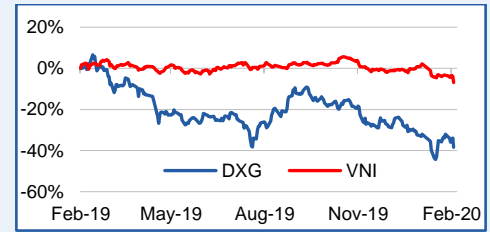


Ngành:	Bất động sản		2019A	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	24/02/2020	Tăng trưởng DT	25,1%	13,8%	44,7%	32,0%
Giá hiện tại:	11.850VND	Tăng trưởng EPS	-5,8%	0,4%	42,7%	41,0%
Giá mục tiêu:	23.200VND	Biên LN gộp	3,2%	12,6%	44,3%	42,6%
TL tăng:	25.700VND	Biên LN ròng	53,0%	50,7%	47,9%	48,1%
TL tăng:	+95,8%	EV/EBITDA	20,9%	20,7%	20,7%	22,3%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	0,9x	0,7x	0,6x	0,5x
Tổng mức sinh lời:	+95,8%	P/E	4,8x	4,8x	3,3x	2,4x
GT vốn hóa:	267,3tr USD			<u>DXG</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	15,0tr USD	P/E (trượt)		4,8x	9,7x	14,1x
GTGD/ngày (30n):	1,1tr USD	P/B (hiện tại)		0,9x	1,7x	2,1x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH		35,8x	11,3%	NA
SL cổ phiếu lưu hành:	518,8 tr	ROE		20,3%	18,7%	15,1%
Pha loãng:	534,9 tr	ROA		11,2%	7,0%	2,5%
PEG 3 năm	0,2					



Tổng quan về công ty

DXG là công ty môi giới bất động sản có uy tín với thị phần cả nước khoảng 30%. Tận dụng kinh nghiệm mảng môi giới, công ty mở rộng sang lĩnh vực đầu tư phát triển nhà ở tập trung vào phân khúc trung cấp tại TP.HCM.

Phạm Minh Đức  
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng Cao cấp

Định giá hấp dẫn với triển vọng tích cực trong trung hạn

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA trong khi giảm giá mục tiêu 10% còn 23.200 đồng/CP, chủ yếu đến từ việc điều chỉnh giảm dự báo giá trị hợp đồng ký mới năm 2020 và mảng dịch vụ môi giới phần nào được bù đắp bởi số dư tiền mặt ròng cao hơn tại thời điểm cuối năm 2019.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2020 12% còn 1,4 nghìn tỷ đồng (+13% YoY) khi chúng tôi giảm (1) dự phóng mảng dịch vụ môi giới trong bối cảnh có tác động tiêu cực từ dịch virus corona bùng phát gần đây và (2) giả định khoản lãi từ hoạt động kinh doanh không cốt lõi.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 sẽ tăng 44% so với năm 2020, đạt 2 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ tốc độ tăng trưởng ổn định trở lại của mảng dịch vụ môi giới và bàn giao tại các dự án ở các tỉnh thành vùng ven, bao gồm dự án chung cư Opal Boulevard (Bình Dương, đã bán trước 100%) và đất nền Long Thành (Đồng Nai, dự kiến mở bán trong quý 2-3/2020).
- Chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng ký mới năm 2020 tăng 3% YoY đạt 4 nghìn tỷ đồng, phần lớn đến từ các dự án ngoài TP.HCM khi quy trình phê duyệt pháp lý trong TP.HCM tiếp tục thách thức kế hoạch mở bán các dự án của DXG.
- DXG hiện được giao dịch tại định giá hấp dẫn với P/E và P/B dự phóng năm 2020 lần lượt là 4,8 lần và 0,7 lần, và PEG 3 năm là 0,2, dựa theo dự báo của chúng tôi. Sau khi phát hành quyền mua vào tháng 8/2019, tâm lý thị trường đối với DXG duy trì ở mức thấp do tiến độ xây dựng và mở bán chững lại tại dự án Gem Riverside. Tuy nhiên, đây chỉ là những vấn đề tạm thời, do đó, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực cho DXG với tăng trưởng lợi nhuận 2 chữ số trong trung hạn.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: hàng tồn kho cao hơn cho mảng môi giới bán buôn, tiếp tục trì hoãn xây dựng tại dự án Gem Riverside.

**Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sẽ ở mức thấp trong giá trị hợp đồng bán 2020.** Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng dự án Long Thành (tổng diện tích đất 92ha; khoảng 4.000 lô đất với giá bán trung bình giả định 70.000 USD/lô) sẽ bắt đầu mở bán trong năm khi DXG mua dự án này thông qua đấu giá công khai với quy trình thủ tục pháp lý được rút gọn thời gian thực hiện. Trong khi đó, chúng tôi thay đổi giả định về tiến độ bán hàng cho phần còn lại của dự án Gem Riverside (quận 2, TP. HCM) sẽ được hoàn thành trong năm 2022 so với 2021. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giá trị hợp đồng bán dự phóng 2020 đạt 4 nghìn tỷ đồng (+3% YoY) so với 5 nghìn tỷ đồng (+28% YoY) trước đây.

**Tăng trưởng mảng môi giới BĐS và đầu tư BĐS vào các dự án ở các tỉnh thành cấp 2 sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận 2020.** Chúng tôi điều chỉnh giảm tăng trưởng doanh thu dự báo cho mảng môi giới BĐS còn 10% YoY năm 2020 so với 15% trước đây – chủ yếu do tác động tiêu cực từ bùng phát dịch virus corona thời gian qua. Trong khi đó, chúng tôi duy trì dự báo của mảng đầu tư BĐS dự phóng năm 2020, chủ yếu sẽ được dẫn dắt bởi các dự án ở các thành phố cấp 2. Do đó, chúng tôi dự báo mảng môi giới và đầu tư BĐS sẽ đóng góp lần lượt 48% và 20% LNST sau lợi ích CĐTTS dự báo 2020 của DXG. Ngoài ra, lợi nhuận được chia từ LDG Group (DXG sở hữu 37%) và kỳ

vọng thoái vốn khỏi các quỹ đất ngoài cốt lõi sẽ chiếm lần lượt 19% và 13% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2020.

**Lợi nhuận sẽ tăng từ năm 2021 trở đi khi hợp đồng đã chốt bàn giao các dự án nhà ở gia tăng.** Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS của DXG sẽ tăng 44% YoY năm 2021 và 43% YoY trong năm 2022, được hỗ trợ bởi tổng giá trị hợp đồng đã ký ước tính 8,1 nghìn tỷ đồng tính đến cuối 2019, trong đó 2 dự án Gem Riverside và Opal Boulevard chiếm tổng cộng khoảng 90%.

## Báo cáo Tài chính

P&L (VND bn)	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>Revenue</b>	<b>5,814</b>	<b>6,615</b>	<b>9,573</b>	<b>12,636</b>
COGS	-2,730	-3,264	-4,984	-6,557
<b>Gross Profit</b>	<b>3,084</b>	<b>3,351</b>	<b>4,589</b>	<b>6,079</b>
Sales & Marketing exp	-483	-578	-733	-930
General & Admin exp	-501	-534	-677	-859
<b>Operating Profit</b>	<b>2,099</b>	<b>2,239</b>	<b>3,179</b>	<b>4,290</b>
Financial income	270	280	300	320
Financial expenses	-209	-386	-409	-358
- o/w interest expense	-199	-336	-356	-311
Associates	149	259	259	259
Net other income/(loss)	79	0	0	0
<b>Profit before Tax</b>	<b>2,389</b>	<b>2,392</b>	<b>3,329</b>	<b>4,511</b>
Income Tax	502	427	666	902
<b>NPAT before MI</b>	<b>1,886</b>	<b>1,966</b>	<b>2,663</b>	<b>3,609</b>
Minority Interest	-670	-596	-686	-789
<b>NPAT less MI, reported</b>	<b>1,217</b>	<b>1,370</b>	<b>1,977</b>	<b>2,820</b>
<b>NPAT less MI, adjusted</b>	<b>1,217</b>	<b>1,370</b>	<b>1,977</b>	<b>2,820</b>
EBITDA	2,123	2,345	3,287	4,404
EPS reported, VND	2,471	2,480	3,539	4,990
EPS adjusted, VND	2,302	2,480	3,539	4,990
EPS fully diluted, VND	2,418	2,432	3,472	4,990
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%
<b>RATIOS</b>	<b>2019A</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Growth</b>				
Revenue growth	25.1%	13.8%	44.7%	32.0%
Op profit (EBIT) growth	14.4%	6.7%	42.0%	34.9%
PBT growth	13.6%	0.2%	39.1%	35.5%
EPS growth, adjusted	-5.8%	0.4%	42.7%	41.0%
<b>Profitability</b>				
Gross Profit Margin	53.0%	50.7%	47.9%	48.1%
Op Profit, (EBIT) Margin	36.1%	33.8%	33.2%	34.0%
EBITDA Margin	36.5%	35.5%	34.3%	34.9%
NPAT-MI Margin, adj,	20.9%	20.7%	20.7%	22.3%
ROE	20.3%	17.9%	21.2%	24.0%
ROA	11.2%	8.5%	9.1%	10.2%
<b>Efficiency</b>				
Days Inventory On Hand	762	1,082	1,046	949
Days Accts, Receivable	458	498	366	312
Days Accts, Payable	492	517	453	482
Cash Conversion Days	728	1,063	959	778
<b>Liquidity</b>				
Current Ratio x	2.3	2.1	2.0	1.9
Quick Ratio x	1.4	0.9	0.8	0.9
Cash Ratio x	0.1	0.1	0.1	0.3
Debt / Assets	22.1%	20.0%	14.0%	10.7%
Debt / Capital	32.3%	32.1%	24.3%	19.4%
Net Debt / Equity	35.8%	34.0%	17.4%	-8.7%
Interest Coverage x	10.6	6.7	8.9	13.8

