

業界: 不動産業

推奨

買い

ダットサイン不動産建設株式会社(HSX: DXG) Gem Riverside 案件の展開

現値	28,000	レポート作成日:	13/08/2022	株主構成	
前理論価格	45,500	流行中株数(100 万)	607	Lương Trí Thìn	14.1%
新理論価格	38,300	時価総額(10 億ドン)	16,281	Dragon Capital	21.1%
配当率	0%	過去 10 日間平均売買高	10,195,350	TOKIO MARINE HOLDING	2.1%
上昇率	36.7 %	外国人投資家保有率	29.5%	KIM Vietnam Growth Equity	5.6%

業界分析:

Phan Quốc Bửu
(不動産業、小売り業)
buupq@bsc.com.vn

テクニク分析:

Trung Lê
推奨価格: 50,900 VND
損切り値: 38,500 VND

株価



評価

BSC は(1)業界と市場からのリスクにより RNAV に 20%の割引率を適用する、(2)WACC を 11.5%から 13%に引き上げる、(3) Gem Riverside & Gem Premium などのいくつかの案件の販売価格を修正するといういくつかの仮定の変更に基づく、DXG 株の理論株価を 2022 年 8 月 12 日の終値比 36.7 % 増 の 3 万 8,300VND/株と評価し、DXG の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2022 年の収入予測を前年比 6%増の 10 兆 6,910 億ドン、利益を同 10%増の 1 兆 2,740 億ドンを下方修正しております。2021 年 EPSfw は 2,115VND/株である。2022 年の Pefw と PBfw はそれぞれ、13.8xと 1.7xだ。

事業傾向

- Gem Riverside 案件の販売開始は 2022 年第 4 四半期に展開される。
- 2022 年第 3 四半期には、転換社債の発行は完成する。

リスク

- 案件の販売開始計画は法的な問題と新型コロナウイルス感染症の流行により遅れる。
- 借入金利、業界の周期などの不動産業の一般的リスク。

企業アップデート

- 2022 年上半期には、DXG の収入を前年比 49%減の 3 兆 3,420 億ドンで年間計画の 30%を達成し、親会社株主帰属利益を同 51%減の 4,020 億ドンで年間計画の 29%を達成した。
- 2022 年上半期には、新規販売総額は 1 億ドルで、年間計画の 25%を達成した。年間計画を達成する可能性は Gem Riverside 案件の販売開始に依存するだろう。

	2020F	2021F	2022F	VN-Index		2019	2020	2021	2022F
PE (x)	N/A	13.9	13.8	13.3	収入	5,814	2,891	10,083	10,691
PB (x)	2.3	1.8	1.7	2.1	売上総利益	3,084	1,875	5,591	5,114
ROE (%)	-7.0%	13.2%	12.7%	13%	税引後利益	1,217	-432	1,157	1,274
ROA (%)	-1.9%	4.1%	4.1%	2%	EPS	2,222	-789	1,839	2,024

