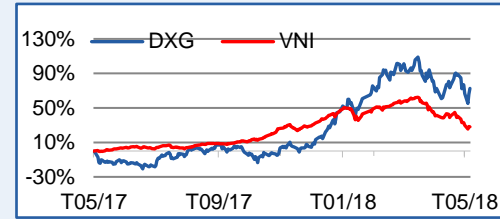


Ngành:	BDS		2017*	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	31/05/2018	Tăng trưởng DT	14,9%	21,1%	8,4%	48,0%
Giá hiện tại:	30.750 VND	Tăng trưởng EPS	-22,8%	41,7%	20,6%	34,2%
Giá mục tiêu:	33.700 VND	Biên LN gộp	60,1%	59,7%	60,9%	61,2%
Giá mục tiêu trước đây:	31.100 VND	Biên LN ròng	26,1%	30,8%	34,5%	31,3%
TL tăng:	+9,6%	EV/EBITDA	9,5x	8,0x	7,2x	4,7x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	2,8x	2,2x	1,7x	1,3x
Tổng mức sinh lời:	+9,6%	P/E	14,8x	10,4x	8,6x	6,4x



GT vốn hóa*:	461,6 triệu USD		DXG	Peers	VNI
Room KN:	20,6 triệu USD	P/E (trượt)	11,5x	15,8x	18,5x
GTGD/ngày (30n):	4,2 triệu USD	P/B (hiện tại)	2,6x	2,1x	2,7x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	18,5%	-15,1%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	342,3 triệu	ROE	24,6%	19,1%	14,6%
Pha loãng	342,3 triệu	ROA	15,9%	5,8%	2,3%
PEG 3 năm	0,5				

\* do phát hành quyền mua tỷ lệ 1:1 trong tháng 10/2016, LNST tăng 40%

**Tổng quan về công ty**

DXG là một công ty môi giới có uy tín với quá trình 14 năm hình thành và phát triển. Từ năm 2013 đến nay, công ty nhanh chóng trở thành một chủ đầu tư, tập trung vào phân khúc trung cấp nhằm tận dụng kinh nghiệm của mảng môi giới nhằm xác định các vị trí hấp dẫn để phát triển dự án. Công ty hiện có 15 dự án BĐS tại thành phố Hồ Chí Minh.

Nguyễn Tuấn Anh  
Chuyên viên Cao cấp

Lucy Huynh, CFA  
Trưởng phòng Cao cấp

## Triển khai dự án Gem Riverside củng cố triển vọng trung hạn

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu của CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG) thêm 8% lên 33.700 đồng do điều chỉnh tăng định giá của các dự án Gem Riverside và Saigon ResRiverside khi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ tăng tốc, cũng như giá bán bình quân cao hơn. Tuy nhiên, do giá cổ phiếu đã tăng 30% từ báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi, khiến chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ MUA thành PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ tăng 43% YoY đạt 1,1 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do bàn giao nhanh hơn các căn hộ đã bán trước và tăng trưởng của dịch vụ môi giới.
- Chúng tôi dự phóng giá trị hợp đồng bán 2018 sẽ tăng 309% đạt 4,3 nghìn tỷ đồng, khi kỳ vọng nhu cầu mạnh mẽ cho dự án Gem Riverside.
- Rủi ro: Rủi ro hàng tồn kho cao hơn khi mảng dịch vụ bán buôn của DXG mở rộng.

**Tình hình thị trường tích cực cùng với khả năng bán hàng đã được khẳng định của DXG sẽ thúc đẩy mảng môi giới tăng trưởng.** Mảng môi giới đóng góp 76% lợi nhuận gộp của DXG. CBRE cho biết số giao dịch căn hộ trên thị trường sơ cấp trong Quý 1 tại TP. HCM và Hà Nội tăng lần lượt 26% và 5%. Điều này cho thấy nhu cầu nhà ở năm 2018 sẽ tiếp tục mạnh. Mảng môi giới của DXG (thị phần trên 20%) đạt kết quả khả quan trong Quý 1, với 3.600 căn được môi giới thông qua các kênh, tăng 37% so với cùng kỳ năm ngoái. Vì vậy, chúng tôi vẫn lạc quan dự báo doanh thu mảng này sẽ tăng với tốc độ 2 chữ số 15% trong năm 2018, dù doanh thu chỉ đạt tăng trưởng 6% trong Quý 1 do tính thời điểm trong việc ghi nhận.

**Lượng backlog (doanh số bán hàng còn để ghi nhận) đảm bảo đà tăng trưởng cho mảng phát triển BĐS năm 2018.** Chúng tôi cho rằng sau khi DXG hoàn tất bàn giao dự án Opal Riverside trong Quý 1/2018, công ty sẽ bắt đầu bàn giao Opal Garden, LuxGarden and Luxcity Officetel (1.000 căn, đã bán 100%) từ Quý 2/2018 đến Quý 1/2019. Tính đến Quý 1/2018, giá trị backlog các dự án này đạt 1.900 tỷ đồng, tương đương 125% dự báo doanh thu từ phát triển BĐS 2018 do chúng tôi giả định. Vì vậy, chúng tôi tiếp tục tin tưởng năm 2018, DXG sẽ đạt được dự phóng doanh thu mảng này là 1.500 tỷ đồng mà chúng tôi đưa ra, tăng 55% so với năm 2017.

