

Cập nhật Đại hội cổ đông 2019

Khuyến nghị: **Mua**

Phan Quốc Bửu

buuqp@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	30,500
Giá đóng cửa	22,500
Upside	35.6%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá cut loss	N/A

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	350
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,168
Giá cao nhất 52 tuần	35,575
KLGD TB 10 phiên (ng cp)	1,599,597
Sở hữu nước ngoài	49.00%

Cổ đông lớn

Luong Tri Thin	9.28
Korea Investment Man	6.29
Grinling Internation	4.38
Amersham Industries	4.34
Dragon Capital Group	4.31

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

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.

Các báo cáo khác

[Link](#)

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu DXG với giá mục tiêu 30,500 đồng/cp (+35.6% so với mức giá đóng cửa ngày 21/03/2019) dựa trên phương pháp RNAV với mức chiết khấu WACC = 15%.

Dự báo KQKD 2019

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế sau công ty mẹ lần lượt đạt 4,548 tỷ đồng (-2.1% yoy) và 1,288 tỷ đồng (+9% yoy). EPS FW 2019 = 3,568 đồng/cp (đã loại trừ 3% quỹ khen thưởng phúc lợi). P/E FW 2019 = 6.6x lần.

Catalyst

- Sở hữu quỹ đất lớn có vị trí đắc địa nằm gần khu vực trung tâm với định hướng dịch chuyển sang mô hình chủ đầu tư dự án.
- Sở hữu hệ thống môi giới bán hàng với mạng lưới phủ rộng khắp cả nước.

Rủi ro Đầu tư

- (1) Rủi ro vấn đề về pháp lý khiến tiến độ triển khai các dự án bị chậm lại so với kế hoạch
- (2) Rủi ro đặc thù của ngành bất động sản gắn liền với tăng trưởng nền kinh tế.

Cập nhật KQKD

(1) KQKD 2018 ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhờ vào bàn giao các dự án sơ cấp và mảng môi giới tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ lần lượt ghi nhận đạt 4,645 tỷ đồng (+61.3% YoY) và đạt 1,178 tỷ đồng (+57% YoY), tương đương EPS 2018 = 3,265 đồng/cp (sau khi trừ 3% quỹ khen thưởng phúc lợi).

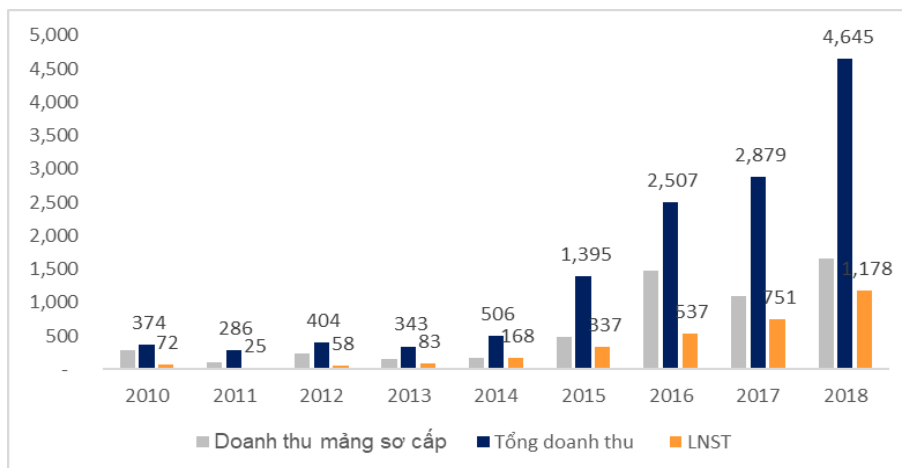
(2) Trong năm 2019, DXG dự kiến mở bán khoảng 5-6 dự án và khoảng 2,633 sản phẩm đất nền/shophouse bao gồm (1) hơn 1,000 căn Gem Riverside, (2) 1,837 căn Opal Boulevard, (3) 769 căn Lux Riverview, (4) 210 căn Opal Skyview và (2) 200 căn shophouse Ưông Bí – Quảng Nam

(3) Dự án Gem Riverside bị dời lại thời gian mở bán so với kế hoạch trước đó.

(4) DXG đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng. ĐHCĐ của DXG đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2019 với mức doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 5,000 tỷ đồng (+7.6% so với thực hiện 2018) và 1,200 tỷ đồng (+1.83% so với thực hiện 2018).g.

