

CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ VÀ XÂY DỰNG ĐỊA ỐC ĐẤT XANH (DXG)

Mã chứng khoán: DXG

Sàn giao dịch: HOSE



DAT XANH GROUP

CHUYỂN DẪN SANG MÔ HÌNH QUẢN TRỊ KHÉP KÍN “ĐẦU TƯ – XÂY DỰNG – DỊCH VỤ”

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong dài hạn cổ phiếu DXG dựa trên cơ sở: (1) DXG là công ty môi giới BĐS hàng đầu; (2) Mảng đầu tư BĐS thứ cấp có khả năng sinh lời lớn, thời gian ghi nhận lợi nhuận nhanh chóng; (3) Triển vọng ngành BĐS năm 2015 khả quan; (4) KQKD Q1/2015 ấn tượng. Doanh thu đạt 171,6 tỷ đồng, tăng 86% so với cùng kỳ năm 2014; LNST đạt 59,3 tỷ đồng, tăng 167% so với cùng kỳ năm 2014.

Định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh chỉ số P/E & P/B để xác định giá trị cổ phiếu DXG. Theo đó, với mức giá kỳ vọng 12 tháng là 25.699 VND/CP, tiềm năng tăng giá của DXG đạt 39% so với mức giá ngày 24/07/2015.

Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	286	404	343	506
LN gộp	206	193	206	302
LN ròng	33	59	90	213
Tổng tài sản	886	816	1,268	2,160
Vốn CSH	401	556	633	1,003
EPS cuối kỳ (VND)	1,537	1,833	1,783	2,334
Giá trị sổ sách		17,367	11,991	13,380

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013	2014
% Doanh thu	-23,5%	40,9%	-15,1%	47,8%
%LNST	-65,9%	135,3%	43%	46,6%
%LN gộp/DT	72,0%	47,8%	60,1%	59,6%
ROA	2,8%	7,1%	6,5%	7,8%
ROE	6,1%	10,4%	13,1%	16,7%

Nguồn: DXG, CTS tổng hợp

Lê Duy Hưng – Chuyên viên phân tích

Email: hungld@vietinbanksc.com.vn

NGÀNH CẤP 4: BẤT ĐỘNG SẢN

BÁO CÁO LẦN ĐẦU 24/07/2015

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Khuyến nghị 12 tháng	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng(VND)	25.700
Giá ngày 24/07/2015 (VND)	18.500
Tỷ lệ tăng giá (12 tháng)	+39%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (24/07/2015)

Số lượng CP niêm yết	116.863.570
Số lượng CP lưu hành	116.779.890
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.160,4
Biến động giá 52 tuần	10.800 – 19.000
KLGDTB 3 tháng	1.508.045
KLGDTB 1 tháng	1.704.693
% sở hữu nước ngoài	20,93%
Room nước ngoài còn lại	57.263.149
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	+3,35%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	+16,35%

CỔ ĐÔNG LỚN

Asia Invest Corp	9,07%
CTCP Đầu tư BBC	6,75%
CTCP Đầu tư NAV	6,09%
Lương Trí Thìn	5,73%
CTCP Đầu tư Hải Đăng	5,04%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: cafe.f.vn)

MỤC LỤC

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ	3
- Tiêu điểm (Key catalysts)	3
- Rủi ro	3
- Định giá	4
BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT	5
PHÂN TÍCH CẠNH TRANH	6
- Ngành bất động sản Việt Nam	6
- Vị thế của DXG trong ngành	10
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	11
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	16
- Phân tích tài chính	16
- Triển vọng 2015	16

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

DXG là công ty môi giới bất động sản hàng đầu. DXG là một trong những công ty có mạng lưới phân phối hàng đầu với hệ thống công ty con tại 3 miền, trên 200 đại lí cùng 2,000 nhân viên và cộng tác viên chuyên nghiệp. Hiện tại, DXG đã trưởng thành từ một công ty thuần túy môi giới BĐS sang công ty BĐS với chuỗi khép kín Đầu tư dự án – Xây dựng – Môi giới.

Mảng đầu tư BĐS thứ cấp có khả năng sinh lời lớn, thời gian ghi nhận lợi nhuận nhanh chóng. Do DXG mua lại những dự án đang được triển khai, doanh nghiệp chấp nhận nắm giữ rủi ro về giá và thị trường, điều này đồng nghĩa lợi nhuận và lợi nhuận biên của hoạt động này là khá lớn, ROE có thể đạt tới 100%. Ngoài ra, vòng quay của các dự án chỉ từ 4-6 tháng do đó DXG có thể ghi nhận được lợi nhuận trong thời gian ngắn hơn nhiều so với các dự án đầu tư trực tiếp chỉ ghi nhận được lợi nhuận sau khi bán và giao nhà cho người mua (thời gian khoảng 2 năm).

Triển vọng ngành BĐS năm 2015 khả quan. Các chính sách của Chính Phủ như nới lỏng điều kiện cho vay gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng cùng với việc cho phép người nước ngoài sở hữu nhà ở tại Việt Nam trong thời hạn 50 năm là động lực mạnh mẽ tác động đến sự tăng trưởng của ngành BĐS. Bên cạnh đó, cán cân cung cầu đang cân bằng trở lại là điều kiện hấp dẫn cho các nhà đầu tư tham gia phát triển các dự án BĐS nhất là khi mặt bằng lãi suất đang ở mức thấp nhất trong nhiều năm thúc đẩy việc vay vốn để đầu tư xây dựng cũng như vay mua nhà ở.

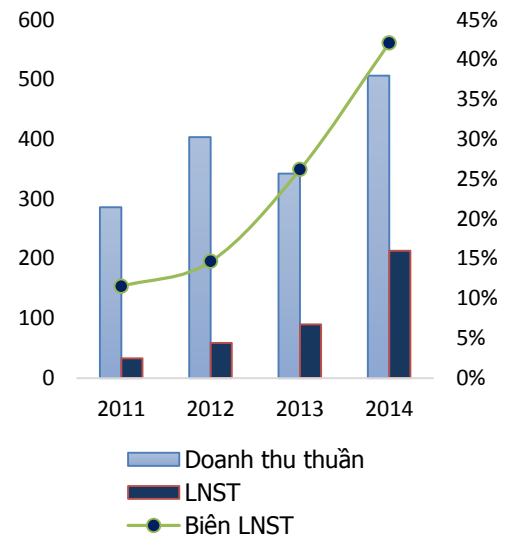
Kết quả kinh doanh Q1/2015 ấn tượng. Đất Xanh ghi nhận 171,6 tỷ đồng doanh thu, tăng 86% so với cùng kỳ 2014, LNST đạt 59.26 tỷ đồng, trong đó, phần lợi nhuận thuộc về công ty mẹ là 36,6 tỷ đồng, tăng mạnh 72% so với quý 1/2014. Bên cạnh đó, Đất Xanh ghi nhận 4,38 tỷ đồng lợi nhuận từ liên doanh liên kết (cùng kỳ 2014, công ty lỗ nhẹ từ hoạt động này). Theo lý giải của doanh nghiệp mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trong Q1/2015 chủ yếu là do hoạt động đầu tư thứ cấp tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2013.