**Dự án Gem Riverside mở bán bước đầu đã thu hút nhiều quan tâm, tín hiệu cho triển vọng lợi nhuận khả quan.** Việc mở bán Gem Riverside được chờ đợi từ lâu (dự án BĐS lớn nhất của DXG) cuối cùng đã được thực hiện trong tháng 04/2018 với hơn 1.600 căn đã được chào bán (50% tổng số căn), giá bán từ 1.450USD-1.600USD/m<sup>2</sup> (cao hơn 10%-20% so với giả định trước đây của chúng tôi). Ban lãnh đạo cho biết sau 2 tháng mở bán, hơn 90% căn mở bán đã được giữ chỗ. Điều này sẽ là tín hiệu tốt với dự phóng về LNST sau lợi ích CĐTTS của dự án đạt không dưới 2.500 tỷ đồng, với kế hoạch sẽ được ghi nhận từ năm 2020 trở đi, và do đó hỗ trợ EPS đạt tăng trưởng kép hàng năm 33% trong giai đoạn 2017-2020.

**Nhu cầu căn hộ trung cấp mạnh mẽ củng cố quan điểm lạc quan của chúng tôi về dự án ResRiverside.** Ngoài ra, dự án còn nằm tại Quận Thủ Đức, là nơi đang có cơ sở hạ tầng cải thiện tốt, điều đó cũng được phản ánh thông qua tỷ lệ bán hàng của các dự án nằm trong khu vực lân cận của DXG đều rất cao như Opal Garden và Opal Riverside (đã bán 100%).

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b>	<b>2.879</b>	<b>3.486</b>	<b>3.778</b>
Giá vốn hàng bán	(1.149)	(1.403)	(1.477)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.730</b>	<b>2.082</b>	<b>2.301</b>
Chi phí bán hàng	(295)	(372)	(405)
Chi phí quản lí DN	(249)	(313)	(342)
LN thuần HĐKD	1.186	1.398	1.554
Thu nhập tài chính	66	216	419
Chi phí tài chính	(63)	(95)	(135)
Lợi nhuận từ công ty LDLK	128	225	259
Lỗ/lãi thuần khác	18	18	18
LNTT	1.335	1.762	2.115
Thuế TNDN	(250)	(330)	(396)
LNST trước CĐTS	1.085	1.432	1.719
Lợi ích CĐ thiểu số	(335)	(359)	(414)
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>751</b>	<b>1.073</b>	<b>1.305</b>
EPS cơ bản, báo cáo, VND	2.084	2.953	3.563
EPS pha loãng, VND	2.084	2.953	3.563

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	14,9%	21,1%	8,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	84,5%	17,8%	11,2%
Tăng trưởng LNTT	62,6%	31,9%	20,1%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-22,8%	41,7%	20,6%

Khả năng sinh lời	2017A	2018F	2019F
Biên LN gộp %	60,1%	59,7%	60,9%
Biên EBIT %	41,2%	40,1%	41,1%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS	26,1%	30,8%	34,5%
ROE %	21,3%	24,7%	23,6%
ROA %	13,7%	12,8%	12,1%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017A	2018F	2019F
Số ngày tồn kho	685	1.116	1.651
Số ngày phải thu	336	382	399
Số ngày phải trả	307	268	198
TG luân chuyển tiền	715	1.230	1.852

Thanh khoản	2017A	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	2,4	2,5	2,0
CS thanh toán nhanh	1,4	1,2	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,3	0,2
Nợ/Tài sản	24,6%	20,9%	12,9%
Nợ/Vốn sử dụng	35,2%	29,2%	21,3%
Nợ/Vốn CSH	18,1%	24,2%	8,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	19,5	14,8	11,5

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	1.687	1.041	1.485
Các khoản phải thu	3.441	3.849	4.414
Hàng tồn kho	3.401	5.182	8.176
TS ngắn hạn khác	312	279	321
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>8.840</b>	<b>10.351</b>	<b>14.395</b>
TS dài hạn (ròng)	64	91	120
Đầu tư TC dài hạn	963	1.188	1.447
TS dài hạn khác	397	397	397
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1.424</b>	<b>1.676</b>	<b>1.964</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>10.264</b>	<b>12.027</b>	<b>16.359</b>
Phải trả ngắn hạn	1.280	780	820
Nợ ngắn hạn	658	658	658
Nợ ngắn hạn khác	1.788	2.633	5.604
Tổng nợ ngắn hạn	3.727	4.071	7.082
Nợ dài hạn	1.871	1.857	1.459
Nợ dài hạn khác	13	13	13
<b>Tổng nợ</b>	<b>5.611</b>	<b>5.941</b>	<b>8.554</b>
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-
Vốn cổ phần	3.032	3.453	3.483
Thặng dư vốn CP	11	11	11
Lợi nhuận giữ lại	746	1.397	2.672
Vốn khác	25	25	25
Lợi ích CĐTS	840	1.200	1.614
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.654</b>	<b>6.086</b>	<b>7.805</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>10.264</b>	<b>12.027</b>	<b>16.359</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Tiền đầu năm</b>		1.687	1.041
Lợi nhuận sau thuế		1.073	1.305
Khấu hao		34	41
Thay đổi vốn lưu động		(1.813)	(589)
Điều chỉnh khác		134	155
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>		<b>(572)</b>	<b>912</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng		(65)	(73)
Đầu tư		4	4
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>		<b>(61)</b>	<b>(70)</b>
Cổ tức đã trả		-	-
Tăng (giảm) vốn cổ phần		-	-
Tăng (giảm) nợ		(14)	(398)
Tiền từ các hoạt động TC khác		-	-
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>		<b>(14)</b>	<b>(398)</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>		<b>(647)</b>	<b>444</b>
<b>Tiền cuối năm</b>		<b>1.041</b>	<b>1.485</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Tuấn Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588 ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

##### Ví mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

#### Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.