(5) DXG dự kiến sẽ tăng vốn điều lệ từ mức 3,501 tỷ đồng lên mức 5,202 tỷ đồng (+48.6% YoY) thông qua (1) Trả cổ tức bằng cổ phiếu, (2) cổ phiếu Esop và (3) phát hành cho cổ đông hiện hữu.

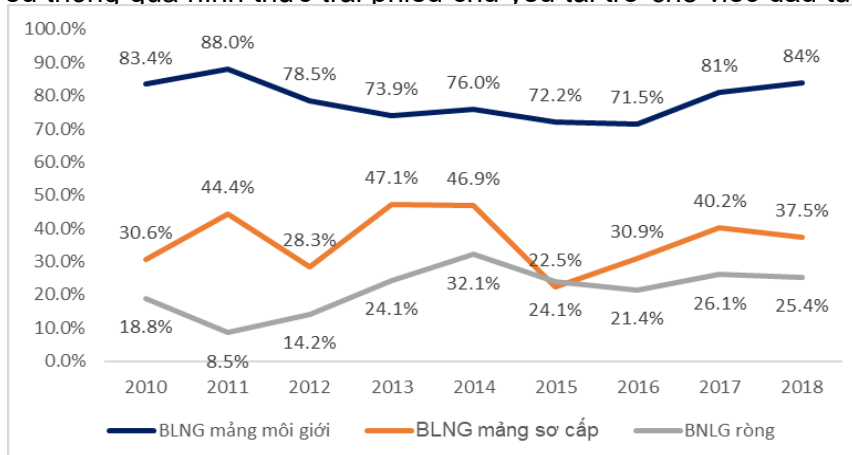
Kết quả kinh doanh 2018 ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhờ vào bàn giao các dự án sơ cấp và mảng môi giới tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ lần lượt ghi nhận đạt 4,645 tỷ đồng (+61.3% YoY) và đạt 1,178 tỷ đồng (+57% YoY), tương đương EPS 2018 =3,265 đồng/cp (sau khi trừ 3% quỹ khen thưởng phúc lợi).



Nguồn: BSC Research,

DXG

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống mức 56.3% năm 2017 so với mức 60.1% năm 2018 chủ yếu do tỷ trọng đóng góp DT mảng đầu tư sơ cấp tăng lên từ mức 25% lên mức 35.8% cơ cấu DT. Chi phí bán hàng và QLDN/DTT giảm từ mức 18.9% xuống mức 16.8%. Chi phí lãi vay tăng mạnh +167% chủ yếu do khoản nợ vay dài hạn tăng mạnh (+ 27.3% YoY), chủ yếu thông qua hình thức trái phiếu chủ yếu tài trợ cho việc đầu tư các dự án bất động sản

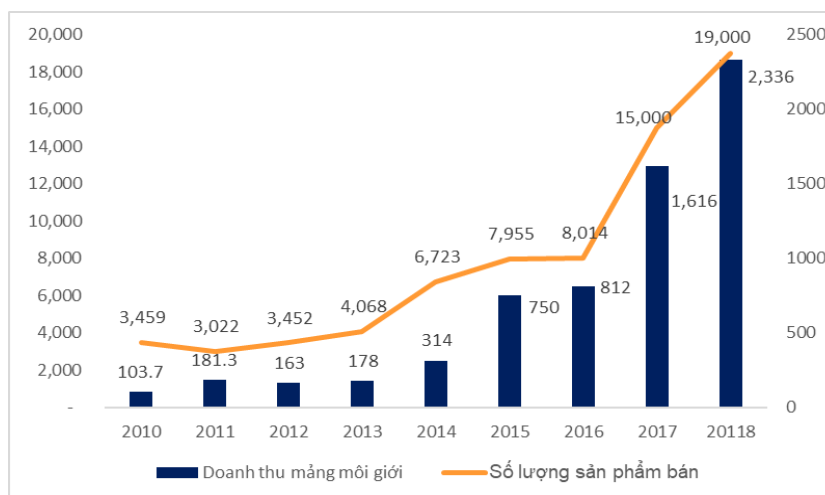


Nguồn: BSC Research,

DXG

Mảng môi giới duy trì mức tăng trưởng tốt hơn so với tổng quan thị trường bất động sản năm 2018 nhờ vào thị trường bất động sản Miền Trung. Tổng số lượng sản phẩm DXG Group đã bán được khoảng 28,000 sản phẩm trong năm 2018 (+26.6% YoY), trong đó số lượng sản phẩm hệ thống DXG đã bán ước đạt khoảng 19,000 sản phẩm (+26% YoY) sản phẩm. Doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng môi giới năm 2018 lần lượt đạt 2,336 tỷ đồng (+44.5% YoY) và 1,958 tỷ đồng (+49.7% YoY), trong đó DXG Miền Trung là

