và cổ đông chiến lược thu về hơn 222 tỷ đồng vào tháng 02.2014.

Nguồn vốn

DXG có cơ cấu vốn an toàn, mở rộng quỹ đất bằng VCSH và phát triển dự án bằng vốn vay dài hạn

Tại thời điểm cuối năm 2013, hệ số Nợ vay/VCSH của DXG ở mức 0,11 lần và hệ số Nợ phải trả/VCSH ở mức 0,95 lần (nếu loại trừ khoản Người mua trả tiền trước thì hệ số trên ở mức 0,7 lần) thấp hơn nhiều so với các DN cùng ngành, lần lượt ở mức 0,69 lần và 1,45 lần với hai hệ số trên. DXG sử dụng dòng tiền từ cổ đông, hoạt động kinh doanh và vay nợ khá hợp lý khi chủ trương phát triển quỹ đất dựa trên nguồn vốn chủ sở hữu để giảm thiểu rủi ro khi thị trường BDS có biến động và không gây áp lực thanh toán lên dòng tiền từ HĐKD. DXG sẽ vay vốn khi triển khai dự án nhằm đẩy nhanh tiến độ xây dựng. Cơ cấu vay vốn của DXG theo hướng tài trợ từng dự án và duy trì theo tỷ lệ: VCSH (20-25%); dòng tiền từ bán hàng của chính dự án (50-60%); vay nợ (20-25%).

Cơ cấu vốn



Nguồn: DXG, VCBS

Đến hết Q1.2014, dư nợ dài hạn của DXG không thay đổi so với cuối năm 2013, ở mức 69,7 tỷ đồng với chủ yếu là khoản vay tại NH Việt Á nhằm tài trợ cho dự án Sunview town (giá trị 69,4 tỷ đồng, thời hạn 5 năm, lãi suất thay đổi 6 tháng/lần).

Hiệu quả HĐKD

Hiệu quả HĐKD được duy trì ở mức cao mặc dù có sự tăng trưởng mạnh về quy mô TTS và VCSH

ROE của DXG tăng nhanh trong giai đoạn 2011-2013, từ mức 7,6% lên mức 13,9% (năm 2010, ROE cao đột biến do đây là năm đầu tiên DXG bắt đầu ghi nhận kết quả kinh doanh từ mảng chuyển nhượng BDS, dự án căn hộ Sunview 1 và 2). DXG tăng mạnh quy mô TTS và VCSH trong giai đoạn này với CAGR lần lượt ở mức 22,6% và 37,5% tuy nhiên hiệu quả HĐKD vẫn được duy trì ở mức cao hơn so với bình quân các DN trong ngành (ROE ở mức 7,8% và ROA ở mức 3,62%). Vòng quay TTS giảm xuống mức 0,33 lần, xuất phát từ việc TTS tăng đều nhưng DTT biến động do KQKD của mảng BDS có độ trễ về thời gian trong việc hạch toán. Đòn bẩy tài chính giảm xuống còn 1,75 lần, thấp hơn mức bình quân ngành là 2,4 lần do VCSH có tốc độ tăng mạnh hơn so với TTS.

Chi tiêu	2010	2011	2012	2013
ROE Dupont = (1)*(2)	39,3%	7,6%	12,1%	13,9%
ROA (1)	11,7%	3,1%	6,8%	7,9%
* Biên lợi nhuận hoạt động	29,7%	32,8%	21,2%	35,3%
* Gánh nặng thuế	0,65	0,44	0,73	0,69
* Gánh nặng lãi vay	0,99	0,59	0,92	1,00
* Vòng quay tổng tài sản	0,61	0,36	0,47	0,33
Đòn bẩy tài chính (2)	3,37	2,44	1,78	1,75

Nguồn: DXG, VCBS

Cổ tức

Định hướng chi trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm tích lũy quỹ đất

Cổ tức trong hai năm gần nhất được DXG chi trả dưới hình thức cổ phiếu do nhu cầu mở rộng quỹ đất để phát triển các dự án BDS. Tính đến hết Q1.2014, số dư tiền mặt của DXG ở mức trên 306 tỷ đồng và trong Q3.2014, DXG sẽ thu về hơn 447 tỷ đồng từ đợt phát hành CP cho cổ đông hiện hữu và cổ đông chiến lược. Số tiền trên sẽ được dùng để thuê đất, mua đất và chuẩn bị nền tảng để phát triển khi thị trường phục hồi. Dự kiến trong 2-3 năm tới, DXG sẽ duy trì cổ tức ở mức 10% VDL và chi trả bằng hình thức cổ phiếu.