EPS 成長率 -31% -136% -333% 10%

企業アップデート

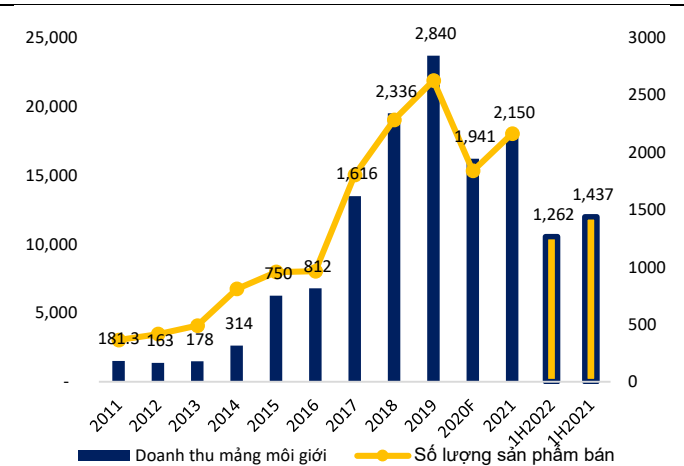
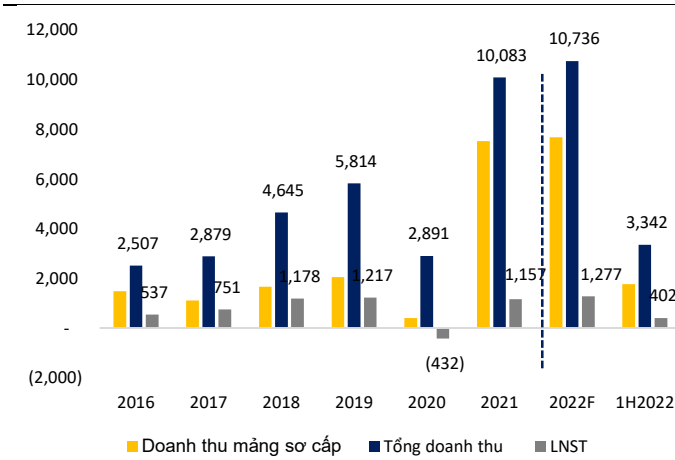
2022 年上半期業績の減少は(1)引き渡し案件の不足、(2)ブローカ業務が 2022 年第 2 四半期の不動産市場の低迷に影響されたということから由来した。

2022 年上半期には、DXG の収入を前年比 49%減の 3 兆 3,420 億ドンで年間計画の 30%を達成し、親会社株主帰属利益を同 51%減の 4,020 億ドンで年間計画の 29%を達成した。原因は(1) DXG が 2022 年に案件を引き渡す期間が 2022 年第 3 四半期と第 4 四半期に集中する、(2)ブローカ活動が 2022 年第 2 四半期に低迷になったということから由来した。

- 1. 第1不動産事業:収入は ST-Mortiz 案件と Gem Sky World 案件の引き渡しに前年同期比 64%減の 1 兆 7,600 億ドンを達した。
- 2. サービス業務:収入は前年同期比 12%減の 1 兆 2,620 億ドンを達した。ブローカ業務の 2022 年第 2 四半期収入は同 21%減の 5,570 億ドンだった。

2022 年上半期には、DXG は ST-Mortiz 案件と Gem Sky World 案件を引き渡した。

ブローカ業務の 2022 年第 2 四半期収入は減少した。



ソース: FiinPro, BSC Research

ソース: FiinPro, BSC Research

	Q1/2021	Q1/2020	% YoY	1H2022	1H2021	%YoY
収入	1,550	3,563	-57%	3,342	6,517	95%
第 2 次不動産事業	776	2,685	-71%	1,760	4,852	176%
ブローカーサービス事業	557	704	-21%	1,262	1,437	14%
建設契約事業及びその他	129	136	-5%	204	185	-10%
売上総利益	757	1,608	-53%	1,513	2,825	87%
売上総利益率	49%	45%		45%	43%	
第 2 次不動産事業	42%	51%		45%	53%	
ブローカーサービス事業	78%	80%		77%	78%	
販売費用及び一般的な管理費用(SG&A)	547	890	-39%	980	1,602	63%
販管費用/売上高の比率	35.3%	25.0%		29.3%	24.6%	
純財務費用	80.4	(110.1)		(6.7)	(217.3)	
親会社株主帰属利益	133	299	-55%	402	830	468%
純利益率	9%	8%		12%	13%	

Opal Skyline 案件と Gem Sky World 案件の引き渡しは DXG の 2022 年第 3 四半期と第 4 四半期利益を増加させるが、年間計画を達成する可能性はブローカ業務に依存するだろう。

