

# Mua

## DXG – Chuyển mình tăng trưởng mạnh

### Định giá

#### Khuyến nghị

|              |        |
|--------------|--------|
| Giá mục tiêu | 40,000 |
| Giá đóng cửa | 28,200 |
| Upside       | 42%    |

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DXG với giá mục tiêu 12 tháng là **40,000 đồng/cp**, upside 42% (so với mức giá 28,200 đồng/cp ngày 09/02/2018), dựa trên phương pháp RNAV & P/E.

#### Dữ liệu thị trường

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| Số lượng cp (tr cp)                         | 303       |
| Vốn hóa (tỷ đ)                              | 8,407     |
| Giá cao nhất 52 tuần                        | 32,100    |
| Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp) | 3,910,743 |

#### Điểm nhấn đầu tư

- DXG có lợi thế về mô hình kinh doanh linh hoạt giữa mô hình phân phối môi giới và chủ đầu tư phát triển dự án, trong đó định hướng tập trung đẩy mạnh mảng phát triển dự án trở thành mảng kinh doanh cốt lõi.
- DXG định hướng phát triển các dự án với tổng quy mô số căn hộ và diện tích lớn thay vì tập trung vào phát triển các dự án có quy mô nhỏ.
- Quý đất và các dự án hiện tại giúp DXG đảm bảo được nguồn doanh thu trong giai đoạn 2018-2022.
- Tình hình tài chính và dòng tiền lành mạnh là điểm cộng của DXG so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ vào hệ thống môi giới bán hàng hiệu quả.

#### Cổ đông lớn (%)

|                        |      |
|------------------------|------|
| AMERSHAM INDUSTRIES    | 6.02 |
| TRI THIN LUONG         | 5.63 |
| BBC INVEST CORP        | 4.31 |
| GRINLING INTERNATIONAL | 3.44 |
| NAV INVESTMENT JSC     | 2.99 |

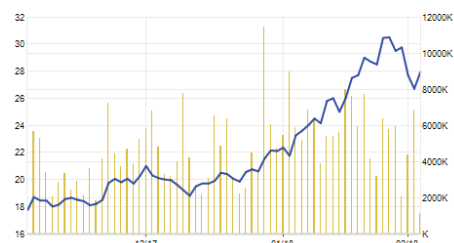
#### Diễn biến giá

|          | 1M  | 3M  | 1Y   |
|----------|-----|-----|------|
| DXG      | 28% | 56% | 139% |
| VN-Index | 3%  | 23% | 49%  |

#### Catalyst

- Điểm rơi lợi nhuận các mảng dự án sơ cấp trong năm 2018. KQKD tăng trưởng mạnh trong năm 2018, doanh thu và lợi nhuận sau thuế sau cổ đông thiểu số lần lượt đạt 4,582 tỷ (+59.1% yoy) và 1,089 tỷ (+45.0 % yoy).
- DXG được hưởng lợi từ việc chuyển dần của xu hướng từ phân khúc cao cấp sang trung cấp và triển vọng khả quan ngành bất động sản.

#### Diễn biến giá



#### Rủi ro đầu tư

- Tính cạnh tranh cao ở tất cả các phân khúc sản phẩm do nhiều doanh nghiệp BĐS tham gia triển khai dự án.
- Chịu rủi ro mang tính chu kỳ của ngành BĐS nói chung

Phan Quốc Bửu  
buupq@bsc.com.vn  
+84 915081230

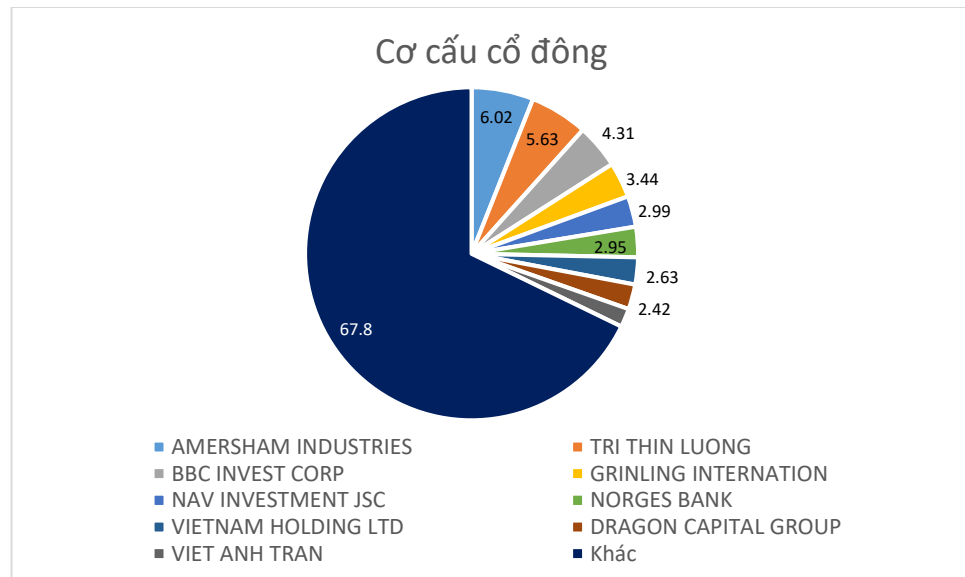
**Tổng quan về công ty:** Dxg là doanh nghiệp môi giới và phát triển bất động sản có thương hiệu tốt và mạnh trên cả nước. DXG hiện đang sở hữu hệ thống môi giới phủ khắp cả nước. DXG đang dần chuyển mình thành nhà phát triển bất động sản với các sản phẩm tập trung vào phân khúc trung cấp. Năm 2018 được đánh dấu là dấu mốc trong kế hoạch tập trung đẩy mạnh mảng phát triển dự án

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)

## Tổng quan doanh nghiệp

**DXG** tiền thân là công ty TNHH Dịch vụ và Xây Dựng địa ốc Đất Xanh được thành lập năm **2003**, với vốn điều lệ là **800 triệu đồng**, trải qua **15 năm phát triển**, quy mô vốn điều lệ của **DXG** đã tăng lên mức **3,000 tỷ đồng**. Được khởi đầu bằng hoạt động chuyên về môi giới bất động sản, từ năm 2007, DXG đã mở rộng thêm sang hoạt động phát triển dự án. Tính đến hiện tại, DXG được chúng tôi đánh giá là 1 trong các doanh nghiệp có hệ thống môi giới mạnh, phủ khắp cả nước. Ngoài ra DXG đang dần định hình trở thành nhà phát triển dự án lớn về mặt quy mô dự án tại khu vực phía Nam, các dự án phát triển của DXG hiện nay tập trung chính tại khu vực TP HCM.