Chi tiêu	2010	2011	2012	2013
Tỷ lệ chi trả cổ tức trên mệnh giá (%)	30%	0%	20%	7%
Tỷ lệ chi trả trên LNST (%)	62%			
Hình thức	Tiền mặt		Cổ phiếu	Cổ phiếu

Nguồn: DXG, VCBS

DỰ ÁN

Đến hết Q2.2014, DXG đang có các dự án được trình bày chi tiết ở bảng dưới. Năm 2014, DXG sẽ tập trung phát triển dự án căn hộ Sunview town và đẩy mạnh bán hàng tại các dự án khác. Trong 6 tháng đầu năm 2014, DXG đã mua lại hai dự án Riverside garden và Green city; trong thời gian sắp tới DXG sẽ tiếp tục mở rộng quỹ đất theo hai hướng:

- ✓ **BDS đô thị (chung cư, đất nền) tại Tp. HCM và Hà Nội:** DXG đang tích cực phát triển quỹ đất tại khu vực phía Đông Tp. HCM, đặc biệt tại Thủ Đức nhằm tận dụng cơ sở hạ tầng đang được hoàn thiện tại khu vực này (phần khúc DXG hướng tới là các căn hộ có giá bán trung bình từ 18-22 triệu/m² tại Tp. HCM và trên dưới 30 triệu/m² tại Hà Nội). Hiện quỹ đất dành cho căn hộ tập trung tại Thủ Đức với diện tích là 14ha trong tổng số 40ha. DXG dự kiến sẽ mua thêm 2 dự án tại khu vực Thủ Đức trong năm nay.
- ✓ **BDS nghỉ dưỡng (đất nền) tại các thành phố ven biển như Nha Trang, Đà Nẵng, Phú Quốc:** DXG sẽ hợp tác phát triển dự án đất nền tại Phú Quốc (nằm tại bãi sau, gần vị trí casino và dự án Vinpearl Phú Quốc; với tổng diện tích 85ha).

Dự án	Diện tích đất (m ²)	Tổng diện tích sàn (m ²)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô	Tiến độ	Khu vực
TỰ PHÁT TRIỂN						
Sunview town	36.697	146.991	1.368	4 block chung cư, 1.603 căn, 18-19 tầng, diện tích từ 46-101m ² . Giá bán từ 12-13 triệu m ² .	- A2 (đã xây xong tầng 6, bán hết 330 căn), bàn giao trong Q2.2015 - A3 (đã xong móng, mở bán vào cuối tháng 7.2014). Khách hàng sẽ được hỗ trợ vay gói 30 ngàn tỷ	Hiệp Bình Phước, Thủ Đức
Gold Hill Center	265.700	165.012	466	1.264 đất nền (nhà liên kế và biệt thự), diện tích từ 91-425m ² . Giá bán từ 3-4 triệu/m ² .	- Đã hoàn thành hạ tầng và đang bàn giao cho khách hàng. - Đã bán 1.020/1.264 nền	Trảng Bom, Đồng Nai
ĐẦU TƯ THỨ CẤP						
4S Riverside Linh Đông	33.400	116.272	889	15-20 tầng, 1.116 căn, diện tích từ 52-85m ² . Giá bán từ 12,1 triệu m ²	- Đang hoàn thiện block B, C; Đang xây block A, D. - Đã bán hết 1.116 căn	Linh Đông, Thủ Đức
Golden West Lê Văn Thiêm	8.737	87.000	1.480	27 tầng, 825 căn, diện tích từ 75-107m ² . Giá bán từ 24,5 triệu/m ²	- Đã hoàn thành tầng hầm, đang xây tầng thương mại. - Đã bán hết khoảng 500 căn đầu tư thứ cấp	Nhân Chính, Hà Nội
Mỹ Sơn Tower	5.089	50.541	418	22 tầng, 350 căn, diện tích từ 62-111m ² . Giá bán từ 20,7-22,9 triệu/m ²	Đang xây tầng hầm. Đã bán 197/350 căn.	Thanh Xuân, Hà Nội
Topaz Garden	5.576	45.620	467	20 tầng, 407 căn, diện tích từ 61-73m ² . Giá bán từ 13,1 triệu/m ²	Đang xây tầng hầm. Đã bán 212/407 căn.	Hòa Thạnh, Tân Phú
HỢP TÁC ĐẦU TƯ VÀ PHÂN PHỐI ĐỘC QUYỀN						
The Viva city	1.170.908	560.411	217	3.313 nền (liên kế và biệt thự)	- Đang bán hàng và bàn giao nền - CTCP Địa ốc Long Điền đầu tư (công ty liên kết giữa công ty Phú An và DXG)	Trảng Bom, Đồng Nai
Sunset Sanato	247.000	74.100	815	210 biệt thự biển, nghỉ dưỡng, resort	Đang đầu tư hạ tầng và bán hàng	Phú Quốc, Kiên Giang
Emerald	8.637	56.327	556	17 tầng, 452 căn, diện tích từ 77-124m ²	Đang hoàn thiện, giao nhà trong tháng 6.2014	Linh Trung, Thủ Đức
SẮP TRIỂN KHAI						
Riverside Garden	20.000	67.378	660	- 2 block chung cư, trên 500 căn, 18-20 tầng, diện tích trên 70m ² . Giá bán dự kiến 18 triệu/m ² . - Giá chuyển nhượng 95 tỷ đồng.	Đang hoàn thiện giấy tờ chuyên giao sở hữu	Hiệp Bình Chánh, Thủ Đức
Green city	79.000	48.000	764	- 2 block chung cư (trên 600 căn, 17-18 tầng, diện tích từ 60-70m ²) và 200 đất nền nhà phố, không có diện tích dành cho thương mại.	- Xây dựng hạ tầng trong 2014. Bán hàng trong Q1.2015. - Giai đoạn 1: bán 50% đất	Phước Long A, Quận 9

