

Ngành	Bất động sản		2020A	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	06/07/2021	Tăng trưởng DT	-20,6%	38,4%	24,2%	14,5%
Giá IPO	32.000VND	Tăng trưởng EPS	-35,0%	39,7%	14,9%	12,0%
Giá mục tiêu	44.300VND	TT LNST sau lợi ích CĐTS	-17,7%	53,4%	20,9%	12,0%
TL tăng	+38,4%	Biên LN gộp	71,9%	69,9%	68,7%	67,6%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN ròng	26,9%	29,8%	29,0%	28,4%
Tổng mức sinh lời	+38,4%	P/B	2,6x	2,0x	1,5x	1,2x
Khuyến nghị (KN)	MUA	P/E	12,0x	8,6x	7,4x	6,7x

### Tổng quan công ty

DXS là công ty môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam với khoảng 30% thị phần mảng môi giới sơ cấp và có mạng lưới phân phối rộng khắp toàn quốc. Dịch vụ môi giới tư vấn toàn diện mang lại cho DXS tỷ suất sinh lời vượt trội và là một trong những lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ.

GT vốn hóa @ Giá IPO	498,4tr USD		DXS	Ngành*	VNI
Room khối ngoại	N/A	P/E (trượt)	11,1x	17,1x	18,5x
GTGD/ngày (30n)	N/A	P/B (hiện tại)	2,5x	1,8x	2,7x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ vay ròng/Vốn CSH	-10,4%	5,0%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	358,2 tr	ROE (2020)	23,4%	14,3%	15,0%
Pha loãng	358,2 tr	ROA (2020)	11,3%	5,8%	2,4%

Kể từ năm 2007, DXS đã xây dựng cơ sở dữ liệu với hơn 7,5 triệu khách hàng thông qua khoảng tổng cộng 130.000 sản phẩm đã giao dịch. DXS đã thiết lập hệ thống mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước với lực lượng bán hàng lớn nhất bao gồm 132 sản giao dịch và khoảng 4.400 nhân viên kinh doanh.

\* CT cùng ngành trong khu vực. KN cho DXS dựa theo giá IPO.

### Phạm Minh Đức

Chuyên viên

[duc.pham@vcsc.com.vn](mailto:duc.pham@vcsc.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.174

### Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp

[hong.luu@vcsc.com.vn](mailto:hong.luu@vcsc.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.120

## Cơ hội đầu tư vào ngành môi giới BĐS nhà ở đang phát triển

- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho cổ phiếu DXS với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 44.300 đồng/CP, cao hơn 38,4% so với mức giá IPO trong tháng 4/2021 là 32.000 đồng/CP.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2021/2022 sẽ phục hồi so với các tác động tiêu cực trong năm 2020 từ dịch COVID-19. Chúng tôi kỳ vọng DXS sẽ duy trì tỷ suất lợi nhuận cao ở cả mảng kinh doanh dịch vụ môi giới tư vấn toàn diện và môi giới sơ cấp truyền thống, trong khi lượng giá trị hợp đồng ký được (backlog) sẽ gia tăng tương ứng với sự phục hồi của thị trường nhà ở tại khu vực miền Trung và động lực thị trường đang diễn ra ở các khu vực ngoại thành. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của DXS sẽ tăng trưởng 53%/21% lên mức 1,3 nghìn tỷ đồng/1,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2021/2022.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS ở mức 22% trong giai đoạn 2020-2023, chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng dự báo trong dịch vụ môi giới sơ cấp và việc mở rộng mạng lưới môi giới của DXS sang các thị trường mới.
- Tại giá mục tiêu của chúng tôi, chỉ số P/E 2021/2022 của DXS lần lượt là 11,8 lần/10,3 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi) - thấp hơn mức trung bình một năm của trung vị P/E các công ty cùng ngành trong khu vực là 13,8 lần – mức hấp dẫn so với lợi thế cạnh tranh trong nước mạnh mẽ của DXS và triển vọng tăng trưởng tích cực cho ba năm tới.
- Rủi ro: Các hạn chế kéo dài đối với hoạt động bán lẻ do sự bùng phát trở lại của dịch COVID-19 tại Việt Nam; rủi ro pha loãng từ cơ cấu mạng lưới môi giới phức tạp.

