

CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất xanh (DXS)

Trung lập

Bất động sản nhà ở

Giá hiện tại	VND5.650
Cao/Thấp 52 tuần	VND9.430/VND5.410
Giá mục tiêu	VND5.900
Consensus	-7,8%
Tiềm năng tăng giá	4,4%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	4,4%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	541,6
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,6
Sở hữu NN (tr USD)	50,2
Số CP lưu hành (tr)	574
Số CP sau pha loãng (tr)	574

	DXS	Ngành	VNI
P/E trượt	N/A	60,4x	15,8x
P/B hiện tại	0,5x	0,4x	1,7x
ROA	-0,4%	1,0%	1,8%
ROE	-0,5%	1,4%	12,0%

*dữ liệu ngày 5/11/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
DXS	1,6	0,9	16,5
Tương quan VNI	-2,6	-2,6	-10,7

Ownership

Đất Xanh Group	55,9%
Victory Holding Investment Ltd	8,1%
Đỗ Thị Hiền	4,9%
Khác	31,1%

Tổng quan

DXS là công ty con hoạt động trong lĩnh vực môi giới BĐS của DXG, chiếm lĩnh thị trường môi giới sơ cấp tại Việt Nam với thị phần hơn 30%, nhờ dịch vụ môi giới toàn diện cung cấp cho đối tác. Chiến lược hợp tác cùng phát triển và tận dụng am hiểu thị trường địa phương của các đối tác là nền tảng quan trọng trong chiến lược độc đáo của DXS.

Chuyên viên phân tích:



Trần Trung Kiên

kien.trantrung@vndirect.com.vn

Sự hồi phục dần rõ ràng

- Chúng tôi khuyến nghị Trung lập trong báo cáo lần đầu với giá mục tiêu 5.900 đồng/cp với tiềm năng tăng giá 4,4% và không có cổ tức.
- Những yếu tố chính đưa đến khuyến nghị của chúng tôi là sự ấm lên của thị trường và nguồn cung được cải thiện nhờ nỗ lực tháo gỡ nút thắt pháp lý.
- DXS đang giao dịch P/B 0,54 lần, thấp hơn mức trung bình từ khi DXS niêm yết vào tháng 7 năm 2021 là 1,03 lần, tuy nhiên những thách thức tiềm ẩn có thể làm ảnh hưởng định giá trong giai đoạn sắp tới.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu 6T24 cải thiện 24,7% svck, đạt 1,24 nghìn tỷ đồng, từ nền thấp 6T23 khi thị trường vẫn trong giai đoạn khó khăn do các chính sách thắt chặt của các cơ quan quản lý.
- DXS ghi nhận lợi nhuận ròng 6T24 dương so với mức lỗ của cùng kỳ năm trước, đạt 69 tỷ đồng, nhờ sự phục hồi của hoạt động kinh doanh cốt lõi khi thị trường ấm lên.
- Chúng tôi dự phóng DXS sẽ đạt LN dương vào năm 2024 lên 199 tỷ đồng và với mức tăng trưởng 80,4%/27,9% svck trong năm 2025-26.

Luận điểm đầu tư

Hưởng lợi từ sự hồi phục của thị trường nhờ vị thế vững chắc

Thị trường bất động sản Việt Nam đang trong quá trình phục hồi sau giai đoạn suy giảm do ảnh hưởng của Covid, các vi phạm phát hành trái phiếu dẫn tới việc các cơ quan can thiệp để kiểm soát. Sau đó, các quy định dần được nới lỏng cùng với việc giảm lãi suất và luật sửa đổi có hiệu lực kỳ vọng sẽ giúp tâm lý thị trường thêm phần cải thiện. Thị trường đang ấm dần lên khi khối lượng giao dịch tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM đã phục hồi nhanh chóng. DXS cũng đã linh hoạt trong kế hoạch tuyển dụng nhân viên năm 2024 để đón đầu sự phục hồi của thị trường.

Cấu trúc kinh doanh độc đáo giúp DXS chiếm lĩnh thị phần môi giới sơ cấp

DXS hoạt động theo mô hình kinh doanh độc quyền phân phối dự án với đối tác và hợp tác chiến lược với các quản lý môi giới tại các địa phương với mô hình chia sẻ lợi nhuận. Nhờ đó, DXS đã xây dựng được mạng lưới môi giới toàn quốc với sự am hiểu khách hàng tại các địa phương. Nhờ đó giúp DXS đạt được thị phần cao trong ngành, chiếm 33% thị phần môi giới sơ cấp tính đến cuối năm 2023.

DXS là sự chọn lựa hàng đầu cho các dự án phân phối BĐS lớn

Với năng lực cung cấp dịch vụ môi giới BĐS toàn diện, DXS đã giành được sự tin tưởng của các đối tác và nhận được nhiều hợp đồng phân phối các dự án. Đối với các dự án môi giới toàn diện, DXS có thể hưởng phí môi giới lên tới 10-15% giá trị dự án, trong khi đó các dự án môi giới truyền thống thường có phí hoa hồng 3-5%.

Mảng môi giới thứ cấp: Khả năng sinh lợi tốt nhưng có tính cạnh tranh cao

Thị trường thứ cấp đầy tiềm năng là một cơ hội lớn mà DXS không thể bỏ lỡ. Ngoài vị thế dẫn đầu thị trường môi giới sơ cấp, DXS đã tích cực mở rộng mảng thị trường môi giới thứ cấp phù hợp bối cảnh nguồn cung sơ cấp hạn chế ở các thành phố lớn. Dù phân mảnh, mảng môi giới thứ cấp vẫn mang lại nhiều cơ hội đáng kể cho DXS, nhờ vào hệ mạng lưới môi giới toàn quốc và năng lực môi giới toàn diện.

	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng DT thuần	(51,2%)	25,0%	30,0%	21,0%
Tăng trưởng EPS	(148,7%)	N/A	80,4%	27,9%
Biên lợi nhuận gộp	35,6%	46,3%	49,3%	50,3%
Biên LN ròng	N/A	8,0%	11,1%	11,7%
P/E (x)	N/A	20,6	11,4	8,9
Rolling P/B (x)	0,5	0,5	0,5	0,4
ROAE	N/A	2,4%	4,3%	5,2%
Nợ ròng trên VCSH	22,8%	17,4%	15,3%	16,5%

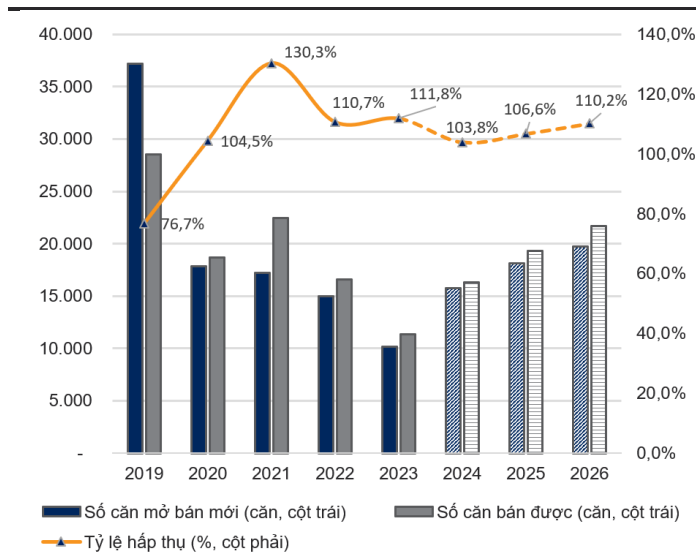
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Bối cảnh ngành: Những thách thức ngắn hạn dần nhẹ đi, quỹ đạo tăng trưởng dần hình thành

Nguồn cung nhà mới sụt giảm đặt ra các áp lực lên ngành

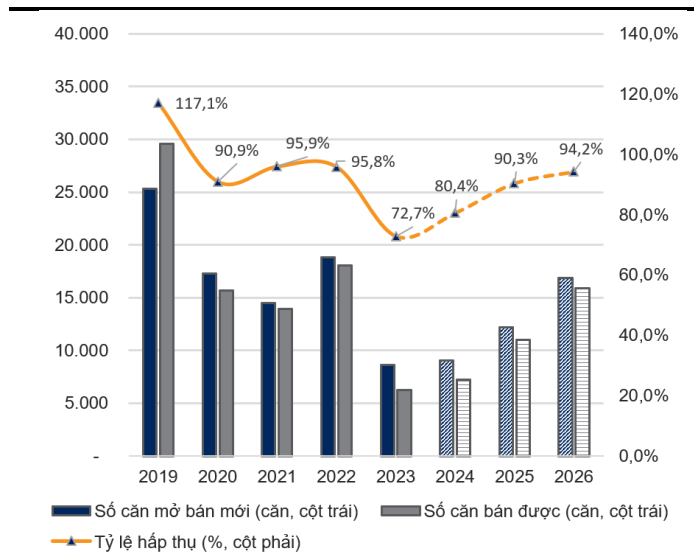
Nguồn cung căn hộ, nhà phố mới của thị trường bất động sản nhà ở đã cho thấy sự sụt giảm mạnh, đặc biệt là trong 6T23 khi thị trường lao dốc và bước vào giai đoạn khó khăn khi một số yếu tố tiêu cực tiếp tục đè nặng lên triển vọng hồi phục thị trường. Nguồn cung mới tại Hà Nội đã có dấu hiệu phục hồi trong năm 2024 với các hoạt động mở bán sôi động từ Vinhomes (Vinhomes Cổ Loa; Vinhomes Đan Phượng; Vinhomes Smart City; Vinhomes Ocean Park 1, 2, 3) và các dự án khác như (The Island Mall, Ecopark, Nam An Khánh,...). Xu hướng phục hồi nguồn cung tương tự trong năm 2024 dự kiến sẽ diễn ra tại TP.HCM nhưng với sự phục hồi yếu hơn so với Hà Nội, nhờ các dự án như Eaton Park, The Global City, Lotte Eco Smart City, The Clarita, The Emeria,... Cả hai khu vực này dự kiến sẽ có mức hấp thụ tốt vì tình trạng thiếu hụt nguồn cung, và giá bán trung bình tại khu vực này cũng tăng liên tục qua các năm.

Hình 1: Nguồn cung mới tại Hà Nội (căn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 2: Nguồn cung mới tại TP.HCM (units)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Các vướng mắc pháp lý chưa được giải quyết và chính sách tiền tệ thắt chặt đã cản trở các kênh nguồn vốn của các DN phát triển BĐS để phát triển dự án. Ngoài ra, những rủi ro chính trị toàn cầu đã khiến các doanh nghiệp thận trọng hơn trong kế hoạch phát triển các dự án của họ. Dẫn đến nguồn cung sơ cấp đã sụt giảm mạnh, và mảng môi giới thứ cấp trở thành mảng hoạt động có đóng góp quan trọng quan trọng đối với các DN môi giới BĐS nhà ở.

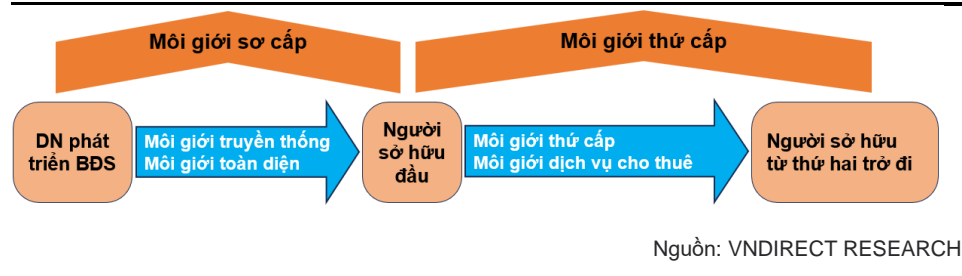
Trong giai đoạn thị trường khó khăn hiện nay với nguồn cung khan hiếm, phân khúc môi giới thứ cấp trở nên quan trọng đối với các DN trong ngành. Phân khúc này mang đến nguồn thu lớn cho các DN môi giới BĐS, với biên lợi nhuận tốt. Tuy nhiên, mảng môi giới thứ cấp có sự cạnh tranh cao, phân mảnh và không có rào cản gia nhập ngành. Hiện tại, chưa có công ty nào khẳng định được vị thế dẫn đầu ngành với mảng môi giới thứ cấp. Do đó, các DN có lợi thế cạnh tranh về mạng lưới phân phối sẽ có vị thế tốt để tận dụng mảng kinh doanh hấp dẫn này.