Giá bán dự kiến: đất nền từ 15 triệu/m², căn hộ từ 17 triệu/m².
 - Đang hoàn thiện pháp lý
 - Giá chuyển nhượng: 89 tỷ đồng.

Arisen	6.487	50.387	418	18 tầng, 449 căn	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý	Hiệp Bình Chánh, Thủ Đức
---------------	-------	--------	-----	------------------	---------------------------------	--------------------------

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

- Có mạng lưới phân phối rộng khắp tại 3 miền của đất nước so với các công ty môi giới BĐS khác thường có giới hạn về phạm vi địa lý hoạt động (Hà Nội, Tp. HCM, Đà Nẵng, Phú Quốc), sản phẩm môi giới đa dạng (đất nền, căn hộ thuộc các phân khúc khác nhau), kênh phân phối đa dạng (sàn giao dịch BĐS thuộc DXG, sàn liên kết, cộng tác viên và kênh bán hàng trực tuyến)
- Đội ngũ lãnh đạo có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực BĐS và có định hướng chiến lược phù hợp với các giai đoạn khác nhau của thị trường. DXG chú trọng đến quản lý rủi ro hoạt động của toàn công ty, tránh đầu tư tập trung tại một mảng kinh doanh hay một khu vực nhất định
- Chuỗi giá trị đang được khép kín với các hoạt động hỗ trợ lẫn nhau (phát triển dự án, xây dựng và môi giới). Các mảng hoạt động ngoài việc gia tăng giá trị cho DXG còn giúp công ty đạt được các mục đích: đa dạng hóa hoạt động của công ty trong bối cảnh mảng môi giới đang đạt tới ngưỡng bão hòa; nắm bắt tình hình thị trường, nhu cầu của khách hàng; đảm bảo tiến độ xây dựng, đầu ra của sản phẩm

Điểm yếu

- Xuất phát điểm là công ty môi giới BĐS nên quỹ đất của DXG khá hạn chế, mặc dù công ty đã tích cực đầu tư nhiều dự án trong thời gian qua nhưng tổng quỹ đất thuộc sở hữu của DXG khoảng 40ha trong đó có 14ha được giành để phát triển căn hộ thuộc khu vực Thủ Đức, Q.9
- Nhu cầu phát triển quỹ đất đòi hỏi DXG gia tăng nhanh nguồn vốn thông qua các hình thức phát hành cổ phiếu, vay nợ từ ngân hàng và sẽ gây áp lực ngắn hạn lên các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động kinh doanh. Ngoài ra với nguồn vốn hạn chế, DXG sẽ phải hợp tác liên doanh với các công ty khác để phát triển các dự án có quy mô lớn
- Năng lực xây dựng còn thấp trong khi nhu cầu xây dựng tại các dự án của DXG ngày càng tăng, bên cạnh đó kinh nghiệm xây dựng tại các dự án có quy mô khác nhau chưa nhiều