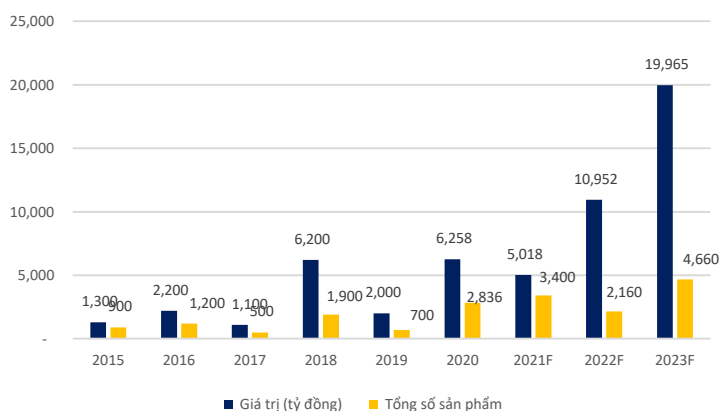
2022 年下半年には、DXG は Gem Sky World 案件と Opal Skyline 案件を引き続き引き渡す予定だ。それによると、BSC は 2022 年の収入予測を前年比 6% 増の 10 兆 6,910 億ドン、利益を同 10% 増の 1 兆 2,740 億ドンを下方修正しております。2021 年 EPSfw は 2,115 VND/株である。2022 年の Pefw と PBfw はそれぞれ、13.8x と 1.7x だ。

Gem Sky World 案件の販売開始は DXG の 2022 年販売額を増加させる。

2022 年上半期の販売総額は 1 億ドルで、Gem Sky World 案件から由来した。 DXG は 2022 年計画には、新規販売額を 5 億ドルに設定しております。2021 年上半期までに、DXG は年間計画の 25% を達成した。BSC は Gem Sky World 案件の販売開始は 2024 年～2025 年の期間における DXG の利益成長見通しを確保できると評価しております。

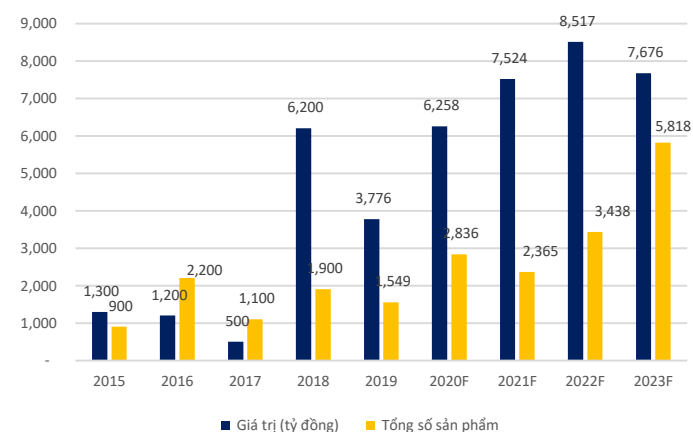
BSC の推定によると、2022 年の新規販売総額は 13 兆 2,980 億ドンで、3,800 製品と相当するだろう。2022 年の新規販売総額は Gem Sky World 案件と Opal City View 案件から由来するだろう。2023 年には、DXG は Opal Park View 案件、Opal Park City 案件と Gem Riverside 案件での販売を引き続き促進すると評価しております。BSC は DXG の 2023 年新規販売総額が 21 兆 4,760 億ドンで、9,100 製品と相当すると予測しております。

2021 年上半期には、DXG は主に ST-Mortiz 案件と Gem Sky World 案件を引き渡した。



ソース: BSC Research の予測

2022 年第 2 四半期のブローカ業務による収入は減少した。



ソース: BSC Research の予測

2024 年～2025 年の期間における利益成長を確保するために土地面積ポートフォリオと販売の拡大を加速する。

DXG は 5 つの新規案件を開始することで、案件ポートフォリオの拡大を促進している。具体的には、DXG は 5 つの潜在的な案件を発表し、そのうち、いくつかの案件は DatxanhHomes Diamond City (4,500 戸) などの 2023 年に販売を開始される可能性がある。残りの案件は Vinh Phuc (37.8 へ