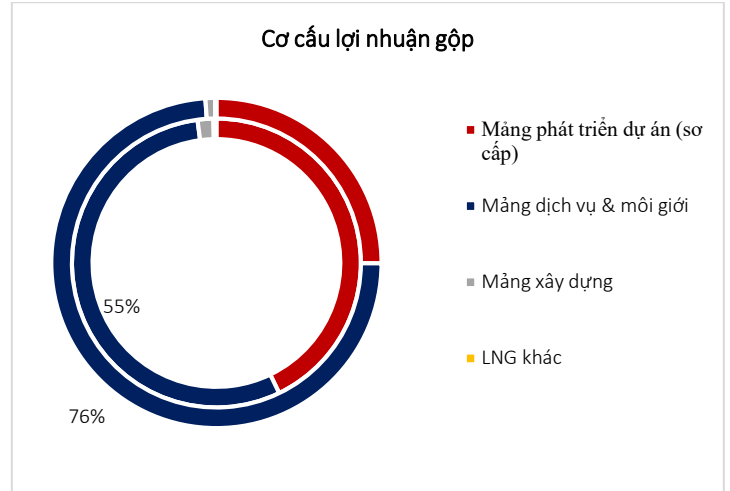
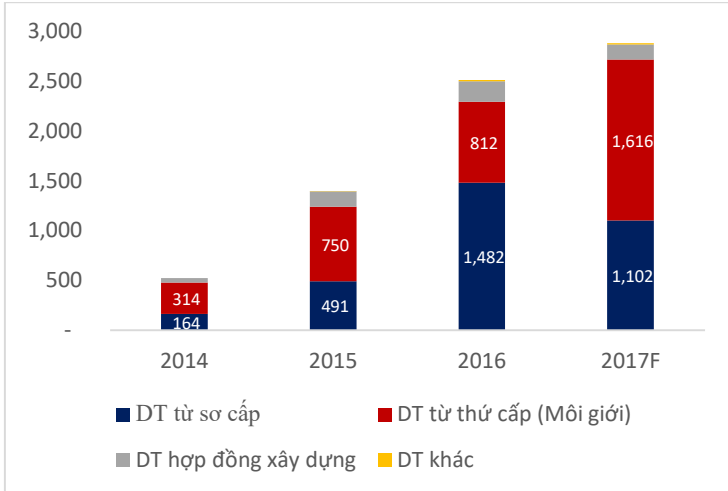
**Cơ cấu cổ đông bắt đầu có sự thay đổi theo hướng cô đặc hơn.** Mặc dù, tỷ lệ floating của DXG khá lớn khoảng 71.83%, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy trong thời gian gần đây tỷ lệ room nước ngoài còn lại của DXG đã giảm tương đối so với giai đoạn trước chỉ còn khoảng 10,81%. Danh sách cổ đông lớn và cơ cấu cổ đông tính đến hiện tại như sau.



Nguồn: DXG, Bloomberg

**Cơ cấu doanh thu của DXG hiện tại tập trung chính ở mảng hoạt động môi giới chiếm 56%, còn mảng hoạt động phát triển các dự án bất động sản chiếm 38%.** Mảng hoạt động môi giới hiện tại đang chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu lợi nhuận gộp (75.5%) và mảng phát triển dự án chiếm 25.6%. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ này sẽ thay đổi dần trong giai đoạn sắp tới, khi DXG triển khai phát triển nhiều dự án bất động sản có quy mô lớn hơn, do đó tỷ trọng đóng góp mảng phát triển dự án sẽ tăng dần trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận.

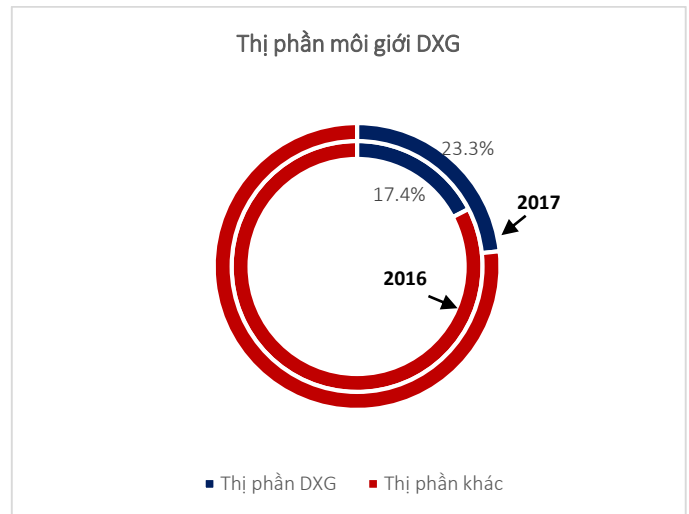
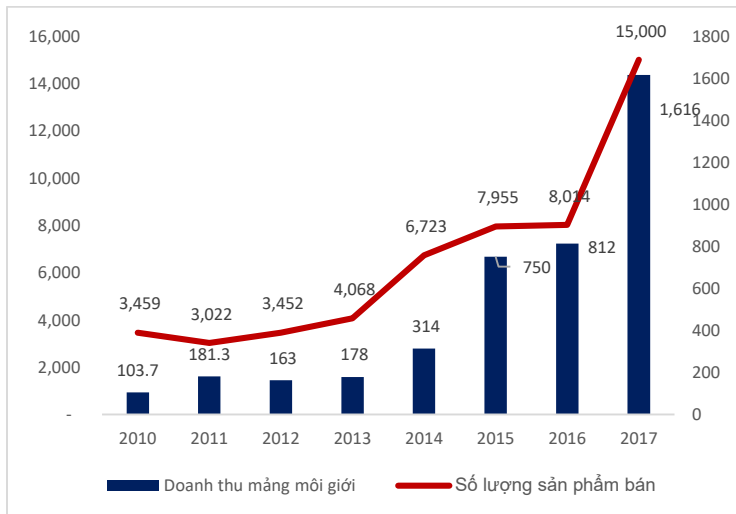
## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)



## Điểm nhấn đầu tư

**Điểm nhấn 1: DXG có lợi thế về mô hình kinh doanh linh hoạt giữa mô hình phân phối môi giới và chủ đầu tư phát triển dự án, trong đó định hướng tập trung đẩy mạnh mảng phát triển dự án trở thành mảng kinh doanh cốt lõi.**

**Mạng lưới phân phối phủ rộng khắp cả nước là yếu tố giúp mảng môi giới của DXG thành công.** Hiện tại, tính đến hết năm 2017, hệ thống môi giới của DXG đã có 48 sàn giao dịch trên cả nước (18 sàn ở miền Bắc, 7 sàn ở miền Trung và 23 sàn ở miền Nam), khoảng 2,000 nhân viên môi giới chính thức, khoảng 5,000 nhân viên môi giới tự do và 193 sàn giao dịch liên kết khác. Theo ước tính chúng tôi, đến cuối năm 2017, DXG đã bán được khoảng 15,000 sản phẩm (+187.2% yoy), sau khi loại trừ số lượng sản phẩm của LDG và các đơn vị khác (tổng số sản phẩm của DXG Group là 22,108 sản phẩm). Tốc độ tăng trưởng bình quân về số lượng sản phẩm đã bán và doanh thu môi giới, dịch vụ trong giai đoạn 2014-2017 đạt 30.7% và 66.1%.