Cơ hội

- Nhu cầu sản phẩm căn hộ thuộc phân khúc trung bình và đất nền có cơ sở hạ tầng hoàn thiện mang tính đón đầu sự phát triển trong tương lai hiện có nhu cầu rất cao. Nhu cầu của sản phẩm thuộc phân khúc khá mà công ty đang tích lũy quỹ đất để phát triển trong 3-5 năm tới cũng rất tiềm năng
- Tồn tại nhiều dự án bị ngưng trệ, chỉ riêng tại Tp. HCM đã có khoảng 700 dự án đang bị ngưng trệ do chủ đầu tư thiếu vốn hoặc sản phẩm có thiết kế không phù hợp với thị trường vì vậy có rất nhiều dự án để DXG thực hiện hình thức đầu tư thứ cấp hoặc mua lại đất để tự phát triển
- Với các chuyển biến tích cực trong mức sống của người dân và định hướng của chính phủ, Phú Quốc sẽ là điểm sáng về thu hút đầu tư và có tiềm năng du lịch rất lớn; dự án tại Phú Quốc có thể sẽ đem lại kết quả kinh doanh đột biến cho công ty

Thách thức

- Cạnh tranh ngày càng gay gắt trong mảng môi giới BĐS, các công ty có tiềm lực tài chính và đội ngũ bán hàng tốt như Danh Khôi Á Châu, Hưng Thịnh Land đang xây dựng hình ảnh là các công ty môi giới có uy tín và phân phối nhiều sản phẩm được thị trường đánh giá cao như Osaka garden, 8X... Các chủ đầu tư bán hàng trực tiếp cho người tiêu dùng như Novaland, Nam Long... là xu hướng đang hình thành và sẽ gây áp lực lên các công ty môi giới
- Hoạt động trải dài về mặt địa lý cũng như lĩnh vực kinh doanh đòi hỏi DXG phải gia tăng nhanh chóng năng lực nội tại về mặt quản lý và khả năng thực thi nhằm đảm bảo hiệu quả của các mảng hoạt động và gia tăng giá trị công ty

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2014

Thị trường giao dịch sôi động nhờ các sản phẩm đáp ứng được nhu cầu thực

Thị trường BĐS trong 6 tháng đầu năm 2014 đã có những chuyển biến tích cực với các tín hiệu:

Số lượng giao dịch thành công tăng cao: đạt hơn 4.000 giao dịch tại Hà Nội (tháng 5.2014, Bộ xây dựng) và 4.100 giao dịch tại Tp. HCM (hết Q2.2014, Savills); giao dịch tập trung chủ yếu ở phân khúc căn hộ có giá bán trung bình dưới 1,2 tỷ đồng/căn, diện tích từ 55-70m² và các dự án đất nền có vị trí giao thông thuận tiện, phương thức thanh toán phù hợp; tỷ lệ hấp thụ tại 2 thị trường đều tăng mạnh ở mức 17% tại Tp. HCM và 14% ở Hà Nội so với mức 8% và 7% của Q1.2013 lần lượt tại các thị trường trên.

Tổng giá trị hàng tồn kho giảm mạnh: đến hết tháng 5.2014, giá trị hàng tồn kho đạt 83.519 tỷ đồng, giảm 45.029 tỷ đồng (giảm 35% yoy, Bộ xây dựng); trong đó, Tp. HCM giảm 45%, Hà Nội giảm 36% so với cùng kỳ năm trước.

Dư nợ cho vay BĐS tăng: các ngân hàng cởi mở hơn với hoạt động cho vay, theo Bộ xây dựng thì tính đến cuối tháng 4.2014 dư nợ cho vay đối với lĩnh vực đầu tư, kinh doanh BĐS đạt 277.469 tỷ đồng (tăng 5,89% ytd).

Gói tín dụng 30 ngàn tỷ đồng được đẩy nhanh tiến độ cho vay với số vốn cam kết đến tháng 5.2014 là 3.954 tỷ đồng so với mức 1.760 tỷ đồng cuối năm 2013, số tiền đã giải ngân đạt 2.156 tỷ đồng.