クター)、Hau Giang(43.7 ヘクタール、96.2 ヘクタール)、Ben Tre などの第 2～第 3 次県・省にある。DXG は 2023 年には、Opal City View 案件(0.97 ヘクタール)、Opal Central Park (1.2 ヘクタール)などの Binh Duong 地域におけるいくつかの案件とホーチミン市における Lux Star 案件 (1 ヘクタール)の販売を開始する予定。Gem Premium 案件、Gem City 案件、DatxanhHomes Park City 案件と DatxanhHomes Park View 案件などの残りの大規模案件は 2024 年～2025 年の期間におけるそれぞれ販売を開始される。

いくつかの高級な案件を展開するのは優れた原価のおかげで DXG の利益を増加させるだろう。2023 年～2025 年の期間におけるホーチミン市での供給不足が案件の平均販売価格を急激に上昇させる背景には、DXG は Gem Riverside 案件、Gem Premium 案件、Gem City 案件などの高級な案件を展開する予定。

順番	案件名	販売開始期間 予定	面積(ヘクタール)	地位	製品数	販売率
短期的なポートフォリオ						
1	Gem Sky World	2020-Q4/2023	95.0	Đồng Nai	4,079	65%
2	Opal SkyLine	Q2/2020	1.0	Bình Dương	1,530	100%
3	Gem Riverside	Q4/2022	10.5	Quận 2	3,200	0%
4	Lux Star	2023	1.1	Quận 7	670	0%
5	Opal City View	2023	1.0	Bình Dương	1,500	0%
中期的なポートフォリオ						
6	Opal Central Park	2024	1.1	Bình Dương	1,500	0%
7	DatxanhHomes Park View	2024	5.1	Bình Dương	6,800	0%
8	DatxanhHomes Park City	2024	10.0	Bình Dương	7,400	0%
9	Gem Premium	2024	6.7	Thủ Đức	2,761	0%
15	Gem City	2024	6.1	Quận 9	2,524	0%
11	Lux Riverview	n/a	0.9	Thủ Đức	n/a	n/a
12	Gem Riverview	n/a	2.6	Thủ Đức	n/a	n/a
13	Opal Tower	n/a	0.5	HCM	n/a	n/a
14	Opal Riverview	n/a	1.3	HCM	n/a	n/a
10	The Palm City	n/a	7.4	Quận 9	n/a	n/a
合計			43.8		23,155	

ソース: DXG

順番	案件名	販売開始期間 予定	面積(ヘクタール)	地位	製品数	製品タイプ	ノート
追加された土地ポートフォリオ							
1	DatxanhHomes Diamond City	2023	431,000m2 GFA	Thanh Hóa	4,500	アパート	ビンホームスの StarCity 案件からの一部を買い戻し、販売可能。
2	DatxanhHomes Lux City	n/a	96.0	Hậu Giang	n/a	住宅	法的な手続きをしている。投資承認を受けた。
3	DatxanhHomes Green City	n/a	43.4	Hậu Giang	n/a	住宅	法的な手続きをしている。投資承認を受けた。
3	DatxanhHomes News City	n/a	37.8	Vĩnh Phúc	n/a	住宅	法的な手続きをしている。投資承認を受けた。

ソース: DXG

2023 年～2025 年の期間における社債満期の圧力は大きくなくて、国際的な転換社債の発行が DXG の短期的な価格上昇の原動力となるだろう。

DXG の代表者によると、2022 年に償還期限を迎える総負債は約 2 兆 3,000 億ドンで、そのうち、2022 年上半期には、DXG は負債の 1 兆 7,000 億ドンを返済した。そのうち、2022 年に償還期限を迎える社債は 1 兆 9,750 億ドンである。財務諸表のデータを基くと、2023 年～2026 年の期間における償還期限を迎える年間平均社債は 4,000 億ドンであり、2025 年の償還期限を迎える社債は 1 兆 VND である。2022 年第 2 四半期末の時点での純借入/株主資本の比率は 41.8%であり、業界の平均水準(78.5%)より低い水準で留まっている。

