

業界: 不動産

推奨

買い

ダットサイン不動産建設株式会社(HSX: DXG)

新しいポジション

現値	40,400	レポート作成日:	23/02/2022	株主構成	
前理論価格	44,500	流行中株数(100 万)	596	Lương Trí Thìn	14.1%
新理論価格	50,000	時価総額(10 億ドン)	24,079	Dragon Capital	21.1%
配当率	0%	過去 6 ヶ月平均売買高	9,028,200	TOKIO MARINE HOLDING	2.1%
上昇率	24 %	外国人投資家保有率	29.5%	KIM Vietnam Growth Equity	5.6%

業界分析:

Phan Quốc Bửu

(不動産業、小売り業)

buupq@bsc.com.vn

テクニク分析:

Trung Lê

推奨価格: 50,900

VND

損切り値: 38,500 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は RNAV 方法に基づく、(1) 案件を更にアップデートする、(2) ホーチミン市で展開される可能性がある案件 (Gem Riverside & Gem Premium) の販売価格を引き上げるといいくつかの仮定を変更した後、DXG 株の理論株価を 2022 年 2 月 23 日の終値比 24% 増の 5 万 VND/株と評価し、DXG の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は(1) Gem Sky World 案件及び(2) ST-Mortiz 案件の引渡し、仲介サービス業務の回復のおかげで、DXG の収入を前年比 16% 増 11 兆 7,300 億ドン、親会社株主帰属利益を同 28% 増の 1 兆 4,830 億ドンと推定しております。

投資観点

- 引渡し可能製品リスト及び仲介サービス業務の回復のおかげで、2021 年～2023 年の期間における利益の年平均成長率(CAGR)が 26%に達すると予測される。
- 2022 年～2023 年の期間における DXG の年間平均販売総額が 17 兆ドンに達すると予測される。
- Gem Riverside、Gem Premium などの 2022 年からホーチミン市での案件の法的な進捗を加速すると期待します。

リスク

- 案件の販売開始計画は法的な問題と新型コロナウイルス感染症の流行により遅れる。
- 借入金利、業界の周期などの不動産業の一般的リスク。

企業アップデート

- 2021 年には、DXG の収入を前年比 248.8%増 10 兆 1,250 億ドン、親会社株主帰属利益を 1 兆 1,570 億ドンと推定しております。
- 2021 年には、新規販売総額は前年比-21%減の 2 兆億ドンで、販売された Gem Sky World (GSW)案件の 700~800 戸と相当した。

	2021F	2022F	2023F	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	18.3	15.3	12.4	17.9	収入	2,891	10,083	11,987	16,915
PB (x)	2.4	2.1	1.8	2.4	売上総利益	1,875	5,591	6,103	7,999
ROE (%)	13.2%	14.3%	15.0%	13%	税引後利益	-432	1,157	1,463	1,805
ROA (%)	4.1%	4.7%	4.3%	2%	EPS	-789	1,839	2,325	2,868
					EPS 成長率	-136%	-333%	26%	23%

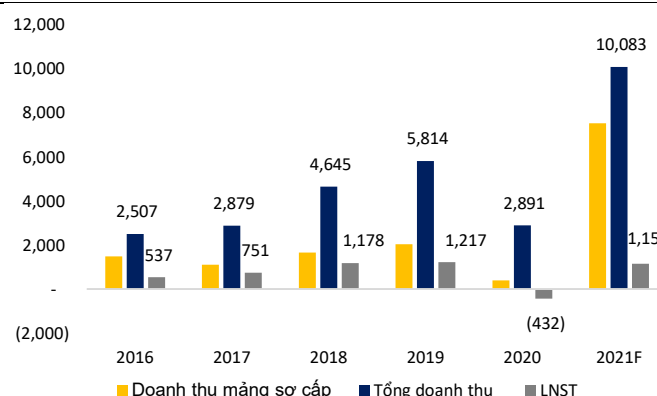
企業アップデート

DXG の 2021 年業績は案件を引渡したことのおかげで、大きく回復した。

2021 年には、DXG の収入が前年比+248.8%増の 10 兆 1,250 億ドンで、年間計画の 112%を達成し、親会社株主帰属利益が 1 兆 1,570 億ドン、年間計画の 85%を達した。DXG が 2021 年利益計画を達成しなかった原因は(1)新型コロナウイルス感染症の流行が仲介サービス業務にマイナス影響を与えた、(2)2021 年第 3 四半期に社会隔離措置により、案件の建設進捗が遅くなったことから由来した。