Biên lợi nhuận gộp mảng này năm 2018 ước đạt 84% cải thiện từ mức 81% năm 2017. Theo đó, thị phần mảng môi giới năm 2018 tiếp tục cải thiện lên mức 30% so với mức 29.1% năm 2017 và mức 17.4% năm 2016. Trong năm 2019, tổng cộng số lượng sản phẩm DXG Group (bao gồm trong và ngoài hệ thống) bán ước đạt khoảng 32,000 sản phẩm (+14.2% YoY), trong đó số sản phẩm DXG ghi nhận doanh thu khoảng 19,000 sản phẩm.

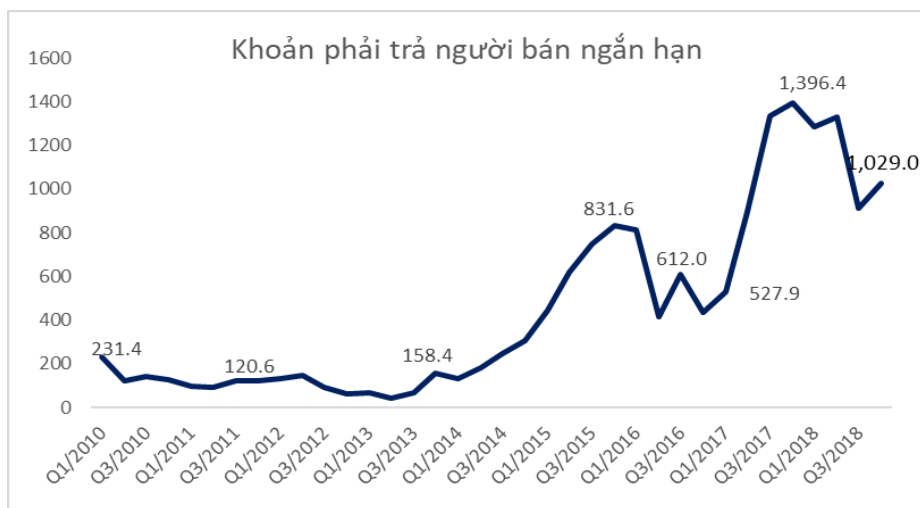


Nguồn: BSC Research, DXG

Mảng đầu tư thứ cấp ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh nhờ vào bàn giao hai dự án (1) Lux Garden và (2) Opal Riverside. Tổng doanh thu mảng đầu tư thứ cấp ghi nhận đạt 1,664 tỷ đồng (+50.1% YoY). Biên lợi nhuận đạt mức 37.5%, giảm nhẹ so với mức 40.2% năm 2017, tương ứng LNG đạt 623 tỷ đồng (+40.6% YoY). Nguồn lợi nhuận chính cho mảng đầu tư thứ cấp chủ yếu đến từ việc bàn giao toàn bộ dự án (1) Lux Garden và (2) Opal Riverside.

Mảng xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng đáng khả quan tuy nhiên biên lợi nhuận gộp ở mức khá thấp. Tổng doanh thu và LNG mảng xây dựng năm 2018 lần lượt đạt 627.7 (+311.6% YoY) và 37 tỷ đồng (so với mức lỗ -17 tỷ đồng năm 2017). Doanh thu xây dựng chủ yếu đến từ công ty con FBV với các dự án thi công như Gateway, Eco Xuân ...