また、DXG の代表者によると、国際的な社債を発行する進捗は 2022 年第 3 四半期に完了するだろう。

2022 年業績予測

Gem Sky World 案件と ST-Mortiz 案件は DXG の 2022 年利益の成長原動力である。BSC は 2022 年には、1) Gem Sky World 案件及び(2) ST-Mortiz 案件の引渡し及び仲介サービス業務の回復のおかげで、DXG の収入を前年比 6%増の 10 兆 6,910 億ドン、税引後利益を同 10%増の 1 兆 2,740 億ドン、EPSfw を 2,115VND/株、Pefw を 13.8x、PBfw を 1.7xと予測しております。

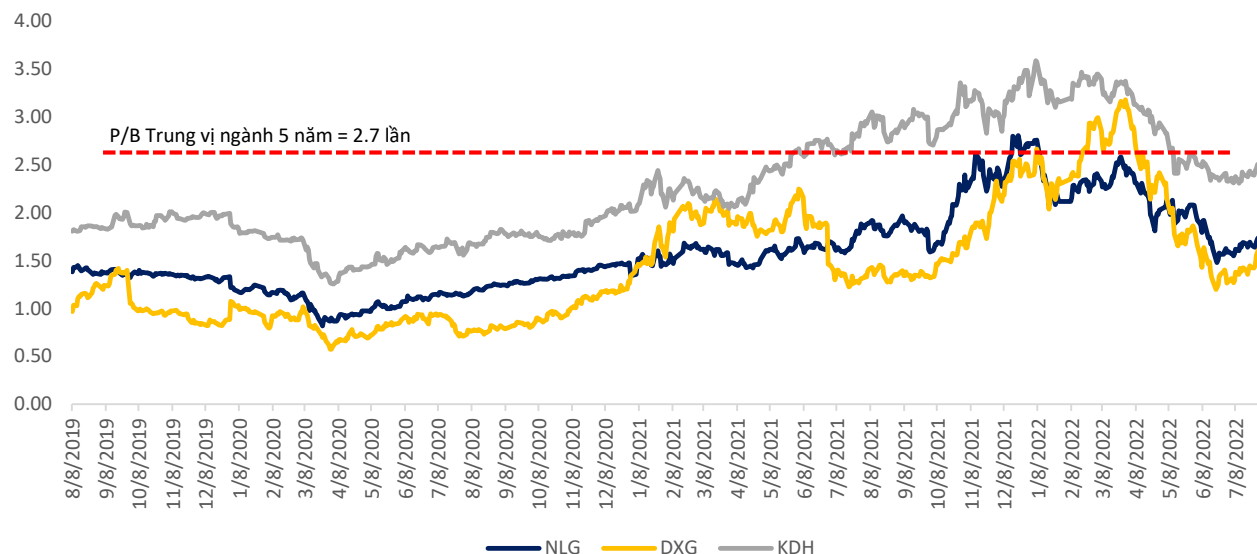
単位:10 億ドン	2018A	2019E	2020F	2021	2022F
収入	4,645	5,814	2,891	10,083	10,691
前年比	61%	25%	-50%	249%	6%
販売原価	2,031	2,730	1,016	4,492	5,578
売上総利益	2,615	3,084	1,875	5,591	5,114
販売費用	434	483	489	1,881	1,922
管理費用	346	501	546	998	859
営業利益	1,013	642	149	433	433
金融活動収益	206.7	270.5	72.6	352.7	323.3
金融活動費用	190.8	209.0	858.3	543.6	534.1
合併・関連会社関連収益	256	149	(11)	0	0
税引前利益	2,102	2,389	74	2,516	2,115
法人税	385	510	499	777	444
税引後利益	1,723	1,886	(126)	1,595	1,671
少数株主持分	544	670	305	438	397
親会社株主利益	1,178	1,217	(432)	1,157	1,274
前年比	57%	3%	-136%	-368%	10%
EPS(VND/株)	3,198	2,222	-789	1,839	2,024
売上総利益率	56%	53%	65%	55%	48%
純利益率	25%	21%	-15%	11%	12%
ROE	24%	17%	-7%	13%	13%