FDI vào BĐS tăng cao: trong 6 tháng đầu năm 2014, FDI vào lĩnh vực kinh doanh BĐS tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước, tổng vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm đạt 692,3 triệu đô (tăng 64,9% yoy); ngoài các phân khúc nhà ở cao cấp và khách sạn nghỉ dưỡng, phân khúc nhà ở giá rẻ bắt đầu thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài với sự tham gia tiên phong của NIBC Investment (Hàn Quốc) dự định sẽ đầu tư hơn 20.612 tỷ đồng cho dòng sản phẩm nhà ở giá rẻ First Home.

DXG đặt kế hoạch kinh doanh 2014 khá tham vọng với Doanh thu thuần và LNST đều tăng hơn 51% yoy, dựa trên kỳ vọng: (1) mảng môi giới tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ các dự án lớn công ty đang đầu tư thứ cấp hoặc phân phối độc quyền như Golden West (Hà Nội), 4S Riverside Linh Đông (HCM), Green city (Đà Nẵng) và Ngân Câu Ngân Giang (Quảng Nam); (2) mảng phát triển BĐS với doanh thu đến từ dự án đất nền Gold hill center và từ bán dự án Tân Vũ Minh.

Chỉ tiêu	2013	2014	% yoy
DTT (tỷ đồng)	342,6	520	52%
LNST (tỷ đồng)	82,7	125	51%
Cổ tức	7%	10%	

Nguồn: DXG, VCBS

KQKD 2014 sẽ khả quan với việc hoàn thành bán hàng tại các dự án đầu tư thứ cấp và ghi nhận DT từ Gold hill và Tân Vũ Minh

KQKD Q1.2014 khả quan với DTT đạt 92,4 tỷ đồng (+89,4% yoy, hoàn thành 17,7% KH năm), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 21,3 tỷ đồng (tăng 14 lần yoy, hoàn thành 17% KH năm). Kết quả kinh doanh vượt bậc trong Q1.2014 của DXG đến từ mảng chuyển nhượng BĐS do ghi nhận chủ yếu từ chuyển nhượng dự án Tân Vũ Minh, đạt 66,7 tỷ đồng; mảng Dịch vụ và môi giới BĐS giảm nhẹ so với cùng kỳ, đạt 24,1 tỷ đồng. Chi phí bán hàng và Quản lý DN được kiểm soát tốt hơn, ở mức 22 tỷ đồng, giảm 25% yoy; CP lãi vay đã trả ở mức 2,4 tỷ đồng so với 45 triệu đồng của năm trước do vay nợ tài trợ dự án Sunview town (CP lãi vay đang được vốn hóa do dự án đang xây dựng)

VCBS ước tính trong năm 2014, DTT sẽ đạt 512 tỷ đồng (98% KH, tăng 49,5% yoy); LNST đạt 117 tỷ đồng (94% KH, tăng 42,6% yoy) và EPS cơ bản đạt 1.401 đồng. Trong đó, mảng chuyển nhượng BĐS với Gold hill center, Tân Vũ Minh và sản phẩm tồn kho tại các dự án khác ghi nhận 268 tỷ đồng vào DTT; mảng môi giới bao gồm đầu tư thứ cấp và môi giới dự án sẽ đóng góp khoảng 198 tỷ đồng; mảng xây dựng ghi nhận 44 tỷ đồng. CP bán hàng & quản lý doanh nghiệp tăng nhẹ, đạt 152 tỷ đồng. CP lãi vay sẽ không đáng kể do vốn hóa vào chi phí xây dựng.

ĐỊNH GIÁ

Theo phương pháp so sánh: P/B, P/E

Các DN so sánh có quy mô TTS, VCSH tương đương với DXG hoặc kinh doanh các sản phẩm BĐS tương tự (căn hộ thuộc phân khúc trung bình)