RỦI RO

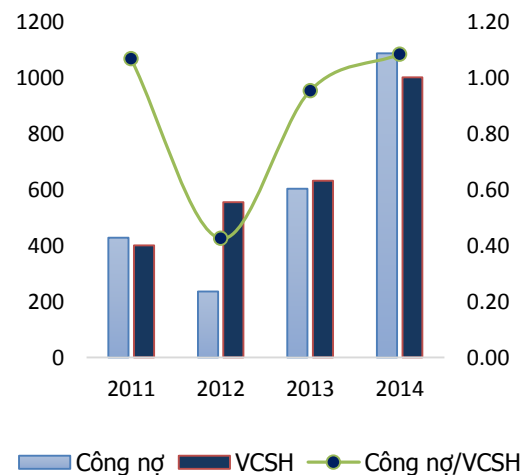
Rủi ro pha loãng cổ phiếu. Đất Xanh được biết đến là một trong những doanh nghiệp có tốc độ tăng vốn nhanh, tăng từ mức 401,4 tỷ đồng vào năm 2011 lên 1062,5 tỷ đồng hiện nay (+165%). Trong Q1/2015 vừa thực hiện tăng vốn điều lệ bằng việc phát hành 10.624.546 cổ phiếu để trả cổ tức, đồng thời có kế hoạch phát hành 400.000 cổ phiếu ESOP. Do đó, nếu lợi nhuận năm 2015 thu được không theo kịp đà tăng của VCSH, lợi nhuận thu được trên mỗi cổ phiếu sẽ có nguy cơ giảm so với năm 2014

Rủi ro không phát hành được trái phiếu. DXG dự kiến phát hành tối đa 1.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2015 nhằm đảm bảo nguồn vốn cho các chiến lược phát triển của doanh nghiệp.

Tăng trưởng DT/LNST



Cơ cấu vốn



ĐỊNH GIÁ**Phương pháp luận.**

Chúng tôi dựa vào phương pháp so sánh P/E và P/B để đưa ra định giá cho cổ phiếu DXG. Đối tượng được so sánh là các công ty niêm yết cùng hoạt động trong ngành Bất Động Sản gồm: FLC, BCI, KBC, HDG, NLG, SJS, HQC, IJC, ITA, KDH.

	P/E	P/B
FLC	7,3	0,7
BCI	21	0,8
KBC	13,4	1
HDG	14,4	1,7
NLG	16	1,3
SJS	14,2	1,3
HQC	12,2	0,5
IJC	11,8	0,9
ITA	24,9	0,6
KDH	12,3	1,2
Trung bình	14,9	0,9

Kết quả định giá

Phương pháp P/E	Tỷ trọng	EPS (VND/cp)	P/E TB	Định giá	Giá trị CP
	50%	2.625	14,9	39.112	19.556
Phương pháp P/B	Tỷ trọng	Giá trị sổ sách (VND/cp)	P/B TB	Định giá	Giá trị CP
	50%	13.652	0,9	12.287	6.143
Giá cổ phiếu kết hợp 2 phương pháp (VND/cổ phiếu)					25.699

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

KQKD	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	286	404	343	506
Giá vốn hàng bán	(80)	(211)	(137)	(204)
Lãi gộp	206	193	206	302
Chi phí bán hàng	(45)	(44)	(62)	(54)
Chi phí quản lý	(84)	(79)	(81)	(82)
Lợi nhuận hoạt động	77	70	62	165
Chi phí khác (ròng)	(1)	12	4	17
- Thu nhập khác	5	5	4	3
- Chi phí khác	(6)	8	0	14
EBIT	76	82	66	183
Chi phí tài chính (ròng)	(21)	(3)	55	84
- Thu nhập tài chính	17	3	55	84
- Chi phí tài chính	(39)	(7)	(0)	(0)
+ Chi phí lãi vay	(39)	(7)	(0)	(0)
LNR trước thuế	55	79	120	266
Thuế TNDN	(22)	(20)	(31)	(53)
LNR sau thuế	33	59	90	213
Lợi ích thiểu số	(8)	(1)	(7)	(45)
LNR sau lợi ích thiểu số	25	58	83	168

BẢNG CÂN ĐỐI	2011	2012	2013	2014
Tài sản lưu động	586	581	934	1,679
Tiền và tương đương	107	136	73	776
Đầu tư t.chính ng.hạn	-	-	-	-
Các khoản phải thu	346	282	386	288
Tồn kho	84	129	433	499
Tài sản lưu động khác	48	34	43	115
Tài sản cố định / dài hạn	300	236	334	482
Phải thu dài hạn	-	-	-	-
Đầu tư t.chính dài hạn	199	177	229	365
Máy móc, thiết bị (ròng)	13	11	10	10
Máy móc, thiết bị (d.dang)	2	2	2	0
Đầu tư BĐS dài hạn	25	25	24	23
Tài sản dài hạn khác	61	21	70	84
TỔNG TÀI SẢN	886	816	1,268	2,160
Công nợ	429	237	605	1,088
Nợ ngắn hạn	414	233	531	965
Nợ dài hạn	15	4	73	123
Vốn chủ sở hữu	401	556	633	1,003
Vốn góp CSH	320	420	528	750
Các quỹ	7	8	10	13
Lợi nhuận chưa p.phối	42	96	84	229
Khác	32	32	11	10
Lợi tích cổ đông thiểu số	56	24	30	69
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	886	816	1,268	2,160

BÁO CÁO DÒNG TIỀN	2011	2012	2013	2014
LNR sau lợi ích thiểu số	2	6	8	17
Điều chỉnh				
+ Khấu hao	7	4	1	2
+ Dự phòng	15	(3)	2	12
+ Lợi ích thiểu số	56	(32)	7	39
+ Đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
+ Chi phí tài chính ròng	30	4	(69)	(101)
Tiền từ hoạt động	(83)	(8)	(27)	600
- Tăng đầu tư máy móc	(21)	(2)	1	1
- Tăng đầu tư TCSĐ	(26)	0	0	0
- Tăng đầu tư TC ng.hạn	0	0	0	0
- Tăng đầu tư TC d.hạn	(199)	22	(52)	(136)
- Tăng khác	(61)	40	(49)	(14)
Tiền từ hoạt động đầu tư	(307)	60	(100)	(149)
Tiền từ do	(390)	52	(127)	451
- Cổ tức đã trả	25	(3)	(92)	(20)
Tiền sau trả cổ tức	(366)	49	(219)	432
+ Tăng góp vốn cổ phần	320	100	108	222
+ Tăng góp vốn khác	32	(0)	(21)	(0)
+ Tăng khác	0	0	0	0
- Tăng cổ phiếu quỹ	0	0	0	(1)
+ Tăng nợ	121	(120)	69	51
Tiền từ hoạt động t.chính	498	(24)	64	252
Tiền trước ch.lệch t.giá	107	29	(63)	703
+ Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0
Dòng tiền mặt ròng	107	29	(63)	703
Tiền mặt đầu kỳ	0	107	136	73
Tiền mặt cuối kỳ	107	136	73	776