Trong giai đoạn vừa qua, các DN môi giới BĐS đã trải qua một giai đoạn khó khăn. Trải dài từ cuối Q1/22 đến cuối Q2/23, một loạt các chính sách thắt chặt đã được thực hiện nhằm kiềm đà tăng trưởng nóng thị trường BĐS. Điều đó

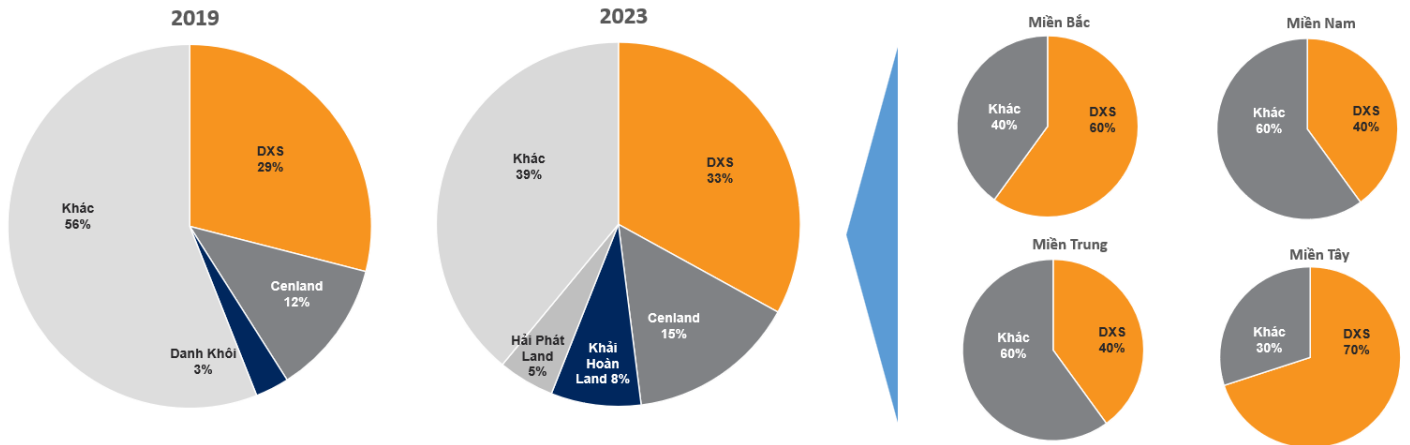
dẫn đến thanh khoản thị trường sụt giảm một cách nhanh chóng, giao dịch trên toàn thị trường trở nên khan hiếm và DT của các DN trong ngành giảm mạnh. Từ Q3/23, khi các chính sách dần được nới lỏng do sự suy giảm của thị trường bất động sản đã ảnh hưởng tiêu cực đến toàn bộ nền kinh tế. Sau giai đoạn đó, thị trường dần phục hồi và các DN bắt đầu giảm bớt những khó khăn tài chính.

Trong nửa đầu năm 2024, chúng tôi nhận thấy tín hiệu hồi phục tích cực trong giao dịch môi giới sơ cấp, đặc biệt là tại Hà Nội, khu vực mà các nỗ lực giải phóng mặt bằng đã được thực hiện hiệu quả, nhờ đó giúp việc mở bán của nhiều dự án của cả DN BĐS trong nước và DN BĐS nước ngoài. Trong khi đó, thị trường môi giới sơ cấp tại TP.HCM vẫn chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi tốt do nỗ lực tháo gỡ pháp lý tại khu vực này chưa đạt được hiệu quả cao. Trong giai đoạn tới, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung tại cả hai khu vực sẽ được cải thiện đáng kể sau khi các luật bất động sản sửa đổi có hiệu lực từ ngày 1 tháng 8 sẽ “ngấm sâu” vào thị trường. Nhờ đó sẽ giải quyết được sự chong chéo trong các quy định của luật cũ và các quy định của các cơ quan quản lý, qua đó sẽ rút ngắn thời gian hoàn thành thủ tục pháp lý dự án của các dự án.

Hình 3: Môi giới sơ cấp và môi giới thứ cấp



Hình 4: Thị phần môi giới thứ cấp, thị phần môi giới của DXS gấp đôi so với đối thủ đứng thứ 2.

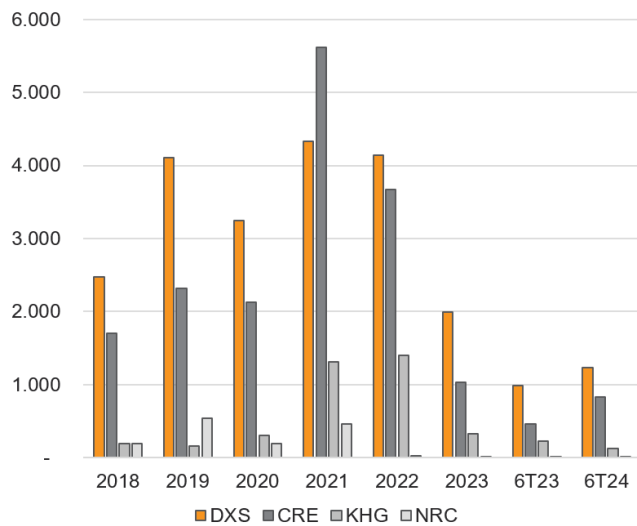


Vị thế của DXS trên thị trường

Thị trường môi giới bất động sản Việt Nam rất phân mảnh, với nhiều doanh nghiệp nhỏ (bao gồm cả môi giới độc lập và môi giới tổ chức). Có khoảng 3.000 công ty môi giới được thành lập và hơn 300.000 môi giới hoạt động trong ngành, tập trung ở các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng và Bình Dương. Các công ty môi giới tại các vùng bao gồm: **Miền Bắc** (Hà Nội và các khu vực lân cận): Đất Xanh Miền Bắc (công ty con của DXS), CRE và Hải Phát Land (HPX); **Miền Trung**: Đất Xanh Miền Trung (công ty con của DXS) là công ty chiếm thị phần lớn; **Miền Nam**: thị trường phân mảnh hơn so với các khu vực khác, nhưng công ty lớn bao gồm Khai Hoàn Land (KHG), The Property X (công ty con của HTN) và Đất Xanh Miền Nam (từng công ty con của DXS; hiện là

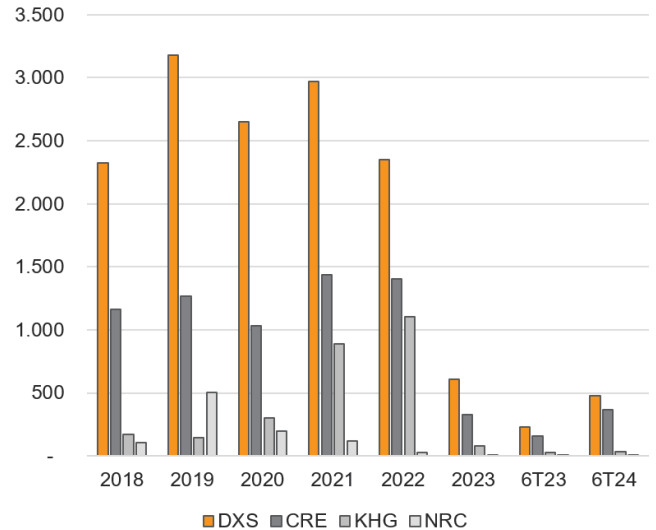
công ty liên kết); **Miền Tây:** Đất Xanh Miền Tây chiếm 70% thị phần. Nhìn chung, DXS dường như là công ty môi giới bất động sản lớn nhất cả nước (dựa trên dữ liệu từ các thành phố lớn). Chúng tôi cho rằng thị phần của họ đang ở khoảng 33%, thậm chí có thể cao hơn sau giai đoạn tái cấu trúc thời gian vừa qua. Xếp sau DXG là CRE với thị phần là 15% và KHG với thị phần là 8%. Ngoài ra còn có các công ty môi giới bất động sản khác bao gồm The Property X (HTN), Hải Phát Land, One Housing, Era và DKRA...

Hình 5: Doanh thu của các công ty môi giới niêm yết (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Doanh thu mảng môi giới của các công ty niêm yết (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nguồn cung BĐS kì vọng sẽ cải thiện sau khi luật BĐS điều chỉnh có hiệu lực

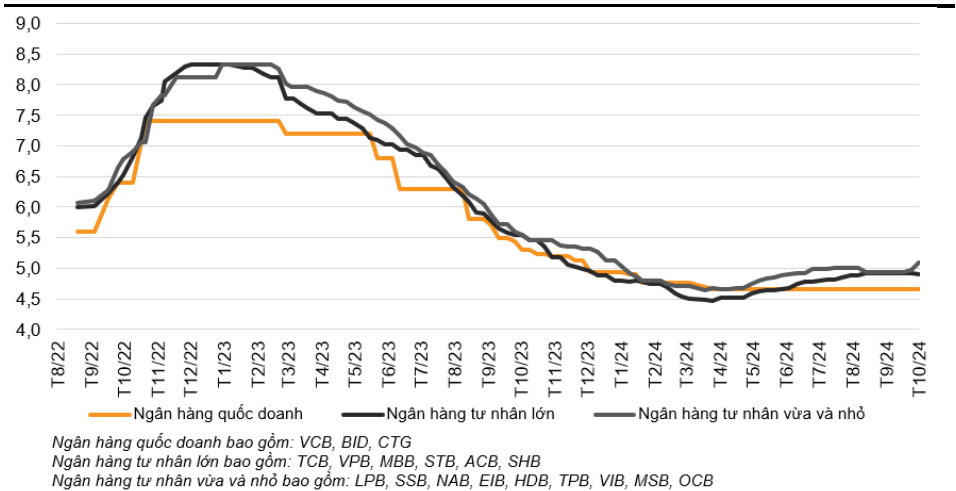
Các luật bất động sản điều chỉnh, bao gồm Luật Kinh doanh bất động sản năm 2023, Luật Nhà ở năm 2023 và Luật Đất đai năm 2024, đã được thông qua và có hiệu lực từ ngày 1 tháng 8 năm 2024, sớm hơn 5 tháng so với kế hoạch ban đầu. Đây là một yếu tố tích cực cho các DN phát triển bất động sản và các DN hoạt động lĩnh vực môi giới bất động sản. Các luật điều chỉnh kỳ vọng sẽ giải quyết sự chông chéo giữa các luật và quy định của các cơ quan chức năng, từ đó tháo gỡ các nút thắt pháp lý và giúp rút ngắn thời gian hoàn thành pháp lý của dự án từ 18-24 tháng xuống còn 9-12 tháng, qua đó sẽ giúp cải thiện nguồn cung toàn thị trường. Luật điều chỉnh nhằm giúp thị trường bất động sản phát triển minh bạch và bền vững với hàng loạt quy định cụ thể, sẽ giúp hỗ trợ tâm lý thị trường cải thiện trong thời gian tới.

Tính đến cuối tháng 6 năm 2024, Hà Nội đã hoàn thành tháo gỡ 705/712 dự án, đồng thời có kết luận thanh tra, hướng dẫn để đẩy nhanh tiến độ đầu tư và đưa đất vào sử dụng sớm nhất. Trong khi đó, tại khu vực TP.HCM, cũng đã có những nỗ lực tương đối tích cực tháo gỡ vướng mắc cho 44/148 dự án bị ách tắc. Ngoài ra, thủ tục pháp lý của các dự án tại các thành phố lớn khác như Hải Phòng, Quảng Ninh, Đà Nẵng, Bình Dương cũng được cải thiện đáng kể. Nhờ đó, tâm lý thị trường đã dần ổn định sau một thời gian ảm đạm, và chúng tôi kỳ vọng nỗ lực hoàn thiện luật sẽ tác động tích cực đến lĩnh vực môi giới bất động sản, và các doanh nghiệp vượt qua giai đoạn khó khăn từ năm 2019-2023 sẽ có nhiều cơ hội tăng trưởng tốt trong giai đoạn sắp tới.

Việc nới lỏng các điều kiện tín dụng giúp thúc đẩy nhu cầu mua nhà và phát triển dự án của các DN phát triển BĐS

Lãi suất vay thế chấp hiện tại đang ở mức thấp, so với giai đoạn khó khăn từ Q1/22 đến nửa đầu năm 2023 khi thị trường đang trong giai đoạn thắt chặt. Nhờ đó đã thúc đẩy nhu cầu vốn cả các DN phát triển BĐS và người mua nhà, hỗ trợ sự phục hồi của thị trường vào Q3/23 và đã cho thấy xu hướng ấm lên trong nửa cuối năm 2023 và nửa đầu năm 2024. Nhờ đó tâm lý thị trường đã cải thiện tốt, người mua nhà trở nên mạnh dạn hơn trong quyết định mua nhà và khối lượng giao dịch bất động sản thể hiện sự cải thiện rõ rệt qua từng quý. Do đó, các DN môi giới bất động sản sẽ được hưởng lợi tốt từ sự hồi phục của thị trường trước khi đạt được mức tăng trưởng ổn định nhờ các chính sách của nhà nước giúp thị trường phát triển theo hướng bền vững.

Hình 7: Lãi suất tiền gửi đã giảm xuống mức thấp hơn giai đoạn Covid-19 (%)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: Doanh nghiệp đi đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS

Được thành lập vào năm 2011 với hoạt động trong lĩnh vực môi giới BĐS, cũng chính là công ty môi giới cho công ty mẹ Tập đoàn Đất Xanh, DXS đã trở thành công ty môi giới bất động sản sơ cấp chiếm thị phần lớn nhất Việt Nam với thị phần môi giới sơ cấp được công ty ước tính đạt 33%, gấp đôi so với đối thủ đứng thứ 2 (theo Savills). Tính đến cuối năm 2023, thị phần môi giới của DXS có thể đã tăng thêm khi thị trường BĐS vừa trải qua một giai đoạn "thanh lọc" lớn trong hai năm siết chặt của thị trường vừa qua. Thị phần môi giới sơ cấp của DXS ở các khu vực bao gồm miền Bắc đạt 60%, miền Trung đạt 40%, miền Nam đạt 15% và miền Tây đạt 70%. Về trung và dài hạn, thị trường sẽ được hỗ trợ bởi một loạt các yếu tố rất tích cực như tâm lý thị trường chung được cải thiện, lãi suất hấp dẫn được duy trì, nguồn cung sản phẩm sơ cấp trên thị trường được cải thiện và Luật Bất động sản điều chỉnh có hiệu lực. Do đó, chúng tôi tin rằng lợi nhuận của DXS sắp bước vào giai đoạn phục hồi tốt nhờ vị thế của DXS được củng cố.

