

BÁO CÁO CẬP NHẬT CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH (DXG)

Báo cáo cập nhật 05/03/2019

Khuyến nghị	KHẢ QUAN
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	29.200
Tiềm năng tăng giá	12,7%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 05/03/2019

Giá hiện tại (VND)	25.900
Số lượng CP lưu hành	349.821.356
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3.501
Vốn hóa TT (tỷ VND)	9.113
Khoảng giá 52 tuần (VND)	19.650-35.573
% Sở hữu nước ngoài	49%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2016	2017	2018
EPS (vnd)	2.038	2.477	3.366
Cổ tức (vnd)	500	-	-
ROA(%)	11,8%	9,5%	9,8%
ROE(%)	20,2%	18,3%	21,7%

Nguồn: MBS tổng hợp

Vấn đề pháp lý ảnh hưởng đến triển vọng hoạt động thứ cấp

Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019F
DTT (tỷ VNĐ)	2.507	2.879	4.645	5.128
% tăng trưởng	79,7%	14,9%	61,3%	12,3%
Lãi ròng (tỷ VNĐ)	537	751	1.178	1.270
% tăng trưởng	49,1%	63,4%	56,9%	7,8%
Biên LNR (%)	26,5%	37,7%	37,1%	35,8%
EPS (VNĐ)	2.038	2.477	3.366	3.631
P/E forward				7,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu DXG của CTCP Tập đoàn Đất Xanh với giá mục tiêu **29.200 đồng** dựa trên kết hợp 2 phương pháp so sánh P/E và P/B. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 8 lần (theo EPS dự phóng 2019 khoảng 3.631 đồng).

Mặc dù các vấn đề về pháp lý sẽ ảnh hưởng đến triển vọng hoạt động thứ cấp của DXG, tuy nhiên **hoạt động kinh doanh của công ty nhìn chung vẫn duy trì ổn định, nhờ (i) vị thế là nhà phân phối có thị phần cao trên cả nước, (ii) mảng dịch vụ bất động sản tiếp tục phát triển tốt trong bối cảnh kinh tế vĩ mô ổn định và thị trường bất động sản trong nước khả quan, (iii) nhu cầu lớn ở phân khúc nhà ở vừa túi tiền, và (iv) DXG sở hữu các dự án có quy mô lớn tại TP. Hồ Chí Minh (Gem Riverside, Opal City, Gem Premium), dự kiến triển khai mở bán 2019 – 2020.**

THÔNG TIN CẬP NHẬT

- DXG công bố KQKD 2018 với doanh thu thuần tăng 61%, đạt khoảng 4.645 tỷ đồng, và lãi ròng 1.178 tỷ đồng, tăng 57% n/n nhờ (i) ghi nhận lợi nhuận của Dự án Opal Riverside và Dự án Lux Garden, (ii) dịch vụ bất động sản tăng trưởng mạnh, và (iii) ghi nhận lãi từ hoạt động LDLK với 256 tỷ đồng, gấp đôi số thực hiện năm 2017.
- Bất lợi về mặt pháp lý ảnh hưởng đến triển vọng hoạt động thứ cấp.** Quá trình phê duyệt dự án kéo dài ảnh hưởng đến việc mở bán các dự án của DXG. Các dự án Gem Riverside với 1.075 căn, Lux Riverview với 769 căn và Lux Star với 554 căn bị dời việc mở bán từ nửa cuối 2018 sang nửa đầu 2019 trong khi hai dự án Opal City và Gem Premium có thể bị dời từ 2019 sang 2020.
- Giá trị khoản phải thu tăng mạnh trong khi nợ vay đang có xu hướng gia tăng.**
- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thâm hụt năm thứ 3 liên tiếp** do tăng mạnh giá trị các khoản phải thu. Chúng tôi lưu ý về khả năng rủi ro thanh khoản có thể xảy ra đối với DXG.
- DXG dự kiến phát hành 1.400 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi trong Q1 hoặc Q2 2019 với giá bán cao hơn 25% mức giá bình quân gia quyền của cổ phiếu DXG trong 20 ngày giao dịch gần nhất. Chúng tôi cho rằng đây có thể là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Năm 2018 ghi nhận lãi tăng 57% nhưng bất lợi pháp lý ảnh hưởng đến hoạt động thứ cấp

Kết thúc năm 2018, DXG ghi nhận 4.645 tỷ đồng doanh thu thuần và 1.178 tỷ đồng LNST công ty mẹ, lần lượt tăng 61% và 57% so với cùng kỳ năm ngoái. Kết quả này đạt được chủ yếu nhờ (i) ghi nhận lợi nhuận của Dự án Opal Riverside và Dự án Lux Garden, (ii) dịch vụ bất động sản tăng trưởng mạnh, và (iii) ghi nhận lãi từ hoạt động LDLK với 256 tỷ đồng, gấp đôi số thực hiện năm 2017.