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần		40.9%	-15.1%	47.8%
Lợi nhuận gộp		-6.4%	6.8%	46.6%
Lợi nhuận ròng		78.7%	51.8%	137.4%
Tổng tài sản		-7.9%	55.3%	70.4%
Vốn chủ sở hữu		38.5%	13.9%	58.4%
Khả năng thanh toán				
Nợ ngắn hạn	1.42	2.49	1.76	1.74
Thanh toán nhanh	1.21	1.94	0.94	1.22
Tiền mặt	0.26	0.58	0.14	0.80
Hoạt động				
Vòng quay tiền mặt	2.67	2.97	4.70	0.65
Vòng quay khoản p.thu	1.94	3.04	2.47	3.86
Vòng quay tồn kho	0.95	1.63		
Đòn bẩy tài chính				
Nợ/Tổng tài sản	48.4%	29.0%	47.7%	50.4%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.07	0.43	0.95	1.09
Hệ số trả chi phí lãi vay	2.44	12.95	352.45	3360.39
Khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lãi gộp	72.0%	47.8%	60.1%	59.6%
Tỷ suất lãi hoạt động	26.9%	17.4%	18.2%	32.6%
Tỷ suất lãi ròng	8.6%	14.3%	24.2%	33.2%
Lợi nhuận/Tổng tài sản	2.8%	7.1%	6.5%	7.8%
Lợi nhuận/Vốn CSH	6.1%	10.4%	13.1%	16.7%
Tiền HKKD/Tổng TS	-9.4%	-1.0%	-2.1%	27.8%
Chỉ số khác				
Lợi nhuận/Cổ phiếu	0.77	1.38	1.57	2.24
Giá trị sổ sách/CP	12.54	13.23	11.99	13.37

PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

Ngành BĐS đang trong đà phục hồi

Thị trường nhà đất năm 2014 chứng kiến những tín hiệu tích cực khi khối lượng giao dịch tăng mạnh, và giá có xu hướng tăng nhẹ đối với một số phân khúc như căn hộ, biệt thự/liền kề.

Mức thanh khoản được cải thiện. Khối lượng giao dịch năm 2014 tăng mạnh, Hà Nội đạt khoảng 11,450 giao dịch thành công (tăng gấp hơn 2 lần năm 2013), tại TP. HCM có khoảng 10,350 giao dịch thành công (tăng khoảng 30% so với năm 2013).

Tỷ lệ hàng tồn kho đang giảm xuống. Theo báo cáo tổng kết 2014 của Bộ Xây dựng, giá trị tồn kho bất động sản tính đến ngày 15/12/2014 khoảng 73.889 tỷ đồng, giảm gần 43% so với cùng kỳ năm 2013. Trong đó, tính riêng Hà Nội, tồn kho BĐS giảm gần 17%, TP. HCM giảm khoảng gần 10% so với cuối năm 2013, và đã giảm rất mạnh so với đầu năm 2013, lần lượt là 36,7% và 45%.

Mặt bằng giá bán và cho thuê tăng nhẹ ở một số phân khúc. Theo Savills, trong Q1/2015, chỉ số giá nhà ở tại Hà Nội ở mức 111 điểm, tăng 5,2% theo quý và 11.6% theo năm. Tại Hồ Chí Minh, chỉ số giá nhà ở giữ ở mức ổn định là 89,2 điểm.

Triển vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2015

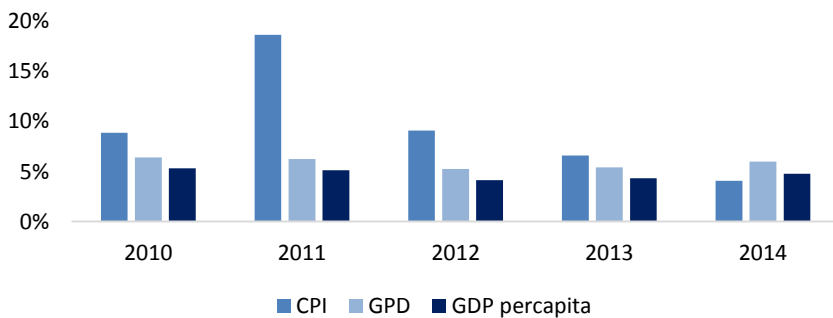
Các yếu tố tác động chính đến sự khởi sắc của thị trường BĐS

Nguyên nhân	Mức độ ảnh hưởng
Tăng trưởng kinh tế	Cao
Tăng trưởng vốn đầu tư FDI vào lĩnh vực BĐS	Trung Bình
Nỗ lực giải quyết nợ xấu	Trung Bình
Tăng trưởng dân số và quá trình đô thị hoá	Thấp
Các chính sách hỗ trợ cho thị trường BĐS	Cao
Mặt bằng lãi suất ở mức thấp	Cao
Sự trở lại của các DN lớn	Trung Bình

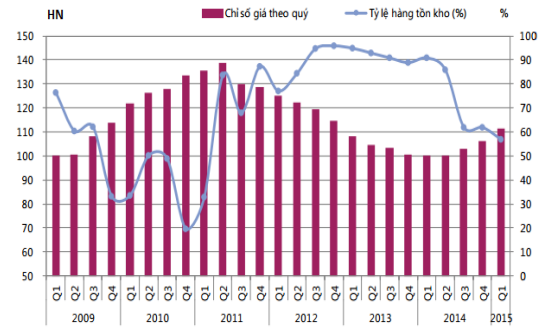
Triển vọng tăng trưởng của thị trường BĐS năm 2015 được hỗ trợ bởi nhiều nhân tố trong đó có một vài yếu tố mang tính quyết định:

(1) Tăng trưởng kinh tế ổn định

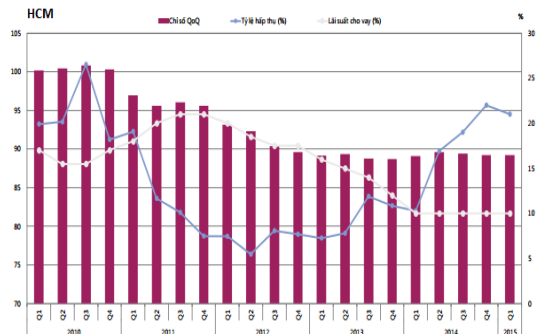
Tốc độ tăng trưởng GDP, CPI



Chỉ số giá nhà ở tại HN



Chỉ số giá nhà ở tại HCM



Nguồn: Savills

Tình hình kinh tế ổn định với mức tăng trưởng GDP/đầu người hàng năm đạt khoảng hơn 4% là một trong những yếu tố quan trọng thúc đẩy người dân mua BĐS.

(2) Mặt bằng lãi suất ở mức thấp

Lãi suất đang ở vùng thấp nhất của nhiều năm. Với chỉ số CPI chỉ ở mức 1,84% thấp nhất trong 11 năm qua, mặt bằng lãi suất cho vay và huy động bằng VND đang trong đà giảm đối với hầu hết các kỳ hạn.