STT	Mã	Giá đóng cửa ngày 31/07/2014	Giá trị sổ sách (đồng)	EPS (đồng)	P/B	P/E
1	BCI	19.200	24.557	1.474	0,78	13,02
2	DIG	15.300	16.533	381	0,93	*
3	DXG	14.200	14.282	1.689	0,99	8,40
4	FLC	13.100	15.646	1.494	0,84	8,77
5	HDC	20.400	20.781	981	0,98	20,79
6	HDG	23.500	13.395	1.907	1,75	12,32
7	HQC	7.900	11.622	331	0,68	23,86
8	ITC	7.800	20.894	*	0,37	*
9	KDH	20.200	23.299	*	0,87	*
10	NBB	20.100	28.005	1.424	0,72	14,11
11	NLG	18.500	17.607	314	1,05	*
12	NTL	14.700	13.500	1.547	1,09	9,50
13	PDR	10.400	10.060	23	1,03	*
14	QCG	7.700	17.813	57	0,43	*
15	SCR	8.500	15.313	138	0,56	*
16	SJS	18.500	16.016	597	1,16	*
17	TDH	15.800	35.761	997	0,44	15,85
18	VPH	7.400	18.596	400	0,40	18,51
Trung bình			18.788	804,41	0,82	13,93

Nguồn: BCTC Q1.2014 các DN, VCBS

* Các giá trị âm, quá cao được loại bỏ

Giá DXG theo phương pháp so sánh:

DXG	Hệ số	BV (đồng)	EPS forward (đồng)	Giá 1 cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng
Chỉ số P/B	0,82	14.282		11.763	30%
Chỉ số P/E	13,93		1.401	19.508	70%
Giá trị 1 cổ phiếu DXG				17.185	

Theo phương pháp Giá trị tài sản ròng & Chiết khấu dòng tiền

Mảng Chuyển nhượng BĐS

VCBS định giá lại các dự án mà DXG là chủ đầu tư và đang mang lại dòng tiền, các dự án có tính khả thi nhưng hiện chưa có nhiều thông tin và DXG chưa hoàn tất các thủ tục chuyển nhượng (Riverside Garden và Green City) hoặc chưa hoàn thiện các thủ tục pháp lý (Arisen) sẽ được ghi nhận theo giá trị sổ sách. Các dự án DXG đầu tư thứ cấp hoặc hợp tác đầu tư sẽ được xem như hoạt động môi giới BĐS.

Dự án	Giá trị đánh giá lại	Giá trị sổ sách	Chênh lệch	Phương pháp
Sunview town	512.302	169.822	342.480	DCF
Gold hill	391.017	266.379	124.638	DCF
Arisen		50.000	50.000	Giá trị sổ sách
Riverside Garden		17.000	17.000	Giá trị sổ sách
Sunview 1, 2		23.442	23.442	Giá trị sổ sách
Dự án công ty Đông Á		23.115	23.115	Giá trị sổ sách

DVT: Triệu đồng

Giá trị tài sản ròng - NAV

Chênh lệch đánh giá lại TS (triệu đồng)	580.674
Tài sản có thanh khoản cao tại 31/03/2014 (triệu đồng)	378.145
Giá trị TS ròng đánh giá lại (triệu đồng)	958.818
Số lượng CP lưu hành	75.000.000
NAV/CP (đồng)	12.784

**Dự án Riverside Garden, Green city và Phú Quốc 85ha chưa được định giá do chưa có nhiều thông tin về các dự án trên và DXG chưa hoàn tất nhận chuyển nhượng sở hữu từ đối tác.*

Mảng Môi giới BDS

Mảng môi giới dự án thông thường có tốc độ tăng trưởng giới hạn do hạn chế về quy mô của thị trường BDS Việt Nam và mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các công ty môi giới trong ngành tuy nhiên DXG đã chủ động gia tăng lợi thế cạnh tranh thông qua hình thức đầu tư thứ cấp với biên lợi nhuận cao hơn mảng môi giới dự án và còn nhiều tiềm năng phát triển, vì vậy mảng Môi giới được giả định sẽ có CAGR ở mức 9,8% trong 5 năm tới và sau đó giảm xuống 5% trong các năm sau đó.

Chiết khấu dòng tiền - DCF

Lãi suất phi rủi ro	7,96%
Hệ số beta	1,20
Phân bù rủi ro	9,34%
Chi phí VCSH	19,14%
Chi phí nợ	10,50%
D/E	8,03%
WACC	18,26%
Thuế suất	22,00%
Tổng hiện giá dòng tiền (triệu đồng)	447.531
Giá trị chiết khấu/CP	5.967

** Mảng Xây dựng không được đưa vào mô hình định giá do đóng góp vào KQKD còn thấp và hiện tại chưa có nhiều thông tin để đánh giá về khả năng Công ty xây dựng ECI sẽ nâng cao năng lực sản xuất, cải thiện KQKD thông qua việc hợp nhất với công ty khác.*