**Công ty môi giới bất động sản (BDS) hàng đầu với cơ cấu doanh nghiệp giúp gắn kết lợi ích của các cấp quản lý tại từng địa phương với sự phát triển chung của DXS.** Trong mỗi công ty con môi giới BĐS, DXS sở hữu khoảng 55%-80% cổ phần trong khi lượng cổ phần còn lại thuộc về đội ngũ quản lý của các công ty con tại địa phương, theo DXS. Vì thị trường môi giới BĐS sơ cấp tại Việt Nam có tính phân mảnh cao do các khu vực địa lý khác nhau, đội ngũ quản lý tại từng địa phương giàu kinh nghiệm và nhân viên bán hàng/ mạng lưới đại lý tại địa phương hiểu rõ văn hóa và nhu cầu khách hàng là yếu tố quan trọng đối với sự phát triển của từng chi nhánh riêng lẻ. Cấu trúc sở hữu này của DXS đã mang lại hiệu quả giúp kết quả HĐKD tăng trưởng trong bối cảnh mở rộng nhanh chóng các chi nhánh trên cả nước. Chúng tôi cho rằng việc mở rộng sang các khu vực mới theo cơ cấu sở hữu này sẽ thúc đẩy triển vọng tăng trưởng của DXS trong trung hạn.

**Tiềm năng mở rộng mảng môi giới BĐS thứ cấp và việc tập trung phát triển nền tảng công nghệ của công ty sẽ thúc đẩy triển vọng tăng trưởng dài hạn của DXS.** Bên cạnh việc củng cố vị trí số một thị phần môi giới BĐS sơ cấp, DXS phát triển nền tảng công nghệ để hỗ trợ mảng môi giới thứ cấp và các dịch vụ tài chính BĐS trong tương lai. Chúng tôi cho rằng thị trường môi giới BĐS thứ cấp - hiện vẫn còn rất phân mảnh và cho thấy tiềm năng lợi nhuận ổn định - có thể sẽ đem lại một mô hình kinh doanh bền vững dài hạn cho DXS trong tương lai.

## Mục lục

<b>Cơ hội đầu tư vào thị trường môi giới BĐS nhà ở đang phát triển</b> .....	<b>1</b>
<b>Tổng quan thị trường môi giới BĐS của Việt Nam</b> .....	<b>3</b>
<b>Tổng quan công ty</b> .....	<b>5</b>
<b>Chiến lược kinh doanh và vị thế thị trường</b> .....	<b>8</b>
Mở rộng mạnh mẽ mạng lưới trên toàn quốc để tận dụng đà tăng trưởng của thị trường môi giới BĐS .....	8
Mối quan hệ chặt chẽ với các chủ đầu tư lớn và các khách hàng nhỏ hơn tại địa phương	8
Màng kinh doanh môi giới tư vấn toàn diện mang lại cho DXS tỷ suất sinh lời vượt trội và rủi ro trong tầm kiểm soát .....	9
<b>Tình hình tài chính</b> .....	<b>11</b>
<b>Tổng quan quý 1/2021: Thị trường miền Bắc dẫn dắt tăng trưởng</b> .....	<b>13</b>
<b>Dự báo cho giai đoạn 2021-2022: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ màng môi giới tư vấn toàn diện vốn có biên lợi nhuận cao</b> .....	<b>14</b>
<b>Định giá</b> .....	<b>15</b>
<b>So sánh các công ty cùng ngành</b> .....	<b>16</b>
<b>Rủi ro đầu tư</b> .....	<b>17</b>
<b>Báo cáo tài chính</b> .....	<b>18</b>