Lãi suất tiền gửi tháng 6/2015

Tiền gửi có kỳ hạn	Lãi suất năm
1 tháng	0,8% - 1%
Dưới 6 tháng	4,5% - 5,4%
6 tháng đến dưới 12 tháng	5,4% - 6,5%
Trên 12 tháng	6,4% - 7,2%

Nguồn: NHNN, CTS tổng hợp

Lãi suất cho vay bằng VND tháng 6/2015

Thời hạn	Lĩnh vực ưu tiên	Lĩnh vực SXKD thông thường
Ngắn hạn	6% - 7%/năm	7% - 9%/năm
Trung và dài hạn	9% - 10%/năm	9,3% - 11%/năm

Nguồn: NHNN, CTS tổng hợp

Các ngân hàng hiện nay có những chính sách hỗ trợ cho người mua nhà với mức chỉ từ 7,5%-8,5%/năm trong vài tháng đầu tiên với mức vay lên tới 70% giá trị ngôi nhà, thời gian vay trung bình từ 10-15 năm. Đặc biệt mức cho vay đối với nhà ở xã hội có thể lên tới 90% và ở mức 5% năm đối với năm 2014. Lãi suất đối với lĩnh vực kinh doanh thông thường ở mức 7% - 9,5% cho ngắn hạn, trung bình khoảng 10% cho trung và dài hạn. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho những người có nhu cầu thực về nhà ở vay vốn ngân hàng để mua bất động sản.

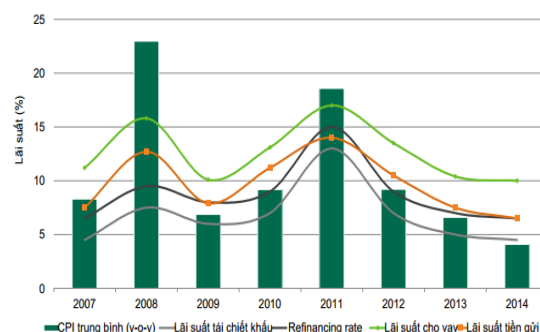
(3) Sự hỗ trợ của các chính sách cho ngành BĐS

Thị trường BĐS đón nhận tác động tích cực từ một số chính sách của chính phủ trong năm 2014 và 2015.

Chính sách hỗ trợ ngành BĐS

Chính sách	Nội dung	Hiệu lực
Luật kinh doanh BĐS	Chủ đầu tư dự án phải được tổ chức tài chính, tổ chức tín dụng bảo lãnh việc bán, cho thuê nhà ở hình thành trong tương lai.	1/7/2014
TT 32/2014/TT-NHNN	Nới lỏng điều kiện được vay vốn gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng; nâng thời hạn vay lên 15 năm; thêm NH TMCP được cho vay	25/11/2014
TT 36/2014/TT-NHNN	Giảm hệ số rủi ro với các khoản vay BĐS từ 250% xuống 150% và tăng tỷ lệ sử dụng vốn NH cho vay trung dài hạn lên gấp đôi, từ 30% lên 60%.	1/2/2015
Luật nhà ở sửa đổi	Tạo điều kiện cho người nước ngoài sở hữu BĐS tại Việt Nam	1/7/2015

Mặt bằng lãi suất cho vay và huy động



Nguồn: CBRE

Tình hình kinh doanh tại các phân khúc BĐS và triển vọng 2015

Tốc độ đô thị hoá cùng với thu nhập bình quân đầu người tăng trưởng tốt sẽ tạo nhiều cơ hội cho các dự án BĐS phát triển. Hiện tại, DXG đang tập trung kinh doanh ở hai lĩnh vực chính là căn hộ bán và biệt thự liền kề.

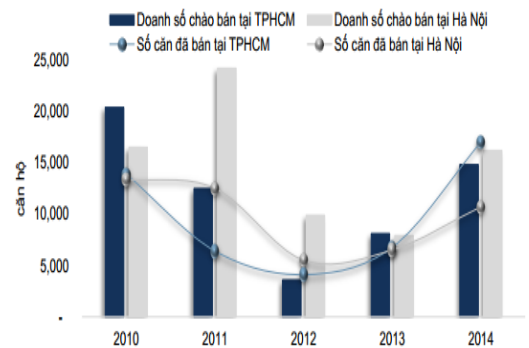
1. Căn hộ bán

Sự gia tăng cả ở nguồn cung và nguồn cầu. Trong năm 2014, dưới tác động tích cực của một số văn bản luật hỗ trợ cho thị trường BĐS đã được ban hành và phê duyệt thì nhu cầu căn hộ tăng cả ở phía người mua để ở và nhà đầu tư. Giao dịch căn hộ tại Hà Nội tăng 60% so với năm 2013, trong đó phân khúc trung cấp chiếm tới 47% tổng khối lượng giao dịch. TP HCM ghi nhận 14.808 căn hộ được chào bán, tăng 150% y-o-y

Xu hướng đầu cơ đang quay trở lại và giá sơ cấp và thứ cấp tăng.

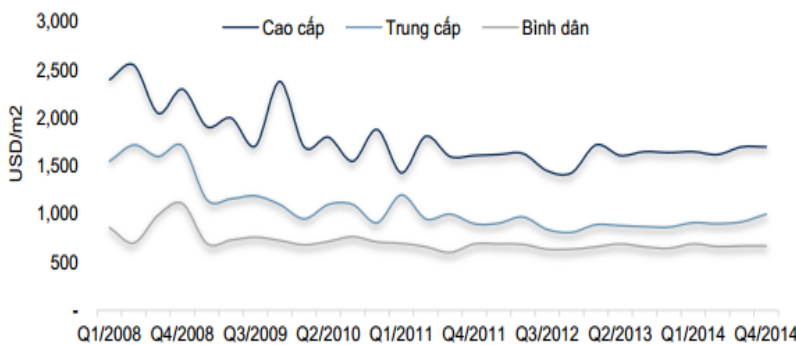
Theo CBRE, giá thứ cấp tăng mạnh tại phân khúc cao cấp và hạng sang cả theo quý và theo năm, do nguồn cung đang dần thu hẹp. Giá thứ cấp phân khúc giá rẻ tăng nhẹ theo quý nhưng vẫn ở mức thấp hơn so với năm trước. Hiện tượng đầu cơ đang phổ biến tại phân khúc giá rẻ, đặc biệt tại các dự án có giá thấp và vị trí tương đối tốt.

Tổng quan phân khúc căn hộ bán



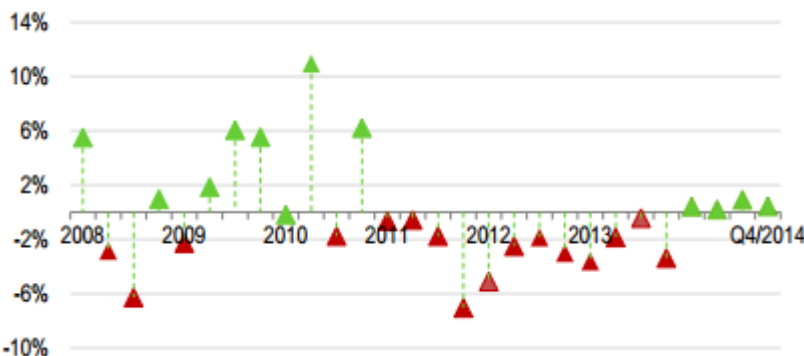
Nguồn: Savills

Giá chào bán sơ cấp tại thành phố HCM



Nguồn: CBRE

Mức tăng giá thứ cấp theo quý tại Hà Nội



Nguồn: CBRE

Triển vọng 2015:

Căn hộ hạng sang và cao cấp sẽ hút khách trong năm 2015. Hiện tại Luật nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài sở hữu nhà tại Việt Nam dự kiến sẽ tạo cầu cho phân khúc căn hộ cao cấp.