ソース: BSC Research

評価

P/B は業界の 5 年間平均 PB より低いだ。

DXG の P/B は NLG、KDH などの他の不動産企業の PB より低いだ

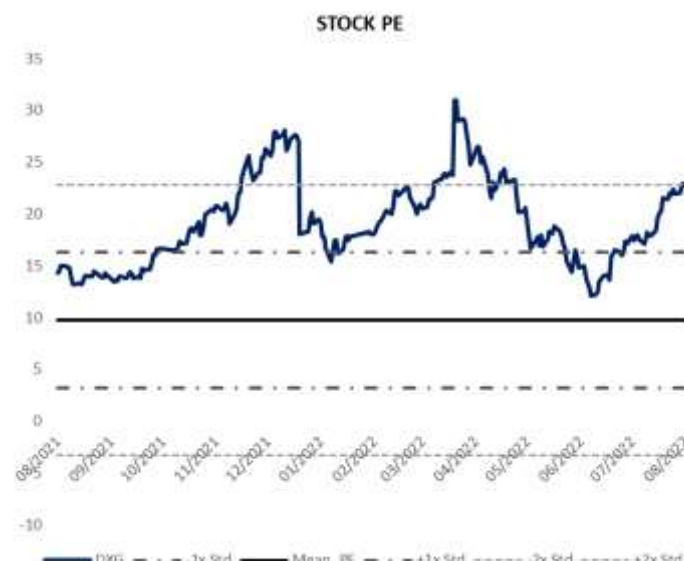


ソース: Bloomberg

DXG の P/B



DXG の P/E



BSC は(1)業界と市場からのリスクにより RNAV に 20%の割引率を適用する、(2)WACC を 11.5% から 13%に引き上げる、(3) Gem Riverside & Gem Premium などのいくつかの案件の販売価格を修正するといういくつかの仮定の変更に基づく、DXG 株の理論株価を 2022 年 8 月 12 日の終値比 36.7%増の 3 万 8,300VND/株と評価し、DXG の投資評価を「買い」と推奨しております。

評価				
10 億ドン	方法	総価値	保有率	>DXG
不動産				25,388
Gem Sky World (Long Thành)	DCF	4,885	100%	4,885
Opal CityView	DCF	1,335	100%	1,335
Opal Skyline	DCF	727	100%	727
DatxanhHomes Park View	DCF	3,176	100%	3,176
DatxanhHomes Park City	DCF	1,764	100%	1,764
Gem Riverside	DCF	7,224	100%	7,224
Lux Riverview	DCF	693	100%	693
Gem City	DCF	791	100%	791
The Palm City	DCF	535	100%	535
Gem Premium	DCF	4,160	75%	3,120
Lux Star	DCF	631	100%	631
Opal Tower	DCF	506	100%	506
仲介				6,314
仲介 (DXS)	DCF	6,314	100%	6,314
(+) 資産		2,204		2,204
(-) 借入額		4,807		4,807
				1.15
再評価総価値				29,099
流行中株数				607,529,390
2022 年 8 月 8 日の終値				28,000
割引				20%
合理的な価値				38,300
成長率				36.7%

株価の推移



付録

業績(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022F
売上高	5,814	2,891	10,083	10,691
売上原価	2,730	1,016	4,492	5,578
売上総利益	3,084	1,875	5,591	5,114
販売費用	(483)	(489)	(1,881)	(1,922)
企業管理費用	(501)	(546)	(998)	(859)
営業利益／損失	2,099	840	2,713	2,333
金融活動収益	270	73	353	323
金融活動費用	(209)	(858)	(544)	(534)
借入費用	(199)	(309)	(534)	(467)
合併・関連会社関連収益	149	(11)	0	0
他の収益	79	31	(6)	(8)
税引前利益	2,389	74	2,516	2,115
法人税額	(502)	(201)	(921)	(444)
税引後利益	1,886	(126)	1,595	1,671
少数株主持分	670	305	438	397
少数株主利益等控除利益	1,217	(432)	1,157	1,274
EBITDA	2,138	896	2,791	2,381
EPS	2,222	(789)	1,839	2,024