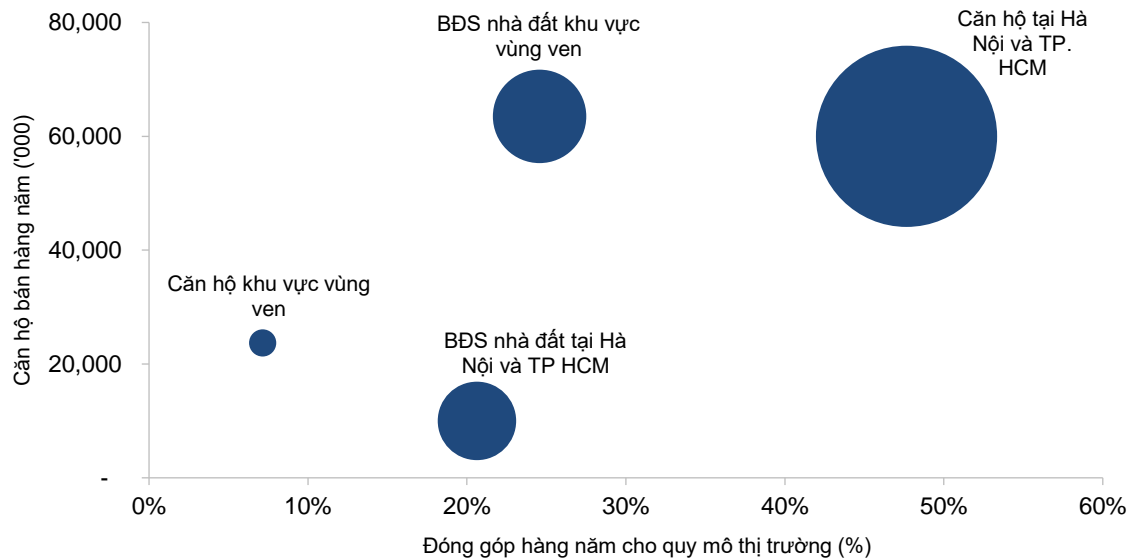
## Tổng quan thị trường môi giới BĐS của Việt Nam

**Ngành bất động sản (BĐS) của Việt Nam** sẽ được hưởng lợi từ tốc độ tăng trưởng GDP nhanh chóng, sự nổi lên mạnh mẽ của tầng lớp thu nhập trên trung bình và tỷ lệ đô thị hóa ngày càng gia tăng. Các động lực tăng trưởng cho mảng BĐS nhà ở dân dụng bao gồm cơ sở hạ tầng cải thiện, quy mô hộ gia đình trung bình thu hẹp và tỷ lệ vay mua nhà gia tăng. Do đó, chúng tôi tin rằng hoạt động kinh doanh môi giới BĐS cũng sẽ đạt được mức tăng trưởng ổn định trong dài hạn.

Chúng tôi ước tính rằng quy mô thị trường nhà ở sơ cấp của Việt Nam trong giai đoạn 2016-2019 đạt trung bình khoảng 14,5 tỷ USD/năm, tương ứng khoảng 6% GDP. Các dự án căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM có đóng góp lớn nhất – tính theo cả số lượng căn hộ bán được hàng năm và đóng góp vào giá trị thị trường. Trong khi đó, tổng quy mô thị trường BĐS gắn với đất tại Hà Nội, TP.HCM và các khu vực cấp 2 có đóng góp tương đương về giá trị nhưng thấp hơn về số lượng.