Giá bán được dự báo tiếp tục ổn định. Tuy nhiên, đối với một số dự án có vị trí tốt và chủ đầu tư uy tín hoàn toàn có khả năng tăng giá nhẹ.

2. Biệt thự/Liên kề

Nguồn cung được gia tăng. Theo báo cáo của Savills, phân khúc này đang chứng kiến sự gia tăng đáng kể của nguồn cung, tại thị trường TP.HCM tính đến Q1/2015, nguồn cung sơ cấp cho phân khúc nhà biệt thự/liên kề tăng 12% theo quý và 319% theo năm. Đối với thị trường Hà Nội, nhìn chung tình hình hoạt động tại thị trường Hà Nội trong Q 1/2015 vẫn khá trầm lắng, bất chấp các chương trình khuyến mãi và giảm giá tập trung trước Tết.

Lượng giao dịch nhà liên kề chiếm ưu thế. Tại thị trường HCM, tổng lượng giao dịch phân khúc biệt thự/liên kề tăng 580% theo năm trong Q1/2015, trong đó nhà liên kề chiếm tới 84%.

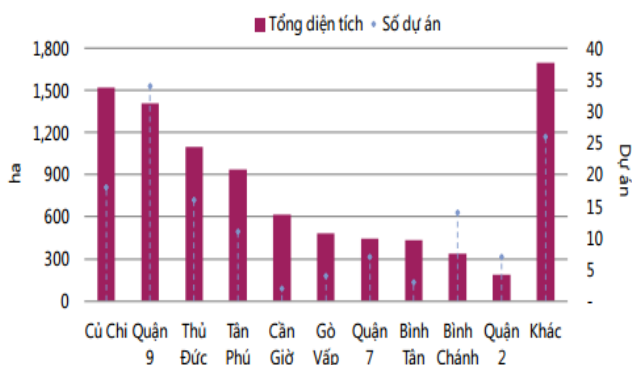
Triển vọng 2015:

Giá thứ cấp được dự đoán tăng nhẹ cùng với nhiều ưu đãi và các chương trình khuyến mại hấp dẫn

Luật nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài mua nhà tại Việt Nam **kì vọng thu hút sự quan tâm của người nước ngoài**

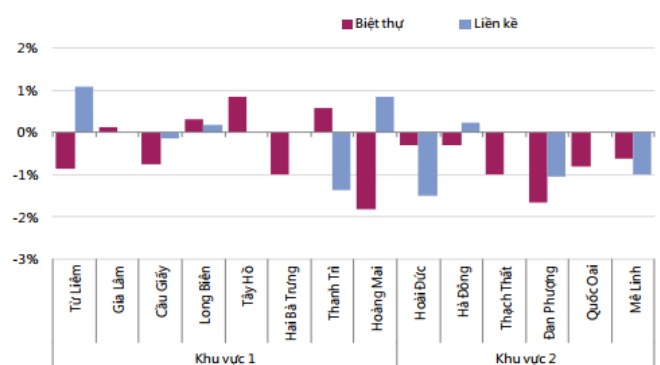
Nguồn cung trong tương lai tiếp tục tăng trưởng

Nguồn cung tương lai trong vòng 8 năm tại HCM



Nguồn: Savills

Biến động giá tại HN Q1/2015



Nguồn: Savills

VỊ THẾ CỦA DXG TRONG NGÀNH

So sánh một số chỉ tiêu tài chính các Công ty BĐS năm 2014

	DXG	FLC	HDG	KBC	VIC	SCR	NBB	HQC
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.8	3.92	0.37	0.05	0.56	0.39	0.01	0.02
TSLĐ/Nợ ngắn hạn	1.74	6.09	1.39	3.22	1.42	2.58	3.92	2
Vay dài hạn/Tài sản	0.06	0.16	0	0.23	0.35	0.28	0.25	0.13
Vốn vay/Tài sản	0.06	0.16	0.02	0.31	0.37	0.39	0.35	0.17
Công nợ/Tài sản	0.5	0.28	0.54	0.52	0.7	0.57	0.49	0.53
Lãi gộp/Doanh thu	59.6%	12.5%	16.4%	55.0%	37.7%	19.6%	31.4%	19.0%
Lãi hoạt động/Doanh thu	49.2%	23.4%	12.5%	31.9%	19.4%	-7.4%	21.4%	13.3%
Lãi trước thuế/Doanh thu	52.6%	22.0%	13.7%	31.9%	19.5%	8.2%	21.6%	13.2%
Lãi sau thuế/Doanh thu	42.1%	17.2%	10.5%	29.2%	13.6%	4.2%	15.6%	10.9%
ROE	20.5%	13.8%	18.4%	6.9%	18.1%	1.2%	2.5%	4.0%
ROA	9.8%	9.5%	6.4%	2.6%	3.8%	0.5%	1.1%	1.6%

Nguồn: BCTC Công ty, CTS tổng hợp

Khả năng thanh toán tốt: Tỷ suất thanh toán tiền mặt của DXG đạt 0,8 lần, cao hơn khá nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành. Bên cạnh đó, chỉ số thanh toán hiện hành được duy trì ổn định ở mức 1,74 ở mức trung bình của trong số các doanh nghiệp được so sánh cho thấy tỉ lệ rủi ro thấp của DXG đối với việc thanh toán các khoản vay ngắn hạn.

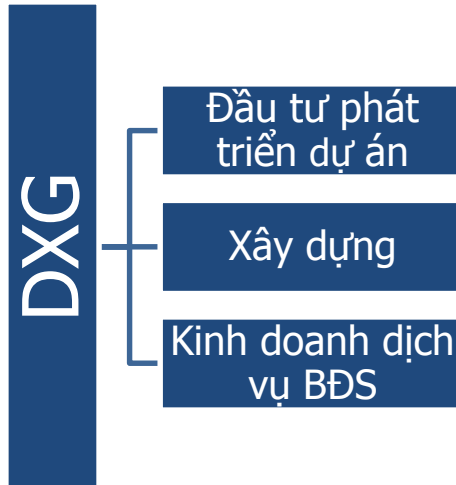
Tỉ lệ sử dụng đòn bẩy thấp. Các chỉ số vay dài hạn/tài sản, vốn vay/tài sản và công nợ/tài sản của DXG đều ở mức thấp trong số 8 doanh nghiệp được đưa ra so sánh, cho thấy DXG không phải chịu nhiều áp lực về nợ vay, cũng như còn nhiều dư địa để sử dụng đòn bẩy tài chính cho việc phát triển các dự án của doanh nghiệp trong tương lai. Thoả thuận hợp tác toàn diện trị giá 1 tỷ USD đến năm 2020 giữa DXG và Vietinbank sẽ là nền tảng vững chắc cho DXG trong việc thực hiện các kế hoạch đầu tư của mình.

Tỷ suất sinh lời cao. Năm 2014, ROE và ROA của DXG lần lượt đạt 20,5% và 9,8% cao nhất trong số các doanh nghiệp được đưa ra so sánh cho thấy hiệu quả kinh doanh tốt của DXG.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

DXG đang từng bước phát triển từ công ty môi giới để trở thành chủ đầu tư BĐS. DXG có một nền tảng vững chắc với 10 năm kinh nghiệm hoạt động môi giới BĐS, sở hữu mạng lưới phân phối mạnh rộng khắp cả nước và am hiểu sâu sắc về thị trường. DXG cũng đang có đội ngũ xây dựng công trình chủ yếu phục vụ các dự án riêng của công ty.