バランスシート(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022F
現金及び現金相当	793	1,780	2,738	2,601
短期投資	306	206	286	286
短期未収金	9,023	7,213	10,182	8,824
棚卸資産	6,791	10,252	11,853	14,728
その他流動資産	152	273	172	1,006
流動資産	17,059	19,716	25,223	27,444
有形資産	362	355	427	709
原価償却	39	57	79	48
建設中非流動資産	75	645	665	665
長期投資	1,185	107	353	353
他の非流動資産	928	1,683	948	1,074
非流動資産	2,814	3,588	3,024	3,432
総資産	19,874	23,304	28,247	30,877
買掛金	1,187	604	849	1,691
短期借入	1,063	2,069	2,963	2,798
他の短期借入	5,027	7,646	9,445	9,482
短期借入総額	7,277	10,319	13,257	13,970
長期借入	3,337	3,876	1,517	2,152
他の長期借入	40	33	98	98
長期借入	3,376	3,909	1,616	2,251
負債総額	10,653	14,227	14,873	16,221
出資金	5,200	5,200	5,978	5,978

キャッシュフロー会計 (10 億ドン)	2019	2020	2021	2022
税引後利益	1,217	(432)	1,157	1,274
原価償却及び割当て	39	57	79	48
流動資本変更	(1,646)	(361)	1,244	(276)
他の修正	22	(7)	66	-
営業活動からキャッシュフロー	(1,646)	(361)	1,244	(276)
固定資産購入額	(228)	(89)	(63)	(331)
他の投資額	(942)	(785)	(2,038)	-
投資活動からキャッシュフロー	(1,413)	(753)	39	(331)
配当金	(479)	(431)	(296)	-
借入から金額	1,537	1,523	(1,486)	470
他の未収金	1,636	1,018	1,457	-
金融活動からキャッシュフロー	2,693	2,101	(325)	470
初期キャッシュフロー	1,159	793	1,780	2,738
中期キャッシュフロー	(365)	986	958	(137)
最後期キャッシュフロー	793	1,780	2,738	2,601

指数(%)	2019	2020	2021	2022
支払能力				
流動比率	2.3	1.9	1.9	2.0
当座比率	1.4	0.9	1.0	0.9

資本構成	2019	2020	2021	2022
負債比率/総資産	22%	26%	16%	16%
負債比率/株主資本	63%	97%	51%	49%

稼働能力	2019	2020	2021	2022
棚卸資産回転期間	720	762	3061	898
売掛金回収期間	458	1025	315	324
買掛金回収期間	71	33	32	55
現金回転率	1107	1754	3344	116

利益性	2019	2020	2021	2022
売上総利益率	53.0%	64.9%	55.5%	47.8%
税引後利益率	20.9%	-14.9%	11.4%	11.9%
ROE	17.4%	-7.0%	13.2%	12.7%
ROA	6.1%	-1.9%	4.1%	4.1%

評価	2019	2020	2021	2022
PE	11.5	(32.5)	13.9	13.9

株式会社化による資本剰余金	11	11	11	11
未処分利益	1,716	841	2,669	3,929
他の株主資本	-	-	-	-
少数株主持分	2,239	2,930	4,612	4,612
株主資本総額	6,982	6,132	8,737	10,011
総資本	19,874	23,290	28,222	30,845
流行中株数	520	520	598	598

PB	2.0	2.3	1.8	1.6
成長率				
売上高	25.1%	-50.3%	248.8%	6.0%
税引後利益	14.4%	-60.0%	223.1%	-14.1%
税引前利益	13.6%	-96.9%	3278.0%	-16.1%
EPS	-30.5%	-135.5%	-333.1%	10.1%

ソース: BSC Research.

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社（BSC）の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