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo

B/S (VND bn)	2019A	2020F	2021F	2022F
Cash & equivalents	793	1,184	1,742	5,421
ST investment	306	306	306	306
Accounts receivables	9,023	9,026	10,196	11,389
Inventories	6,791	12,565	15,999	18,096
Other current assets	152	469	539	620
<b>Total Current assets</b>	<b>17,066</b>	<b>23,551</b>	<b>28,782</b>	<b>35,832</b>
Fix assets, gross	418	476	543	617
- Depreciation	-56	-162	-270	-384
Fix assets, net	362	314	273	234
LT investment	1,185	1,444	1,703	1,962
LT assets other	1,268	1,183	1,140	1,119
<b>Total LT assets</b>	<b>2,814</b>	<b>2,941</b>	<b>3,116</b>	<b>3,315</b>
<b>Total Assets</b>	<b>19,881</b>	<b>26,491</b>	<b>31,898</b>	<b>39,147</b>
Accounts payable	4,355	4,901	7,483	9,845
Short-term debt	1,063	1,116	1,172	1,231
Other ST liabilities	1,859	5,059	6,061	7,595
Total current liabilities	7,277	11,077	14,716	18,671
Long term debt	3,337	4,181	3,286	2,971
Other LT liabilities	40	40	40	40
<b>Total Liabilities</b>	<b>10,653</b>	<b>15,298</b>	<b>18,041</b>	<b>21,681</b>
Preferred Equity	0	0	0	0
Paid in capital	5,200	5,260	5,320	5,380
Share premium	10,678	10,678	10,678	10,678
Retained earnings	1,716	3,026	4,943	7,702
Other equity	62	62	62	62
Minority interest	2,239	2,835	3,520	4,310
<b>Total equity</b>	<b>9,228</b>	<b>11,193</b>	<b>13,856</b>	<b>17,465</b>
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>19,881</b>	<b>26,491</b>	<b>31,898</b>	<b>39,147</b>
Y/E shares out, mn	520	526	532	538
<b>CASH FLOW (VND bn)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Beginning Cash Balance</b>	<b>1,159</b>	<b>783</b>	<b>1,184</b>	<b>1,742</b>
Net Income	1,217	1,370	1,977	2,820
Dep, & amortization	24	106	108	114
Chge in Working Cap	-4,125	-2,336	-1,091	525
Other adjustments	-127	-259	-259	-259
<b>Cash from Operations</b>	<b>-3,012</b>	<b>-1,119</b>	<b>735</b>	<b>3,200</b>
Capital Expenditures, net	-227	-58	-66	-75
Investments, net	-516	-85	-42	-21
<b>Cash from Investments</b>	<b>-57</b>	<b>27</b>	<b>-24</b>	<b>-54</b>
Dividends Paid	-478	0	0	0
Δ in Share Capital	1,636	0	0	0
Δ in ST debt	592	53	56	59
Δ in LT debt	942	845	-895	-315
Other financing C/F	3	596	686	789
<b>Cash from Financing</b>	<b>2,695</b>	<b>1,494</b>	<b>-154</b>	<b>533</b>
<b>Net Change in Cash</b>	<b>-375</b>	<b>401</b>	<b>558</b>	<b>3,679</b>
<b>Ending Cash Balance</b>	<b>783</b>	<b>1,184</b>	<b>1,742</b>	<b>5,421</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Minh Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.