Mô hình kinh doanh



1. Mảng đầu tư phát triển dự án

Năm 2014, doanh thu từ hoạt động đầu tư phát triển dự án đạt 73 tỷ đồng, chiếm 47% tổng doanh thu của DXG. Đầu tư phát triển dự án và kinh doanh dịch vụ BĐS là 2 mảng kinh doanh cốt lõi của DXG.

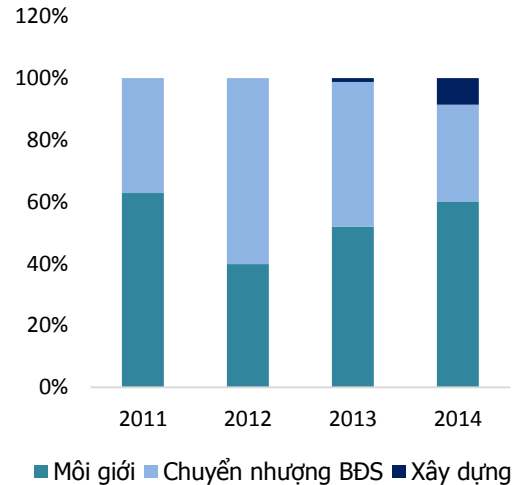
Doanh nghiệp có chiến lược tập trung xây dựng quỹ đất vào giai đoạn 2013-2015 tại các khu vực trọng điểm của cả nước. Cụ thể, DXG tập trung tham gia phát triển các dự án phát triển chung cư tại hai thành phố lớn, tập trung đông dân cư và có mức thu nhập cao là TP.HCM và Hà Nội. Bên cạnh đó, DXG cũng có chiến lược phát triển đất nền tại Đồng Nai, Bình Dương, Đà Nẵng, Quảng Nam; BĐS biển tại Phú Quốc và Phan Thiết.

Từ năm 2019, DXG dự kiến sẽ có được thêm doanh thu từ việc khai thác tài sản dài hạn. Hiện tại, DXG có ý định giữ lại diện tích mặt thương mại ở tầng dưới các khu chung cư mà doanh nghiệp khai thác và đem cho thuê nhằm thu được dòng tiền ổn định phòng khi thị trường BĐS suy thoái.

DXG hiện tại phần lớn trực tiếp đầu tư vào các dự án chung cư tại TP.HCM với 7 dự án, trong đó tập trung vào căn hộ giá rẻ nhằm hưởng lợi từ các chính sách về vay vốn của chính phủ. Năm 2015, DXG dự kiến ghi nhận lợi nhuận chủ yếu đến từ dự án Sunview Town và Gold Hill.

Bên cạnh đó, công ty con Long Điền (DXG chiếm 41,5%) lại chủ yếu đầu tư vào các dự án thuộc phân khúc biệt thự, liền kề tại Đồng Nai, Bình Dương và Phú Quốc

Cơ cấu doanh thu



Danh mục dự án DXG trực tiếp đầu tư

STT	Tên dự án	Vị trí	Loại dự án	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất	Diện tích sàn XD	Diện tích thương phẩm	Mật độ XD	Số SP	Thời điểm bán hàng
I	Dự án DXG làm chủ đầu tư				848,402	1,275,393	999,342			
1	Dự án Gold Hill	Thị trấn Trảng Bom, huyện Trảng Bom, tỉnh Đồng Nai	Đất nền đô thị	100%	265,000	167,808	134,158	70.36%	1042	T3/2012-Q3/2015
2	Sunview Town	Phường Tam Bình - Hiệp Bình Phước, Q. Thủ Đức	Căn hộ chung cư	100%	360,000	147,401	109,687	từ 33.3 - 40%	1639	T10/2013 - Q2/2015
3	Dự án PPI (River side garden)	Phường Hiệp Bình Chánh, quận Thủ Đức, Tp. HCM	Căn hộ chung cư	100%	20,097	68,534	53,484	30.80%	626	Năm 2015
4	Dự án thủy lợi 4 - Green City	Phường Phước Long A, quận 9, Tp. HCM	Nhà phố - Biệt thự	100%	74,000	86,022	73,048	37%	733	Q1/2016
			Căn hộ chung cư	100%						
5	Dự án khu căn hộ (Bivi)	Hiệp Bình Chánh, quận Thủ Đức	Căn hộ chung cư	100%	8,250	38,600	30,108	33%	463	2016
6	Dự án Chung cư Tam Đa	P. Hiệp Bình Phước, Q. Thủ Đức, Tp. HCM	Căn hộ chung cư	100%	12,678	76,068	59,333	40%	913	2016
7	Dự án CT15	Khu đô thị Việt Hưng, Quận Long Biên Hà Nội	Căn hộ chung cư	100%	15,996	64,000	54,246	20%	406	2015
8	Dự án TK21	528 Huỳnh Tấn Phát, phường Bình Thuận, quận 7, Tp.HCM	Căn hộ chung cư	100%	7,481	39,706	29,303	25%	300	Q4/2015
9	Tâm Thông 1,2	Q8, TP.HCM	Căn hộ chung cư	100%	12,318	87,465	64,337	43%	512	Q4/2015 & Q1/2016
10	3 Dự án mua thêm 2015		Căn hộ chung cư	100%	50,492	342,868	266,613	37% - 40%	3467	2015-2016

Nguồn: DXG, CTS tổng hợp

Danh mục dự án DXG đầu tư qua công ty con (Long Điền)

STT	Tên dự án	Vị trí	Loại dự án	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất	Thời điểm bán hàng
1	The Viva City	Trảng Bom, Đồng Nai	Đất nền	41,5%	1,171,000	2010 – 2017 (Đang triển khai thi công, cơ bản hoàn thiện cơ sở hạ tầng và bán hàng)
2	Pamela Residence	Phú Quốc, Kiên Giang	Đất nền, Resort, khách sạn, biệt thự nghỉ dưỡng	41,5%	853,000	Đất sạch, pháp lý hoàn chỉnh, đã triển khai thi công từ đầu Quý 3/2014
3	Khu du lịch sinh thái thác Giang Điền	Trảng Bom, Đồng Nai	Khu du lịch sinh thái, nhà hàng & dịch vụ lưu trú ngắn hạn	41,5%	390,000	Khu du lịch đã mở cửa đón khách và kinh doanh từ năm 2006
4	Khu du lịch sinh thái Suối Mơ	Tân Phú, Đồng Nai	Khu du lịch sinh thái, nhà hàng & dịch vụ lưu trú ngắn hạn	41,5%	300,000	Khu du lịch đã mở cửa đón khách và kinh doanh từ năm 2014
5	Khu biệt thự sinh thái Thác Giang Điền	Trảng Bom, Đồng Nai	Biệt thự, nhà phố	41,5%	420,000	2010 - 2017 (Đã thi công hoàn thiện cơ bản về hạ tầng và triển khai bán hàng thành công được khoảng 80% sản phẩm)
6	KDC mật độ thấp Thác Giang Điền	Trảng Bom, Đồng Nai	Biệt thự, nhà phố	41,5%	370,000	2010 - 2017 (Đã thi công hoàn thiện cơ bản về hạ tầng và triển khai bán hàng)
7	Moon River	Thuận An, Bình Dương	Chung cư	41,5%	10,000	2010 - 2016 (Đất sạch, pháp lý hoàn chỉnh và đang xúc triển khai các thủ tục để tiến hành thi công)
8	Pearl Island	Bến cát, Bình Dương	Biệt thự, nhà phố, resort	41,5%	403,000	2016 – 2018 (Đền bù được trên 50% diện tích, đang thực hiện giải phóng mặt bằng phần còn lại và đang triển khai các thủ tục đầu tư dự án)
9	KDC Phước Tân	Phước Tân, Tp. Biên Hoà	Biệt thự, nhà phố	41,5%	179,000	2015 – 2018 (Đền bù được khoảng 30% diện tích, đang thực hiện giải phóng mặt bằng phần còn lại và triển khai thủ tục đầu tư dự án)
10	KDC Tân Thịnh	Trảng Bom, Đồng Nai	Biệt thự, nhà phố	41,5%	233,000	2015 – 2018 (Đền bù được khoảng 50% diện tích, đang thực hiện giải phóng mặt bằng phần còn lại và triển khai thủ tục đầu tư dự án)