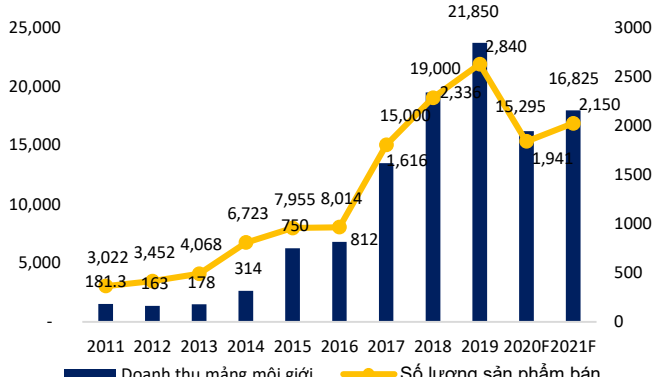
- 第 1 次不動産事業:** 収入は Opal Boulevard 案件 (100%案件) 及び Gem Sky Word 案件 (1,200 戸) の引き渡し及び DXS の不動産事業の収入を記録したことのおかげで、前年同期比 18.2%倍の 7 兆 5,240 億ドンだった。この二つの案件及び DXS の第 1 次案件の寄付率はそれぞれ約 85%、15%だった。
- サービス事業:** サービス事業の収入は前年同期比-15%減の 7,330 億ドンで、販売した製品数が同 28000 戸だった。新型コロナウイルス感染症の流行により、2021 年第 3 四半期及び第 4 四半期に販売活動が遅くなった。

