Tổng Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIG)

ĐÁNH GIÁ: KHẢ QUAN

Mã CK	DIG
Sàn	HSX
Ngành	Bất Động Sản
SLCP lưu hành (CP)	409,899,913
Giá (11/06/2021)	25.200
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	10,329.48
Hệ số P/E	15,17
Hệ số P/B	2,17

Biến động giá và KLGD 12 tháng

Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	28.650
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	8.900
KLGD trung bình 3 tháng	4,8 triệu

Kết quả định giá

Phương pháp	Tỉ trọng	Giá/CP
Chiết khấu FCFF	25%	26.000
RNAV	25%	34.100
So sánh P/B fwd	50%	34.000
Giá TB từ các phương pháp		**32.000**

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ **Là nhà phát triển BĐS dân cư và du lịch nghỉ dưỡng giàu kinh nghiệm, DIG sở hữu quỹ đất sạch lên đến 8.000ha** ở các vị trí đắc địa trên nhiều tỉnh thành, đáng kể nhất là tại Bà Rịa – Vũng Tàu, Đồng Nai, Vĩnh Phúc, Kiên Giang, Hậu Giang, Hà Nam,…, tập trung tại các khu vực vệ tinh của các thành phố lớn. Tận dụng lợi thế về quỹ đất và sự gia tăng về nhu cầu nhà ở trong những năm gần đây, doanh nghiệp thực hiện nhiều dự án mang lại doanh thu và lợi nhuận tích cực, bao gồm KĐT du lịch sinh thái Đại Phước, KĐT Chí Linh – Vũng Tàu, KĐT mới Nam Vĩnh Yên,…
- ✓ **Kết quả kinh doanh năm 2020 và quý 1 năm 2021 được ghi nhận khả quan**, với 2.487 tỷ đồng doanh thuần (+18% yoy) và 722 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+94,2% yoy) năm 2020; 500 tỷ đồng doanh thu thuần (+91% yoy) và 43 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (gấp 6 lần cùng kì) trong quý 1. Kết quả này có được nhờ Công ty đã chủ động bàn giao đúng kế hoạch một số sản phẩm tại dự án Nam Vĩnh Yên, Gateway Vũng Tàu và Đại Phước. Hết quý 1/2021, DIG đã hoàn thành được 18% kế hoạch doanh thu và 3,7% kế hoạch lợi nhuận.
- ✓ **Các khoản doanh thu chưa thực hiện lớn đang chờ được hiện thực hóa thông qua bàn giao có giá trị lên đến 2.027 tỷ đồng**, xấp xỉ doanh thu của doanh nghiệp cho cả 1 năm. Đây là các khoản trả trước của khách hàng tại các dự án Nam Vĩnh Yên, Hiệp Phước,… Qua đó, nếu DIG đảm bảo được tiến độ bàn giao, lợi nhuận 2 năm kế tiếp sẽ có khả năng tăng trưởng tốt.
- ✓ **Giai đoạn 2021 – 2022 là điểm rơi lợi nhuận của DIG với hàng loạt các dự án trọng điểm** đã hoàn thành thủ tục pháp lý và GPMB cho giai đoạn mới, chỉ chờ được thi công, mở bán mới hoặc bàn giao. Đáng chú ý là các dự án KĐT Du lịch Long Tân, KĐT mới Bắc Vũng Tàu và KDC Thương mại Vị Thanh là những dự án có quy mô đầu tư lớn tại khu vực Vũng Tàu, đều đã có kế hoạch triển khai giai đoạn 1 trong năm 2021, dự báo sẽ được đón nhận tích cực khi thị trường BĐS dân cư phục hồi từ quý cuối năm nay.

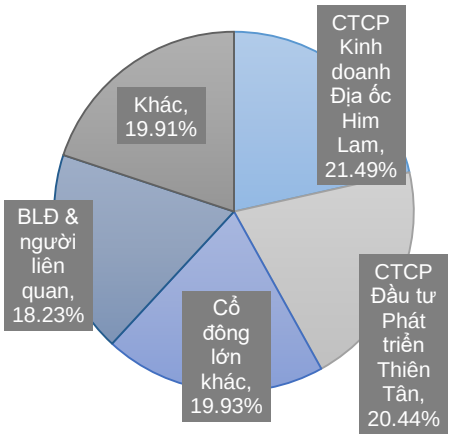
RỦI RO ĐẦU TƯ

- × **Ảnh hưởng đến HĐKD trong ngắn hạn của tình trạng lượng tiền mặt và tương đương tiền thấp, dòng tiền kinh doanh âm.** Hiện nay lượng tiền mặt và tương đương tiền, bao gồm cả giá trị đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn của DIG đang ở mức thấp, chỉ đạt gần 400 tỷ đồng (3,4% TTS) và không đủ để thanh toán các khoản nợ vay ngắn hạn có giá trị hơn 541 tỷ đồng. Ngoài ra, việc liên tục gia tăng hàng tồn kho và phải thu cũng khiến dòng tiền kinh doanh của DIG bị âm, vì thế tình trạng thiếu hụt thanh khoản kể trên có thể làm ảnh hưởng đến sự chủ động trong SXKD của doanh nghiệp.
- × **Sự tăng giá nguyên vật liệu trên thị trường có thể tác động tiêu cực tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp.** Đến hết quý 1/2021, biên lợi nhuận gộp của DIG đã tiếp tục lao dốc, xuống còn 24% kể từ mốc 30% năm 2019. Với việc đa phần doanh thu ghi nhận được từ hoạt động kinh doanh, chuyển nhượng BĐS và hợp đồng xây lắp, giá thép và một số vật liệu vẫn ở mức cao sẽ tạo khó khăn cho DIG để đạt kế hoạch về lợi nhuận trong năm 2021.
- × **Rủi ro về tiến độ bàn giao.** Với hơn 2.027 tỷ đồng doanh thu trả trước, trong trường hợp DIG không bàn giao được đúng hạn sẽ gây ảnh hưởng đến dự báo kết quả kinh doanh và kết quả định giá, đồng thời cũng phần nào làm giảm uy tín của doanh nghiệp.
- × **Doanh nghiệp dự kiến sẽ phát hành 15 triệu CP ESOP, trong đó các lãnh đạo cao cấp được quyền mua 91,7%**. Điều này có thể dẫn đến hiệu ứng pha loãng giá trị cổ phiếu và ảnh hưởng lợi ích cổ đông thường & thiểu số.

Chỉ số tài chính cơ bản

	2019	2020	Q1/21
P/E (TTM)	28	15,4	15,2
P/B	2,61	2,2	2,2
EPS (TTM)	1.241	2.233	1,661
BVPS	12.525	14.859	11,592
Tỷ suất LN gộp	30%	26%	24%
Tỷ suất LNST	18%	29%	26%
ROE (TTM)	9%	15%	14%
ROA (TTM)	5%	6%	6%
Tỷ suất TT nhanh	0,90	0,49	0,49
TL Nợ vay / TTS	0,16	0,13	0,13

Cơ cấu sở hữu



Công ty con, công ty liên kết

Công ty con (6)

Lĩnh vực: Đầu tư kinh doanh phát triển các KĐT, KCN, nhà và hạ tầng KĐT, KCN,...; Kinh doanh du lịch, khách sạn và dịch vụ lữ hành; Sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng; Mua bán gạch men, khai khoáng;....

Tỉ lệ sở hữu: 50,07% - 100,00%

Công liên kết (2)

Lĩnh vực: Kinh doanh nhà, môi giới BĐS; Sản xuất bê tông thương phẩm, kinh doanh thiết bị xây dựng; Cho thuê BĐS.

Tỉ lệ sở hữu: 36,00% - 49,00%

Nguồn: BCTC hợp nhất, DIG

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIC Corp) với gần 3 thập kỷ hoạt động từ năm 1990 trên nhiều lĩnh vực như khách sạn, dịch vụ du lịch, thương mại, đầu tư phát triển Bất động sản, xây dựng … Công ty có thế mạnh trong lĩnh vực đầu tư phát triển bất động sản và doanh thu chủ yếu đến từ việc kinh doanh bất động sản. Công ty là một doanh nghiệp lớn trong ngành bất động sản, có quỹ đất sạch lớn và mức độ an toàn tài chính cao. Công ty đã thực hiện đầu tư vào các dự án lớn như Dự án Khu đô thị Trung tâm Chí Linh - Vũng Tàu, Khu đô thị du lịch Đại Phước - Đồng Nai, Khu đô thị mới Nam Vĩnh Yên - thành phố Vĩnh Phúc và các dự án tiềm năng khác trên khắp Việt Nam.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- Tập đoàn DIC (DIG) hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, bao gồm kinh doanh BĐS, quyền sở hữu đất, đầu tư phát triển các khu đô thị, hạ tầng khu công nghiệp, khu chế xuất,..; tư vấn, môi giới, đấu giá BĐS; tư vấn đầu tư, quản lý dự án; dịch vụ lữ hành, khách sạn; xây dựng công trình dân dụng. Trong đó, mảng kinh doanh BĐS dân cư là mảng tạo ra doanh thu trọng yếu cho Tập đoàn, kế đến là doanh thu kinh doanh BĐS du lịch nghỉ dưỡng.
- Là một nhà phát triển BĐS dân cư với quy mô tương đối lớn, DIG sở hữu quỹ đất sạch lên đến 8.000 ha ở các vị trí đắc địa trên nhiều tỉnh thành, đáng kể nhất là tại Bà Rịa – Vũng Tàu, Đồng Nai, Vĩnh Phúc, Kiên Giang, Hậu Giang, Hà Nam,…, tập trung tại các khu vực vệ tinh của các thành phố lớn.
- Một số dự án tiêu biểu đã và đang thực hiện của DIG bao gồm: KĐT mới Nam Vĩnh Yên, Khách sạn DIC Star Vĩnh Yên – Vĩnh Phúc; KDL sinh thái Hồ Ba Hang, Nhà ở Him Lam Centerpoint – Hà Nam; KDL DIC Star – Đồng Hới; KĐT du lịch sinh thái Đại Phước và Long Tân – Đồng Nai; KĐT Chí Linh và KĐT mới Bắc Vũng Tàu; Chung cư A4, A5 Gateway, DIC Phoenix, Cap Saint Jacque, DIC Star Vũng Tàu, Pullman Hotel & Resort Vũng Tàu, Landmark Residence, Khu dân cư ATA và Khu dân cư thương mại Vị Thanh…

KẾ HOẠCH PHÁT TRIỂN 2021

- Sau sự ảnh hưởng của dịch Covid-19 năm 2020 lên mảng BĐS nghỉ dưỡng, DIG đặt mục tiêu doanh thu thận trọng hơn, dựa trên kì vọng về sự phục hồi chậm rãi của thị trường BĐS dân cư và nghỉ dưỡng.
  - Doanh thu hợp nhất đạt 2.800 tỉ đồng, thấp hơn so với thực hiện năm 2020 là 10,8%, song cao hơn kế hoạch năm trước 12%;
  - Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 1.444 tỷ đồng, cao hơn thực hiện 2020 là 60,5% và gấp hơn 2 lần kế hoạch 2020.
- Để thực hiện một số dự án trọng điểm trong năm như KĐT mới Bắc Vũng Tàu, giai đoạn 2 khu phức hợp CSJ, khu nhà ở Lam Hạ, và phục vụ nhu cầu vốn ngắn hạn, DIG cũng dự kiến vay vốn thêm 3.865 tỷ đồng trong năm 2021, trong đó 2.000 tỷ đồng sẽ được vay qua hình thức phát hành trái phiếu;

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

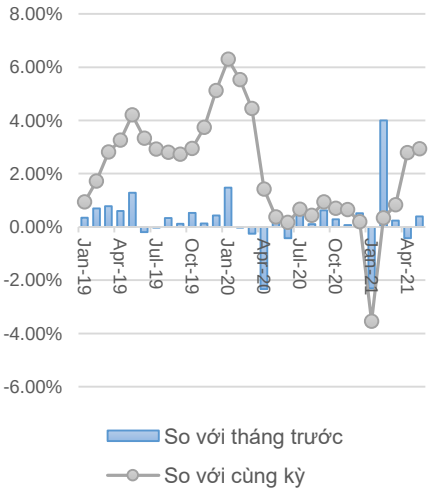
- **Năm 2021 trở đi là giai đoạn điểm rơi lợi nhuận của nhiều dự án quy mô lớn của DIG:** Tiến độ và kế hoạch thực hiện 1 số dự án của DIG từ 2021 trở đi về mảng cốt lõi là BĐS dân cư được tổng hợp tại bảng dưới đây:

Nguồn: BCTN DIG

Danh mục dự án phát triển mảng BĐS dân cư – DIC Corp.

Tên dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Loại hình	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ	Kế hoạch 2021 –
KĐT Du lịch sinh thái Đại Phước	Đồng Nai	464,5	KĐT - KDL	7.239,1	Đã hoàn thành pháp lý và bán hàng, chưa hoàn thành thi công	Lùi tiến độ thực hiện đến 10/2022
KĐT mới Nam Vĩnh Yên	Vĩnh Phúc	192,9	KĐT	3.788,5	Đã hoàn thành phân khu 1, đang kinh doanh phân khu 2	Kinh doanh phân khu 2, điều chỉnh quy hoạch, hoàn tất pháp lý phân khu 3
KDC Thương mại Vị Thanh	Hậu Giang	83,4	KĐT	1.132	Hoàn thành pháp lý & thiết kế	Triển khai xây dựng giai đoạn 1 & 2
KĐT Du lịch Long Tân	Đồng Nai	332	KĐT - KDL	4.751,9	Hoàn thành pháp lý & thiết kế	Khởi công GĐ 1 vào Q3/2021
KĐT mới Bắc Vũng Tàu	Vũng Tàu	90,5	KĐT	4.029	Đã hoàn thành pháp lý	Khởi công GĐ 1 vào Q2/2021
KĐT Chí Linh	Vũng Tàu	93,7	KĐT	1.113	Hoàn thành & kinh doanh một phần	Triển khai nốt phân khu C trong 2021
Khu nhà ở Lam Hạ Central Point	Hà Nam	13,5	Khu nhà ở	960	Đang xin chấp thuận đầu tư	Dự kiến khởi công Q3/2021

CPI Ngành Nhà ở và VLXD



Nguồn: Tổng cục Thống kê

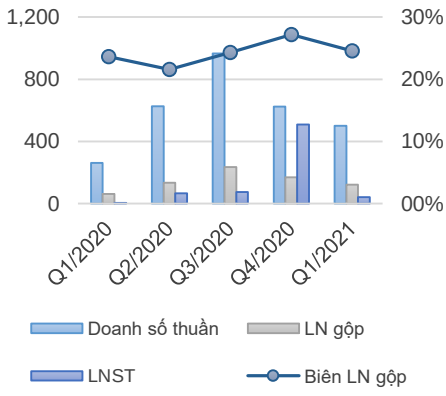
- Như vậy, các dự án chủ chốt mang lại doanh thu bán mới cho DIG trong năm 2021 bao gồm KDC Thương mại Vị Thanh, KĐT Du lịch Long Tân, KĐT mới Bắc Vũng Tàu, KĐT Nam Vĩnh Yên và khu nhà ở Lam Hạ Central Point. Ngoài ra, việc bàn giao đúng tiến độ một số dự án như KĐT Đại Phước, Gateway Vũng Tàu và khu phức hợp CSJ cũng góp phần hiện thực hóa lợi nhuận cho doanh nghiệp.
- **Giá thép tăng cao là một cản trở đối với quá trình thi công của các doanh nghiệp BĐS, bao gồm cả DIG.** Theo Bộ Xây dựng, thời gian gần đây giá nhiều vật liệu xây dựng có xu hướng tăng cao, trong đó giá thép tăng đột biến đã tác động tiêu cực đến hoạt động đầu tư xây dựng. Đặc biệt tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu, nơi tập trung nhiều dự án sẽ bàn giao trong 2021 của DIG, giá thép xây dựng cũng đã tăng đáng kể trong tháng đầu quý 2/2021. Theo bảng giá VLXD công bố bởi Sở Xây dựng tỉnh BR – VT, đến tháng 4/2021, giá thép các loại đã tăng trung bình khoảng 25% so với đầu năm. Trong trường hợp nguồn cung thép lớn của thế giới là Trung Quốc vẫn đang cắt giảm sản lượng, khả năng cao giá thép sẽ khó điều chỉnh lại như mức cuối năm 2020, qua đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- **Giá nhà ở có xu hướng tăng theo giá vật liệu trên toàn quốc.** Thống kê chỉ số CPI cho thấy, người dân Việt Nam đang chi cho Nhà ở ở mức cao hơn 2,93% so với cùng kì năm trước, tăng mạnh kể từ tháng 5/2021.

Kết quả kinh doanh

	2019	2020	Q1/21
DT thuần	2.116	2.487	500
LN gộp	641	640	123
Biên LN gộp	30%	26%	25%
LN từ HĐKD	533	287	59
LNTT	471	900	56
LNST	372	722	43
Biên LN ròng	18%	29%	9%
Tăng trưởng DT thuần	-10%	18%	91%
Tăng trưởng LNST	12%	94%	617%

Cơ cấu doanh thu thuần

Doanh theo quý gần nhất



Nguồn: BCTC hợp nhất, DIG

KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh năm 2020: Năm 2020 với sự ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 đã làm thu hẹp đáng kể hoạt động cho thuê khách sạn – du lịch nghỉ dưỡng của DIG, song mảng chuyển nhượng BĐS bắt đầu đi vào giai đoạn đẩy mạnh bán hàng một số dự án trọng điểm, trong đó có dự án Đại Phước đã phần lớn gánh vác kết quả kinh doanh trong năm. Bên cạnh đó, DIG cũng ghi nhận thêm một khoản lợi nhuận khác trị giá 590 tỷ đồng từ chênh lệch tài sản góp vốn & chuyển nhượng, giúp các chỉ số sinh lời tăng vọt.

- *Doanh thu thuần hợp nhất cả năm 2020 đạt 2.487 tỷ đồng, xấp xỉ kế hoạch đề ra, và tăng 18% so với 2019. Trong đó mảng chuyển nhượng BĐS chiếm 69%, tăng 18,7% cùng kì. Biên lợi nhuận gộp giảm đáng kể do ảnh hưởng của giá nguyên vật liệu xuống mức 26% , với biên LN của hầu hết các mảng đều sụt giảm 4 – 7%, thấp hơn trung bình ngành 4%. Lợi nhuận sau thuế cải thiện mạnh mẽ nhờ khoản thu nhập bất thường trị giá 590 tỷ đồng, đạt 722 tỷ đồng (+94% yoy, vượt kế hoạch lợi nhuận 38,4%). Nhờ đó, chỉ số ROE và ROA của DIG tăng mạnh lên tới lần lượt là 15% và 6%, cao nhất trong 5 năm trở lại đây, đồng thời xấp xỉ mức sinh lời toàn ngành BĐS năm 2020.*

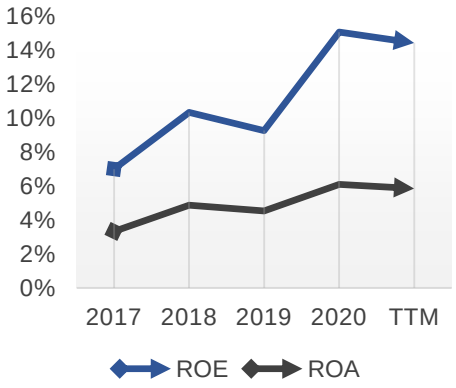
Kết quả kinh doanh 3 tháng đầu năm 2021: Quý 1/2021 tiếp tục là một quý làm ăn khởi sắc với DIG dù chỉ là quý bản lề về lợi nhuận trong năm. Cụ thể:

- ***Doanh thu thuần hợp nhất sau 3 tháng đầu năm tăng trưởng 91% cùng kì,*** đạt 500 tỷ đồng. Doanh thu kinh doanh BĐS tiếp tục tăng mạnh 155% từ việc chuyển nhượng dự án Gateway Vũng Tàu, chiếm 72,3% doanh thu thuần quý 1, trong khi doanh thu từ hoạt động xây lắp của các công ty con có mức đóng góp đột biến hơn 50 tỷ đồng (cao hơn cùng kì hơn 50 lần). Các mảng khác cũng có kết quả tích cực khi hầu hết đều tăng 10 – 30%, trừ mảng bán hàng hóa gần như ít ghi nhận doanh thu. Như vậy, DIG đã hoàn thành 17,9% kế hoạch doanh thu trong quý 1/2021.

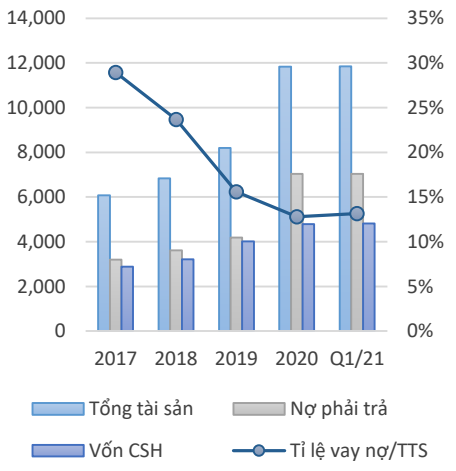
- ***Lợi nhuận gộp cải thiện mạnh so với cùng kì song biên lợi nhuận gộp vẫn bị thu hẹp***, đạt 123 tỷ đồng (+98% yoy, tương ứng mức biên LN gộp 24,6%). Đáng chú ý là biên lợi nhuận gộp mảng cốt lõi là chuyển nhượng BĐS tiếp tục giảm còn 29,5% so với mức 30,1% hồi cuối 2020. Biên lợi nhuận một mảng đóng góp lớn khác là xây dựng cũng giảm chỉ còn 22,6%. Mức biên kể trên phản ánh tác động của tình trạng giá vật liệu gia tăng trên thị trường.

- ***Lợi nhuận sau thuế đạt 43 tỷ đồng, cải thiện so với cùng kì nhưng thấp hơn nhiều so với quý trước đó do không còn khoản thu nhập khác***. Chi phí lãi vay tăng so với cùng kì và so với quý trước, khiến lợi nhuận ròng tăng ít hơn lợi nhuận gộp. Chỉ số ROE và ROA (TTM) giảm nhẹ còn 14,4% và 5,9% sau đợt thưởng cổ phiếu, thấp hơn trung bình toàn ngành trong quý 1 khoảng 1% (15,7% ROE và 5,7% ROA). Tuy nhiên, mức lãi này chỉ đạt 3,7% kế hoạch lợi nhuận ròng năm.

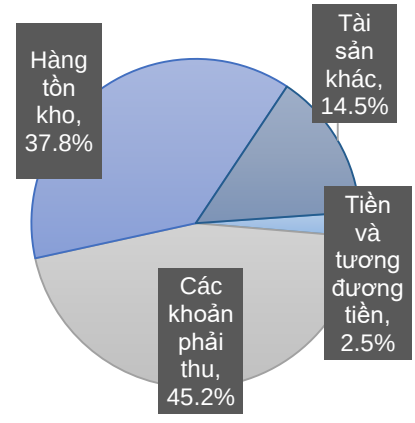
Tăng trưởng ROE & ROA



Tăng trưởng tài sản - nguồn vốn



Cơ cấu tài sản Q1/2021



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC hợp nhất DIG

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

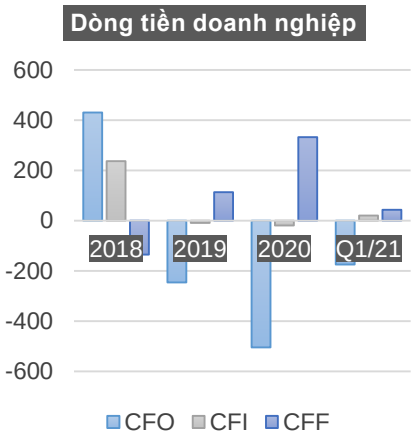
Tình hình tài chính của DIG tương đối ổn định, dù có một số điểm cần lưu ý, cụ thể:

- **Quy mô vốn – tài sản liên tục mở rộng trong 5 năm gần nhất, ít thay đổi trong quý 1/2021**. Tổng tài sản tại 31/03/2021 đạt 11.853 tỷ đồng (+0,2% so với đầu năm), với 61,75% là tài sản ngắn hạn. Mặt khác, vốn chủ sở hữu tăng nhẹ sau 3 tháng đầu năm, đạt 4.811 tỷ đồng (+0,43% YTD, chiếm 40,59% TTS). Quy mô vốn – tài sản của doanh nghiệp dự kiến sẽ tiếp tục tăng khi Đại hội đồng cổ đông của doanh nghiệp đã chấp thuận phương án trả cổ tức bằng cổ phiếu tỉ lệ 17%, phát hành riêng lẻ và cho nhân viên tổng cộng 1.725 tỷ đồng, đồng thời vay nợ thêm khoảng 3.865 tỷ trong năm 2021.

- **Lượng tiền và tương đương tiền tại thời điểm 31/03/2021 giảm mạnh so với đầu năm** (-27,9% ytd), ở mức 290,7 tỷ đồng (2,45% TTS). Các khoản tiền gửi ngân hàng ngắn hạn bị thu hẹp đáng kể (-77% ytd), tương đương còn 25,9 tỷ đồng. Giá trị tiền gửi nắm giữ đến ngày đáo hạn cũng giảm 20,4% so với đầu năm xuống mức 109 tỷ đồng. Lượng tiền mặt và tương đương trở nên hạn chế hơn có thể gây ảnh hưởng đến sự chủ động trong hoạt động kinh doanh thường ngày của doanh nghiệp, đồng thời chịu nhiều áp lực hơn từ nghĩa vụ trả gốc và lãi các khoản vay đến hạn.

- **Các khoản phải thu chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản**, lên tới 45,2%, có giá trị 5.362 tỷ đồng (gần như không đổi so với cuối 2020). Trong đó các khoản phải thu dài hạn là phần lớn với giá trị khoảng 3.111,3 tỷ đồng (26,3% TTS), chủ yếu là các khoản vốn góp với 4 công ty khác trong lĩnh vực thương mại dịch vụ, xây dựng và phát triển BĐS KCN, đáng chú ý nhất là 2 khoản góp 1.729 tỷ đồng của CTCP Phát triển Đức Hòa III – Resco và 1.298 tỷ đồng của CTCP Đầu tư phát triển Thiên Tân, cho thấy định hướng phát triển sang mảng BĐS công nghiệp của DIG trong tương lai không xa. Về các khoản phải thu ngắn hạn có giá trị 2.251 tỷ đồng (18,9% TTS), hơn 1.030,7 tỷ đồng (-4,6% YTD) là các khoản phải thu khách hàng từ các dự án đã mở bán trong quá khứ như Vũng Tàu Gateway, DIC Phoenix,…, và hơn 853 tỷ đồng là tiền tạm ứng đền bù cho các dự án mới. Các khoản phải thu chiếm tỉ trọng lớn, đặc biệt phải thu khách hàng có giá trị lên tới hơn 1.000 đồng, mà dự phòng đặt ra chỉ 22,5 tỷ, cho thấy tồn tại rủi ro giảm tài sản đáng lưu ý trong trường hợp các mục này không thu hồi được.

- **Hàng tồn kho cũng có giá trị lớn và duy trì xu hướng tăng kể từ 2016**. Tại 31/03/2021, hàng tồn kho của DIG đang ở mức 4.485 tỷ đồng, chiếm 37,8% TTS, tăng 85 tỷ đồng so với đầu năm (+1,9% YTD). Khoảng 95,7% hàng tồn kho là chi phí sản xuất dở dang tại nhiều dự án đã mở bán, với 2.161 tỷ đồng là giá trị dở dang tại dự án KĐT Nam Vĩnh Yên đang chuẩn bị kinh doanh phân khu 2 trong năm 2021. Mức hàng tồn kho ngày một lớn trong khi hệ số vòng quay HTK giao động ở mức thấp (xấp xỉ 0,4 - 0,5, tương đương với vòng quay từ 740 – 850 ngày) phản ánh tốc độ tiêu thụ dự án của DIG đang chậm hơn so với tốc độ thi công, và mức hấp thụ sản phẩm của doanh nghiệp chưa cao.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC hợp nhất DIG

- **Các khoản doanh thu chưa thực hiện lên đến hơn 2.027 tỷ đồng, tương ứng 17,2% tổng tài sản.** Đây là các khoản người mua trả tiền trước tại các dự án của DIG chờ ngày bàn giao, đáng kể nhất là dự án KĐT mới Nam Vĩnh Yên (753,5 tỷ), khu dân cư Hiệp Phước (393 tỷ), và DIC Star Aparts Hotel Vũng Tàu (515 tỷ). Các dự án này đã tăng giá trị trả trước so với đầu năm, trong khi một số dự án khác đã dần được bàn giao hiện thực hóa doanh thu, như Vũng Tàu Gateway, Đại Phước,… Tốc độ bàn giao dự án của DIG còn hạn chế do tập trung nhiều vào một vài dự án trọng điểm, song với giá trị trả trước lớn, tiềm năng tăng doanh thu và lợi nhuận của DIG trong các năm tới là rất tốt (bằng 1 năm doanh thu) nếu doanh nghiệp đảm bảo được tiến độ thi công đề ra.
- **Đòn bẩy tài chính thấp so với toàn ngành**, với tỉ trọng các khoản phải trả / tổng tài sản đạt 59,4% (tương ứng 7.042,4 tỷ) và tỉ lệ nợ vay chỉ ở mức 13% (tương ứng 1.561 tỷ). Trong đó có tới hơn 2.027 tỷ là doanh thu chưa thực hiện như đã nêu ở trên, do đó áp lực phải trả của DIG hiện tại là không quá lớn so với quy mô doanh nghiệp. Cơ cấu nợ vay đa phần là dài hạn (khoảng 1.019,7 tỷ) có kì hạn gần nhất là 2022. Dù vậy, cần lưu ý rằng lượng tiền và tương đương tiền của doanh nghiệp hiện đang ở mức thấp (gần 400 tỷ), trong khi dòng tiền kinh doanh 2 năm trở lại đây bị âm, không đủ bù đắp cho các khoản vay ngắn hạn (giá trị lên đến 541,2 tỷ đồng). Vì vậy, doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng ngắn hạn đến tính chủ động trong HĐKD do phải thanh toán nợ vay đáo hạn.
- **Dòng tiền từ HĐKD quý 1 năm 2021 tiếp tục âm.** Dòng tiền từ HĐKD của DIG giảm âm trong 2 năm gần nhất do tăng mạnh các khoản phải thu tăng và hàng tồn kho, khiến phần nào làm ảnh hưởng đến sự chủ động trong hoạt động đầu tư kinh doanh của DIG.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU DIG

Chúng tôi sử dụng 03 phương pháp định giá chính để định giá CP DIG là phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF), phương pháp so sánh P/B forward và phương pháp RNAV.

Chúng tôi xác định mức EPS, BVPS forward và dòng tiền dựa trên giả định về dự báo lợi nhuận các năm 2021 trở đi. Trong đó, doanh nghiệp sẽ huy động nguồn nợ vay khoảng hơn 3.850 tỷ đồng theo kế hoạch nhằm cung cấp vốn triển khai các dự án hiện hữu, khiến cho chi phí lãi vay và đòn bẩy tài chính trở nên cao hơn, đổi lại tốc độ thi công và bàn giao cũng nhanh hơn, thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận. Năm 2021 và 2022 là điểm rơi lợi nhuận của doanh nghiệp với hàng loạt các dự án trọng điểm đã hoàn tất thủ tục pháp lý, GPMB và chỉ trở mở bán/thi công theo giai đoạn, cùng lúc doanh nghiệp cần tăng tốc mở rộng quỹ đất để chuẩn bị các dự án mới. Phần nợ vay gia tăng cũng bổ sung thêm vốn lưu động cho công ty, đồng thời được phân bổ vào các khoản đầu tư ngắn dài hạn để sử dụng khi đạt đến giai đoạn cần. Ngoài ra, so với kế hoạch lợi nhuận năm hiện đang được đặt ở mức rất cao so với trung bình của DIG, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp có thể sẽ thoái vốn hoặc chuyển nhượng bớt một số dự án để tăng lợi nhuận ròng thông qua thu nhập khác hoặc thu nhập tài chính, nhằm đến gần hơn với chỉ tiêu về lợi nhuận đề ra, giả định là khoảng 31ha còn lại của dự án Đại Phước, tương ứng với khoảng 1.000 tỷ đồng. Mặt khác, chúng tôi giả định giữ nguyên số cổ phiếu hiện hữu để thuận lợi hơn cho quá trình định giá cổ phiếu DIG.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU DIG (TIẾP)

Mức chi phí vốn bình quân ***(WACC)*** được xác định là ***10,56%***. Giả định số cổ phiếu lưu hành sau 2021 là không đổi và doanh nghiệp sẽ phát triển bền vững ở mức ***g = 2,7%*** kể từ 2025, dự phóng kết quả kinh doanh và dòng tiền tương lai của DIG được thể hiện ở bảng dưới:

Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh & dòng tiền của DIG

Giả định: Doanh nghiệp không phát hành thêm CP trong 2021

Nguồn: ABS

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**2,487.2**	**2,904.8**	**3,313.5**	**3,461.9**	**3,378.0**	**3,507.3**
Tăng trưởng DTT	*17.6%*	*16.8%*	*14.1%*	*4.5%*	*-2.4%*	*3.8%*
LN gộp	640.5	726.2	878.1	934.7	912.1	947.0
LN từ HĐKD	287.4	375.9	459.3	553.2	553.8	576.0
LNST	**721.9**	**1,180.5**	**823.8**	**622.5**	**688.9**	**751.4**
Tăng trưởng LNST	*94.2%*	*63.5%*	*-30.2%*	*-24.4%*	*10.7%*	*9.1%*
Biên LN gộp	25.8%	25.0%	26.5%	27.0%	27.0%	27.0%
ROE (%)	15.1%	19.6%	12.5%	8.4%	7.7%	7.0%
ROA (%)	6.1%	6.6%	4.6%	3.5%	3.6%	3.4%
EPS (VNĐ)	2,233	2,851	1,990	1,503	1,664	1,815
Dòng tiền thuần từ HĐKD	**-504.3**	**521.2**	**724.4**	**553.2**	**749.7**	**933.7**
Dòng tiền thuần của DN	**-18.2**	**1,365.8**	**1,218.6**	**671.1**	**910.4**	**1,357.0**

Đối với phương pháp P/B forward, giả sử mức P/B của DIG được xác định bằng bình quân của P/B các doanh nghiệp có cùng điều kiện kinh doanh đang niêm yết trên 2 sàn giao dịch HSX và HNX. Với dự báo doanh thu, dòng tiền và quy mô vốn CSH năm 2021 – 2025 (bảng trên), cùng với quy mô vốn CSH tại thời điểm 31/03/2021, chúng tôi xác định ***mức BVPS dự báo là 14,660 đồng/cp.***

Kết quả so sánh P/B của DIG với các doanh nghiệp so sánh được tóm tắt tại bảng dưới đây:

Bảng: Kết quả so sánh P/B ngày 09/06/2021

Mã CK	Tên	Sàn	P/B
VHM	Vinhomes	HOSE	3,83
VPI	Đầu tư Văn Phú - Invest	HOSE	2,45
KDH	Nhà Khang Điền	HOSE	2,61
API	APEC INVESTMENT	HNX	1,43
CRE	Bất động sản Thế Kỷ	HOSE	1,95
NLG	BĐS Nam Long	HOSE	1,65
	Trung bình		**2,32**

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU DIG (TIẾP)

Đối với phương pháp RNAV, chúng tôi chủ yếu sử dụng phương pháp định giá DCF đối với các dự án thành phần mà doanh nghiệp đang sở hữu, với các giả định chung bao gồm: *(1) doanh nghiệp sẽ phát triển phần còn lại của dự án đến khi hoàn tất kinh doanh & bàn giao dự án; (2) tỉ lệ sở hữu* của DIG tại mỗi dự án là 100%; (3) tỉ lệ chiết khấu tương ứng với mức WACC của doanh nghiệp là 10,56%*.

	Phương pháp định giá	Giá trị còn lại ước tính (tỷ đồng)	Tỉ lệ sở hữu*	Giá trị ròng đóng góp (tỷ đồng)
KĐT Du lịch sinh thái Đại Phước	DCF	1,049.9	100%	1,049.9
KĐT Nam Vĩnh Yên (phân khu 2, 3)	DCF	2,156.9	100%	2,156.9
KDL Long Tân	DCF	3,544.9	100%	3,544.9
KDC Hiệp Phước	DCF	163.7	100%	163.7
Lam Hạ Central Point	DCF	461.2	100%	461.2
KĐT Chí Linh phân khu C	DCF	294.3	100%	294.3
KĐT Thương mại Vị Thanh	DCF	1,062.7	100%	1,062.7
KĐT mới Bắc Vũng Tàu	DCF	2,227.3	100%	2,227.3
DIG Star Landmark Vũng Tàu	DCF	593.2	100%	593.2
Pullman Hotel & Resort Vũng Tàu	DCF	1,011.6	100%	1,011.6
DIC Star Hotel & Resort Vĩnh Phúc	DCF	542.8	100%	542.8
DIC Star Hotel & Resort (CSJ)	DCF	1,323.1	100%	1,323.1
Dự án khác	Giá trị sổ sách	687.0	100%	687.0
		Tổng giá trị phát triển tại Q1/2021		**15,118.7**
		Lượng tiền mặt & tương đương tại Q1/2021		*399.7*
		Nợ vay tại Q1/2021		*1,560.8*
		Tổng NAV		**13,957.6**
		Số lượng CP lưu hành hiện thời (triệu CP)		409.9
		Giá trị hợp lý của cổ phiếu DIG (đ/CP)		**34,051**

Nguồn: ABS

Với kết quả dự phóng dòng tiền, so sánh P/B, và tái định giá NAV kể trên, giá mục tiêu của cổ phiếu DIG:

- Theo phương pháp FCFF (đã làm tròn) là 26,000đ/CP
- Theo phương pháp RNAV (đã làm tròn) là 34,100đ/CP
- Theo phương pháp P/B forward (đã làm tròn) là 34,000đ/CP

Giá định giá có tỉ trọng theo 3 phương pháp là **32,000đ/CP**

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được ABS đưa ra dựa trên những nguồn tin mà ABS coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, ABS không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và ABS sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.

Bản báo cáo này là tài sản của ABS. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn, trích dẫn không được sự đồng ý của ABS đều là trái pháp luật. Bất kỳ nội dung nào của bản báo cáo này đều không được phép sao chép, sửa đổi, in ấn, trích dẫn nếu không được sự đồng ý của ABS.