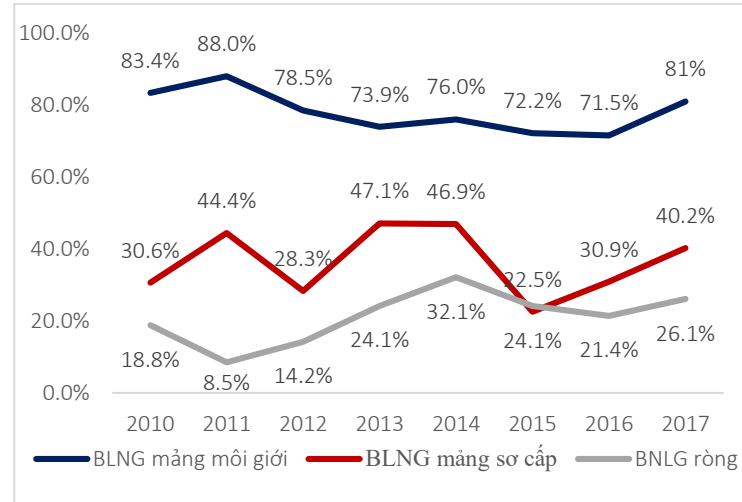
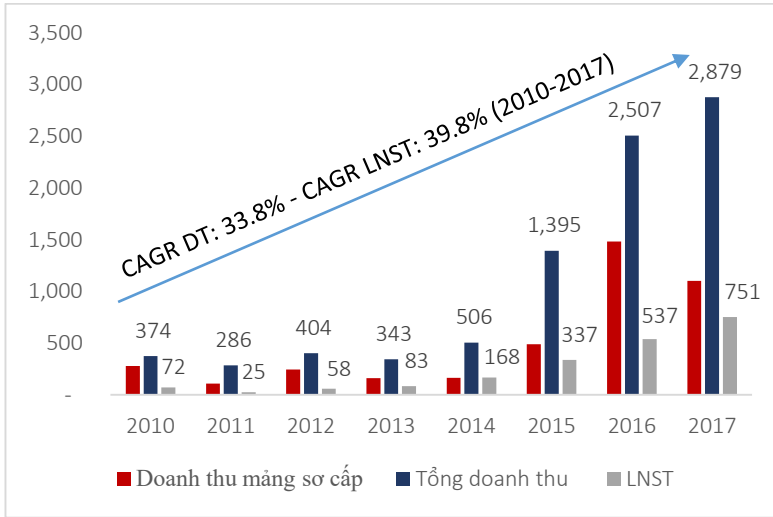


Nguồn: DXG, BSC Research

Tính đến cuối năm 2017, thị phần môi giới của DXG ước đạt lần lượt 23.3% so với toàn thị trường. Phân khúc sản phẩm chính DXG nhắm tới chủ yếu ở phân khúc hạng B và C. Với lợi thế từ mạng lưới phân phối hiện có và điều kiện về thị trường bất động sản đang khá thuận

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)

lợi, BSC cho rằng mảng hoạt động này sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng khả quan trong năm 2018 khi mà nhu cầu của phân khúc này chủ yếu là nhu cầu thực, ít rủi ro hơn về mặt đầu cơ và thanh toán.



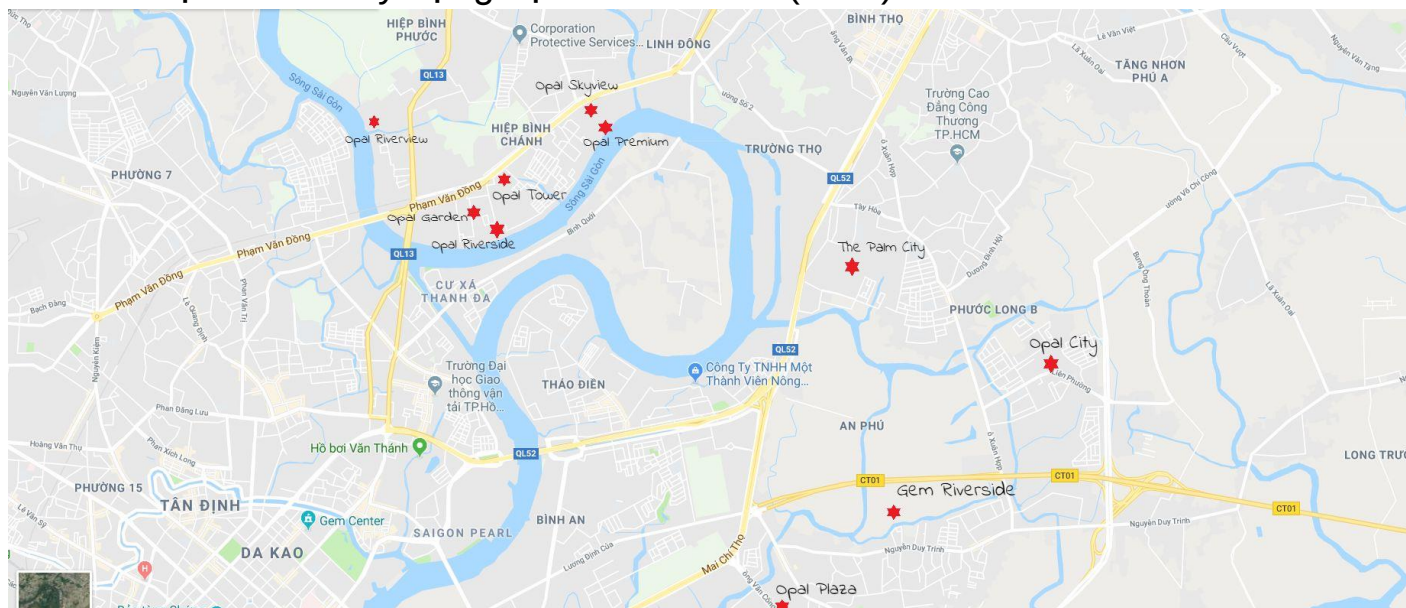
Nguồn: DXG, BSC Research

... Và đây là tiền đề để DXG chuyển mình từ nhà môi giới sang chủ đầu tư phát triển dự án. Với nền tảng từ mô hình phân phối môi giới có hiệu suất hoạt động kinh doanh cao giúp cho doanh thu và lợi nhuận đạt được mức tăng trưởng mạnh khi ngành bất động sản bắt đầu phục hồi từ cuối năm 2016. Tốc độ tăng trưởng doanh thu CAGR của DXG giai đoạn 2010-2017 đạt mức 33.8%. Ngoài ra, nền tảng môi giới vững chắc này còn giúp DXG linh hoạt trong cơ cấu doanh thu thích nghi tốt với các biến động của ngành BĐS và hỗ trợ triển khai tốt mảng phát triển dự án. Tính đến cuối năm 2017, tỷ trọng đóng góp doanh thu của mảng môi giới và mảng phát triển dự án lần lượt là 56.1% và 38.2%. Biên lợi nhuận gộp của cả mảng môi giới dịch vụ và mảng sơ cấp đều cải thiện mạnh tăng lần lượt lên mức 81% và 40.2% nhờ vào (1) Tỷ trọng sản phẩm thứ cấp môi giới do DXG phát triển chiếm tỷ trọng cao hơn, (2) Giá bán các dự án đều ghi nhận mức tăng trong khi đó giá vốn trong giai đoạn mở rộng quỹ đất của DXG 2015-2016 ở mức thấp. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng đóng góp DT của mảng phát triển dự án phân khúc trung cấp sẽ tiếp tục tăng trong năm 2018 và đây sẽ là chìa khóa cốt lõi cho tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận của DXG trong giai đoạn 2018-2021.