2021 年利益の回復は Boulevard 案件及び GSW 案件を引き渡したことから由来した。



ソース: FiinPro, BSC Research

2021 年には、ブローカー事業による収入は 2020 年に比べて小幅に回復したが、2018 年～2019 年間に比べて低い水準で留まった。

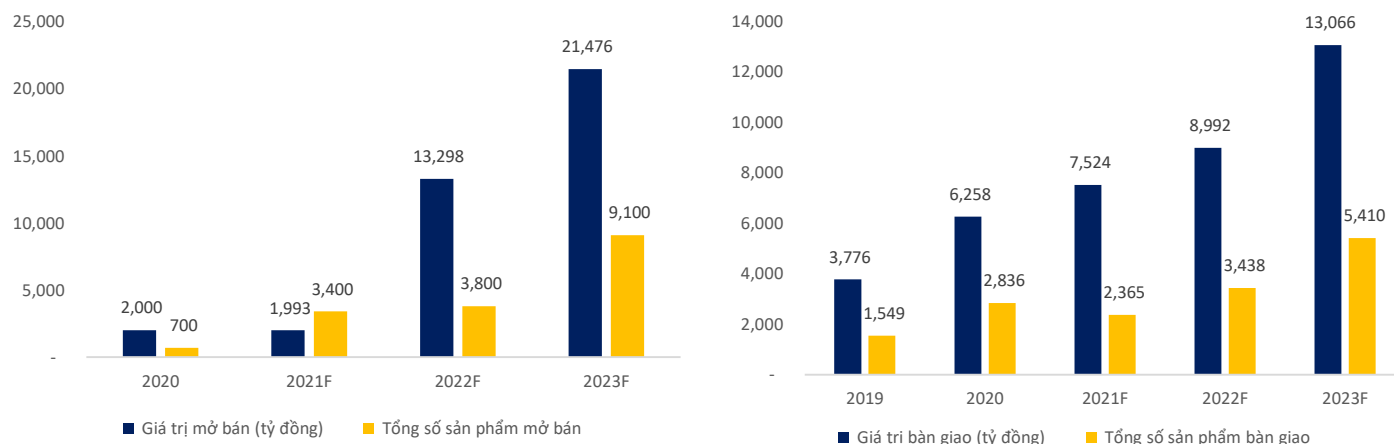


ソース: FiinPro, BSC Research

	2020	2021	% YoY	ノート
収入	2,899	10,125	249%	
第 2 次不動産事業	392	7,524	1,818%	2021 年の売上総利益率が前年同期比 400ppt 減の 51.4%に達したのは第 2 次不動産事業の比率を引き上げたことから由来した。
ブローカーサービス事業	1,941	2,150	11%	
建設契約事業及びその他	530	451	-15%	
売上総利益	1,875	5,591	198%	販管費用が 178%増となったのは(1) 案件向けのマーケティング費用、(2) DXS 上場に関する管理費用ということから由来した。
売上総利益率	64.9%	55.5%		
第 2 次不動産事業	41%	53%		
ブローカーサービス事業	87%	73%		純財務費用が前年比 76%減となったのは LDG への出資金を回収し、借入コストが前年比+78%増となったということから由来した。
販売費用及び一般的な管理費用(SG&A)	1,035	2,879	178%	
販管費用／収入の比率	35.7%	28.4%		
純財務費用	(786)	(191)		
親会社株主帰属利益	(432)	1,157	468%	
純利益率	N/A	11%		

2022 年及び 2023 年の新規販売総額は急増すると予測される。DXG は新しいポジションを設立する可能性がある。

BSC の推定によると、2021 年の新規販売総額は前年比-21%減の 2 兆ドンで、販売された Gem Sky World (GSW)案件の 700～800 戸と販売した。新型コロナウイルス感染症の流行により、GSW 案件及び Opal Cityview 案件の販売計画が 2022 年に移転したことで、2021 年の新規販売総額が減少した。



ソース: BSC Research

BSC の推定によると、DXG の 2021 年新規案件販売総額が前年比 6 倍増の 13 兆 2,980 億ドンで、3800 製品と相当した。2022 年新規案件販売総額は主な GSW 案件及び Opal City View 案件から由来する。2023 年には、BSC は DXG が Opal Park View 案件、Opal Park City 案件及び Gem Riverside 案件の販売計画を引き続き促進すると考えております。BSC の予測によると、2023 年新規案件販売総額が 21 兆 4,760 億ドンで、9,100 製品と相当する。

案件ポートフォリオは中長期的に利益の 2 桁成長を保証することができる。2021 年末には、DXG は Opal Park View 案件 (6,800 製品)、Opal Park City 案件 (7,400 製品) を開発案件リストに追加した。これらの案件は 2023 年から販売開始する見込みです。

STT	Tên dự án	Thời gian mở bán dự kiến	Diện tích (ha)	Vị trí	Số sản phẩm	Tỷ lệ bán hàng	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Danh mục ngắn hạn												
4	Opal Boulevard	2019	1.4	Bình Dương	1,446	100%						
3	St - Mortiz	2019	0.2	Thủ Đức	106	100%						
1	Gem Sky World	Q2-Q4/2020	95.0	Đồng Nai	4,079	42%						
5	Opal SkyLine	Q2/2020	1.0	Bình Dương	1,530	100%						
2	Gem Riverside	2022	6.7	Quận 2	3,181	31%						
6	Opal City View	2022	1.0	Bình Dương	1,500	n/a						
Danh mục trung hạn												
7	Opal Park View	2023	5.1	Bình Dương	6,800	n/a						
8	Opal Park City	2023	10.0	Bình Dương	7,400	n/a						
9	Lux Star	n/a	1.1	Quận 7	670	n/a						
9	Gem Premium	n/a	6.7	Thủ Đức	2,761	n/a						
10	The Palm City	n/a	7.4	Quận 9	n/a	n/a						
11	Lux Riverview	n/a	0.9	Thủ Đức	n/a	n/a						
12	Gem Riverview	n/a	2.6	Thủ Đức	n/a	n/a						
13	Opal Tower	n/a	0.5	HCM	n/a	n/a						
14	Opal Riverview	n/a	1.3	HCM	n/a	n/a						
15	Opal City	n/a	6.1	Quận 9	2,524	n/a						
Tổng cộng			145.6		30,551							