Trong năm 2019, DXG dự kiến mở bán khoảng 5-6 dự án và khoảng 2,633 sản phẩm đất nền/shophouse bao gồm (1) hơn 1,000 căn Gem Riverside, (2) 1,837 căn Opal Boulevard, (3) 769 căn Lux Riverview, (4) 210 căn Opal Skyview và (2) 200 căn shophouse Ông Bí – Quảng Nam. Tính đến thời điểm cuối năm 2018, khoản mục khách hàng trả tiền trước ngắn hạn giảm 367 tỷ đồng xuống còn 1,029 tỷ đồng (-26.2% YoY), chủ yếu đến từ (1) Khoản đặt cọc từ dự án Gem Riverside (2,000 căn - trong năm 2018 DXG chỉ mở bán được dự án này) và (2) Bàn giao dự án Lux Garden, Opal Riverside. Chúng tôi lưu ý tiến độ mở bán dự án Gem Riverside bị chậm lại so với kế hoạch trước đó khiến cho thời gian ghi nhận lợi nhuận của dự án dự kiến sẽ lùi lại sang năm 2021 so với kế hoạch trước đó là năm 2020.



Nguồn: BSC Research, DXG

DXG đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng. ĐHCĐ của DXG đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2019 với mức doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 5,000 tỷ đồng (+7.6% so với thực hiện 2018) và 1,200 tỷ đồng (+1.83% so với thực hiện 2018). Chúng tôi đánh giá việc phê duyệt thủ tục pháp lý chậm đã ảnh hưởng nhiều tới kế hoạch mở bán các dự án mới của DXG, khiến cho DXG đặt kế hoạch tăng trưởng khá thận trọng. Phần lớn nguồn doanh thu và lợi nhuận năm 2019 dự kiến sẽ đến từ (1) Bàn giao 100% dự án Opal Garden, (2) Chuyển nhượng các dự án, (3) Tăng trưởng từ mảng môi giới.

DXG dự kiến sẽ tăng vốn điều lệ từ mức 3,501 tỷ đồng lên mức 5,202 tỷ đồng (+48.6% YoY) thông qua (1) Trả cổ tức bằng cổ phiếu, (2) cổ phiếu Esop và (3) phát hành cho cổ đông hiện hữu.

(1) DXG dự kiến trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 22%, tương đương 76.96 triệu cổ phiếu

(2) Phát hành 6 triệu cổ phiếu ESOP dành cho người lao động với thay đổi thời gian hạn chế chuyển nhượng như sau: Cổ phiếu ESOP được tự do chuyển nhượng theo 2 đợt: (a) 40% số lượng cổ phiếu ESOP sẽ được tự do chuyển nhượng sau 2 năm tính từ ngày phát hành và (b) 60% phần còn lại sẽ được tự do chuyển nhượng sau 3 năm tính từ ngày phát hành.

(3) Phát hành cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 4:1: Số lượng cổ phần tối đa dự kiến phát hành là 87.45 triệu cổ phiếu, giá phát hành là 10,000 đồng/cổ phần. Mục đích phát hành chủ yếu là tài trợ cho dự án Gem Riverside.

Dự báo KQKD 2019. Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của DXG trong năm 2019 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế sau công ty mẹ lần lượt đạt 4,548 tỷ đồng (-2.1%% yoy) và 1,288 tỷ đồng (+9% yoy). EPS FW 2018 = 3,568 đồng/cp (đã loại trừ 3% quỹ khen thưởng phúc lợi). P/E FW 2019 = 6.6x lần.