**Điểm nhấn 2: Quỹ đất và các dự án hiện tại giúp DXG đảm bảo được nguồn doanh thu trong giai đoạn 2018-2021.**

Hiện tại, DXG đang sở hữu quỹ đất sạch ước tính khoảng 247.3 ha, trong đó bao gồm 202.5 ha ở khu vực Quảng Nam – Hạ Long và 44.8 ha (tương đương khoảng 5,3 triệu m<sup>2</sup> sàn xây dựng) tại khu vực thành phố Hồ Chí Minh với 6 dự án đang trong quá trình triển khai xây dựng, và 10 dự án đang trong quá trình chuẩn bị triển khai. Hiện tại theo chúng tôi đánh giá quỹ đất sạch tại TP HCM hiện giờ đang khá hạn hẹp, nguồn cung không còn nhiều, do đó doanh nghiệp nào sở hữu nhiều quỹ đất sạch và còn nhiều dự án có khả năng triển khai sẽ có lợi thế cạnh tranh lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)



*Nguồn: DXG, BSC Research*

**DXG đặt kế hoạch M&A từ 6-8 dự án/năm, trung bình khoảng 20ha/ dự án với quỹ đất sạch dự kiến khoảng 2,000 ha trong giai đoạn 2018-2022** Chúng tôi nhận thấy hiện tại với 44.8 ha đất sạch tại HCM tương ứng khoảng 8 dự án đang trong quá trình chuẩn bị triển khai có thể giúp DXG đảm bảo nguồn doanh thu trong giai đoạn 2018 – 2021. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý nhà đầu tư cần theo dõi kế hoạch M&A tăng quỹ đất sạch của DXG để đánh giá thêm về triển vọng trong tương lai. Vào cuối năm 2017, DXG thông báo đã mua 28.65 triệu cổ phiếu, tương đương tỷ lệ 90,83% vốn điều lệ của INT từ Petroland (PTL) để sở hữu 172ha dự án biệt thự ven biển và sân golf tại Cam Ranh, Khánh Hòa, tổng giá trị chuyển nhượng ước tính gần 226 tỷ đồng. Ngoài ra, DXG cũng có kế hoạch nâng sở hữu của mình tại công ty bất động sản Sài Đồng nhằm sở hữu vài dự án nhỏ tại Long Biên, Hà Nội khoảng 500 – 600 căn hộ phân khúc bình dân - trung cấp

**Tăng trưởng KQKD và nguồn quỹ đất bổ sung và của công ty liên kết LDG cũng là một trong những yếu tố thúc đẩy KQKD của DXG.** Hiện tại, DXG đang sở hữu 43.4% vốn cổ phần của LDG thông qua sở hữu trực tiếp và gián tiếp của công ty mẹ và các công ty con trong tập đoàn. LDG đang sở hữu quỹ đất tương đối khá với khoảng 1.58 triệu m2 diện tích đất nền và khoảng 143,000 m2 diện tích sàn căn hộ, tập trung chủ yếu ở khu vực Đồng Nai, Bình Dương. LDG vừa công bố kế hoạch khá tham vọng với doanh thu và lợi nhuận 2018 lần lượt đạt 2,633 tỷ đồng(+364.7%yoy) và 554 tỷ đồng (+195.5% yoy). Ngoài ra, khả năng chuyển nhượng dự án GrandWorld tại Phú Quốc cũng là nhân tố có thể giúp DXG ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến, đây là dự án một trong 2 dự án có quy mô lớn nhất của LDG với 85.1 ha, tương đương 433,032 m2 diện tích xây dựng.

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)

**Điểm nhấn 3: DXG định hướng phát triển các dự án với tổng quy mô số căn hộ và diện tích lớn thay vì tập trung vào phát triển các dự án có quy mô nhỏ.**

**Dự án Gem Riverside là dự án trọng điểm của DXG trong năm 2018.** Định hướng sắp tới của DXG chủ yếu tập trung phát triển thêm các dự án có quy mô lớn về diện tích và số lượng căn hộ. Chúng tôi đánh giá dự án Gem Riverside sẽ đóng góp nguồn thu chính cho doanh thu của DXG giai đoạn 2019-2021. Tổng vốn đầu tư ước tính của dự án khoảng 5,430 tỷ đồng, tổng diện tích sàn xây dựng khoảng 380,000 m<sup>2</sup> với 3,200 căn hộ. Dự án Gem Riverside nằm ở khu vực Nam Rạch Chiếc, quận 2, nằm gần các trục đường chính như Long Thành – Dầu Giây, Đồng Văn Cống và các dự án của Palm City (Keppel Land), Lakeview city (Novaland). Chúng tôi ước tính dự án này có thể đem về cho DXG khoảng 10,175 tỷ đồng (dựa trên giả định giá bán ước tính khoảng 33.5 triệu đồng/m<sup>2</sup>), dự kiến ghi nhận lợi nhuận gộp trong năm 2019 và 2020 dự kiến 1,425 tỷ đồng và 1,628 tỷ đồng.

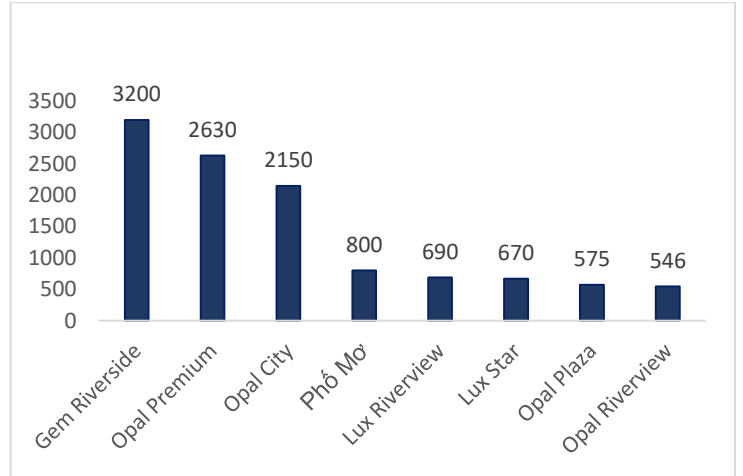
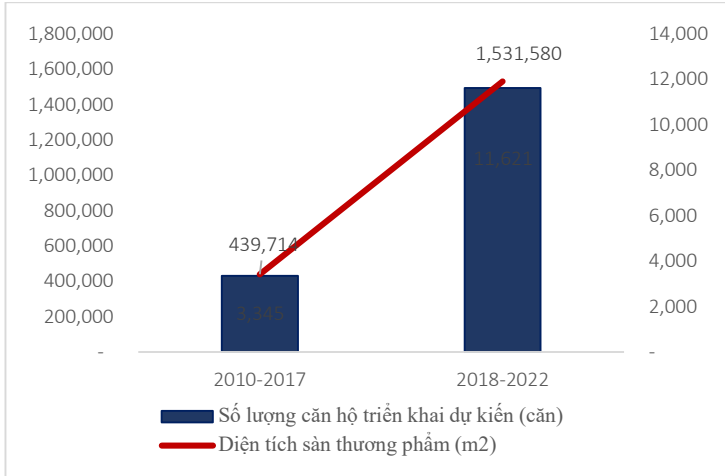
| Dự án            | Vị trí    | Căn hộ | Tiến độ mở bán – xây dựng                | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------|-----------|--------|------------------------------------------|------|------|------|------|
| Opal Riverside   | Thủ Đức   | 626    | 100%                                     |      |      |      |      |
| Opal Gardern     | Thủ Đức   | 470    | 100% (14 tầng/16 tầng)                   |      |      |      |      |
| Lux gardern      | Q7        | 517    | 100% (21 tầng/28 tầng)                   |      |      |      |      |
| Opal Skyview     | Thủ Đức   | 206    | Đang làm móng, dự kiến mở bán Q3-Q4/2018 |      |      |      |      |
| Gem Riverside    | Q2        | 3.200  | Dự kiến mở bán T3/2018                   |      |      |      |      |
| Opal Riverview   | Thủ Đức   | 546    | n/a                                      |      |      |      |      |
| Opal City        | Q9        | 2.150  | Dự kiến mở bán cuối năm 2018             |      |      |      |      |
| Opal Premium     | Thủ Đức   | 2.630  | n/a                                      |      |      |      |      |
| Lux Star         | Q7        | 670    | n/a                                      |      |      |      |      |
| The Palm City    | Q9        | 227    | n/a                                      |      |      |      |      |
| Opal Ocean View  | Quảng Nam | n/a    | n/a                                      |      |      |      |      |
| Tuan Chau Island |           | n/a    | n/a                                      |      |      |      |      |