ソース: BSC Research

Gem Riverside 案件及び Gem Premium 案件などのホーチミン市で DXG の既存土地の法的な手続きは承認される可能性がある。これらの土地面積は原価が良い、土地価格が最近上昇している。これは DXG の利益率を改善するだろう。

ホーチミン市、特にホーチミン市の中央区での案件の予定販売価格は前予測に比べて大幅に上昇する可能性がある。(1) 衛星都市が形成している、(2) インフラ投資がホーチミン市と周辺都市との移動時間を短縮する、(3) 建材費用が急増する、(4) 都内の土地面積が縮小されていることで、不動産新規案件価格が最近上昇している。DXG は原価が良い国内土地を所有している。そのために、この土地面積が、DXG は恩恵を受けるだろう。

BSC は(1) 案件ポートフォリオを拡大する、(2) 案件の予定販売価格が前予測に比べて大幅に上昇する、(3) ホーチミン市での既存土地の法的な手続きが政府に承認されるという重要な要素を基づく、DXG の評価を上方修正しております。

DXG は社債発行チャンネルを通して、資金調達の展開を強化する。

DXG の取締役役会は旦保財産付け社債発行案件(額面総額: 4 兆ドン)を承認した。それによると、DXG は Ha An 不動産投資株式会社へ 4 兆ドンを出資する計画が承認した。DXG は新規土地面積の合併・買収を強化し、規模がより大きくて、製品数がより多い案件を展開している。BSC はこれがポジティブなシグナルだと評価しております。2021 年 12 月 31 日時点で、DXG の純借入額／総資本の比率が 33.4%で、平均水準(65%)に比べて低い水準で維持した。そのために、BSC は DXG が将来経営戦略を実施するための成長余地が残っていると考えております。

また、DXG が従業員インセンティブとして株式給付型プラン(ESOP)への新株発行を実施した後、同社の取締役会長が DXG の保有率を 14.08%から 17.34%に引き上げると発表した。具体的には、取引登録株数は 2,072 万 5,000 株で、そのうち、(1) 従業員インセンティブとして株式給付型プラン(ESOP)への新株発行の 72 万 5,700 株、(2) 相対取引或いは市場での取引方法での 2,000 万株を含む。

2022 年業績予測

Gem Sky World 案件及び ST-Mortiz 案件は 2022 年の利益成長原動力となるだろう。BSC は(1) Gem Sky World 案件及び(2) ST-Mortiz 案件の引渡し及び仲介サービス業務の回復のおかげで、DXG の 2022 年収入を前年比 19%増 11 兆 9,870 億ドン、税引後利益を同 26%増の 1 兆 4,630 億ドン、EPSfw を 2,325VND／株、Pefw を 15.3x だと推定しております。

単位: 10 億ドン	2018A	2019E	2020F	2021	2022F	2023F
収入	4,645	5,814	2,891	10,083	11,987	16,915
前年比	61%	25%	-50%	249%	19%	41%
売上原価	2,031	2,730	1,016	4,492	5,884	8,916
売上総利益	2,615	3,084	1,875	5,591	6,103	7,999
販売費用	434	483	489	1,881	2,107	2,972
一般的な管理費用	346	501	546	998	903	1,274
営業利益	1,013	642	149	433	433	433
金融活動収益	206.7	270.5	72.6	352.7	221.3	240.2
金融活動費用	190.8	209.0	858.3	543.6	534.0	806.0
合併・関連会社関連収益	256	149	(11)	0	0	0
税引前利益	2,102	2,389	74	2,516	2,774	3,437
法人税合計額	385	510	499	777	582	722
税引後利益	1,723	1,886	(126)	1,595	2,191	2,715
少数株主持分	544	670	305	438	728	911
親会社株主利益	1,178	1,217	(432)	1,157	1,463	1,805
前年比	57%	3%	-136%	468%	26%	23%
EPS(VND/株)	3,198	2,222	-789	1,839	2,325	2,868
売上総利益率	56%	53%	65%	55%	51%	47%
純利益率	25%	21%	-15%	11%	12%	11%
ROE	24%	17%	-7%	13%	14%	15%