Nguồn: DXG, CTS tổng hợp

2. Mảng xây dựng đem lại biên lợi nhuận tốt so với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng

Công ty xây dựng của DXG sẽ tham gia vào các dự án đầu tư thứ cấp của DXG. DXG cho biết biên lợi nhuận từ việc xây dựng các công trình nhà ở của doanh nghiệp là từ 7-8% cao hơn mặt bằng chung của thị trường do công ty không phải tham gia đấu thầu mà được công ty mẹ trực tiếp chỉ định. Việc tham gia hợp tác với chủ đầu tư trong việc các dự án thứ cấp không chỉ đem lại lợi nhuận cho DXG mà còn giúp DXG giám sát tiến độ của nhà thầu.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá **năng lực xây dựng của Đất Xanh hiện còn thấp** do mới đi vào hoạt động kể từ năm 2013. Đóng góp của mảng kinh doanh này đối với DXG là rất hạn chế, chỉ chiếm 9% cơ cấu doanh thu năm 2014. Biên lợi nhuận gộp của đơn vị này cũng chỉ đạt 27,9% thấp nhất trong số 3 mảng hoạt động của tập đoàn Đất Xanh.

3. Mảng kinh doanh dịch vụ BĐS hoạt động tốt, có sức cạnh tranh cao

Mảng hoạt động này bao gồm môi giới BĐS và đầu tư thứ cấp. Có thể nhận thấy rằng cơ cấu doanh thu của DXG từ năm 2012 đến nay đang có xu hướng dịch chuyển trọng tâm về mảng kinh doanh dịch vụ BĐS (tăng từ mức 40% năm 2012 lên 60% năm 2014). Chúng tôi đánh giá đây là một chiến lược đúng đắn của doanh nghiệp khi DXG là doanh nghiệp hàng đầu ở lĩnh vực môi giới, cũng như biên lợi nhuận gộp đến từ hoạt động này là rất lớn, đạt 73,5% năm 2014, cao nhất trong số các hoạt động kinh doanh của công ty.

Đôi với mảng hoạt động môi giới BĐS. Năm 2014, việc cung cấp dịch vụ BĐS mang lại 216 tỷ đồng, tương đương 60% doanh thu của DXG. DXG là một trong những công ty có mạng lưới phân phối hàng đầu với hệ thống công ty con tại 3 miền, trên 200 đại lí cùng 2,000 nhân viên và cộng tác viên chuyên nghiệp.

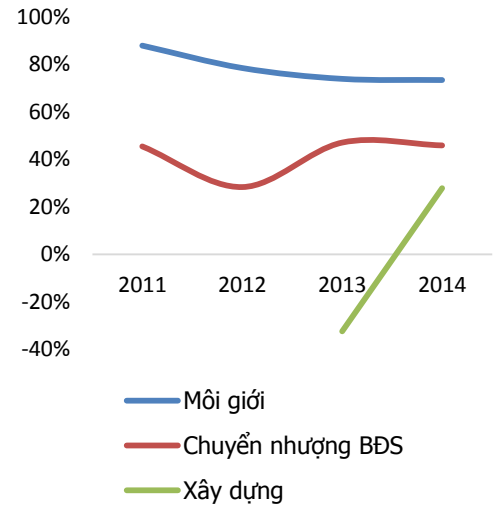
Ngoài ra, là một thành viên trong liên minh G5 – Liên minh BĐS mạnh nhất Việt Nam tạo ra nhiều ưu thế cho DXG trong việc tiêu thụ các dự án bất động sản miền Bắc, qua đó, củng cố vững chắc và góp phần phát triển thị phần của Đất Xanh.

Đôi với hoạt động đầu tư thứ cấp, DXG không đứng ra làm môi giới mà trực tiếp mua lại bất động sản (chủ yếu là các dự án đã có giấy phép xây dựng hoặc là dự án đang dang dở) với mức giá thấp từ nhà đầu tư (mua sỉ) và bán lại cho người mua (bán lẻ) với giá cao hơn. Do chấp nhận nắm giữ rủi ro là bất động sản không bán được, tỷ suất sinh lời của hoạt động này là khá lớn, ROE có thể đạt tới 100%

DXG không trực tiếp tham gia vào hoạt động đầu tư thứ cấp mà uỷ thác cho 4 công ty con đầu tư. Điểm mạnh của lĩnh vực đầu tư thứ cấp là ở chỗ vòng quay dự án là khá ngắn chỉ từ 4-6 tháng cho một dự án, do đó, một công ty con có thể làm được từ 3-4 dự án trong một năm, đem lại nguồn thu đáng kể cho DXG.

Ngoài ra, đây cũng là lĩnh vực có ít công ty có thể tham gia khai thác khi yêu cầu: (1) Hiểu biết rõ về dự án, và có khả năng phát triển dự án; (2)

Biên lợi nhuận gộp



Khả năng tài chính vững mạnh để chi trả cho chủ đầu tư; (3) Khả năng bán hàng tốt. Như vậy, có thể thấy DXG sở hữu ưu thế cạnh tranh lớn đối với mảng kinh doanh này.