Nguồn: DXG, BSC Research

**Số lượng căn hộ dự kiến triển khai và bàn giao giai đoạn 2018-2022 gấp 3.47 lần so với giai đoạn 2010-2017.** Theo kế hoạch bàn giao và triển khai các dự án của DXG trong giai đoạn 2018-2022, chúng tôi ước tính nguồn cung số lượng căn hộ DXG cho thị trường bất động sản Hồ Chí Minh dự kiến khoảng 11,621 căn hộ, cao hơn gấp 3.47 lần so với số lượng căn hộ đã bàn giao trong giai đoạn 2010-2017 (3,345 căn), chủ yếu tập trung khu vực quận 2, quận Thủ Đức, quận 9 và quận 7. Một số dự án đóng góp chủ yếu bao gồm Gem Riverside (3,200 căn), Opal City (2,150 căn), Opal Premium (2,630 căn).



## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)



Nguồn: DXG, BSC Research

**Hạ tầng giao thông của TPHCM đang được đẩy nhanh triển khai mở rộng tại khu vực phía Đông và phía Nam thành phố, nơi tập trung chiến lược phát triển các dự án sơ cấp của DXG.** Hiện tại quỹ đất còn lại của DXG tại TP HCM tập trung chính ở 2 khu vực theo chúng tôi đánh giá hoạt động khá sôi nổi trong năm 2017 và được kỳ vọng tiếp tục duy trì trong năm 2018 là khu vực phía Đông ( Quận 2, 9, Thủ Đức) và khu vực phía Nam ( Quận 7, 8, Bình Chánh, Nhà Bè). Do đó, khi hạ tầng giao thông cải thiện tốt hơn, các dự án của DXG sẽ được hưởng lợi từ (1) Tỷ lệ bán hàng thành công của các dự án đó sẽ cao hơn giúp duy trì dòng tiền tốt cho DXG, (2) Giá bán tại khu vực này sẽ tăng dần theo tốc độ hoàn thiện hạ tầng giao thông.

- Về khu vực phía Đông, hiện tại theo đánh giá của chúng tôi thì hạ tầng giao thông khu vực này được triển khai khá mạnh trong giai đoạn vừa qua, dự tính các dự án này chiếm tới 70% tổng nguồn vốn 350,000 tỷ đồng đầu tư cho giao thông giai đoạn 2010-2020 (dự án Metro Bến Thành – Suối Tiên, cầu Rạch Chiếc 2, Vành đai 2-3, tuyến cao tốc TP HCM – Long Thành – Dầu Giây, đường ven sông Sài Gòn, ). Một số dự án lớn của DXG tập trung khu vực này bao gồm Gem Riverside, Opal City, Opal Premium, The Palm City, Opal Garden, Opal Riverside, Opal Tower, Opal Skyview
- Về khu vực phía Nam, BSC đánh giá hạ tầng khu vực phía Nam đang ít được chú ý đầu tư hơn trong thời gian vừa qua, và hiện tại đang gánh chịu áp lực về mật độ dân số khá lớn từ các khu vực Quận 4,7, Nhà Bè, Bình Chánh. Tuy nhiên, theo định hướng của Sở GTVT TP HCM trong năm 2018-2019 sẽ tháo gỡ nút thắt này thông qua một số dự án như cầu Thủ Thiêm 4, cầu Kênh Tẻ 2, hệ thống hầm chui, cầu vượt giao lộ Nguyễn Văn Linh – Nguyễn Hữu Thọ (vốn đầu tư khoảng 2,600 tỷ đồng – khởi công tháng 3/2018), tuyến Metro số 4 (tổng vốn khoảng 97,000 tỷ đồng), mở rộng nâng cấp tuyến đường Nguyễn Tất Thành. Các dự án sắp tới của DXG tại khu vực này bao gồm Lux Riverview, Lux Garden, Lux Star.

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)

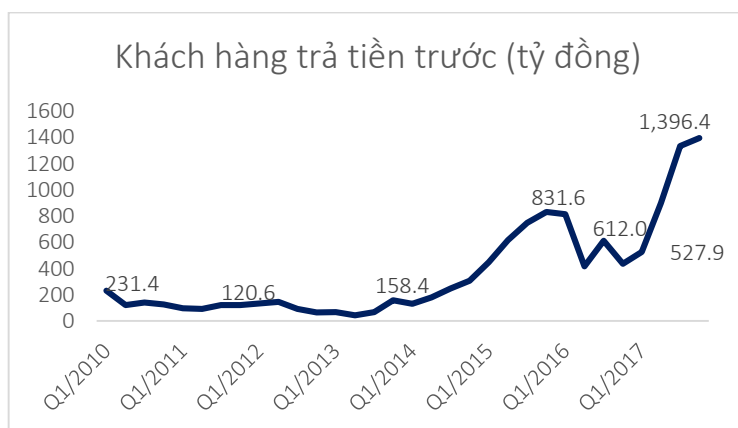
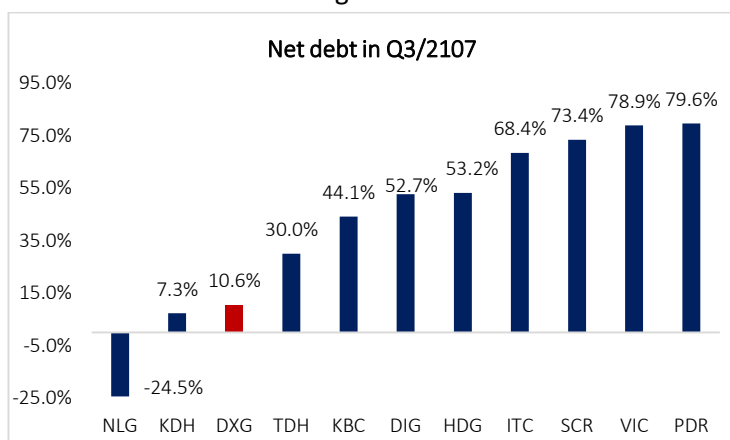
**Điểm nhấn 4: Tình hình tài chính và dòng tiền lành mạnh là điểm cộng của DXG so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ vào hệ thống môi giới bán hàng hiệu quả**

Tỷ lệ khách hàng trả tiền trước/hàng tồn kho của DXG trong 9T/2017 đạt 60%, cao hơn mức trung bình ngành là 42%. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ KH trả tiền trước của DXG vẫn duy trì được mức tương đối khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ vào hệ thống môi giới mạnh và tệp cơ sở dữ liệu khách hàng lớn, đây là điểm khác biệt so với các DN khác khi chưa xây dựng được hệ thống phân phối mà chủ yếu phân phối thông qua các sàn giao dịch trung gian.