**Hình 1: Quy mô trung bình của thị trường nhà ở trong giai đoạn 2016 – 2019**

*VCSC ước tính quy mô trung bình của thị trường nhà ở sơ cấp tại Việt Nam vào khoảng 14,5 tỷ USD/năm, chiếm khoảng 6%/GDP*

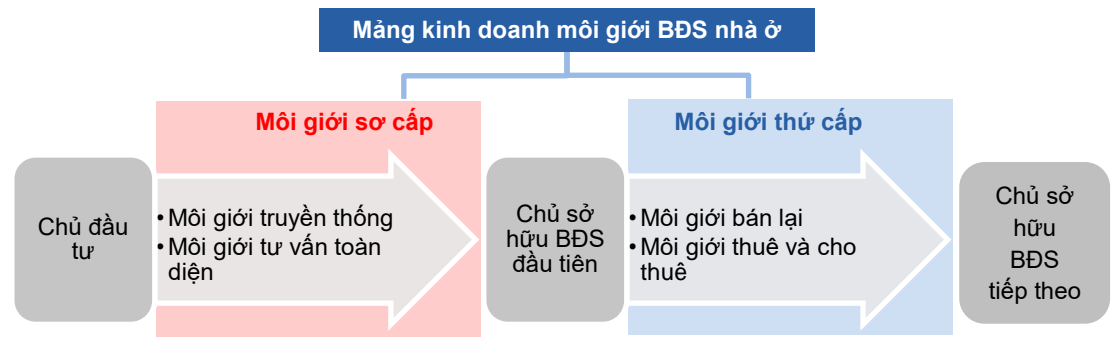


Nguồn: CBRE, Savills, Realtor Vietnam, VCSC ước tính

**Mảng môi giới BĐS sơ cấp cho các dự án BĐS gắn liền với đất - đặc biệt tại khu vực cấp hai - hấp dẫn hơn nhưng khó thâm nhập hơn.** Các công ty môi giới BĐS sơ cấp tại các đô thị của Việt Nam như Hà Nội và TP.HCM phục vụ các thị trường chủ chốt, nhưng chúng tập trung theo vị trí, có tính cạnh tranh cao và đồng đúc với các công ty môi giới quy mô vừa và nhỏ cũng như các đại lý cá nhân. Các công ty môi giới thường phải đấu thầu phí hoa hồng để giành được mỗi lô hàng để bán môi giới, do đó tỷ lệ phí hoa hồng của các công ty này có mức giới hạn. Mặt khác, các công ty môi giới BĐS sơ cấp cho dự án BĐS gắn có đất tại các khu vực cấp hai được phân bổ theo vị trí trên toàn quốc và ít cạnh tranh hơn.

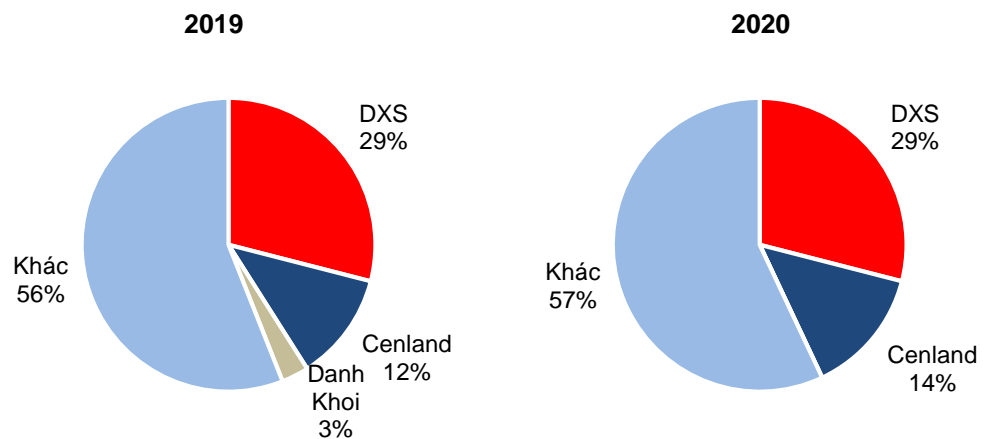
**Hoạt động môi giới sơ cấp là nguồn thu chính của các công ty môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam,** bao gồm DXS, Cenland (HSX: CRE), Hải Phát (HSX: HPX) và Danh Khôi (HNX: NRC). Mảng môi giới sơ cấp ghi nhận mức phí hoa hồng cao hơn (ít nhất 5%) trên giá trị căn bán được, so với môi giới thứ cấp (thường có phí hoa hồng khoảng 1-2%). Các công ty môi giới BĐS hàng đầu cũng có thể tận dụng nguồn lực tài chính/nhân sự và thương hiệu của họ để đàm phán với các chủ đầu tư BĐS về lượng hàng bán, phí hoa hồng và chiến lược marketing. Chúng tôi dự báo dư địa lớn cho sự tăng trưởng của thị trường BĐS sơ cấp trong tương lai nhờ vào điều kiện nhân khẩu học và môi trường vĩ mô thuận lợi cùng với xu hướng phát triển đô thị và thị trường cho vay mua nhà, do đó chúng tôi tin rằng hoạt động môi giới BĐS sẽ đạt được mức tăng trưởng dài hạn vững chắc.