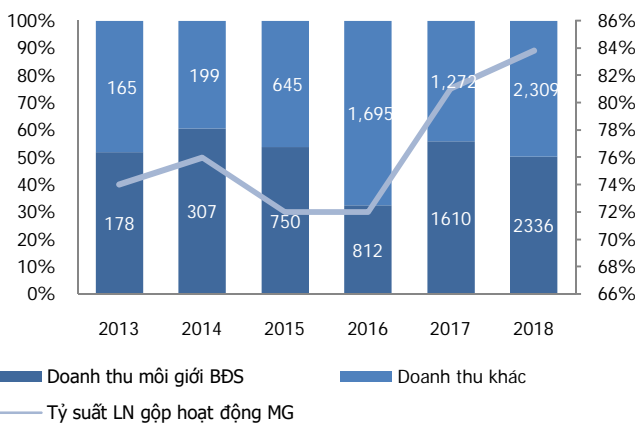
Mảng môi giới bất động sản tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu, khoảng 50%, đạt tương ứng 2.336 tỷ đồng, tăng 45% n/n. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ từ mức 81% năm 2017 lên 84% trong năm 2018. DXG vẫn là một trong những đơn vị phân phối có thị phần cao trên cả nước, khoảng 29%.

Bất lợi về mặt pháp lý ảnh hưởng đến triển vọng hoạt động thứ cấp. Mảng đầu tư và kinh doanh bất động sản ghi nhận 1.664 tỷ đồng doanh thu, tăng 51% n/n. Mặc dù vậy, kết quả này được đánh giá là thấp hơn so với kỳ vọng do quá trình phê duyệt dự án kéo dài đã ảnh hưởng đến việc mở bán của các dự án.

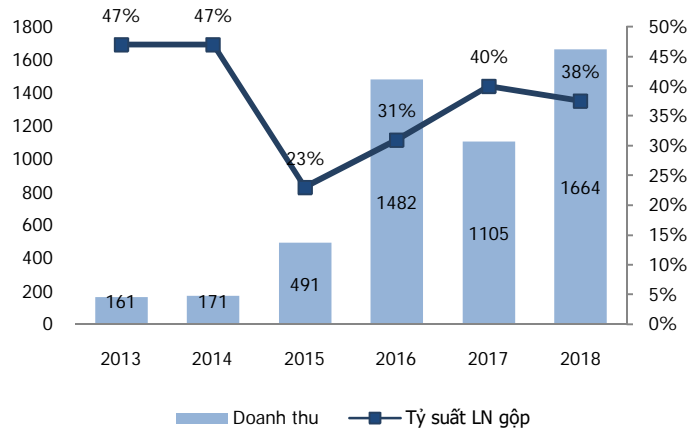
Trong năm 2018, DXG chỉ bàn giao và ghi nhận doanh thu tòa officetel của dự án Lux City, dự án Lux Garden và 50% căn hộ dự án Opal Riverside. Các dự án Gem Riverside với 1.075 căn, Lux Riverview với 769 căn và Lux Star với 554 căn bị dời việc mở bán từ nửa cuối 2018 sang nửa đầu 2019 trong khi hai dự án Opal City và Gem Premium có thể bị dời từ 2019 sang 2020.

Biên LN gộp giảm còn 37,5%, thấp hơn mức 40% của năm 2017.

KQKD hoạt động môi giới BĐS



KQKD hoạt động phát triển dự án



Nguồn: DXG

Giá trị khoản phải thu tăng mạnh trong khi nợ vay đang có xu hướng gia tăng. Tính đến cuối năm 2018, khoản phải thu ngắn hạn ghi nhận số dư 5.567 tỷ đồng, cao hơn 62% so với số dư hồi đầu năm, chiếm 43% tổng tài sản. Trong đó chiếm tỷ trọng lớn nhất là các khoản phải thu ngắn hạn của khách hàng là 1.256 tỷ đồng (+70%), và phải thu ngắn hạn khác (bao gồm phải thu ký quỹ, ký cược, thu hợp đồng hợp tác kinh doanh), 3.558 tỷ đồng (+55%).

Mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu tổng tài sản, khoảng 21%, nhưng giá trị nợ vay của DXG đang ghi nhận tăng trong năm 2018, khoảng 2.865 tỷ đồng, tăng so với mức 2.529 tỷ đồng hồi đầu năm. Nửa cuối năm 2018, DXG thực hiện nhiều đợt phát hành trái phiếu để huy động vốn với tổng giá trị khoảng 1.400 tỷ đồng. Ngoài ra, công ty cũng dự kiến trong Q1 hoặc Q2 2019 sẽ phát hành thêm khoảng 1.400 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi. Việc này có thể khiến chi phí tài chính tăng cao hơn trong thời gian tới.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thâm hụt năm thứ 3 liên tiếp. Tăng mạnh giá trị các khoản phải thu (+2.000 tỷ đồng), hàng tồn kho (+1.264 tỷ đồng) là nguyên nhân chính ảnh hưởng đến dòng tiền của DXG. Chúng tôi lưu ý về công tác kiểm soát các khoản phải thu của DXG trong bối cảnh doanh nghiệp duy trì mở rộng phát triển các dự án mới và khả năng rủi ro thanh khoản có thể xảy ra đối với công ty.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2019

Cho năm 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của DXG đạt tương ứng 5.218 tỷ đồng và 1.270 tỷ đồng, tăng lần lượt 12% và 7,8% so với kết quả thực hiện năm 2018. Tốc độ tăng trưởng ghi nhận thấp hơn so với mức tăng của 2018/2017 chủ yếu đến từ việc chậm trễ trong quá trình phê duyệt dự án ảnh hưởng đến thời điểm mở bán và ghi nhận doanh thu của doanh nghiệp. EPS dự kiến đạt 3.631 đồng.