| Mã CP      | DT 2017      | DT 2016      | % tăng/giảm | LNST 2017  | LNST 2016  | % tăng/giảm | Hàng tồn kho   | KH trả tiền trước | KH Trả tiền trước/HTK 2017 |
|------------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|-------------|----------------|-------------------|----------------------------|
| VIC        | 90,491       | 57,614       | 57%         | 4,586      | 2,440      | 88%         | 48,879         | 60,858.10         | 125%                       |
| NVL        | 3,284        | 3,932        | -16%        | 507        | 372        | 36%         | 26893.8        | 8848.3            | 33%                        |
| KDH        | 3,284        | 3,932        | -16%        | 507        | 371.8      | 36%         | 4620.8         | 953.1             | 21%                        |
| PDR        | 1,326        | 1,497        | -11.4       | 448        | 243        | 84.3%       | 6089.3         | 694.13            | 11%                        |
| KBC        | 1,260        | 1,972        | -36%        | 585        | 557        | 5%          | 8322.6         | 404.1             | 5%                         |
| <b>DXG</b> | <b>2,879</b> | <b>2,507</b> | <b>15%</b>  | <b>751</b> | <b>537</b> | <b>40%</b>  | <b>3,414.2</b> | <b>1396.4</b>     | <b>41%</b>                 |
| NLG        | 3,161        | 2,534        | 25%         | 535        | 345        | 55%         | 3884.0         | 1249.9            | 32%                        |
| DIG        | 1,358        | 1,152        | 18%         | 91         | 58         | 56%         | 3031.9         | 665.2             | 22%                        |
| HDG        | 2,268        | 1,988        | 14%         | 198        | 236        | -16%        | 2599.7         | 1840.6            | 71%                        |
| SCR        | 1,825        | 775          | 136%        | 229        | 174        | 32%         | 3692.0         | 2628.8            | 71%                        |
| TDH        | 1,840        | 1,060        | 74%         | 131        | 108        | 21%         | 268.5          | 25.017            | 9%                         |

Nguồn: BSC Research

Tỷ lệ nợ ròng/ vốn chủ sở hữu đang ở mức thấp đạt 10.6% trong 9T/2017, so với các doanh nghiệp cùng ngành là 43.1%. Hiện tại, vốn đầu tư dự án sơ cấp của DXG chủ yếu đến từ (1) nguồn vốn vay, (2) vốn tự có, (3) khách hàng trả tiền trước. Hiện tại mức tỷ lệ trên của DXG đang ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ vào nguồn khách hàng trả tiền trước ở mức cao, tỷ lệ vốn vay bình quân của mỗi dự án của DXG trung bình khoảng 30% tổng vốn đầu tư.



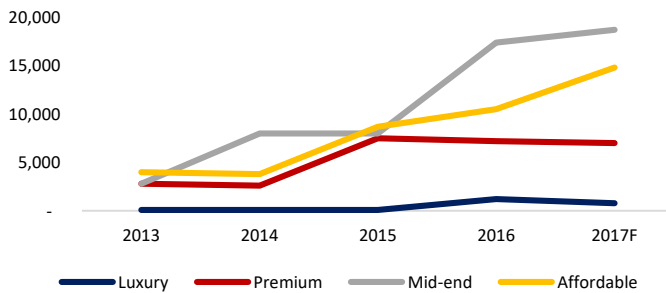
Nguồn: DXG, BSC Research



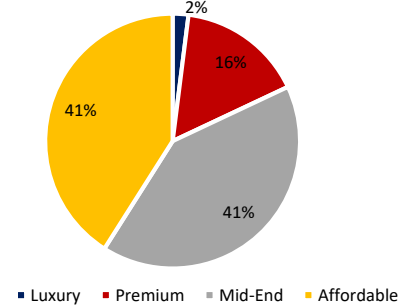
**Ngành bất động sản bắt đầu có những chuyển biến tích cực từ cuối năm 2016 và kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt** thông qua (1) Tổng giá trị tồn kho bất động sản tính đến 20/11/2017 đạt khoảng 25,700 tỷ đồng, giảm 17% so với đầu năm nay, và 80% so với quý 1 năm 2013, (2) Thông tư 19/2017/TT-NHNN nới rộng tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn trong năm 2018 từ mức 40% lên mức 45% (theo thông tư 36 là 40%) tạo thêm động lực tăng trưởng cho ngành và (3) KQKD của ngành bất động sản sẽ tiếp tục cải thiện chủ yếu nhờ vào xu hướng tăng của giá đất cơ sở và số lượng các căn hộ bàn giao năm 2018 dự kiến tăng khoảng 27.9% so với năm 2017.

**Bất động sản phân khúc trung cấp – bình dân được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt hơn so với nhóm phân khúc cao cấp do xu hướng chuyển dịch dần về phân khúc trung cấp.** Theo số liệu từ JLL, phân khúc trung cấp và bình dân đang chiếm đến khoảng 82% cơ cấu số lượng các sản phẩm bán tính đến Q3/2017 tại HCM. Ngoài ra, việc phát triển ác dự án nhóm trung cấp – bình dân cũng đang chứng kiến mức tăng trưởng khá tốt, trong khi đó phân khúc cao cấp có xu hướng giảm do nhu cầu giảm mạnh từ năm 2016. Chúng tôi kỳ vọng với định hướng phát triển phân khúc trung cấp, DXG sẽ được hưởng lợi lớn từ xu hướng chuyển dịch này khi (1) Mức thu nhập bình quân đầu người ngày càng cải thiện, (2) Trong xu hướng giá đất đang trong xu hướng tăng thì các sản phẩm có mức giá phù hợp sẽ được ưu tiên lựa chọn và (3) chất lượng sản phẩm đang dần được cải thiện rõ nét.

SL các căn hộ mở bán tại TP HCM theo phân khúc (Nguồn: JLL, BSC Research)



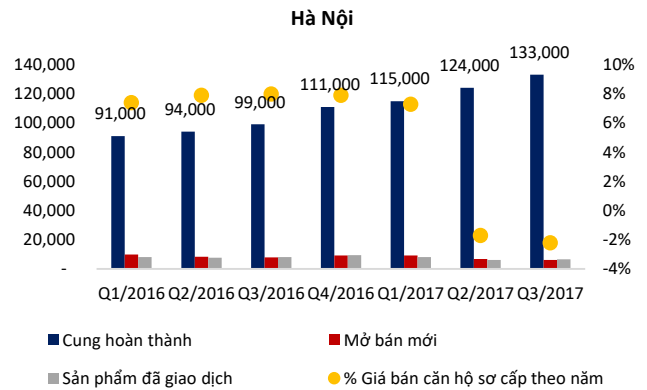
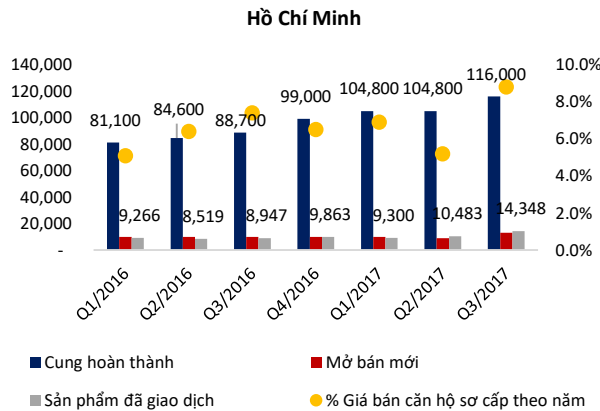
Số lượng các sản phẩm mở bán theo phân khúc 3Q2017 tại TP HCM (Nguồn: JLL, BSC Research)



**Thị trường bất động sản căn hộ tại HCM vẫn duy trì tín hiệu tích cực so với thị trường HN.**

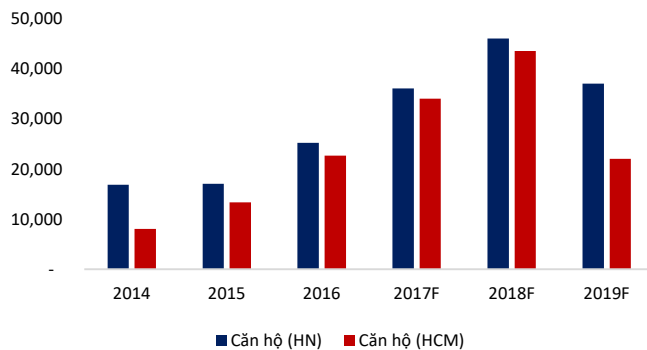
Trong đó, (1) Về mảng căn hộ chung cư, lũy kế 9 tháng, tại Hà Nội, có khoảng 20,789 căn hộ đã bán (-12% yoy) trong khi đó tại Tp. HCM là 30,041 căn (+20.5% yoy), tăng trưởng vẫn tập trung chủ yếu ở phân khúc trung cấp. (2) Giá bán trung bình tăng nhẹ khoảng 8.8% tại TP HCM, trong khi đó giá bán trung bình tại HN giảm 2.2% YoY.

Nguồn: JLL, BSC Research

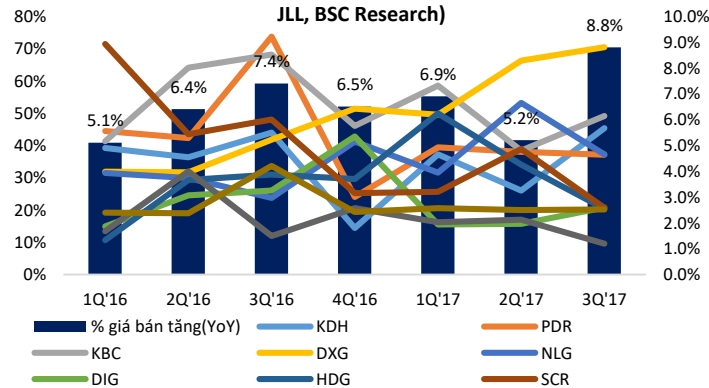


**Chúng tôi dự báo KQKD của ngành bất động sản sẽ tiếp tục cải thiện chủ yếu nhờ vào (1) xu hướng tăng của giá đất cơ sở, (2) Số lượng các căn hộ bàn giao năm 2018 dự kiến tăng khoảng 27.9% so với năm 2017 tuy nhiên sẽ rất phân hóa dựa vào phân khúc BĐS các doanh nghiệp đang định hướng. Với việc hạch toán doanh thu của các doanh nghiệp bất động sản phụ thuộc chính vào thời điểm bàn giao, do đó chúng tôi cho rằng số lượng nguồn cung căn hộ sắp hoàn thành là chỉ báo khá sát để ước tính khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp trong giai đoạn sắp tới. Theo ước tính của JLL, tăng trưởng số lượng nguồn cung sắp hoàn thành trong năm 2018F ước tính sẽ tăng 27.7% so với lượng nguồn cung hoàn thành dự kiến năm 2017. Nhờ vào giá bán trong giai đoạn 2016-2017 cải thiện khá tốt, chúng tôi nhận thấy đối với các doanh nghiệp có quỹ đất sạch giá rẻ và sắp có sản phẩm bàn giao giai đoạn 2017-2018 sẽ được hưởng lợi lớn vì thế biên lợi nhuận gộp các công ty này sẽ được cải thiện đáng kể (DXG, NLG, KDH). Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng chung ngành bất động sản sẽ tiếp tục duy trì trên mức 20%, do vậy KQKD các ngành bất động sản năm 2018 sẽ khá tích cực**

**Nguồn cung sắp hoàn thành (căn, nguồn: JLL, BSC Research)**



**Tương quan giữa biên lợi nhuận gộp và giá bán (Nguồn: JLL, BSC Research)**



Nguồn: JLL, BSC Research

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)

## Dự báo và định giá

**Triển vọng kết quả kinh doanh khả quan.** Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của DXG trong năm 2018 sẽ tăng trưởng khả quan với doanh thu và lợi nhuận sau thuế sau cổ đông thiểu số lần lượt đạt 4,582 tỷ (+59.1% yoy) và 1,089 tỷ (+45% yoy) dựa trên một số giả định sau:

- i. Doanh thu mảng dịch vụ tiếp tục được kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận và biên lợi nhuận gộp ở mức cao như 2017 nhờ vào thị trường bất động sản năm 2018 được dự báo sẽ tiếp tục sôi động đạt 1,939 tỷ đồng. Chúng tôi giả định mức tăng trưởng số lượng sản phẩm môi giới của DXG năm 2018 bán ra đạt 18,000 sp (+20% yoy) và tăng trưởng 20% cho giai đoạn 2019-2022, giá bán bình quân mỗi sản phẩm tăng trưởng bình quân 5%. Biên lợi nhuận gộp 2018 mảng này dự kiến đạt 81%.
- ii. Doanh thu mảng phát triển dự án (sơ cấp) – Mảng DXG tự phát triển dự án được chúng tôi đánh giá nắm chìa khóa cốt lõi cho tăng trưởng của DXG trong giai đoạn 2018-2022, đây cũng là định hướng chiến lược sắp tới của doanh nghiệp. Triển vọng giai đoạn 2019-2022 chủ yếu phụ thuộc vào khả năng triển khai các dự án quy mô lớn như Gem Riverside (giá bán chúng tôi đang giả định là 33 triệu đồng chưa VAT/m<sup>2</sup>), Opal Premium, Opal City và hàng loạt dự án quy mô tầm trung khác như Lux Riverview, Opal Skyview, The Palm City, Lux Star, Phố Mơ. Về triển vọng KQKD năm 2018, chúng tôi dự báo doanh thu mảng dịch vụ chủ yếu đến từ bàn giao các dự án Opal Riverside (658 tỷ đồng), Lux Garden (1,138 tỷ đồng), Opal Garden (1,030 tỷ đồng), tổng doanh thu mảng này năm 2018 ước đạt 2,452 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp 2018 mảng này dự kiến đạt 40.2%.
- iii. Tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng hợp đồng xây dựng trong giai đoạn 2018-2022 được giả định duy trì ở mức 20%. Tổng doanh thu mảng này năm 2018 dự kiến ước đạt 183 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp 2018 mảng này dự kiến đạt 10%.

**Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV và P/E để định giá cho DXG, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 40,000 đồng cho cổ phiếu DXG cho thời gian mục tiêu 12 tháng, upside 43.1%** dựa trên các giả định (1) Các dự án đang và có khả năng sắp triển khai trong giai đoạn 2018-2022 được đánh giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền. Các dự án sẽ đóng góp chính cho doanh thu của DXG bao gồm Opal garden, Lux garden, Opal Riverside, Gem Riverside, Opal City, Opal Premium, Opal Skyview...etc.. (2) Lãi suất chiết khấu vốn (WACC) bằng 12% cho các dự án. Với phương pháp P/E, chúng tôi cho rằng mức giá P/E hợp lý đối với cổ phiếu DXG ở mức 12 lần, tương đương với mức P/E trung bình ngành hiện nay.

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)

| Tỷ đồng                                         | Phương pháp | Giá trị      | Tỷ lệ sở hữu  | DXG           |
|-------------------------------------------------|-------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>REAL ESTATE</b>                              |             |              |               | <b>7,825</b>  |
| Opal Riverside                                  | DCF         | 108          | 100%          | 76            |
| Lux gardern                                     | DCF         | 177          | 100%          | 137           |
| Opal Gardern                                    | DCF         | 150          | 100%          | 118           |
| Opal Skyview                                    | DCF         | 95           | 100%          | 139           |
| Lux Riverview (greeny - Tân Kiểng)              | DCF         | 406          | 100%          | 397           |
| Gem Riverside                                   | DCF         | 3,346        | 100%          | 3,297         |
| Opal City                                       | DCF         | 1,252        | 100%          | 1,196         |
| The Palm City                                   | DCF         | 599          | 100%          | 599           |
| Opal Premium (Saigonres riverside)              | DCF         | 1,159        | 75%           | 869           |
| Lux Star                                        | DCF         | 206          | 100%          | 206           |
| Opal Riverview                                  | DCF         | 537          | 100%          | 554           |
| Các dự án khác                                  | Book Value  | 236          | 100%          | 235           |
| <b>Môi giới</b>                                 | <b>DCF</b>  | <b>6,804</b> | <b>51.00%</b> | <b>3,746</b>  |
| <b>Khoản đầu tư vào LDG và công ty liên kết</b> |             |              |               |               |
| LDG                                             | Book value  | 844          |               | 844           |
| (+) Tiền mặt                                    |             | 2,621        |               | 2,389         |
| (-) Nợ vay                                      |             | 3,047        |               | 2,923         |
| <b>Tổng</b>                                     |             |              |               | <b>11,881</b> |
| Số lượng cổ phiếu                               |             |              |               | 302,942,630   |
| <b>Giá hợp lý</b>                               |             |              |               | <b>39,218</b> |

|                                               |               |
|-----------------------------------------------|---------------|
| <b>Định giá P/E DXG</b>                       | <b>40,946</b> |
| P/E trung bình ngành                          | 12            |
| EPS FW 2018 (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) | 3,412         |

| Định giá      | Tỷ trọng | DXG    | Giá ngày 02/07/2018 |
|---------------|----------|--------|---------------------|
| RNAV          | 50%      | 39,161 | 19,581              |
| P/E           | 50%      | 40,946 | 20,473              |
| Giá mục tiêu  |          |        | % upside            |
| <b>40,053</b> |          |        | 40.4%               |

## Rủi ro

Tính cạnh tranh cao ở tất cả các phân khúc sản phẩm do nhiều doanh nghiệp BĐS tham gia triển khai dự án và chịu rủi ro mang tính chu kỳ của ngành BĐS nói chung. Chúng tôi đánh giá rủi ro chung dành cho các doanh nghiệp triển khai các dự án bất động sản phân khúc trung cấp chủ yếu đến từ việc cạnh tranh các doanh nghiệp lớn đang có định hướng chuyển từ mảng phân khúc cao cấp sang phân khúc trung cấp như VIC, NVL. Theo số liệu vừa công bố của VIC, trong năm 2018 doanh nghiệp sẽ triển khai 6 dự án với tổng cộng là 115 triệu m2 sàn, trong đó riêng dự án Vincity đã có quy mô 95 triệu m2 sàn. Dự án Vincity là dự án tập trung nhắm vào phân khúc trung cấp của VIC, chúng tôi cho rằng việc triển khai với quy mô lớn như thế sẽ đẩy nguồn cung phân khúc trung cấp tăng mạnh tạo

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)

ra áp lực đối với các doanh nghiệp cùng phân khúc nhưng quy mô nhỏ hơn. BSC cho rằng nhà đầu tư nên theo dõi sát sao khoản mục khách hàng trả tiền trước giai đoạn năm 2018 để đánh giá hiệu suất của việc triển khai mở bán các dự án mới.

## CTCP Dịch vụ và xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG)

## Phụ lục 01: Bảng cân đối kế toán

|                            | 2015  | 2016  | 2017   | 2018F  | 2019F  |
|----------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>    | 2,987 | 4,627 | 8,840  | 10,369 | 12,532 |
| Tiền và tương đương tiền   | 910   | 1,818 | 1,687  | 2,372  | 4,297  |
| Hàng tồn kho               | 1,122 | 916   | 3,401  | 3,799  | 2,860  |
| Phải thu khách hàng        | 925   | 1,865 | 3,441  | 3,881  | 5,031  |
| Khác                       | 30    | 28    | 86     | 92     | 118    |
| <b>Tài sản dài hạn</b>     | 587   | 936   | 1,424  | 1,409  | 1,520  |
| Đầu tư dài hạn             | 393   | 580   | 962    | 962    | 962    |
| Phải thu dài hạn           | 2.7   | 3.3   | 3.3    | 3.3    | 3.3    |
| Tài sản cố định ròng       | 21    | 39    | 64     | 98     | 144    |
| Khác                       | 117   | 124   | 276    | 227    | 292    |
| <b>Tổng tài sản</b>        | 3,573 | 5,563 | 10,264 | 11,779 | 14,052 |
| <b>Nợ phải trả</b>         | 1,802 | 2,025 | 5,611  | 6,036  | 6,966  |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>         | 1,517 | 1,528 | 3,727  | 3,935  | 4,690  |
| Phải trả ngắn hạn          | 134   | 161   | 316    | 285    | 198    |
| Vay ngắn hạn               | 156   | 190   | 658    | 835    | 830    |
| Khác                       | 1,226 | 1,177 | 2,753  | 2,815  | 3,662  |
| <b>Nợ dài hạn</b>          | 285   | 498   | 1,884  | 2,101  | 2,276  |
| <b>D. Vốn chủ sở hữu</b>   | 1,584 | 3,245 | 3,814  | 4,903  | 6,246  |
| Vốn chủ sở hữu             | 1,173 | 2,530 | 3,032  | 3,032  | 3,032  |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b> | 3,573 | 5,563 | 10,264 | 11,779 | 14,052 |

Nguồn: BSC research

## Phụ lục 02: Báo cáo kết quả kinh doanh

|                                   | 2015  | 2016  | 2017  | 2018F | 2019F |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Doanh thu</b>                  | 1,397 | 2,513 | 2,879 | 4,582 | 5,897 |
| Giá vốn hàng bán                  | 735   | 1,455 | 1,149 | 2,011 | 2,616 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>              | 659   | 1,052 | 1,730 | 2,571 | 3,282 |
| Chi phí bán hàng                  | 144   | 236   | 295   | 527   | 679   |
| Chi phí QLDN                      | 125   | 173   | 249   | 335   | 431   |
| <b>LN từ hoạt động kinh doanh</b> | 515   | 816   | 1,435 | 2,044 | 2,603 |
| Doanh thu tài chính               | 37    | 105   | 66    | 136   | 149   |
| Chi phí tài chính                 | 28    | 72    | 63    | 97    | 103   |
| Chi phí lãi vay                   | 28    | 72    | 61    | 96    | 102   |
| Lãi/ (lỗ) từ liên doanh           | 67    | 72    | 128   | 180   | 180   |
| Lãi/ (lỗ) khác                    | 56    | 34    | 18    | 23    | 30    |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>       | 540   | 821   | 1,335 | 1,950 | 2,428 |
| Chi phí thuế thu nhập DN          | 98    | 152   | 275   | 361   | 450   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số          | 109   | 127   | 335   | 500   | 635   |
| <b>LNST</b>                       | 337   | 537   | 751   | 1,089 | 1,343 |
| EBITDA                            | 519   | 824   | 1,450 | 2,059 | 2,622 |
| <b>Lãi cơ bản trên cổ phiếu</b>   | 2,727 | 2,017 | 2,477 | 3,592 | 4,430 |



## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: BSCV <GO>**