Hình 2: Môi giới sơ cấp vs. môi giới thứ cấp



Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

Hình 3: Thị phần môi giới sơ cấp toàn quốc (tính theo số lượng giao dịch\*)



Nguồn: Savills (2019), CBRE (2020), DXS, VCSC tổng hợp. Ghi chú: (\*) chỉ tính các thành phố lớn, không tính các sản phẩm được bán trực tiếp từ đội ngũ bán hàng của chủ đầu tư. Số liệu 2020 cho các công ty khác chưa có.

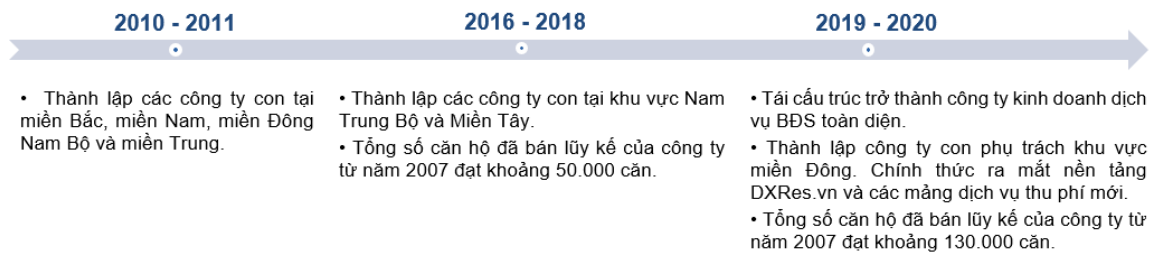
## Tổng quan công ty

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG) được thành lập năm 2003 với trọng tâm là mảng môi giới BĐS. Tận dụng vị thế trong mảng môi giới BĐS, DXG đã mở rộng sang lĩnh vực phát triển BĐS nhà ở, tập trung vào phân khúc trung cấp tại TP. HCM, Bình Dương và Đồng Nai. DXG niêm yết cổ phiếu trên sàn GDCK TP. HCM (HSX/HOSE) vào năm 2009 và hiện sở hữu 60% cổ phần của CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS).

DXS hiện là công ty trực tiếp sở hữu và quản lý tất cả các công ty môi giới BĐS trực thuộc DXG. DXS là công ty môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam với khoảng 30% thị phần mảng môi giới sơ cấp và mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước. DXS đã xây dựng cơ sở dữ liệu của hơn 7,5 triệu khách hàng thông qua khoảng 130.000 căn đã giao dịch được cộng dồn kể từ năm 2007.

Vào tháng 4/2021, DXS đã IPO thành công 71,6 triệu cổ phiếu (35,8 triệu cổ phiếu từ cổ đông hiện hữu và 35,7 triệu cổ phiếu mới) với giá 32.000 đồng/CP. Công ty cũng đã được HSX chấp thuận niêm yết cổ phiếu. Công ty dự kiến giá niêm yết là 32.000 đồng/CP (bằng giá IPO) và sẽ được niêm yết tạm thời trên HNX, trước khi được chuyển lại về HSX trong tương lai gần.