Bảng dự phóng KQKD 2019:

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019E
Doanh thu BĐS	1.664	1.536
- Opal Riverside		293
- Lux Garden		-
- Opal Garden		730
- Lux Riverview		513
- Opal Skyview		-
- Lux Star		-
- Gem Riverisde		-
- Opal City		-
- Chuyển nhượng dự án		-
Doanh thu dịch vụ BĐS	2.336	3.037
Doanh thu khác	645	645
Lợi nhuận gộp	2.615	3.153
Lợi nhuận từ LDLK	256	200
LNST Cổ đông mẹ	1.178	1.270
EPS (VNĐ)	3.366	3.631

Nguồn: MBS Research

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu DXG của CTCP Tập đoàn Đất Xanh với giá mục tiêu **29.200 đồng** dựa trên kết hợp 2 phương pháp so sánh P/E và P/B. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 8 lần (theo EPS dự phóng 2019 khoảng 3.631 đồng).

Mặc dù các vấn đề về pháp lý sẽ ảnh hưởng đến triển vọng hoạt động thứ cấp của DXG, tuy nhiên **hoạt động kinh doanh của công ty nhìn chung vẫn duy trì ổn định, nhờ (i) vị thế là nhà phân phối có thị phần cao trên cả nước, (ii) mảng dịch vụ bất động sản tiếp tục phát triển tốt trong bối cảnh kinh tế vĩ mô ổn định và thị trường bất động sản trong nước khả quan, (iii) nhu cầu lớn ở phân khúc nhà ở vừa túi tiền, và (iv) DXG sở hữu các dự án có quy mô lớn tại TP. Hồ Chí Minh (Gem Riverside, Opal City, Gem Premium), dự kiến triển khai mở bán 2019 – 2020.**

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Đơn vị	2014	2015	2016	2017	2018
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	75,00	117,26	253,05	303,19	350,07
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	75,00	117,26	253,05	303,19	350,07
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	13.370	13.507	12.822	12.578	14.282
EPS cơ bản	VNĐ	2.238	2.698	2.038	2.402	3.366
Tiềm lực tài chính						
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0,87	0,60	1,19	0,45	0,29
Tỷ suất thanh toán nhanh		1,40	1,21	2,41	1,38	1,38
Tỷ suất thanh toán hiện thời		1,97	1,97	3,03	2,37	2,31
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0,11	0,16	0,14	0,40	0,39
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0,06	0,08	0,09	0,18	0,17
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH		0,11	0,25	0,19	0,54	0,46
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản		0,06	0,12	0,12	0,25	0,21
Tổng công nợ/Vốn CSH		1,01	1,02	0,57	1,21	1,21
Tài chính hiện nay						
EBIT	Tỷ VNĐ	165	390	643	1.186	1.835
EBITDA	Tỷ VNĐ	169	393	651	1.202	1.860
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	59,6%	47,3%	42,0%	60,1%	56,3%
Tỷ suất EBITDA	%	33,3%	28,2%	26,0%	41,7%	40,0%
Tỷ suất EBIT	%	32,6%	28,0%	25,7%	41,2%	39,5%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	52,6%	38,8%	32,8%	46,4%	45,3%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	52,3%	34,8%	31,4%	45,8%	45,4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	42,1%	32,0%	26,5%	37,7%	37,1%
Hệ số quay vòng tài sản		0,30	0,49	0,55	0,36	0,39
Hệ số quay vòng vốn CSH		0,59	0,98	0,94	0,70	0,86
Hiệu quả quản lý						
ROE%	%	19,7%	23,7%	20,2%	18,3%	21,7%
ROCE%	%	16,5%	23,5%	21,1%	22,4%	24,2%
ROA%	%	9,8%	11,7%	11,8%	9,5%	9,8%
ROIC%	%	13,9%	17,6%	15,2%	16,5%	20,2%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		3,64	8,93	8,80	5,07	4,66
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	100,00	41,00	41,00	72,00	78,00
Hệ số quay vòng HTK		0,44	0,91	1,43	0,53	0,51
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	832,00	402,00	256,00	688,00	722,00
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		5,32	7,77	9,86	4,82	4,53
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	69,00	47,00	37,00	76,00	81,00
Định giá						
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	1.954	3.055	6.592	7.898	9.119
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VNĐ	1.298	2.584	5.458	8.740	10.827
P/E		11,6	9,7	12,8	10,8	7,7
P/B		2,0	1,9	2,0	2,1	1,8
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA		7,7	6,6	8,4	7,3	5,8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT		7,9	6,6	8,5	7,4	5,9

Nguồn: FinPro

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS 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 MBS. 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 MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn