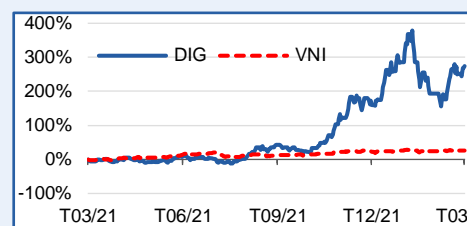


Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIG) [BÁN -56,3%]

Cập nhật

Ngành	BDS		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	04/03/2022	Tăng trưởng DT	3,3%	50,2%	4,0%	7,6%
Giá hiện tại	96.200VND	Tăng trưởng EPS	22,5%	0,5%	9,8%	8,7%
Giá mục tiêu hiện tại	42.000VND	TT LNST sau CĐTS	34,5%	10,4%	9,8%	8,7%
Giá mục tiêu gần nhất	42.000VND	Biên LN gộp	35,5%	47,2%	49,4%	48,6%
TL tăng	-56,3%	Biên LN ròng	37,2%	27,4%	28,9%	29,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	6,5x	5,7x	5,0x	4,4x
Tổng mức sinh lời	-56,3%	P/E	48,2x	47,9x	43,6x	40,1x



GT vốn hóa	2,1 tỷ USD		DIG	Peers	VNI
Room KN	985,8tr USD	P/E (trượt)	48,2x	24,8x	17,2x
GTGD/ngày (30n)	22,0tr USD	P/B (hiện tại)	6,5x	3,1x	2,6x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	15,2%	81,1%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	499,9 tr	ROE	15,8%	14,8%	15,6%
Pha loãng	499,9 tr	ROA	6,6%	5,1%	2,6%

Tổng quan công ty:
DIG, trước đây là công ty con của Bộ Xây dựng, là nhà phát triển quy hoạch đô thị tổng thể cho các dự án quy mô lớn xung quanh TP.HCM và Hà Nội. Với quỹ đất ~ 700 ha đang được phát triển, DIG là một trong những nhà phát triển bất động sản nhà ở lớn nhất Việt Nam về tổng quy mô quỹ đất.

Phạm Minh Đức
Chuyên viên

Tiến độ phát triển phù hợp với dự báo của chúng tôi; định giá kém hấp dẫn

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị BÁN đối với Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIG) do chúng tôi cho rằng đà tăng mạnh của giá cổ phiếu không phản ánh đúng giá trị cơ bản. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 42.000 đồng/cổ phiếu do chúng tôi đưa vào định giá dự án Khu công nghiệp Đức Hòa Resco 3 mà DIG mua lại vào cuối năm 2021, chịu ảnh hưởng một phần bởi số dư nợ ròng cao hơn tính đến cuối năm 2021.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 ở mức 1,1 nghìn tỷ đồng (+10% YoY), chủ yếu đến từ lượng bàn giao tại các dự án Nam Vĩnh Yên và Vị Thanh trong khi chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ thoái vốn trong năm 2022 sẽ thấp hơn đáng kể. Chúng tôi không đề cập đến kế hoạch thoái 49% cổ phần tại Khách sạn Pullman Vũng Tàu của ban lãnh đạo vì hoạt động kinh doanh này chứng lại do tình trạng gián đoạn do dịch COVID-19.
- Tâm lý thị trường đối với cổ phiếu DIG vẫn mạnh mẽ kể từ khi công ty hoàn thành kế hoạch phát hành riêng lẻ vào tháng 10/2021 (Chủ tịch HĐQT DIG, gia đình ông và CTCP Thiên Tân là các nhà đầu tư chính, nâng tổng tỷ lệ sở hữu chính thức từ 39% lên 47% tính đến tháng 10/2021. Chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu của DIG tăng do kỳ vọng ngày càng cao vào việc phát triển cơ sở hạ tầng ở các tỉnh Đồng Nai và Bà Rịa - Vũng Tàu, nơi có quỹ đất lớn của DIG.
- DIG hiện đang giao dịch ở P/E năm 2022/2023 là 47,9/43,6 lần và P/B là 5,7/5,0 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi), cao hơn so với trung vị P/E trượt và P/B quý gần nhất của các công ty cùng ngành trong nước lần lượt là 24,8 lần và 3,1 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/B năm 2022/2023 là 2,5/2,2 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Tiến độ phát triển nhanh hơn dự kiến của các dự án trọng điểm, bao gồm Long Tân và Nam Vĩnh Yên; thông tin chi tiết về việc phát triển các dự án mới mua để hỗ trợ định giá cao hơn.

Chúng tôi kỳ vọng các dự án Nam Vĩnh Yên và Vị Thanh Hậu Giang sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2022. Chúng tôi dự báo lượng bàn giao tại Nam Vĩnh Yên Giai đoạn 2 (P2) và Vị Thanh Hậu Giang sẽ đóng góp khoảng 75% vào dự báo doanh thu và phần lớn dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi cho năm 2022. Các sản phẩm chính của các dự án này là đất nền - bắt đầu mở bán trước vào năm 2021 - và dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận trong giai đoạn 2021-2022. Chúng tôi cũng dự báo công ty sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận thoái vốn không đáng kể trong năm 2022 dù việc đánh giá lại quỹ đất/thoái vốn là yếu tố đóng góp chính vào lợi nhuận của DIG trong giai đoạn 2019-2021.

Đẩy nhanh tiến độ thu mua quỹ đất sau khi tích cực triển khai các hoạt động huy động vốn. Mô hình kinh doanh của DIG tập trung vào quá trình thu mua các quỹ đất lớn và giải phóng mặt bằng trước khi thương mại hóa 1 dự án. Ví dụ, DIG đã đẩy nhanh tiến độ thu mua các dự án Long Tân và Bắc Vũng Tàu trong quý 4/2021, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Ngoài ra, DIG đã mua lại dự án

Khu công nghiệp (KCN) mới - Đức Hòa Resco 3 tại tỉnh Long An - vào cuối năm 2021. Do hiện chưa có thông tin chi tiết về kế hoạch phát triển KCN này, chúng tôi chưa ghi nhận đóng góp của dự án này vào dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2024 của chúng tôi; tuy nhiên, chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 2,0 lần trong định giá của chúng tôi cho DIG - tương tự như giá trị của các dự án Hiệp Phước Nhơn Trạch và Cap Saint Jacques.

Báo cáo tài chính

P&L (VND bn)	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	2,569	3,857	4,010	4,317
COGS	-1,657	-2,038	-2,030	-2,220
Gross Profit	911	1,820	1,980	2,096
Sales & Marketing exp	-200	-200	-210	-220
General & Admin exp	-159	-159	-167	-176
Operating Profit	553	1,461	1,604	1,700
Financial income	35	64	64	64
Financial expenses	-102	-209	-222	-192
- o/w interest expense	-86	-182	-193	-167
Associates	6	0	0	0
Net other income/(loss)	736	0	0	0
Profit before Tax	1,228	1,316	1,446	1,572
Income Tax	-275	-263	-289	-314
NPAT before MI	953	1,053	1,157	1,258
Minority Interest	3	3	3	3
NPAT less MI, reported	957	1,056	1,160	1,261
NPAT less MI, adjusted	957	1,056	1,160	1,261
EBITDA	553	1,489	1,639	1,733
EPS reported, VND	1,998	2,007	2,205	2,397
EPS adjusted, VND	1,998	2,007	2,205	2,397
EPS fully diluted, VND	1,998	2,007	2,205	2,397
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%
RATIOS	2021	2022F	2023F	2024F
Growth				
Revenue growth	3.3%	50.2%	4.0%	7.6%
Op profit (EBIT) growth	59.7%	164.1%	9.8%	6.0%
PBT growth	36.5%	7.2%	9.9%	8.8%
EPS growth, adjusted	22.5%	0.5%	9.8%	8.7%
Profitability				
Gross Profit Margin	35.5%	47.2%	49.4%	48.6%
Op Profit, (EBIT) Margin	21.5%	37.9%	40.0%	39.4%
EBITDA Margin	21.5%	38.6%	40.9%	40.1%
NPAT-MI Margin, adj,	37.2%	27.4%	28.9%	29.2%
ROE	15.8%	13.4%	12.9%	12.3%
ROA	6.6%	5.9%	6.0%	6.3%
Efficiency				
Days Inventory On Hand	908	724	799	803
Days Accts, Receivable	351	295	328	365
Days Accts, Payable	72	58	64	61
Cash Conversion Days	1,186	961	1,062	1,107
Liquidity				
Current Ratio x	2.4	2.7	2.8	2.8
Quick Ratio x	1.6	1.8	1.8	1.9
Cash Ratio x	0.8	1.0	0.9	0.8
Debt / Assets	29.1%	29.4%	25.7%	21.8%
Debt / Capital	98.2%	110.2%	100.5%	89.0%
Net Debt / Equity	15.2%	6.4%	3.2%	1.1%
Interest Coverage x	6.4	8.0	8.3	10.2

Nguồn: BCTC của công ty, dự báo của VCSC

B/S (VND bn)	2021	2022F	2023F	2024F
Cash & equivalents	1,000	2,213	1,967	1,588
ST investment	2,738	2,738	2,738	2,738
Accounts receivables	2,974	3,271	3,925	4,710
Inventories	3,847	4,231	4,655	5,120
Other current assets	659	659	659	659
Total Current assets	11,218	13,113	13,944	14,815
Fix assets, gross	1,310	1,310	1,340	1,379
- Depreciation	-352	-380	-415	-447
Fix assets, net	959	930	926	932
LT investment	298	298	298	298
LT assets other	4,384	4,384	4,384	4,384
Total LT assets	5,640	5,612	5,607	5,614
Total Assets	16,858	18,725	19,552	20,429
Accounts payable	291	358	356	390
Short-term debt	612	612	612	612
Other ST liabilities	3,765	3,913	4,067	4,227
Total current liabilities	4,668	4,882	5,035	5,229
Long term debt	4,295	4,895	4,413	3,838
Other LT liabilities	214	214	214	214
Total Liabilities	9,176	9,991	9,661	9,280
Preferred Equity				
Paid in capital	4,999	4,999	4,999	4,999
Share premium	1,121	1,121	1,121	1,121
Retained earnings	1,025	2,081	3,241	4,502
Other equity	232	232	232	232
Minority interest	305	302	298	295
Total equity	7,682	8,734	9,891	11,149
Liabilities & equity	16,858	18,725	19,552	20,429
Y/E shares out, mn	500	500	500	500
CASH FLOW (VND bn)	2021	2022F	2023F	2024F
Beginning Cash Balance	403	1,000	2,213	1,967
Net Income	957	1,056	1,160	1,261
Dep, & amortization	0	28	35	33
Chge in Working Cap	-794	-528	-987	-1,121
Other adjustments	-961	61	63	64
Cash from Operations	-798	616	271	237
Capital Expenditures, net	-4	0	-30	-39
Investments, net	-3,983	0	0	0
Cash from Investments	-3,987	0	-30	-39
Dividends Paid	0	0	0	0
Δ in Share Capital	1,949	0	0	0
Δ in ST debt	-78	0	0	0
Δ in LT debt	3,470	600	-483	-575
Other financing C/F	42	-3	-3	-3
Cash from Financing	5,383	597	-486	-578
Net Change in Cash	597	1,213	-246	-380
Ending Cash Balance	1,000	2,213	1,967	1,588

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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

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

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

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.