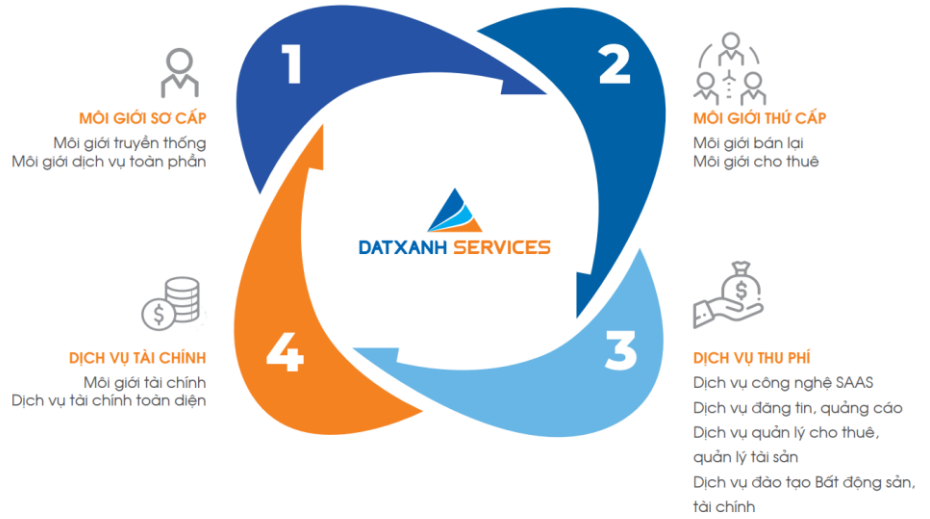
Chiến lược chiếm lĩnh thị trường từ sự am hiểu văn hóa địa phương

DXS nắm giữ lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ nhờ chiến lược hợp tác với các DN môi giới BĐS với nhiều kinh nghiệm tại các địa phương. Bằng cách chủ động hợp tác với các DN môi giới địa phương để vận hành các công ty con, DXS đã xây dựng được mạng lưới phân phối dịch vụ toàn diện trên toàn quốc với sự am hiểu về khách hàng ngay từ giai đoạn đầu của dự án. Điều này giúp DXS đạt được quyền môi giới các dự án biên lợi nhuận cao với mức phí môi giới từ 3-5% cho các dự án môi giới truyền thống và có thể hưởng tới 10%-15% cho các dự án cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện ngay từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án. Hiện tại, số lượng công ty con và công ty liên kết của DXS đã đạt hơn 60 công ty ở trên toàn quốc.

DXS được hưởng lợi từ công ty mẹ (DXG), khi doanh nghiệp này nắm giữ 55,9% cổ phần ([xem báo cáo lần đầu của chúng tôi](#)). Đây là doanh nghiệp có danh mục dự án đa dạng với một số dự án trọng điểm tại các khu vực TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai đã đáp ứng các điều kiện triển khai dự án vào năm 2025 - 27. Điều này sẽ bổ sung đáng kể cho danh mục sản phẩm của DXS. Đây là nguồn doanh thu quan trọng của DXS trong những năm tới, bên cạnh việc hợp tác với các công ty phát triển khác để phân phối sản phẩm. Ngoài việc cung cấp dịch vụ môi giới sơ cấp, DXS cũng đang tiếp tục mở rộng sang mảng môi giới thứ cấp, trong bối cảnh thị phần cực kỳ phân mảnh.

DXS đang mở rộng hệ sinh thái dịch vụ bất động sản toàn diện, cung cấp nhiều dịch vụ liên quan đến bất động sản, bao gồm môi giới bất động sản sơ cấp và thứ cấp, dịch vụ tài chính bất động sản và dịch vụ quản lý tài sản, với các giải pháp toàn diện nhằm đáp ứng nhu cầu của các DN phát triển BĐS và khách hàng cá nhân sử dụng các dịch vụ của DXS.

Hình 8: Cấu trúc hoạt động của DXS

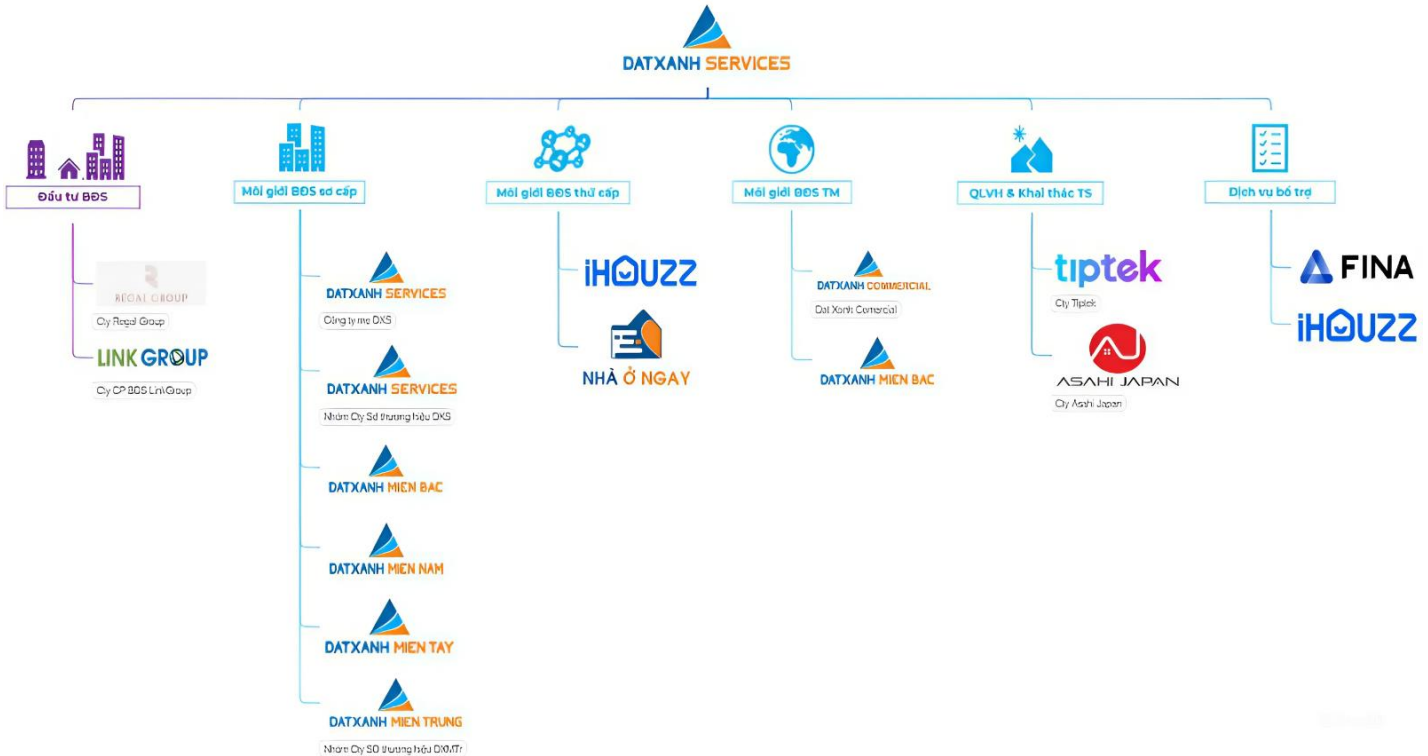


Source: VNDIRECT RESEARCH

Cấu trúc hoạt động, cấu trúc sở hữu và mô hình kinh doanh

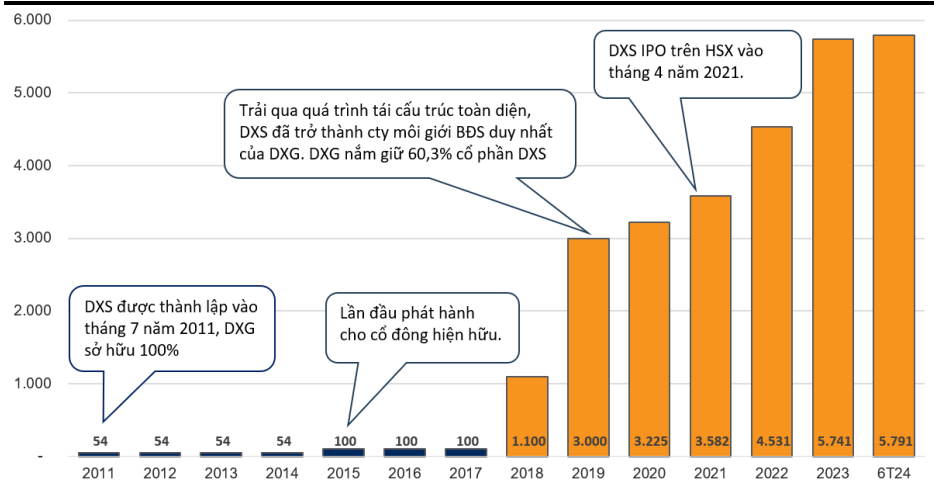
DXS là công ty hoạt động trong lĩnh vực môi giới bất động sản của DXG và hiện đang sở hữu và quản lý hàng loạt công ty con môi giới tại nhiều địa phương. DXS đã xây dựng được cơ sở dữ liệu với hơn 7,5 triệu khách hàng và bán tổng cộng ~130.000 sản phẩm kể từ năm 2007. Vào tháng 4 năm 2021, DXS đã niêm yết thành công trên HSX 71,6 triệu cổ phiếu (35,8 triệu cổ phiếu từ các cổ đông hiện hữu và 35,7 triệu cổ phiếu mới) với giá 32.000 đồng/cổ phiếu.

Hình 9: Hệ sinh thái của DXS.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Quá trình tăng vốn của DXS (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu cổ đông

Công ty được thành lập vào tháng 7 năm 2011 với vốn điều lệ là 54 tỷ đồng, bao gồm bốn cổ đông sáng lập. Trong 5 năm, DXS đã tăng vốn điều lệ năm lần và đạt 5.791 tỷ đồng tính đến Q2/24. Đáng chú ý, DXG sở hữu 84,2% DXS tính đến tháng 3 năm 2021 nhưng sau đó đã giảm xuống mức hiện tại sau khi DXS IPO trên HSX vào tháng 7 năm 2021.

Hiện tại, DXG đang sở hữu 56% và dự kiến sẽ nâng tỷ lệ sở hữu lên 70% sau khi phát hành thành công quyền mua thông qua việc mua lại cổ phiếu từ các cổ đông hiện hữu như VinaCapital, Dragon Capital và các cổ đông khác.

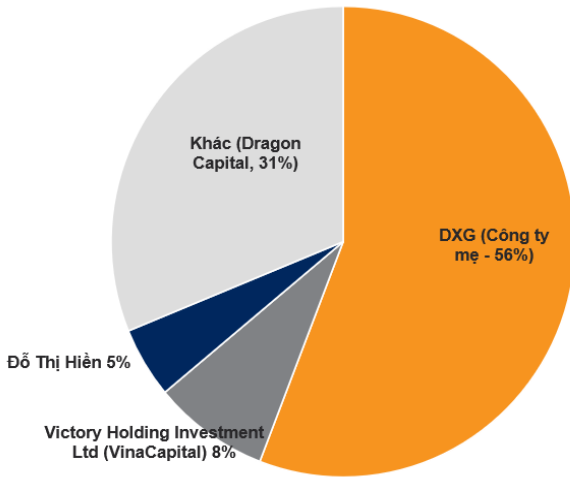
Hình 11: Lịch sử hình thành và phát triển của công ty mẹ.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

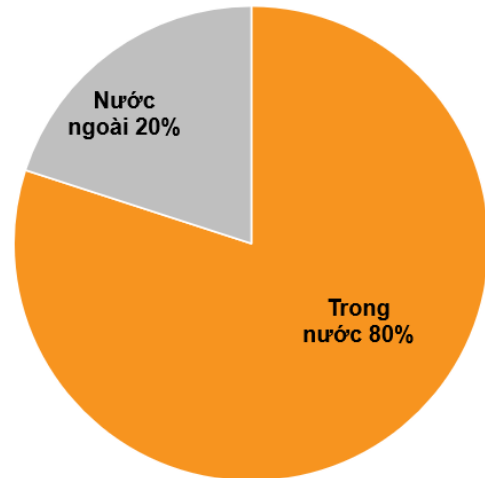
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do của DXS hiện đang ở mức 26,6% SLCP ĐLH. Giới hạn sở hữu của NĐT nước ngoài (FOL) của DXS là 50%. Tính đến tháng 9 năm 2024, các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 20% SLCP ĐLH.

Hình 12: DXG là cổ công lớn nhất của DXS, sở hữu 55.9%



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

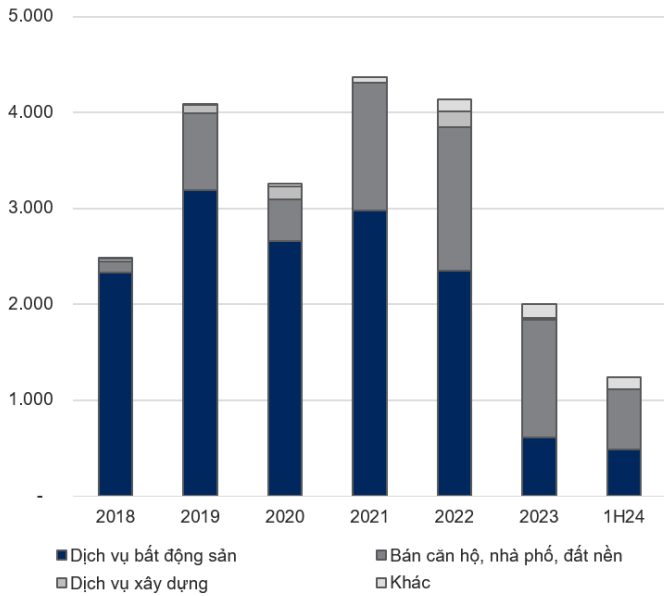
Hình 13: Cơ cấu sở hữu của khối nội và khối ngoại, FOL hiện là 30%



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

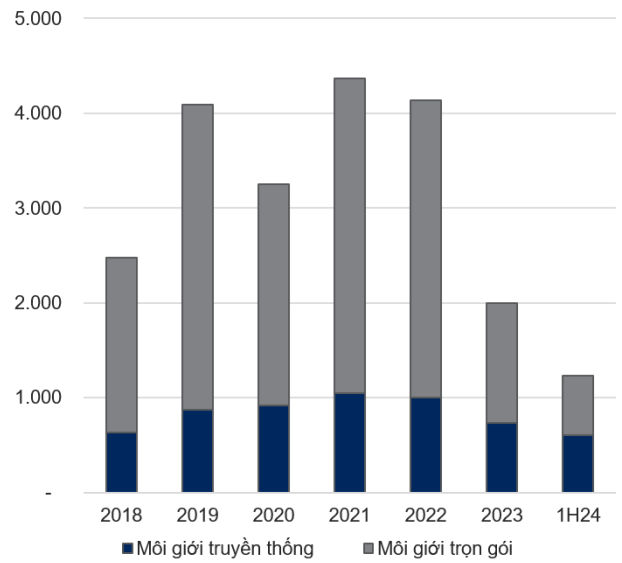
Trong giai đoạn tới, doanh thu từ môi giới toàn diện có thể đóng góp ít hơn vào tổng doanh thu của DXS. Đối với các giao dịch môi giới BĐS toàn diện, DXS sẽ ký quỹ/đặt cọc một phần vốn để phát triển dự án (khoảng 10-20% giá trị dự án) để cùng phát triển các dự án cùng DN phát triển BĐS ngay từ giai đoạn ban đầu của quá trình phát triển để hưởng phí dịch vụ ít nhất 10% giá trị sản phẩm bán ra. Đồng thời DXS cung cấp dịch vụ bảo lãnh bán hàng cho các dự án với mức hưởng hoa hồng cao, vì giá bảo lãnh (giá bán buôn do DXS và chủ đầu tư đặt ra) có thể thấp hơn với giá bán thực tế cho người mua nhà và DXS sẽ hưởng phần chênh lệch. Tuy nhiên, điều này có thể khiến DXS phải đối mặt với rủi ro doanh số bán hàng của dự án không đạt kỳ vọng. Đặc biệt trong bối cảnh Luật Bất động sản sửa đổi vừa có hiệu lực vào ngày 01/08/2024, dẫn đến thay đổi về quy định có thể gây ra rủi ro làm chậm pháp lý ảnh hưởng đến tiến độ mở bán của DXS. Bên cạnh đó, thị trường môi giới truyền thống có biên lợi nhuận hấp dẫn nhưng cũng chịu nhiều rủi ro do rào cản gia nhập thấp, các công ty môi giới bất động sản đều tập trung vào thị trường môi giới thứ cấp vì tuy phí môi giới không cao bằng thị trường môi giới sơ cấp nhưng rủi ro lại thấp hơn. DXS có thể mạnh trong việc nắm bắt văn hóa của các địa phương ngoài các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM (nơi cạnh tranh rất gay gắt) nên được kỳ vọng sẽ hưởng lợi khi dòng vốn đầu tư lan tỏa về các địa phương này.

Hình 14: DT theo các mảng hoạt động kinh doanh của DXS (tỷ đồng)



Hình: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Doanh thu theo loại hình môi giới (tỷ đồng)



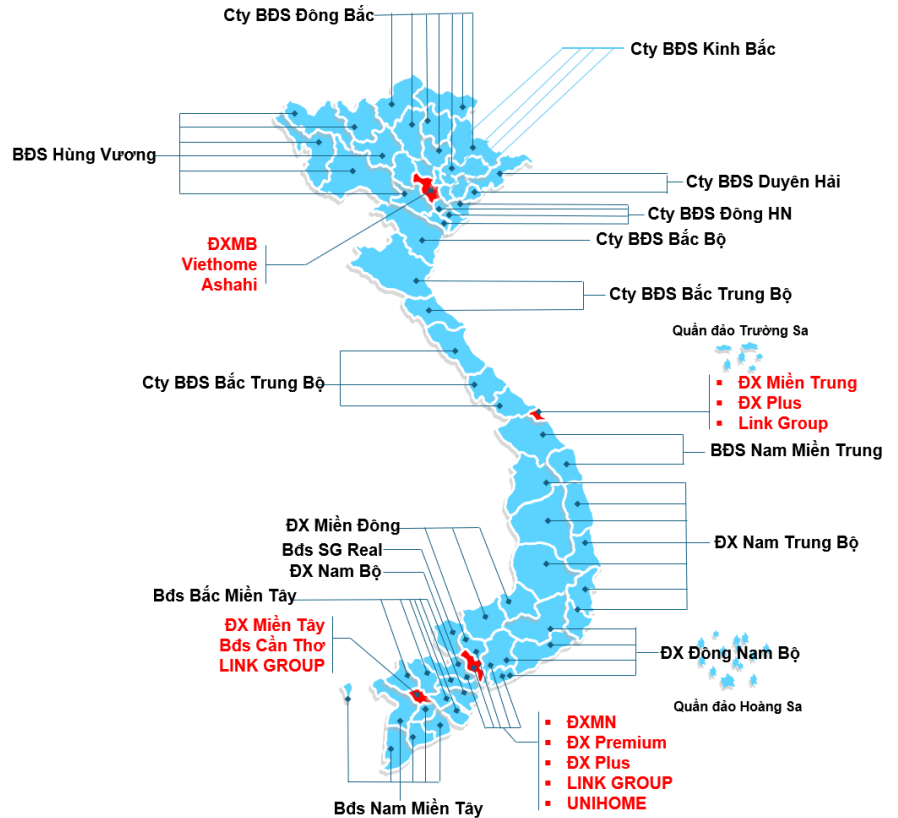
Hình: VNDIRECT RESEARCH

DXS có vị thế hàng đầu trong thị trường môi giới bất động sản

DXS đã phân phối tổng cộng hơn 140.000 căn hộ từ hơn 500 dự án bất động sản của hơn 200 chủ đầu tư tại 63 tỉnh thành trên khắp Việt Nam, với đội ngũ nhân viên 7.000 người, mạng lưới lên tới 100.000 cộng sự và cơ sở dữ liệu khách hàng của 7,5 triệu khách hàng. Lợi thế của mạng lưới môi giới trải dài khắp cả nước giúp DXS trở thành công ty môi giới bất động sản duy nhất có phạm vi phủ sóng rộng khắp và năng lực phân phối hầu hết các dự án tại Việt Nam, cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện.

Trong giai đoạn khó khăn của thị trường từ đầu Q2/22 đến Q3/23, giao dịch toàn thị trường trong giai đoạn âm ảm do hàng loạt các yếu tố siết chặt thị trường như chính sách thắt chặt tiền tệ, kiểm soát hoạt động phát hành trái phiếu, và hàng loạt dự án gặp phải vướng mắc về pháp lý dẫn đến tâm lý thị trường đi xuống. Dẫn đến hàng loạt các công ty môi giới bất động sản phải dừng hoạt động và chỉ có khoảng 20% các công ty có thể tiếp tục hoạt động và để lại "miếng bánh thị trường" cho các doanh nghiệp có nền tảng hoạt động tốt. Vì vậy thị trường môi giới bất động sản được định hình lại và thị phần được chia lại giữa các công ty có thể duy trì hoạt động kinh doanh và nhờ đó các công ty này có nhiều động lực để tăng trưởng. Đối với DXS còn có các nguồn lực hỗ trợ từ công ty mẹ (DXG) đã giúp DXS vững vàng trong cuộc chiến cạnh tranh thị phần trong giai đoạn thị trường suy thoái.

Hình 16: Hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước của DXS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DXS nắm bắt sự hồi phục của thị trường nhờ năng lực vững chắc

DXS đã xây dựng một mạng lưới môi giới trên khắp cả nước để nắm bắt sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở. Với đặc điểm thị trường phân mảnh theo khu vực, DXS đã có chiến lược hợp tác với các công ty môi giới tại các địa phương để tận dụng những hiểu biết văn hóa địa phương và nắm bắt được các nhu cầu của khách. Chiến lược kinh doanh độc đáo của DXS bằng cách hợp tác và phân chia lợi ích sở hữu phù hợp (từ 20% đến 49%) cho các công ty DXS hợp tác ở mỗi chi nhánh (công ty con) đã làm nên sự thành công trong hoạt động môi giới của DXS trong giai đoạn vừa qua. Sự hợp tác này đảm bảo hai bên đều tập trung vào tăng trưởng và giảm thiểu xung đột lợi ích. Trong bối cảnh ngành BĐS nhà ở cạnh tranh với rào cản gia nhập thấp thì mô hình chia sẻ lợi ích công bằng với các đối tác địa phương là rất quan trọng đối với sự thành công của DXS. Ngoài ra, nắm bắt sự hồi phục của thị trường, DXS sử dụng một mạng lưới môi giới lớn kết hợp với các cộng sự môi giới trả lương chỉ dựa trên hoa hồng sẽ không tạo cho DXS có khoản chi phí cố định.

DXS xây dựng mối quan hệ mật thiết với các DN phát triển BĐS và các khách hàng tại địa phương

Mối quan hệ gắn kết với nhiều chủ đầu tư theo các mô hình khác nhau cho phép DXS linh hoạt sắp xếp đội ngũ bán hàng linh hoạt giữa các dự án khác nhau tùy thuộc vào kế hoạch phát triển khác nhau của các dự án. Với sự hiện diện mạnh mẽ trên toàn quốc, khách hàng là các DN phát triển BĐS của DXS bao gồm các chủ đầu tư hàng đầu (như VHM, PHC CapitalLand, FLC, TNR, KDH, Refico, PDR,...) và các chủ đầu tư địa phương nhỏ hơn có các dự án BĐS tiềm năng tại các thành phố phát triển. Chúng tôi tin rằng mối quan hệ gắn kết của DXS với các DN phát triển BĐS sẽ giúp DXS duy trì tăng trưởng tốt với lợi thế cạnh tranh về mạng lưới môi giới toàn diện. Ngoài ra, DXS còn có thể phân bổ nguồn

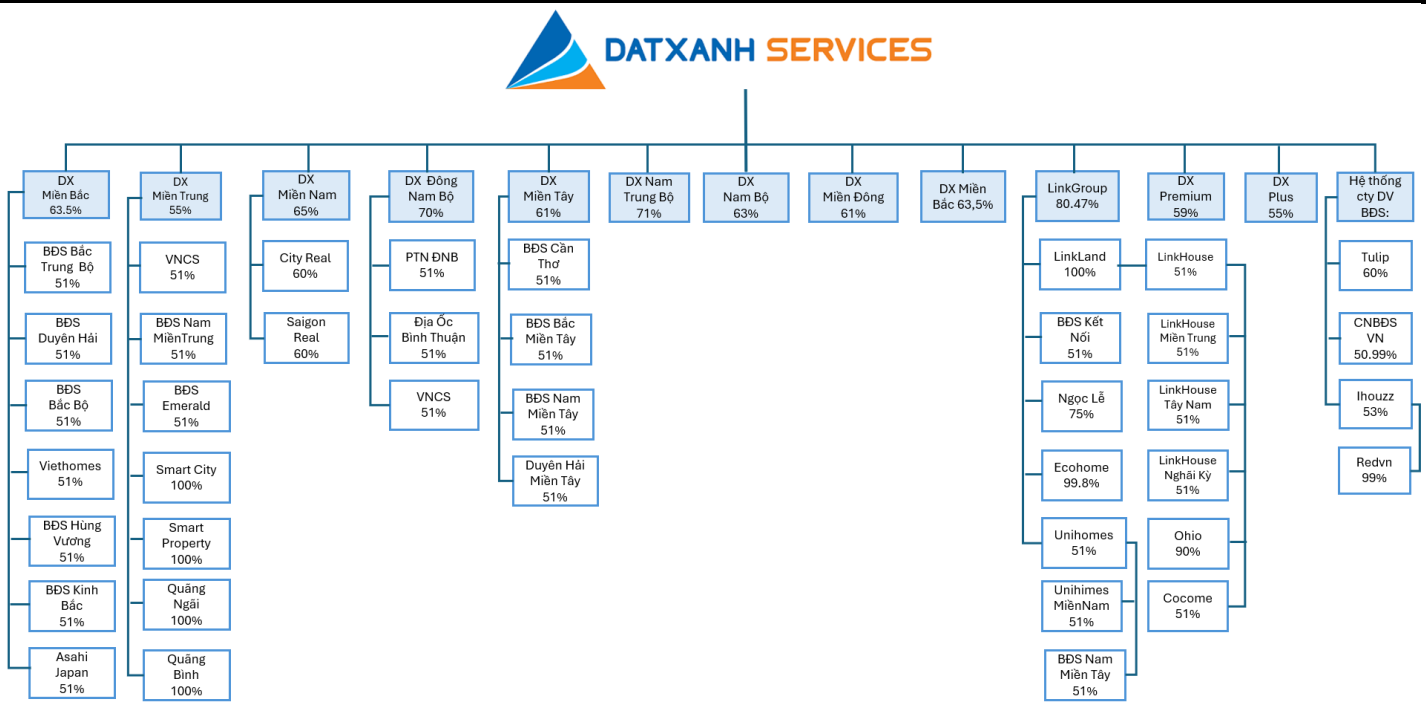
lực của mình dựa vào tiến độ phát triển của các dự án để tối đa hóa nguồn lực của công ty.