Danh mục các dự án DXG đầu tư thứ cấp:

STT	Tên dự án	Tỷ lệ góp vốn của DXG	Vị trí	Diện tích thương phẩm	Số sản phẩm	Loại dự án	Thời điểm bán hàng
I	Khu vực miền Bắc						
1	Mỹ Sơn	70%	Quận Thanh Xuân, Hà Nội	24220	280	Căn hộ	T2/2014
2	Hoàng Văn Thụ	60%	Quận Hoàng Mai, Hà Nội	26800	381	Căn hộ	Q1/2015
3	Ciri Kim Giang	60%	Quận Thanh Xuân, Hà Nội	21079	256	Căn hộ	T2/2015
4	CT2B	60%	Bắc Từ Liêm, Hà Nội	13639	200	Căn hộ	T2/2015
5	360 Giải Phóng	60%	Quận Thanh Xuân, Hà Nội	16364	156	Căn hộ	T2/2016
6	Nghĩa Đô GD2	40%	Bắc Từ Liêm, Hà Nội	23500	439	Căn hộ	T6/2015
II	Khu vực miền Nam						
1	Thành Thái - GD 1	60%	Quận 10, TP.HCM	9000	120	Căn hộ	Q4/2015
2	Việt Phát (Topaz Garden)	50%	Quận Tân Phú, TP.HCM	29735	407	Căn hộ	T7/2014
3	Vạn Thái (Topaz City)	50%	Quận 8, TP.HCM	75736	1032	Căn hộ	T11,12/2014
4	Saigonres	50%	Quận Bình Thạnh, TP.HCM	20145	302	Căn hộ	T5/2015
5	Trường Thịnh	70%	Quận Bình Tân, TP.HCM	12283	192	Căn hộ	T12/2014
6	Bình Đăng	100%	Quận 8, TP.HCM	15546	202	Căn hộ	T9/2015
7	Thành Thái - GD 2	50%	Quận 10, TP.HCM	6000	100	Căn hộ	T10/2015

Nguồn: DXG, CTS tổng hợp

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần		40.9%	-15.1%	47.8%
Lợi nhuận gộp		-6.4%	6.8%	46.6%
Lợi nhuận ròng		78.7%	51.8%	137.4%
Tổng tài sản		-7.9%	55.3%	70.4%
Vốn chủ sở hữu		38.5%	13.9%	58.4%
Khả năng thanh toán				
Thanh toán hiện hành	1.42	2.49	1.76	1.74
Thanh toán nhanh	1.21	1.94	0.94	1.22
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.26	0.58	0.14	0.80
Hoạt động				
Vòng quay tiền mặt	2.67	2.97	4.70	0.65
Vòng quay khoản p.thu	1.94	3.04	2.47	3.86
Vòng quay tồn kho	0.95	1.63		
Đòn bẩy tài chính				
Nợ/Tổng tài sản	48.4%	29.0%	47.7%	50.4%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.07	0.43	0.95	1.09
Hệ số trả chỉ phí lãi vay	2.44	12.95	352.45	3360.39
Khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lãi gộp	72.0%	47.8%	60.1%	59.6%
Tỷ suất lãi hoạt động	26.9%	17.4%	18.2%	32.6%
Tỷ suất lãi ròng	8.6%	14.3%	24.2%	33.2%
Lợi nhuận/Tổng tài sản	2.8%	7.1%	6.5%	7.8%
Lợi nhuận/Vốn CSH	6.1%	10.4%	13.1%	16.7%
Tiền HĐKD/Tổng TS	-9.4%	-1.0%	-2.1%	27.8%
Chỉ số khác				
Lợi nhuận/Cổ phiếu	0.77	1.38	1.57	2.24
Giá trị sổ sách/CP	12.54	13.23	11.99	13.37

Lợi nhuận ròng tăng trưởng ấn tượng. Tăng trưởng lũy kế LNST giai đoạn 2012-2014 lên đến 114,8%, cao hơn so với tăng trưởng lũy kế VCSH cùng giai đoạn là 83% cho thấy kết quả kinh doanh của DXG tăng trưởng phù hợp với tốc độ tăng vốn của doanh nghiệp. Chỉ số ROE và ROA tăng trưởng ổn định từ năm 2011.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2015

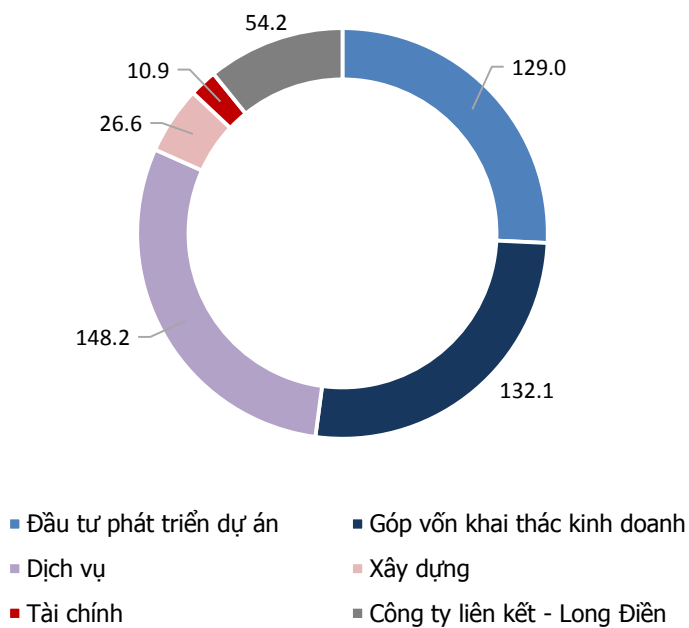
Triển vọng kinh doanh 2015 tích cực. Mặc dù cuối tháng 4, DXG đã điều chỉnh giảm kế hoạch kinh doanh năm 2015, giảm doanh thu và LNST từ mức 1,600 tỷ đồng và 306 tỷ đồng xuống còn 1,350 tỷ đồng và 243 tỷ đồng. Chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng tăng trưởng của DXG khi các khoản đầu tư của DXG đều khả quan phù hợp nhu cầu thị trường ngày càng tăng đối với các sản phẩm căn hộ chung cư tại Hà Nội và TP.HCM. Bên cạnh đó, việc phát triển các sản phẩm biệt thự biển, nghỉ dưỡng tại các địa bàn như Phú Quốc, Đồng Nai phù hợp với xu thế đầu tư BĐS hiện nay khi người

nước ngoài bắt đầu được sở hữu BĐS tại Việt Nam, có thể đảm bảo cho DXG nguồn thu tốt trong vài năm tới.

Biên lợi nhuận gộp có khả năng giảm trong 6 tháng cuối năm 2015.

Mặc dù biên lợi nhuận gộp trong Q1/2015 của DXG tăng lên 58,5% so với mức 53,5% cuối năm 2014, nhưng chúng tôi dự kiến sẽ khó có thể tiếp tục tăng trưởng khi Luật kinh doanh BĐS có hiệu lực từ 1/7 yêu cầu chủ đầu tư dự án phải được tổ chức tài chính, tổ chức tín dụng bảo lãnh việc bán, cho thuê nhà ở hình thành trong tương lai. Chi phí mới phát sinh trong cơ cấu giá thành có thể khiến biên lợi nhuận của DXG giảm khi hàng loạt dự án chung cư được mở bán trong năm 2015 làm khả năng tăng giá của doanh nghiệp trong ngắn hạn là khá thấp.

Ước tính lợi nhuận thuần từ HĐKD (Tỷ đồng)



HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của CTS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%



Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công thương ("VietinbankSC") là một công ty chứng khoán được cấp phép với đầy đủ các chức năng nghiệp vụ, có số vốn điều lệ là 800 tỷ đồng, tương đương 40 triệu đô la.

VietinbankSC được niêm yết trên sàn GDCK Hà Nội (HNX) với mã giao dịch "CTS"

Liên hệ

306 Bà Triệu, Hai Bà Trưng, Hà Nội

T +84 4 3974 7952

F +84 4 3094 7572

W www.vietinbanksc.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.