Giá trị hợp lý của DXG theo phương pháp NAV và DCF:

Hoạt động	Giá trị/CP (đồng)
Chuyển nhượng BDS	12.784
Môi giới	5.967
Tổng	18.751

Tổng hợp các phương pháp

VCBS cho rằng phương pháp NAV & DCF thể hiện một cách phù hợp nhất giá trị tài sản cũng như phản ánh được lợi thế của DXG so với các công ty BDS khác khi có mảng môi giới đem lại dòng tiền ổn định và đảm bảo đầu ra cho các sản phẩm của DXG. Do đó, phương pháp NAV & DCF chiếm tỷ trọng 80%, phương pháp so sánh chiếm tỷ trọng 20% nhằm phản ánh đánh giá của thị trường về DXG:

Phương pháp định giá	Giá trị	Tỷ trọng
So sánh (P/E, P/B)	17.185	20%
NAV & DCF	18.751	80%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu DXG	18.438	

VCBS cho rằng mức giá xung quanh **18.438 đồng/CP** là mức giá hợp lý của DXG.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ VCBS đánh giá cao việc quy trình sản xuất của DXG đang được hoàn thiện với các mảng hoạt động hỗ trợ lẫn nhau và gia tăng giá trị cho công ty. Trong đó, mảng Môi giới giúp DXG đảm bảo đầu ra của sản phẩm, cập nhật các biến động của thị trường và nhu cầu của khách hàng đồng thời dòng tiền ổn định từ hoạt động này sẽ đảm bảo khả năng huy động vốn của DXG để triển khai dự án khi cần thiết. Mảng Xây dựng giúp DXG đảm bảo tiến độ, chất lượng xây dựng tại các dự án của mình; gia tăng lợi nhuận tại các dự án đầu tư thứ cấp (đảm nhiệm hai vai trò môi giới sản phẩm và xây dựng). Mảng Chuyển nhượng BĐS với các sản phẩm thuộc phân khúc trung bình được thị trường đón nhận tích cực, sẽ đóng góp đáng kể vào KQKD của DXG.

Với mức giá 14.200 đồng/CP tại ngày 31/07/2014, DXG đang được giao dịch ở mức chiết khấu 29,83% so với giá trị hợp lý ước tính, do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần cân nhắc một số yếu tố dưới đây khi đầu tư vào DXG.

RỦI RO ĐẦU TƯ **Quỹ đất hạn chế.** Với tổng quỹ đất hiện tại khoảng 40ha (tại Đồng Nai, Tp. HCM), trong đó có 14ha được giành để phát triển các dự án căn hộ tập trung tại khu vực Thủ Đức và Q.9. Quỹ đất trên là khá thấp so với một số công ty khác như BCI (389ha), SCR (35ha), NLG (100ha), NBB (37ha). Tuy nhiên, hiện DXG đang khá tích cực trong việc mở rộng quỹ đất tại khu vực được hưởng lợi về phát triển hạ tầng trong tương lai (phía Đông Tp. HCM) và có tính đột biến về nhu cầu (đất tại các thành phố ven biển như Đà Nẵng, Phú Quốc).

Pha loãng cổ phiếu. Nhu cầu mở rộng quỹ đất bằng nguồn vốn chủ sở hữu giúp giảm thiểu rủi ro do các biến động bất ngờ của thị trường, không gây áp lực thanh toán lên dòng tiền từ HĐKD và DXG có thể chọn thời điểm kinh doanh phù hợp. Tuy nhiên, hoạt động trên đòi hỏi DXG phải phát hành cổ phiếu liên tục để có nguồn vốn đầu tư. Trong giai đoạn 2010-2013, số lượng CP lưu hành của DXG tăng với CAGR ở mức 67,4%. Pha loãng cổ phiếu liên tục sẽ gây áp lực lên việc duy trì hiệu quả hoạt động kinh doanh (EPS, ROE, ROA) và giảm sự hấp dẫn của DXG với các cổ đông hay nhà đầu tư lớn.

Quản lý các mảng hoạt động kinh doanh. Việc mở rộng từ hoạt động môi giới dự án thông thường sang hình thức đầu tư thứ cấp và phát triển mảng xây dựng một mặt giúp gia tăng giá trị của công ty, tối đa hóa lợi ích từ chuỗi giá trị nhưng đồng thời cũng tăng thêm rủi ro hoạt động cho DXG.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