ソース: BSC Research

評価

BSC は RNAV 方法に基づく、DXG 株の理論株価を 2022 年 2 月 23 日の終値比 24%増の 5 万 VND/株と評価し、DXG の投資評価を「買い」と推奨しております。

評価

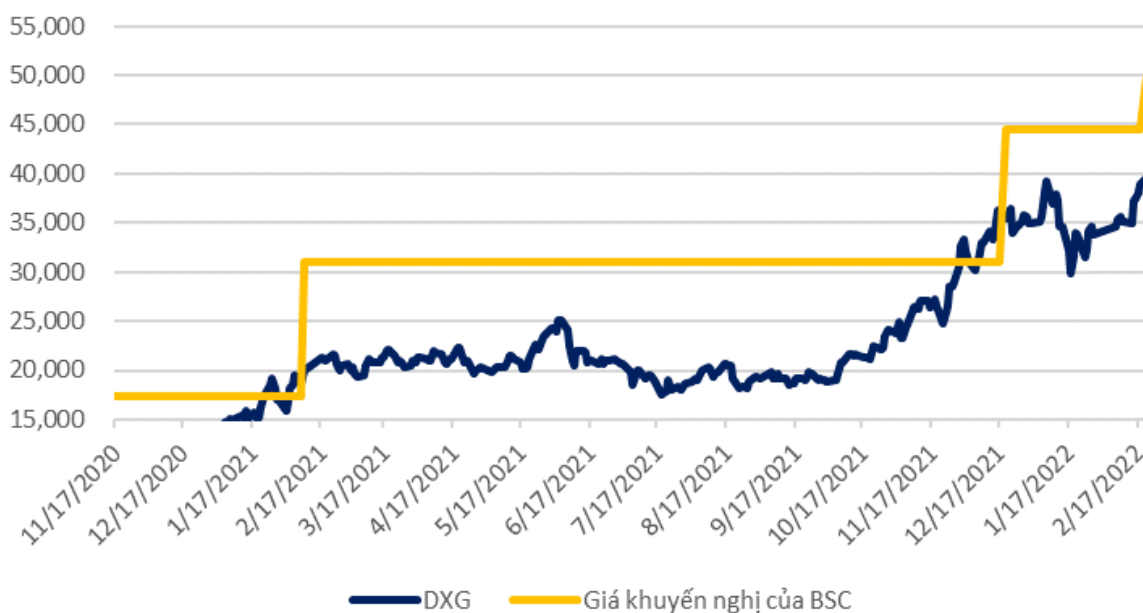
10 億ドン	方法	総価値	保有率	>DXG
不動産				24,564
Gem Sky World (Long Thành)	DCF	4,836	100%	4,836
Opal CityView	DCF	1,378	100%	1,378
Opal Skyline	DCF	754	100%	754
ST-Mortiz	DCF	316	100%	316
Opal Park View	DCF	3,294	100%	3,294
Opal Park City	DCF	1,993	100%	1,993

Gem Riverside	DCF	5,481	100%	5,481
Lux Riverview	DCF	715	100%	715
Opal City	DCF	854	100%	854
The Palm City	DCF	535	100%	535
Opal Premium	DCF	4,348	75%	3,261
Lux Star	DCF	639	100%	639
Opal Tower	DCF	506	100%	506
仲介				6,665
仲介 (DXS)	DCF	6,665	100%	6,665
(+) 資産		3,017		3,017
(-) 借入額		4,480		4,480
再評価総価値				29,765
総株数				596,025,562
2020 年 11 月 9 日の終値				40,400
ディスカウント				0%
合理的な価値				50,000
成長ポテンシャル				24%
WACC				13.00%