Chuỗi giá trị toàn diện được xây dựng dựa trên hệ sinh thái hoàn thiện giúp DXS đạt được suất sinh lợi ấn tượng với rủi ro phù hợp

So với môi giới truyền thống (mức hoa hồng thường ở mức 3-5%), so với môi giới toàn diện có mức hoa hồng cao hơn (10%-15%) nhưng với rủi ro cao hơn. Các DN cung cấp dịch môi giới toàn diện hơn là bán các sản phẩm đã xây xong một cách thông thường. Các DN này sẽ đi chung với các DN phát triển BĐS ngay từ bước đầu của quá trình phát triển dự án. Đối với DXS có thể hợp tác với các DN phát triển dự án BĐS ngay từ đầu của quá trình phát triển dự án thông qua việc cung cấp dịch vụ tư vấn chiến lược định giá, tối ưu hóa các giai đoạn phát triển dự án, pháp lý và thậm chí là cách bán hàng và tiếp thị. Các dịch vụ cụ thể được cung cấp rất linh hoạt qua đàm phán giữa DXS và DN phát triển BĐS. Nhờ đó, DXS có thể giành được quyền phân phối độc quyền dự án. Chiến lược này giúp giảm thiểu rủi ro về hàng tồn kho không bán được, đẩy nhanh việc bán hàng và thiết lập mối quan hệ thuận lợi với DN phát triển BĐS cho các quan hệ đối tác trong tương lai.

Trong một số trường hợp, DXS có thể sẽ cam kết đảm bảo về khả năng bán hàng và phải chịu một phần rủi ro vì DXS cần phải ký cược một khoản tiền tương đối lớn để cùng phát triển dự án (khoảng 10-20% giá trị dự án phát triển) với các DN phát triển BĐS. Nhờ đó DXS có thể thiết lập giá bán cam kết với DN hợp tác và hưởng khoản chênh lệch giữa giá bán buôn với giá bán cuối cùng cho khách hàng.

Hình 17: Mạng lưới kinh doanh hơn 60 công ty môi giới BĐS và các công ty công nghệ hỗ trợ phát triển kinh doanh, DXS ngày càng trở nên vững vàng trong cuộc đua tăng thị phần.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kinh nghiệm tư vấn, phát triển và phân phối các dự án ngay từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án giúp DXS giảm rủi ro môi giới sơ cấp

Hoạt động kinh doanh của DXS khác biệt so với các công ty môi giới truyền thống khi các công ty này chủ yếu phân phối cho các sản phẩm đã hoàn thiện xây dựng của các DN phát triển BĐS. DXS hợp tác với các DN phát triển BĐS và chủ sở hữu quỹ đất ngay từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án. DXS tận dụng kinh nghiệm phát triển dự án của công ty mẹ (DXG) với vai trò cố vấn trong suốt quá trình phát triển dự án và thiết kế sản phẩm đến chiến lược định giá và quảng bá sản phẩm trước khi mở bán và đưa sản phẩm đến khách hàng. Đổi lại, DXS có được quyền phân phối độc quyền cho các dự án. Cách tiếp cận này mang lại lợi ích cho tất cả các bên khi các DN phát triển BĐS giảm được rủi ro không bán được hàng và DXS được quyền phân phối dự án và DXS có thể xây dựng mối quan hệ chặt chẽ cho sự hợp tác trong tương lai và nhận được mức hoa hồng hấp dẫn. Trong một số dự án cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện, DXS nhận được quyền phân phối độc quyền cho toàn bộ dự án hoặc các tòa nhà cụ thể trong toàn bộ dự án, nhờ đó giảm được vấn đề bán hàng trùng lặp có thể xảy ra khi nhiều công ty môi giới cùng tham gia để bán một sản phẩm. Cách tiếp cận tập trung này cũng cho phép DXS toàn quyền được quyết định về chiến lược thiết lập giá và bán hàng ở các dự án, qua đó tối đa hóa được lợi nhuận thông qua việc hưởng chênh lệch giá.

Năng lực cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện giúp củng cố vị thế của DXS

Là DN môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam, DXS củng cố vị thế hàng đầu của mình trên thị trường môi giới bất động sản sơ cấp thông qua dịch vụ toàn diện. Chiến lược cung cấp dịch vụ toàn diện này dựa trên sự hiểu biết về thị trường địa phương, doanh nghiệp tạo được niềm tin cho khách hàng và năng lực tài chính tốt và ngược lực nhân sự vững chắc. Trong lĩnh vực môi giới sơ cấp, DXS và Cenland (CRE) là những doanh nghiệp hàng đầu cung cấp các dịch vụ môi giới cho các DN phát triển BĐS và chủ sở hữu quỹ đất (tính đến cuối 2023, CRE nắm giữ khoảng 15% thị phần môi giới sơ cấp và DXS nắm hơn 33% thị phần). Với vị thế vững chắc của DXS, chúng tôi tin rằng DXS đang cơ hội tốt để tiếp tục phát triển các dịch vụ của mình và tận dụng các cơ hội lớn trên thị trường.

Sau chu kỳ thanh lọc thị trường kéo dài 4 năm từ năm 2020 (Covid-19), chỉ còn khoảng 20%-30% các công ty môi giới bất động sản trụ lại, và đây cũng những DN có nền tảng vững chắc và hưởng lợi từ sự phát triển minh bạch, hiệu quả, ổn định và bền vững của ngành. Nửa đầu năm 2024, dù thị trường đã cải thiện nhưng vẫn còn nhiều thách thức, thị trường được kỳ vọng sẽ tiếp tục có cải thiện nhẹ vào giai đoạn sắp tới. Chúng tôi kì vọng sự hồi phục này sẽ được duy trì và cải thiện tốt hơn nữa vào năm 2025, trước khi sự hồi phục được mở rộng từ năm 2026, sẵn sàng cho một chu kỳ phát triển mới. Năm 2023, DXS đã phân phối các dự án của nhiều DN phát triển BĐS lớn như Vinhomes Grand Park (VHM), HT Pearl (HTN), Safira (KDH), Moonlight (HDG), Picity Sky Park, Gem Sky World (DXG - Công ty mẹ)...

Nhằm mục đích tái cấu trúc hệ thống mạnh mẽ, DXS đã triển khai rà soát và tinh gọn bộ máy hoạt động của tổ chức. Là một phần của chiến lược này, DXS sẽ đóng cửa và giải thể các đơn vị kinh doanh kém hiệu quả, gồm các công ty con, chi nhánh của văn phòng đại diện các khu vực có nhu cầu thấp và không quan trọng về mặt chiến lược cạnh tranh để mở rộng thị trường. Nhờ đó giúp tối ưu hóa các nguồn lực tập trung vào các đơn vị kinh doanh có hiệu quả cao phù hợp với định hướng của công ty. Thông qua chiến lược này, công ty kỳ vọng sẽ tối ưu hóa hoạt động giúp duy trì và mở rộng thị phần của mình với nguồn lực tối thiểu, tối đa hóa chi phí.

Triển vọng kinh doanh: Sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng mới

Chiến lược kinh doanh linh hoạt phù hợp với từng bối cảnh thị trường

Khó khăn của thị trường bất động sản bắt đầu xuất hiện và lan rộng ra toàn ngành từ quý 2 năm 2022, kéo dài đến cuối năm 2023, dẫn đến nhiều thách thức bao trùm toàn bộ thị trường bất động sản nhà ở. Lượng giao dịch toàn thị trường sụt giảm mạnh, khả năng tiếp cận tín dụng của khách hàng giảm do lãi suất tăng cao do các chính sách thắt chặt thị trường, đồng thời kênh phát hành trái phiếu cũng bị siết chặt và các nút thắt giải phóng mặt bằng của các dự án vẫn bị ách tắc, dẫn đến tình trạng thiếu nguồn cung toàn thị trường trong suốt năm 2023. Kết quả kinh doanh năm 2023 của các DN môi giới bất động sản, bao gồm cả DXS, đã phản ánh rõ những khó khăn của thị trường. Toàn ngành gặp khó khăn khi khối lượng giao dịch giảm mạnh, chủ yếu là do nguồn cung sản phẩm sơ cấp sụt giảm. Ngoài ra, tâm lý thận trọng của người mua nhà, chịu ảnh hưởng bởi những thay đổi trong các chính sách liên quan đến bất động sản, áp lực của thị trường tín dụng, giao dịch toàn thị trường gần như "đóng băng".

Giai đoạn thách thức nhất của ngành bất động sản đã dần qua đi khi thị trường có sự phục hồi về giao dịch trong những tháng đầu năm 2024. Nhờ một số yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến sự hồi phục bao gồm GDP nhanh chóng hồi phục, tầng lớp trung lưu gia tăng và tăng tính đô thị hóa của các thành phố lớn. Ngoài ra, các động lực tăng khác bao gồm cơ sở hạ tầng ngày càng được hoàn thiện và gia tăng các khoản vay thế chấp. Do đó, chúng tôi tin rằng hoạt động môi giới bất động sản của Việt Nam sẽ đạt được sự tăng trưởng vững chắc trong dài hạn, được thúc đẩy bởi chính sách tiền tệ nới lỏng và tâm lý thị trường được cải thiện nhờ nỗ lực của nhà nước nhằm giải quyết các vấn đề pháp lý của dự án.

Trong khi các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM cung cấp phần lớn sản phẩm BĐS sơ cấp, thì những thị trường này chịu sự cạnh tranh cao. Sự cạnh tranh gay gắt này thường dẫn đến các công ty môi giới bất động sản phải cạnh tranh phí môi giới, làm giảm biên lợi nhuận của các công ty môi giới. Trong khi đó, mảng môi giới sơ cấp cho ở các khu vực hạng lân cận các thành phố lớn của Việt Nam (như Hải Phòng, Bình Dương, ...) mang lại một thị trường hấp dẫn và ít tính cạnh tranh hơn. Thị trường này ít phân mảnh về mặt địa lý, mang lại ít sự cạnh tranh hơn và có khả năng tỷ lệ hoa hồng cao hơn cho các công ty môi giới. Tuy nhiên, việc thâm nhập thành công vào thị trường này là một thách thức lớn vì phải cần thời gian xây dựng thị trường và thương hiệu.

Các mảng kinh doanh cốt lõi của DXS

Môi giới sơ cấp

Tận dụng lợi thế về sản phẩm và lực lượng bán hàng mạnh mẽ, DXS đang sẵn sàng cho sự tăng trưởng đột phá trong phân khúc môi giới thứ cấp và dịch vụ tài chính trong những năm tới. Thị trường môi giới thứ cấp dự kiến sẽ trở thành mảng mang lại nguồn thu lớn, trong giai đoạn nguồn cung sơ cấp hồi phục chậm chạp trong giai đoạn tới.

Môi giới thứ cấp

Tận dụng lợi thế dịch vụ toàn diện và lực lượng bán hàng, DXS xác định môi giới thứ cấp và dịch vụ tài chính là hai mảng tăng trưởng chính trong giai đoạn sắp tới. Thị trường môi giới thứ cấp được kỳ vọng trở thành nguồn thu lớn khi nguồn cung bất động sản sơ cấp chưa phục hồi mạnh trong các năm tới. Hiện tại không có công ty môi giới nào tại Việt Nam đang nắm giữ vị trí thống lĩnh trên thị trường này. Với những lợi thế tích lũy từ mạng lưới môi giới rộng khắp, DXS tự tin vào khả năng nắm bắt thị trường môi giới thứ cấp, đóng vai trò là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho DXS trong chiến lược dài hạn của mình. DXS đã

thực hiện phát triển các dịch vụ môi giới thứ cấp trong hệ sinh thái của mình. Nhờ đó khách hàng có thể dễ dàng truy cập và trải nghiệm để tìm thấy loại sản phẩm đa dạng đáp ứng nhu cầu.