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	506	1,395	2,507	2,879	4,645
LN gộp	302	659	1,052	1,730	2,615
DT tài chính	84	37	105	66	207
CP tài chính	(0)	(8)	(33)	(63)	(191)
Lãi vay	(0)	(5)	(32)	(61)	(163)
CP bán hàng	(54)	(144)	(236)	(295)	(434)
CP QLDN	(82)	(125)	(173)	(249)	(346)
Lãi/lỗ HĐKD	265	485	787	1,318	2,107
TN nhập khác (ròng)	2	56	34	18	(6)
LN trước thuế	266	540	821	1,335	2,102
LN sau thuế	213	446	664	1,085	1,723
LN CĐ thiếu số	45	109	127	335	544
LN Cty mẹ	168	337	537	751	1,178
EPS					
TS ngắn hạn	1,756	2,987	4,627	8,840	11,816
Tiền và ĐT ngắn hạn	776	910	1,818	1,913	1,541
Phải thu ngắn hạn	474	925	1,865	3,441	5,567
Tồn kho	499	1,122	916	3,401	4,605
TS ngắn hạn khác	7	30	28	86	103
TS dài hạn	405	587	936	1,424	1,913
Phải thu dài hạn	1	1	3	3	145
TSCĐ	10	21	39	64	76
TS dở dang dài hạn	0	32	152	90	200
TS dài hạn khác	40	117	124	276	269
Tổng TS	2,160	3,573	5,563	10,264	13,729
Nợ phải trả	1,088	1,802	2,025	5,611	7,530
Nợ ngắn hạn	893	1,517	1,528	3,727	5,118
Vay ngắn hạn	1	156	190	658	471
Nợ dài hạn	195	285	498	1,884	2,412
Vay dài hạn	119	283	494	1,871	2,394
Vốn chủ sở hữu	1,072	1,771	3,537	4,654	6,199
Vốn góp	750	1,173	2,530	3,032	3,501
LN chưa phân phối	229	382	677	746	1,456
Tổng nguồn vốn	2,160	3,573	5,563	10,264	13,729
% yoy DT		386.9%	521.2%	740.4%	817.7%
Biên ln gộp	59.6%	47.3%	42.0%	60.1%	56.3%
Lãi vay/DTT	0.0%	0.4%	1.3%	2.1%	3.5%
CP bán hàng/DTT	10.7%	10.4%	9.4%	10.2%	9.3%
CP QLDN/DTT	16.3%	9.0%	6.9%	8.6%	7.4%
Biên ln thuần	42.1%	32.0%	26.5%	37.7%	37.1%

DT 2018 tăng mạnh + 63% chủ yếu nhờ vào bàn giao hai dự án sơ cấp (1) Lux Garden và (2) Opal Riverside. Đây cũng là năm đầu tiên đánh dấu sự chuyển mình của DXG từ vị thế môi giới sang vị thế chủ đầu tư.

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống mức 56.3% năm 2017 so với mức 60.1% năm 2018 chủ yếu do tỷ trọng đóng góp DT mảng đầu tư sơ cấp tăng lên từ mức 25% lên mức 35.8% cơ cấu DT.

Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 1,178 tỷ đồng (+57% YoY), tương đương EPS 2018 =3,265 đồng/cp (sau khi trừ 3% quỹ khen thưởng phúc lợi).

Hàng tồn kho tăng mạnh +61% YoY chủ yếu do đang triển khai và hoàn thành một số dự án (1) Opal Garden, (2) Gem Riverside, (3) Opal Boulevard, (4) Sunshine, Sunview City, (5) Opal Oceanview.

Nợ vay dài hạn tăng 27.3% YoY lên mức 2,394 tỷ đồng chủ yếu thông qua hình thức trái phiếu chủ yếu tài trợ cho việc đầu tư các dự án bất động sản.

Tính đến thời điểm cuối năm 2018, **khoản mục khách hàng trả tiền trước ngắn hạn giảm 367 tỷ đồng** xuống còn 1,029 tỷ đồng (-26.2% YoY).

Các khoản phải thu khác tăng mạnh từ mức 2,293 tỷ đồng năm 2017 lên mức 3,557 tỷ đồng năm 2018 chủ yếu do khoản ký quỹ đặt cược cho mảng môi giới.