株価の推移

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



付録

業績(10 億ドン)	2020	2021	2022F	2023F
売上高	2,891	10,083	11,987	16,915
売上原価	1,016	4,492	5,884	8,916
売上総利益	1,875	5,591	6,103	7,999
販売費用	(489)	(1,881)	(2,107)	(2,972)
企業管理費用	(546)	(998)	(903)	(1,274)
営業利益／損失	840	2,713	3,094	3,752
金融活動収益	73	353	221	240
金融活動費用	(858)	(544)	(534)	(806)
借入費用	(309)	(534)	(467)	(739)
合併・関連会社関連収益	(11)	0	0	0
他の収益	31	(6)	(8)	250
税引前利益	74	2,516	2,774	3,437
法人税額	(201)	(921)	(582)	(722)
税引後利益	(126)	1,595	2,191	2,715
少数株主持分	305	438	728	911
少数株主利益等控除利益	(432)	1,157	1,463	1,805
EBITDA	896	2,791	3,144	3,752
EPS	(789)	1,839	2,325	2,868

バランスシート(10 億ドン)	2020	2021	2022F	2023F
現金及び現金相当	1,780	2,738	3,030	3,030
短期投資	206	286	286	286
短期未収金	7,213	10,182	9,894	13,960
棚卸資産	10,252	11,853	13,454	13,454
その他流動資産	273	172	1,128	1,128
流動資産	19,716	25,223	27,791	27,791
有形資産	355	427	747	747
原価償却	57	79	50	–
建設中非流動資産	645	665	665	665
長期投資	107	353	353	353
他の非流動資産	1,683	948	1,204	1,204
非流動資産	3,588	3,024	3,601	3,601
総資産	23,304	28,247	31,392	31,392
買掛金	604	849	1,497	1,497
短期借入	2,069	2,963	2,797	2,797
他の短期借入	7,646	9,445	10,003	10,003
短期借入総額	10,319	13,257	14,298	14,298
長期借入	3,876	1,517	2,152	2,152
他の長期借入	33	98	98	98
長期借入	3,909	1,616	2,250	2,250
負債総額	14,227	14,873	16,548	16,548
出資金	5,200	5,978	5,978	5,978
株式会社化による資本剰余金	11	11	11	11
未処分利益	841	2,669	4,118	4,118
他の株主資本	–	–	–	–
少数株主持分	2,930	4,612	4,612	4,612
株主資本総額	6,132	8,737	10,200	10,200
総資本	23,290	28,222	31,360	31,360
流行中株数	520	598	598	598

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2020	2021	2022F	2023F
税引後利益	(432)	1,157	1,463	1,463
原価償却及び割当て	57	79	50	50
流動資本変更	(361)	1,244	194	194
他の修正	(7)	66	–	–
営業活動からキャッシュフロー	(361)	1,244	194	2,220
固定資産購入額	(89)	(63)	(371)	–
他の投資額	(785)	(2,038)	–	–
投資活動からキャッシュフロー	(753)	39	(371)	–
配当金	(431)	(296)	–	–
借入から金額	1,523	(1,486)	469	2,885
他の未収金	1,018	1,457	–	–
金融活動からキャッシュフロー	2,101	(325)	469	2,885
初期キャッシュフロー	793	1,780	2,738	3,030
中期キャッシュフロー	986	958	292	5,105
最後期キャッシュフロー	1,780	2,738	3,030	8,135

指数(%)	2020	2021	2022F	2023F
支払能力				
流動比率	1.9	1.9	1.9	1.9
当座比率	0.9	1.0	1.0	1.2

資本構成				
負債比率/総資産	26%	16%	16%	16%
負債比率/株主資本	97%	51%	49%	65%

稼働能力				
棚卸資産回転期間	762	3061	898	785
売掛金回収期間	1025	315	306	257
買掛金回収期間	33	32	57	67
現金回転率	1754	3344	1147	975

利益性				
売上総利益率	64.9%	55.5%	50.9%	47.3%
税引後利益率	–14.9%	11.4%	12.2%	10.6%
ROE	–7.0%	13.2%	14.3%	15.0%
ROA	–1.9%	4.1%	4.7%	4.3%

評価				
PE	(42.7)	18.3	15.3	12.4
PB	3.0	2.4	2.1	1.8

成長率				
売上高	–50.3%	248.8%	18.9%	41.1%
税引後利益	–60.0%	223.1%	14.1%	21.3%
税引前利益	–96.9%	3278.0%	10.2%	23.9%
EPS	–135.5%	–333.1%	26.4%	23.4%

ソース: BSC Research.

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