Dịch vụ tài chính bất động sản

Dịch vụ tài chính bất động sản tại Việt Nam hiện đang rất sơ khai, chỉ có sản phẩm duy nhất là cho vay mua nhà và lợi thế đàm phán về gói dịch vụ cho vay cũng đang thuộc về các ngân hàng thay vì khách hàng. Nhận thấy tiềm năng to lớn của thị trường này và nằm trong chiến lược hoàn thiện hệ sinh thái dịch vụ Bất động sản, mảng dịch vụ tài chính cũng được DXS đầu tư và sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn của DXS.

Dịch vụ thu phí

Với sứ mệnh trở thành nhà cung cấp giải pháp dịch vụ bất động sản tài chính toàn diện và mục tiêu xây dựng hệ sinh thái đáp ứng mọi nhu cầu trong lĩnh vực nhà ở, bên cạnh các mảng kinh doanh chính, DXS cũng định hướng cung cấp đầy đủ các dịch vụ thu phí như: dịch vụ quản lý tài sản, dịch vụ quản lý vận hành, dịch vụ định giá và dịch vụ nghiên cứu thị trường.

Thời điểm để củng cố vị thế dẫn đầu thị trường môi giới BĐS

Sau khi trải qua giai đoạn siết chặt của thị trường, DXS đã cắt giảm hơn 50% nhân sự trên toàn hệ thống so với mức đỉnh vào năm 2021. Tuy nhiên, công ty vẫn giữ lại hầu hết các nhân viên cốt cán có kinh nghiệm dày dặn, là nhân tố quan trọng hỗ trợ DXS phục hồi mạnh mẽ trong quá trình phục hồi của thị trường. Với kế hoạch mở rộng quy mô và chất lượng đội ngũ bán hàng, DXS đặt mục tiêu trở lại mạnh mẽ khi điều kiện thị trường được cải thiện, tập trung vào việc nắm bắt và tăng thị phần trên toàn quốc để đạt được hơn 50% với thị trường môi giới sơ cấp trong vòng 3 năm tới sau khi tái cấu trúc hoạt động của công ty cũng như tái cấu trúc toàn bộ thị trường.

Với kỳ vọng thị trường phục hồi và chuẩn bị cho chu kỳ tăng trưởng bất động sản mới, DXS đang thực hiện kế hoạch tuyển dụng nhân viên trên toàn hệ thống để xây dựng lực lượng bán hàng chất lượng cao. Đây là kế hoạch quan trọng giúp đạt được mục tiêu doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2024-2025, đồng thời chiếm lĩnh thị phần ở các khu vực quan trọng. Những thách thức DXS phải đối mặt trong giai đoạn 2022-2023, bao gồm tăng trưởng kinh tế chậm lại do bất ổn địa chính trị toàn cầu, thắt chặt các quy định về bất động sản, thắt chặt các kênh vốn (vay ngân hàng, trái phiếu) và tâm lý thị trường đi xuống đã dần qua đi. Giai đoạn từ năm 2024 trở đi dự kiến sẽ là giai đoạn tích cực đối với ngành môi giới bất động sản, kỳ vọng thúc đẩy sự tăng trưởng và mở rộng hoạt động kinh doanh của DXS.

DXS: Phân tích cấu trúc tài chính

Tóm tắt KQKD nửa đầu 2024: Mảng kinh doanh cốt lõi cho thấy sự hồi phục nhờ giao dịch toàn thị trường được cải thiện

Hình 18: Tóm tắt KQKD nửa đầu 2024

Tỷ đồng	Q2/24	% svck	6T24	% svck	6T23/2023	Dự phóng 2024	6T24 sv. dự phóng 2024	
Doanh thu	702	6,0%	1.236	24,7%	49,6%	2.497	49,5%	Kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm 2024 cho thấy sự cải thiện tốt svck, vì nửa đầu năm 2023 là giai đoạn nền thấp do những lo ngại về thị trường.
Lợi nhuận gộp	291	93,1%	520	83,7%	39,8%	1.156	45,0%	
Chi phí bán hàng	(122)	74,0%	(199)	37,5%	44,6%	404	49,4%	Chi phí bán hàng tăng chỉ 3,3% svck lên 77 tỷ đồng, dù doanh thu tăng 45,6% svck lên 534 tỷ đồng trong Q1/24. Tuy nhiên, trong Q2/24, mặc dù doanh thu chỉ tăng nhẹ 6% svck lên 702 tỷ đồng, chi phí bán hàng lại tăng vọt 74% svck lên 122 tỷ đồng do công ty tăng đáng kể chi phí quảng cáo trong bối cảnh thị trường ngày càng cạnh tranh. Chi phí quảng cáo trong Q2/24 tăng 136% svck lên 63 tỷ đồng.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(42)	-32,2%	(96)	-21,4%	43,7%	287	33,3%	Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 21,4% svck xuống còn 96 tỷ đồng, cho thấy hiệu quả của việc tái cấu trúc doanh nghiệp sau giai đoạn âm đạm 2022-2023.
Lợi nhuận hoạt động	90	N/A	163	N/A	N/A	404	40,3%	
Lợi nhuận/(lỗ) tài chính ròng	(21)	-18,7%	(46)	-15,2%	62,3%	(60)	76,2%	
Lợi nhuận/(lỗ) từ công ty LDLK	16	126,0%	(16)	89,7%	8,0%	0	N/A	Đất Xanh Miền Nam tiếp tục báo cáo khoản lỗ 16,3 tỷ đồng trong nửa đầu 2024 và vẫn đang phải đối mặt với áp lực dòng tiền đáng kể để đáp ứng các nghĩa vụ trái phiếu của mình. DXMN hiện đang đề xuất gia hạn đảo hạn trái phiếu đến tháng 12 năm 2026, từ kỳ hạn đảo hạn ban đầu là N/A tháng 12 năm 2023, với giá trị lỗ trái phiếu là 150 tỷ đồng. Trước đó, DXMN đã nhiều lần trì hoãn thanh toán do thiếu hụt nguồn tiền. Tính đến cuối Q2/24, DXS nắm giữ 49% cổ phần tại công ty liên kết DXMN, với giá trị sổ sách còn lại là 21 tỷ đồng. Trong trường hợp DXMN ngừng hoạt động, khoản lỗ tối đa mà DXS phải ghi nhận là 21 tỷ đồng.
Lợi nhuận trước thuế	95	N/A	166	N/A	N/A	413	40,2%	
Lợi nhuận sau thuế	76	N/A	130	N/A	N/A	328	39,6%	
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(38)	N/A	(61)	N/A	N/A	(129)	47,1%	
Lợi nhuận ròng công ty mẹ	38	N/A	69	N/A	N/A	199	34,8%	DXS đã đạt lợi nhuận dương so với lỗ của cùng kỳ năm trước (do thị trường khó khăn) và tích cực so với nửa cuối 2023 (do khoản lỗ hơn 100 tỷ đồng từ công ty liên doanh Đất Xanh Miền Nam).
Biên lợi nhuận gộp	41,5%	+18,7 điểm %	42,1%	+13,5 điểm %				Biên lợi nhuận gộp nửa đầu 2024 của DXS được cải thiện tốt thể hiện sự thành công trong nỗ lực tái cấu trúc doanh nghiệp của DXS và công ty mẹ trong thời kỳ thị trường khó khăn.
Biên lợi nhuận ròng	5,4%	+8,3 điểm %	5,6%	+11,4 điểm %				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Dự phóng KQKD 2024-26: Sự hồi phục kinh doanh của DXS dần rõ ràng

Hình 19: Dự phóng KQKD DXS giai đoạn 2024-26.

(tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	Chú thích
Doanh thu	4.096	1.997	2.497	3.246	3.927	Doanh thu sẽ cần thời gian để phục hồi về mức khoảng 4.000 tỷ đồng như giai đoạn trước khi thị trường bị thắt chặt, để các yếu tố hỗ trợ như chính sách tiền tệ nới lỏng và luật mới có hiệu lực được hấp thụ vào thị trường.
% tăng trưởng DT svck	-5,4%	-51,2%	25,0%	30,0%	21,0%	
Lợi nhuận gộp	2.329	710	1.156	1.600	1.975	
Chi phí bán hàng và marketing	(955)	(325)	(404)	(526)	(636)	
Chi phí QLDN	(645)	(278)	(287)	(373)	(452)	
Lợi nhuận hoạt động	636	(87)	404	658	859	Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận hoạt động sẽ cải thiện tốt so với mức nền thấp năm 2023 do tình trạng thiếu hụt thanh khoản và hàng loạt thách thức của thị trường khiến tâm lý thị trường sụt giảm nghiêm trọng.
Lợi nhuận tài chính ròng	(93)	(87)	(60)	(43)	(29)	
Lợi nhuận trước thuế	661	(80)	413	664	834	
Lợi nhuận sau thuế	530	(160)	328	527	662	
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	185	8	129	168	203	DXS sở hữu một mạng lưới công ty môi giới trên khắp cả nước và sẽ chia khoảng 30-35% lợi nhuận sau thuế mỗi năm cho các cổ đông không kiểm soát.
Lợi nhuận ròng công ty mẹ	345	(168)	199	359	459	
% tăng trưởng LN ròng svck	-36,1%	N/A	N/A	80,4%	27,9%	
Biên lợi nhuận gộp	56,9%	35,6%	46,3%	49,3%	50,3%	
Biên lợi nhuận ròng	8,4%	-8,4%	8,0%	11,1%	11,7%	Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận ròng sẽ thể hiện sự hiệu quả của nỗ lực tái cấu trúc toàn diện của DXS trong giai đoạn đầy thách thức 2022-2023.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 5.900 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với DXS trong báo cáo lần đầu với giá mục tiêu là 5.900 đồng (tiềm năng tăng giá 4,4%), với tỷ lệ P/E mục tiêu năm tài chính 2024, 2025 và 2026 lần lượt là 16,2x, 8,9x và 7,0x.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF 5 năm để định giá DXS, mức giá mục tiêu là 5.900 đồng/cổ phiếu tương đương với tiềm năng tăng giá 4,4%. Chúng tôi áp dụng giả định WACC là 14,1%, với lãi suất phi rủi ro (r_f) là 2,78% (lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam) và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 7,8% (theo điều chỉnh từ [NYU System](#)).

Hình 20: Định giá

(tỷ đồng)	nửa cuối 2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	1.260	3.246	3.927	4.477	4.791
Giá vốn hàng bán	(625)	(1.646)	(1.952)	(2.225)	(2.381)
Lợi nhuận gộp	635	1.600	1.975	2.252	2.410
EBIT*(1-t)	197	617	782	886	950
Cộng: Khấu hao	16	31	31	32	32
Trừ: Thay đổi VLD	395	415	(122)	(263)	317
Trừ: Chi tiêu vốn	(39)	(25)	(86)	(68)	(24)
Dòng tiền tự do (DTTD)	569	858	605	587	1.275
Giá trị hiện tại của DTTD	532	752	465	395	752
Tổng GHTT của DTTD	532	1.284	1.749	2.144	2.896

Giả định WACC	Định giá theo DCF	tỷ đồng
Phần bù rủi ro thị trường (Rm)	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2.896
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình (g = 1,8%)	4.486
Beta	Tổng giá trị hiện tại	7.382
Chi phí VCSH	Cộng: Tiền và tương đương tiền	303
Chi phí nợ vay	Trừ: Nợ	(2.154)
Tỷ trọng nợ vay	Trừ: Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(2.159)
Tỷ trọng VCSH	Giá trị VSH	3.372
WACC	Số lượng CPDLH (triệu)	574
	Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	5.875

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Độ nhạy của giả định định giá

	Tăng trưởng dài hạn						
	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%
14,8%	6.000	6.100	6.200	6.300	6.400	6.500	6.600
15,0%	5.900	6.000	6.100	6.200	6.300	6.400	6.500
15,3%	5.700	5.800	5.900	6.000	6.100	6.200	6.300
15,5%	5.600	5.700	5.800	5.900	6.000	6.000	6.100
15,8%	5.400	5.500	5.600	5.700	5.800	5.900	6.000
16,0%	5.300	5.400	5.500	5.600	5.700	5.800	5.900
16,3%	5.200	5.300	5.400	5.500	5.600	5.700	5.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Sau một giai đoạn giá cổ phiếu giảm giá kéo dài, DXS hiện đang giao dịch ở mức P/E âm do khoản lỗ hơn 100 tỷ đồng từ khoản đầu tư vào công ty liên doanh (Công ty Cổ phần Đầu tư và Dịch vụ Đất Xanh Miền Nam) được ghi nhận trong quý 4 năm 2023.

Hình 22: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa	Doanh thu 2023	svck	Doanh thu 6T24	svck	LN ròng 2023	svck	LN ròng 6T24	svck	ROE 2023	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	Nợ ròng/VCSH Q2/24 (%)
		tr USD	tr USD	%	tr USD	%	tr USD	%	tr USD	%	%	lần	lần	%
BDS nhà ở														
Vinhomes	VHM VN	130	41,7	-72,0%	33,6	58,3%	0,1	-99,0%	0,6	988,2%	0,3	185,1	0,6	9,6%
Novaland	NVL VN	100	13,4	-76,3%	5,2	-42,8%	1,0	-94,3%	1,2	-71,4%	0,9	48,9	0,5	17,0%
Phát Đạt	PDR VN	13	0,2	-97,6%	0,1	32,2%	0,5	N/A	(0,4)	N/A	3,0	5,9	0,3	30,3%
<i>Trung bình</i>			<i>18,4</i>	<i>-82,0%</i>	<i>13,0</i>	<i>15,9%</i>	<i>0,5</i>	<i>-96,6%</i>	<i>0,5</i>	<i>N/A</i>	<i>1,4</i>	<i>80,0</i>	<i>0,4</i>	<i>19,0%</i>
Đất Xanh	DXG VN	133	81,2	-51,2%	50,3	24,7%	6,8	N/A	2,8	N/A	(0,5)	N/A	0,4	19,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Rủi ro đầu tư

Rủi ro mất thị phần

Trong những năm gần đây, mảng môi giới toàn diện phải đối mặt với những rủi ro ngày càng tăng do các thủ tục pháp lý đối với các dự án trở nên chặt chẽ hơn. Điều này đã khiến các công ty môi giới BĐS, những công ty ký quỹ một phần vốn của mình để phát triển các dự án BĐS, sẽ phải đối mặt với rủi ro các rủi ro tiềm ẩn. Rủi ro này nằm phần lớn là các thủ tục pháp lý của các dự án kéo dài có thể dẫn đến việc bán hàng bị trì hoãn và do đó ảnh hưởng đến dòng tiền của các công ty. Đồng thời, các công ty môi giới BĐS đang cạnh tranh về phí môi giới, dẫn đến sự phân mảnh thị phần và làm giảm biên lợi nhuận của các công ty. Tuy nhiên, các công ty có khả năng cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án vẫn sẽ giữ được lợi thế cạnh tranh đáng kể trong việc giành được quyền môi giới cho các dự án.

Trong khi đó, thị trường môi giới thứ cấp có biên lợi nhuận hấp dẫn nhưng cũng có sự cạnh tranh lớn do rào cản gia nhập thấp, và các công ty môi giới BĐS cũng đều đang tập trung vào thị trường môi giới thứ cấp bởi dù phí môi giới không cao bằng thị trường môi giới sơ cấp nhưng rủi ro lại thấp hơn đáng kể. DXS có thể mạnh trong việc hiểu biết văn hóa của các địa phương ngoài các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM (nơi cạnh tranh rất khốc liệt), vì vậy khi dòng vốn đầu tư lan rộng ra các địa phương, DXS sẽ được hưởng lợi từ lợi thế cạnh tranh đặt biệt này.

Rủi ro thanh khoản

Các công ty môi giới bất động sản trong ngành tiếp tục phải đối mặt với nhiều thách thức từ thị trường. Trong đó, áp lực thiếu hụt nguồn cung là một trong những áp lực lớn ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của các công ty hoạt động mạnh trong lĩnh vực môi giới sơ cấp. Thị trường vừa trải qua một đợt sụt giảm nghiêm trọng với hàng loạt chính sách thắt chặt của nhà nước nhằm kiểm chế tình trạng tăng trưởng nóng của thị trường trong giai đoạn 2021-1Q22, dẫn đến tình trạng thanh khoản biến mất ở nhiều phân khúc sản phẩm được cung cấp trên thị trường và nguồn cung mới cũng giảm đáng kể.

Tuy nhiên, sau những tác động tiêu cực nghiêm trọng đến thị trường và nền kinh tế, nhà nước đã nhanh chóng đưa ra các chính sách nhằm nới lỏng các hạn chế và kích thích sự phục hồi của thị trường. Điều này bao gồm việc ban hành các luật sửa đổi về bất động sản nhằm giải quyết các nút thắt của thị trường và loại bỏ sự chông chéo giữa luật cũ và các quy định của cơ quan nhà nước. Tuy nhiên, ngay cả sau khi luật sửa đổi có hiệu lực, vẫn cần có các nghị định và thông tư để hướng dẫn thị trường, dẫn đến nguồn cung sơ cấp mới khó có thể hồi phục mạnh trong ngắn hạn, đặc biệt tại khu vực TP.HCM.

Rủi ro thị trường

Hiện tại, thị trường đang thiếu nguồn cung, đặc biệt là ở phân khúc trung cấp tại các thành phố lớn. Điều này đã dẫn đến sự phục hồi nhanh chóng của thị trường trong những quý gần đây, đặc biệt là đối với các sản phẩm đáp ứng nhu cầu thực tế, nhưng với giá nhà tăng nhanh, vượt khả năng chi trả của người có nhu cầu mua nhà. Do đó, dẫn tới việc người mua nhà đang ngần ngại đưa ra quyết định mua nhà do giá tăng nhanh trong thời gian ngắn. Điều đó dẫn đến số lượng giao dịch của các công ty môi giới bất động sản đang bị ảnh hưởng.

Rủi ro của các doanh nghiệp liên quan

DXS có một mạng lưới hoạt động môi giới rộng khắp cả nước với khoảng 60 công ty các công ty con trải dài trên toàn quốc. Công ty nắm giữ quyền kiểm soát đối với các công ty con này, với tỷ lệ sở hữu từ 51% đến 90% cổ phần. Tuy nhiên, do hầu hết các công ty con này được yêu cầu chia sẻ lợi ích vì có thành phần của các cổ đông thiểu số, nên có thể xảy ra nguy cơ phát sinh tranh chấp về chia sẻ lợi ích trong quá trình hoạt động của họ.

Đầu tháng 7 năm 2024, đã xảy ra vụ kiện liên quan đến công ty liên kết của DXS về việc chậm trả lãi liên tục hơn 10 lần đối với trái phiếu do Công ty Cổ phần Đầu tư Bất động sản Đất Xanh Miền Nam phát hành (công ty con của DXS khi phát hành trái phiếu năm 2021 với tỷ lệ sở hữu 65%; hiện tại, theo báo cáo tài chính kiểm toán 6 tháng đầu năm 2024, Đất Xanh Miền Nam là công ty liên kết của DXS với tỷ lệ sở hữu 49%) phát hành, mã trái phiếu MNRCH2123001, trị giá 150 tỷ đồng. Điều này đã dẫn đến sự sụt giảm mạnh giá cổ phiếu của DXS trong tháng 7 năm 2024 như biểu đồ trên trang đầu.

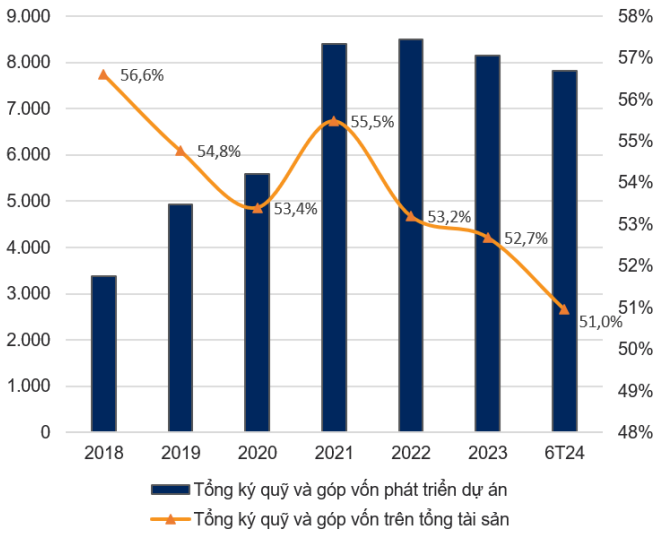
Ngoài ra, Đất Xanh Miền Nam cũng ghi nhận sự sụt giảm đáng kể về hiệu quả kinh doanh trong những giai đoạn gần đây. Công ty đã phải đối mặt với khoản lỗ lớn lên tới 122 tỷ đồng trong năm 2022 và tiếp tục lỗ thêm 5 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023. Hơn nữa, năm 2021 là một năm thuận lợi cho ngành môi giới bất động sản, và DXMN chỉ ghi nhận một khoản lợi nhuận nhỏ là 15 triệu đồng. Sau khi đánh giá lại DXMN trong Q4/23 và DXS đã ghi nhận một khoản lỗ lớn lên đến gần 100 tỷ đồng.

Rủi ro pháp lý

Đối với các công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản nhà ở, cho dù là DN phát triển BĐS hay DN môi giới bất động sản, môi trường pháp lý đóng vai trò quan trọng trong sự thành công. Khi các khía cạnh pháp lý của dự án thuận lợi, các doanh nghiệp có thể đạt được kế hoạch kinh doanh được đề ra. Tuy nhiên, khi các quy trình pháp lý của dự án bị kéo dài do các rào cản thủ tục và các phê duyệt cần thiết, điều này ảnh hưởng đáng kể đến tiến độ dự án và do đó, ảnh hưởng nghiêm trọng đến dòng tiền của doanh nghiệp.

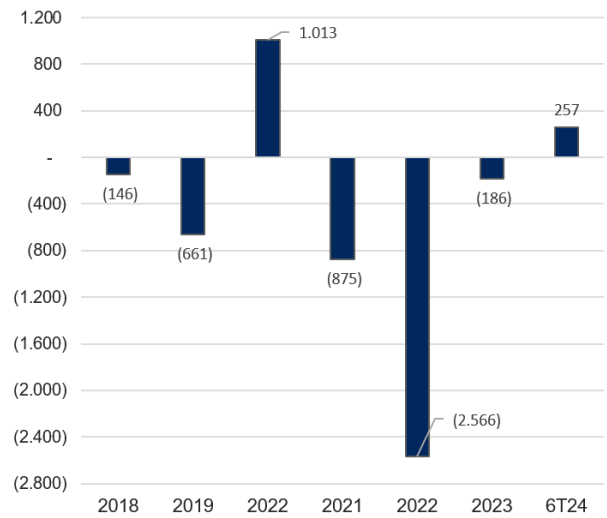
Phân tích cấu trúc tài chính: Dòng tiền từ HĐKD vẫn là thách thức với DXS

Hình 23: Hoạt động góp vốn và ký quỹ để phát triển dự án sẽ thu hẹp trong giai đoạn tới (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Dòng tiền từ HĐKD gần như liên tục âm từ 2018 đến 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

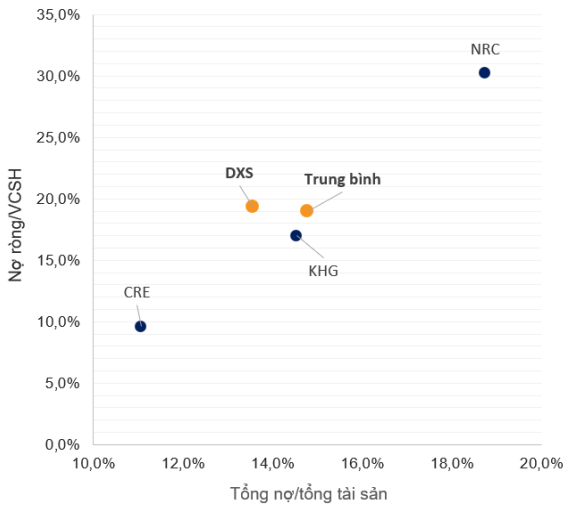
Thị trường bất động sản nhà ở đã trải qua một giai đoạn nóng tăng trưởng nóng kể từ năm 2021 đến hết Q1/22, dẫn đến sự mở rộng nhanh chóng của cả chủ đầu tư và môi giới BĐS. Tuy nhiên, sự phát triển mất kiểm soát này đã dẫn đến sự mất cân đối, dẫn đến làn sóng đầu cơ ở hàng loạt khu vực khắp cả nước và sự tăng giá bất thường ở nhiều khu vực. Do đó, các cơ quan quản lý đã can thiệp để kiềm chế sự tăng trưởng nóng của thị trường, dẫn đến thị trường nhanh chóng rơi vào trạng thái đóng băng, đặc biệt đối với các sản phẩm mang mục đích đầu tư không gắn liền với nhu cầu thực ở, trong bối cảnh thanh khoản thiếu hụt và sự chậm trễ trong việc phê duyệt pháp lý dự án nhằm giảm thiểu rủi ro pháp lý. Sau đó, Luật Bất động sản sửa đổi đã được ban hành nhằm siết chặt hoạt động đầu cơ và giải quyết sự chông chéo giữa các luật bất động sản cũ và các quy định của cơ quan liên quan.

Đây cũng là một rủi ro mà DXS đã gặp phải trong giai đoạn gần đây, đặc biệt là đối với môi giới toàn diện hợp tác với các chủ đầu tư BĐS từ giai đoạn đầu của quá trình triển phát triển dự án. Đối với các dự án môi giới toàn diện, DXS sẽ phải ký quỹ một khoản tiền từ 10-20% giá trị phát triển dự án để nhận được quyền phân phối độc quyền dự án. Nhờ đó DXS sẽ không cùng một lúc bán một sản phẩm với các công ty môi giới khác. Cách tiếp cận này giúp ngăn ngừa tình trạng bán hàng trùng lặp và cho phép DXS tối ưu giá cả phù hợp với bối cảnh thị trường. Vì có sự đi sâu vào quá trình phát triển dự án nên khi pháp lý dự án không được xử lý trơn tru, sẽ dẫn đến rủi ro liên quan đến dòng tiền phí môi giới nhận được từ đối tác sẽ bị chậm trễ gây ảnh hưởng tiêu cực đến kế hoạch tài chính của DXS.

Các Luật Bất động sản sửa đổi mới có hiệu lực từ ngày 01/08/2024, cần thời gian để ban hành các nghị định, thông tư hướng dẫn thực hiện luật sửa đổi. Đồng thời, cần thời gian để luật thẩm thấu thị trường và giải quyết các vướng mắc chông chéo giữa luật cũ và các quy định của cơ quan liên quan. Từ đó, quá trình hoàn thiện pháp lý kéo dài sẽ có thể ảnh hưởng đến kế hoạch kinh doanh của các công ty môi giới bất động sản nhà ở. Do đó, trong ngắn hạn và trung hạn, DXS sẽ tập trung phát triển các dự án môi giới toàn diện đã ký hợp đồng trước đó và hạn chế ký kết các hợp đồng môi giới toàn diện mới để giảm thiểu rủi ro. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro mất vốn của DXS không đáng kể, vì

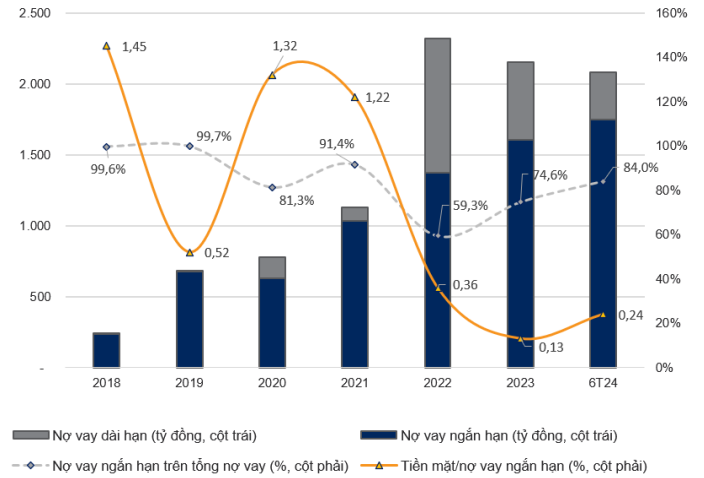
trước khi quyết định hợp tác môi giới toàn diện, các dự án đều được thẩm định kỹ lưỡng về tính khả thi và xây dựng kế hoạch triển khai phù hợp.

Hình 25: Tính đến cuối Q2/24 các chỉ số tài chính của DXS vẫn duy trì tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành ... (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: ... tuy nhiên, năng lực tài chính của DXG đang suy giảm trong các năm gần đây (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nắm bắt cơ hội tăng trưởng trong thị trường bất động sản nhà ở, DXS đã liên tục tăng nợ vay kể từ năm 2018 để tài trợ cho các khoản tiền ký quỹ để phát triển dự án với các đối tác nhằm cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện. DXS đã tham gia sớm vào giai đoạn phát triển dự án đã dẫn đến nhu cầu vốn lớn, qua đó suy giảm sức khỏe tài chính của DXS trong những năm gần đây. Tuy nhiên, trong chiến lược kinh doanh giai đoạn tới, DXS sẽ tập trung vào mảng môi giới bất động sản thứ cấp, mặc dù phí hoa hồng thấp hơn, nhưng rủi ro cũng thấp hơn đáng kể. Bên cạnh đó, DXS vẫn sẽ thúc đẩy mảng môi giới sơ cấp toàn diện trong giai đoạn phù hợp luật bắt đầu thẩm thấu vào thị trường và các thông tư, nghị định được ban hành để hướng dẫn thị trường. Điều này sẽ làm giảm các vấn đề pháp lý kéo dài do sự chông chéo giữa các luật bất động sản cũ và các quy định của các cơ quan chức năng, có thể ảnh hưởng tiêu cực đến nguồn tiền của DXS. Do đó, DXS sẽ tiếp tục phát triển hoạt động môi giới dịch vụ toàn diện, vì nó có thể tạo ra hoa hồng cao hơn mặc dù có một số rủi ro. DXS sẽ tận dụng kinh nghiệm của mình trong ngành môi giới BĐS để cùng phát triển dự án qua đó sẽ giảm thiểu rủi ro pháp lý khi đầu tư vào các dự án.

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ ròng/VCSH sẽ ở mức 0,17 lần và 0,15 lần cho năm 2024 và 2025 nhờ cải thiện dòng tiền hoạt động trong những năm này (lần lượt là 1.000 tỷ đồng và 400 tỷ đồng) sau giai đoạn khó khăn năm 2023, sau đó tiếp tục giảm còn 0,17 lần cho năm 2026 nhờ cải thiện dòng tiền (560 tỷ đồng).

Báo cáo kết quả kinh doanh								
Báo cáo kết quả kinh doanh								
(tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4.091	3.249	4.329	4.096	1.997	2.497	3.246	3.927
<i>Môi giới truyền thông</i>	870	920	1.009	1.005	730	999	1.233	1.492
<i>Môi giới toàn diện</i>	3.221	2.329	3.320	3.091	1.267	1.498	2.012	2.435
Giá vốn hàng hàng	(1.413)	(913)	(1.667)	(1.768)	(1.287)	(1.341)	(1.646)	(1.952)
Biên LN gộp	2.677	2.336	2.661	2.329	710	1.156	1.600	1.975
Chi phí QLDN	(325)	(437)	(706)	(645)	(278)	(287)	(373)	(452)
Chi phí bán hàng	(435)	(485)	(689)	(955)	(325)	(404)	(526)	(636)
LN hoạt động	1.917	1.414	1.266	729	106	404	658	859
EBITDA thuần	1.930	1.443	1.312	781	158	373	627	827
Chi phí khấu hao	12	28	47	53	52	(31)	(31)	(31)
LN trước thuế và lãi vay	1.917	1.414	1.266	729	106	404	658	859
Thu nhập tài chính	127	34	50	55	48	41	58	76
Chi phí tài chính	(33)	(46)	(79)	(148)	(134)	(101)	(101)	(105)
Thu nhập/(lỗ) từ cty LDLK	0	0	0	0	(107)	0	0	0
Thu nhập khác ròng	37	42	(36)	25	8	9	12	14
Lợi nhuận trước thuế	2.048	1.444	1.200	661	(80)	413	664	834
Chi phí thuế	(416)	(309)	(327)	(131)	(81)	(85)	(137)	(171)
LN cổ đông không kiểm soát	(572)	(262)	(335)	(185)	(8)	(129)	(168)	(203)
Lợi nhuận ròng	1.061	873	539	345	(168)	199	359	459

Bảng cân đối kế toán								
Bảng cân đối kế toán								
(tỷ đồng)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
Tiền và Tương đương tiền	351	1.146	1.632	493	207	904	1.448	1.872
Đầu tư tài chính ngắn hạn	98	110	156	171	97	149	159	163
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.674	7.428	10.560	10.657	9.977	9.748	9.741	9.841
<i>Tổng ký quỹ và đóng góp vốn</i>	4.546	5.557	8.339	8.408	7.985	7.603	7.501	7.479
Hàng tồn kho	1.144	1.699	1.986	4.190	4.119	4.059	4.321	4.402
Các tài sản ngắn hạn khác	72	141	171	163	169	163	166	174
Tổng tài sản ngắn hạn	8.339	10.525	14.505	15.673	14.569	15.023	15.835	16.452
Tài sản cố định	140	145	195	204	199	171	150	198
Tổng đầu tư	72	119	124	364	259	35	34	33
Tài sản dài hạn khác	442	306	324	362	430	494	543	535
Tổng tài sản	8.993	11.095	15.148	16.602	15.457	15.723	16.562	17.218
Vay & nợ ngắn hạn	677	630	1.034	1.375	1.606	1.256	1.076	976
Phải trả người bán	1.939	3.078	4.553	3.957	3.567	4.308	4.578	4.707
Nợ ngắn hạn khác	1.296	1.396	1.627	2.017	1.581	1.365	1.385	1.457
Tổng nợ ngắn hạn	3.912	5.104	7.214	7.350	6.754	6.929	7.040	7.140
Vay & nợ dài hạn	2	145	97	942	548	565	905	955
Các khoản phải trả khác	0	6	73	26	52	33	44	41
Vốn điều lệ và	3.000	3.225	3.582	4.531	5.741	5.791	5.791	5.791
LN giữ lại	462	456	942	680	90	289	618	1.023
Vốn chủ sở hữu	5.079	5.839	7.764	8.285	8.103	8.196	8.574	9.083
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.621	1.822	2.139	2.239	2.237	2.131	2.180	2.284
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.993	11.095	15.148	16.602	15.457	15.723	16.562	17.218

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
LN trước thuế	2.048	1.444	1.200	661	(80)	413	664	834
Khấu hao	12	28	47	53	52	31	31	31
Thuế đã nộp	(256)	(317)	(390)	(242)	(78)	(85)	(137)	(171)
Các khoản điều chỉnh khác	(171)	1	145	80	79	1.836	116	(139)
Thay đổi VLĐ	(2.295)	(144)	(1.877)	(3.118)	(158)	767	415	(122)
LC tiền thuần HĐKD	(661)	1.013	(875)	(2.566)	(186)	1.001	409	560
đầu tư TSCĐ	(93)	(67)	(105)	(85)	(24)	(52)	(11)	(4)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	0	7	2	3	0	0	0
Các khoản khác	(559)	(343)	(33)	(64)	103	(2)	(14)	(82)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(652)	(410)	(130)	(146)	82	(53)	(25)	(86)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	2.073	1.008	1.434	339	58	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	(4)	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	440	95	356	1.582	(165)	(250)	160	(50)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.171)	(911)	(298)	(349)	(70)	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	1.342	193	1.492	1.572	(182)	(250)	160	(50)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	322	351	1.146	1.632	493	207	904	1.448
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	29	796	486	(1.140)	(286)	697	544	424
Tiền & tương đương tiền cuối kì	351	1.146	1.632	493	207	904	1.448	1.872

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
EPS (VND)	3.538	2.708	1.504	760	(293)	343	620	792
P/E	N/A	12,6	4,2	9,7	(19,7)	16,9	9,4	7,3
P/B	N/A	2,7	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4

Chỉ số tăng trưởng	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	65,0%	-20,6%	33,2%	-5,4%	-51,2%	25,0%	30,0%	21,0%
Tăng trưởng LN gộp	43,9%	-12,7%	13,9%	-12,5%	-69,5%	62,7%	38,4%	23,5%
Tăng trưởng LN ròng	107,6%	-17,7%	-38,3%	-36,1%	-148,8%	N/A	80,8%	27,7%
Tăng trưởng EPS	107,6%	-17,7%	-38,3%	-36,1%	-148,8%	N/A	80,8%	27,7%

Chỉ số hiệu quả sinh lời	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
Biên LN gộp	65,4%	71,9%	61,5%	56,9%	35,6%	46,3%	49,3%	50,3%
Biên EBITDA	50,9%	45,8%	29,5%	19,2%	2,3%	17,4%	21,2%	22,7%
Biên LN gộp động	50,1%	44,4%	27,7%	16,1%	-4,0%	16,2%	20,3%	21,9%
Biên LN ròng	25,9%	26,9%	12,4%	8,4%	-8,4%	8,0%	11,1%	11,7%
ROAA	14,2%	8,7%	4,1%	2,2%	-1,1%	1,3%	2,2%	2,7%
ROAE	44,7%	23,4%	11,2%	5,9%	-2,8%	2,4%	4,2%	5,1%

Chỉ số đòn bẩy	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
Khả năng trả lãi vay (EBIT/I)	58,3	31,3	16,4	5,8	0,8	4,0	6,5	8,2
Nợ vay/vốn	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Tổng nợ/tổng tài sản	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Nợ vay ròng/VCSH	0,0	(0,1)	(0,1)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Chỉ số thanh khoản	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
Current ratio	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3
Quick ratio	1,8	1,7	1,7	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7
Cash ratio	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3
Asset turnover	0,6	0,3	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Số ngày phải thu	118,2	176,2	136,2	140,5	241,3	93,5	121,6	145,7
Số ngày tồn kho	252,0	568,3	403,3	637,6	1.178,2	1.105,0	958,4	823,2
Số ngày phải trả	49,3	76,6	64,0	90,8	111,0	113,6	131,2	151,4
Vòng xoay tiền	320,9	668,0	475,4	687,2	1.308,5	1.084,9	948,8	817,5

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT	
Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.
Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.	
Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Steven Woo – Trưởng Phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Trần Trung Kiên – Chuyên viên Phân tích

Email: kien.trantrung@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>