Chi phí bán hàng và QLDN/DTT giảm từ mức 18.9% xuống mức 16.8%

Chi phí lãi vay tăng mạnh +167% chủ yếu do khoản nợ vay dài hạn tăng mạnh.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh tc	2014	2015	2016	2017	2018
Hsố TT ngắn hạn	1.97	1.97	3.03	2.37	2.31
Hsố TT nhanh	1.40	1.21	2.41	1.44	1.39
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.81	0.84	0.83	0.86	0.86
TSDH/ TTS	0.19	0.16	0.17	0.14	0.14
Hsố Nợ/ TTS	0.50	0.50	0.36	0.55	0.55
Hsố Nợ/ VCSH	1.01	1.02	0.57	1.21	1.21
Nợ ngắn hạn / TTS	0.41	0.42	0.27	0.36	0.37
Nợ DH / TTS	0.09	0.08	0.09	0.18	0.18
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	0.44	0.9	1.4	0.5	0.5
Vquay phải thu	3.92	9.9	9.4	5.2	4.8
Vquay phải trả	7.14	14.4	8.5	15.3	7.2
Số ngày HTK	832.28	402.4	255.6	685.3	719.5
Số ngày phải thu	93.12	36.9	38.9	69.6	76.6
Số ngày phải trả	51.09	25.4	43.2	23.9	50.6
CCC	874.32	413.9	251.3	730.9	745.5
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	42.1%	32.0%	26.5%	37.7%	37.1%
LNST/VCSH (%)	25.0%	31.3%	25.0%	26.5%	31.7%
LNST/TTS	12.4%	15.5%	14.5%	13.7%	14.4%
LN từ HĐKD/DTT	52.3%	34.8%	31.4%	45.8%	45.4%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	2.01	2.02	1.72	1.93	2.21
DT/TTS	0.30	0.49	0.55	0.36	0.39
EBIT/DT	0.53	0.39	0.34	0.48	0.49
EBT/EBIT	1.00	0.99	0.96	0.96	0.93
lãi ròng/LNTT	0.80	0.82	0.81	0.81	0.82
6. Định giá					
PE		10.0	13.3	11.3	6.9
PB		2.0	2.1	2.2	1.6
EPS		2,871	2,123	2,477	3,420
BVPS		13,507	12,822	12,578	14,290
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	70.4%	65%	56%	85%	34%
Nợ	69.4%	65.2%	99.7%	31.6%	33.2%
DTT	47.8%	175.5%	79.7%	14.9%	61.3%
LN gộp	46.6%	118.4%	59.5%	64.5%	51.2%
LNST	137.4%	109.2%	49.1%	63.4%	58.7%
EPS					

Hệ số thanh toán ngắn hạn vẫn duy trì mức tốt, đảm bảo khả năng thanh khoản.

Cơ cấu tài sản của DXG chủ yếu vẫn là tài sản ngắn hạn, chiếm 86% cơ cấu tài sản chủ yếu đến từ (1) Các khoản phải thu và (2) Hàng tồn kho do các yếu tố đặc thù của ngành bất động sản

ROE năm 2018 của DXG tiếp tục cải thiện tốt từ mức 20% năm 2017 lên mức 24% năm 2018.

DXG đang giao dịch với mức P/E là 6.8x lần dựa trên mức giá đóng cửa ngày 21/03/2019 là 23,350 đồng.

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: điều chỉnh trong ngắn hạn và có khả năng điều chỉnh trong trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: MACD vượt dưới đường tín hiệu và ở dưới đường trung tâm.
- Chỉ báo RSI: ở vùng bán và có xu hướng tiệm cận vùng quá bán
- Đường MA: tất cả các đường MA tiếp tục vận động hướng xuống.

Nhận định: DXG vận động dưới mốc hỗ trợ 24.09 (tương đương với fibonacci 38.2%) và trong vùng điều chỉnh từ vùng đỉnh 26.05 đầu tháng 3/2019. Thanh khoản cổ phiếu trong trạng thái tích cực với thanh khoản tiếp tục tăng. Chỉ báo RSI vận động trong vùng bán, có khả năng tiến vào vùng quá bán và ủng hộ khả năng cổ phiếu tiếp tục điều chỉnh và chỉ báo MACD cho thấy dấu hiệu DXG tiếp tục bị điều chỉnh giá trong các phiên sau. Vận động các đường MA quay đầu hướng xuống cho thấy đà điều chỉnh sẽ tiếp tục được duy trì trong ngắn hạn và có khả năng tiếp tục bị điều chỉnh trong trung hạn. Nếu cổ phiếu hồi phục về vùng trên mốc hỗ trợ 24.09 và vượt SMA 50 và SMA 100 với thanh khoản giữ ở mức tích cực, DXG sẽ có khả năng hồi phục về vùng giá 25.31 – 26.54. Nếu DXG tiếp tục duy trì đà điều chỉnh, DXG sẽ có khả năng kiểm tra vùng đáy 20.1.

Khuyến nghị: DXG không thích hợp cho đầu tư ngắn hạn do đang nằm trong vùng điều chỉnh. Nhà đầu tư có thể theo dõi cổ phiếu này và xem xét mở vị thế ngắn hạn nếu DXG hồi phục trên mốc 25.31 với thanh khoản ở mức tích cực. Mở vị thế ở mốc 25.5 – 26.5, chốt lời vùng giá 27 – 29.4. cắt lỗ tại 23.



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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