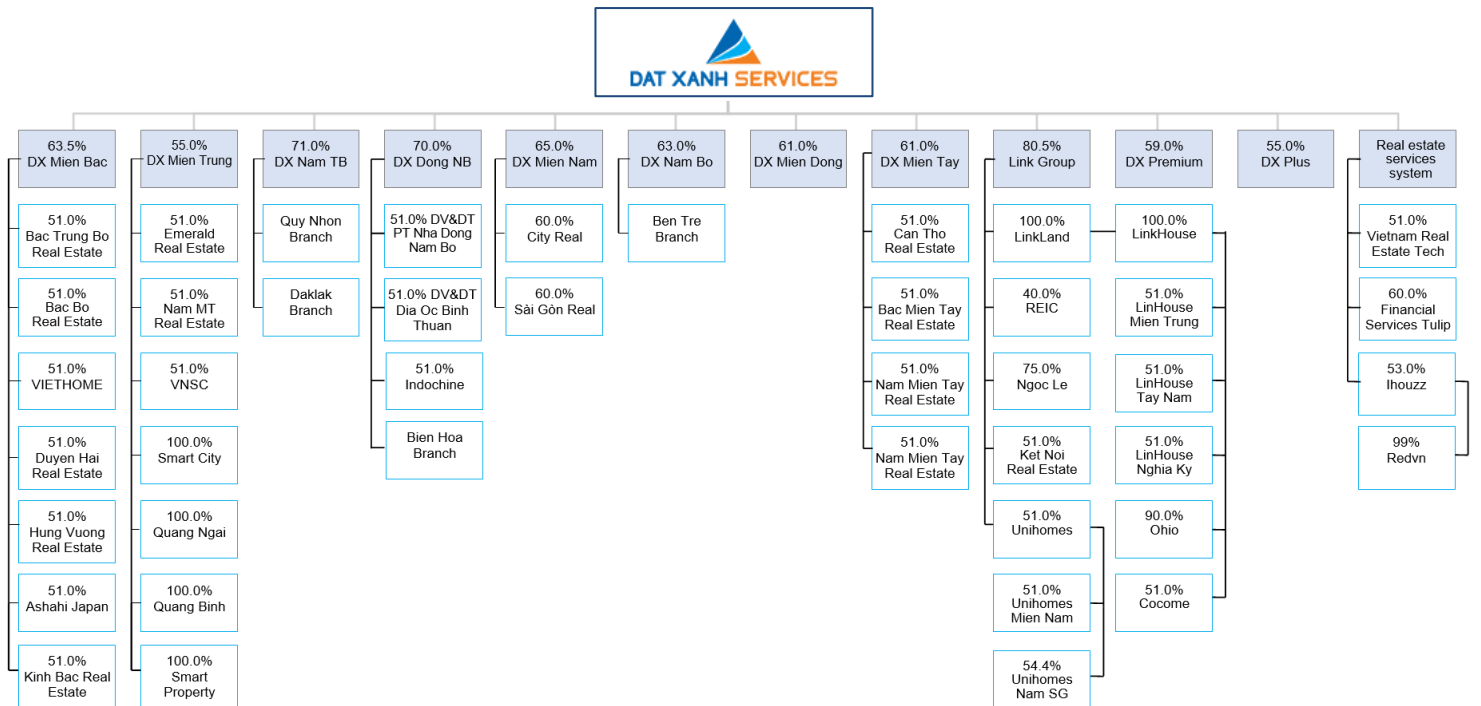
**Hình 4: Các cột mốc chính của công ty**



Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

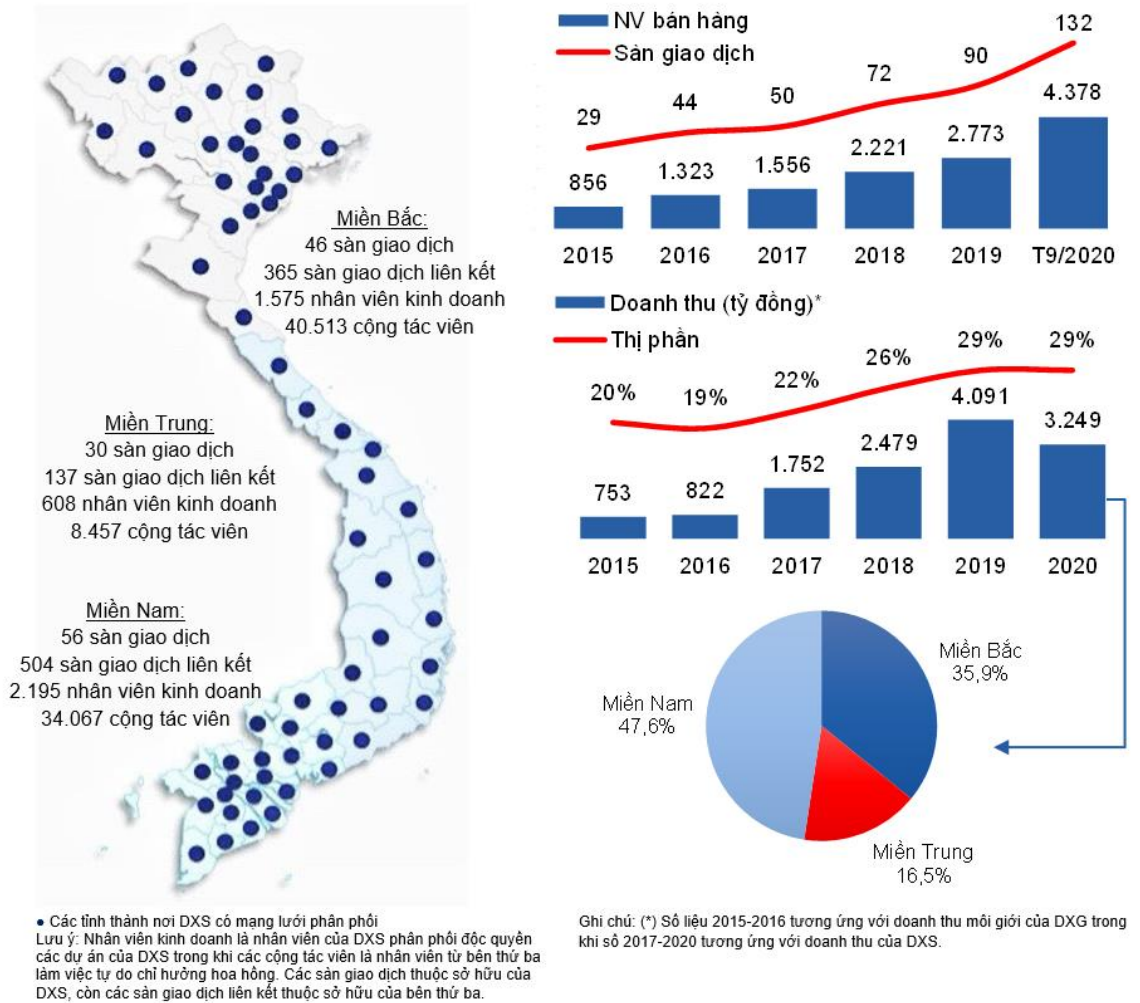
**Hình 5: Cơ cấu công ty**

DXS hiện là công ty trực tiếp sở hữu và quản lý tất cả các công ty môi giới BĐS trực thuộc DXG. DXG sở hữu 60% cổ phần của DXS tại T5/2021.



Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

Hình 6: Hệ thống phân phối của công ty



Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

Hình 7: Các công ty con

Tên công ty con	Địa điểm	Màng kinh doanh chính	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của DXS	
CTCP Dịch Vụ & Địa Ốc Đất Xanh Miền Bắc	Hà Nội	Kinh doanh và môi giới BĐS	676	63,5%	
CTCP Đất Xanh Miền Trung	Đà Nẵng		1.400	55,0%	
CTCP Đầu Tư Và Dịch Vụ Đất Xanh Miền Nam	TP. HCM		272	65,0%	
CTCP Dịch vụ và Đầu tư Đất Xanh Đông Nam Bộ	Đồng Nai		282	70,0%	
CTCP Dịch vụ và Đầu tư Đất Xanh Miền Tây	Cần Thơ		134	61,0%	
CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh Nam Trung Bộ	Khánh Hòa		107	71,0%	
CTCP Đất Xanh Nam Bộ	TP. HCM		50	63,0%	
CTCP Đầu Tư Và Dịch Vụ Đất Xanh Miền Đông	Bình Dương		50	61,0%	
CTCP Đất Xanh Premium	TP. HCM		20	59,0%	
CTCP Bất động sản Đất Xanh Plus	TP. HCM		20	55,0%	
CTCP Bất Động Sản Linkgroup	TP. HCM		500	80,5%	
CTCP Bất Động Sản Đất Xanh International	TP. HCM		6	64,9%	
CTCP Công Nghệ Bất Động Sản Việt Nam	TP. HCM		Phát Triển Công Nghệ	8	51,0%
CTCP Công Nghệ Houzz	TP. HCM			100	53,0%
CTCP Dịch vụ Tài chính Bất động sản Tulip	TP. HCM	Dịch vụ tài chính	50	60,0%	

Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

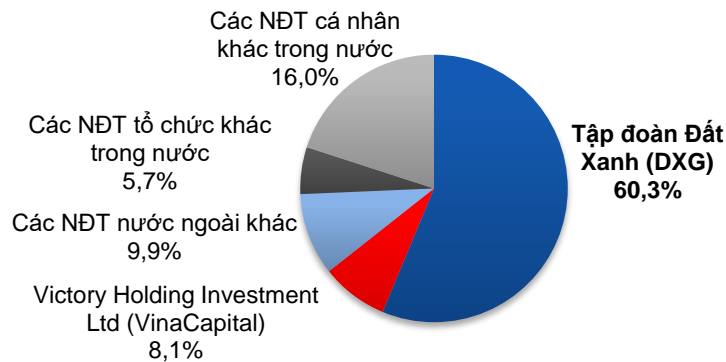


Hình 8: Ban lãnh đạo của DXS

Họ và tên	Vị trí hiện tại	Năm kinh nghiệm	Gia nhập DXG/DXS
<b>Ban lãnh đạo</b>			
Ông Lương Trí Thìn	Chủ tịch HĐQT (Người sáng lập/Chủ tịch HĐQT DXG)	>20 năm kinh nghiệm quản lý trong BĐS	2003
Ông Nguyễn Trường Sơn	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám Đốc	>15 năm trong lĩnh vực BĐS	2011
Ông Hà Đức Hiếu	Thành viên HĐQT	>15 năm kinh nghiệm tài chính doanh nghiệp	2010
Ông Phạm Anh Khôi	Thành viên HĐQT	>15 năm kinh nghiệm tài chính và BĐS	2019
Ông Trần Thanh Tân	Thành viên HĐQT độc lập	>9 năm kinh nghiệm tài chính	2021
<b>Nhân sự chủ chốt</b>			
Ông Nguyễn Trường Sơn	Tổng Giám đốc	>15 năm trong lĩnh vực BĐS	2011
Bà Phạm Thị Nguyên Thanh	Phó TGD (Sales & Marketing)	>15 năm marketing	2016
Bà Lê Trần Bích Thủy	Phó TGD	>15 năm bán hàng	2010

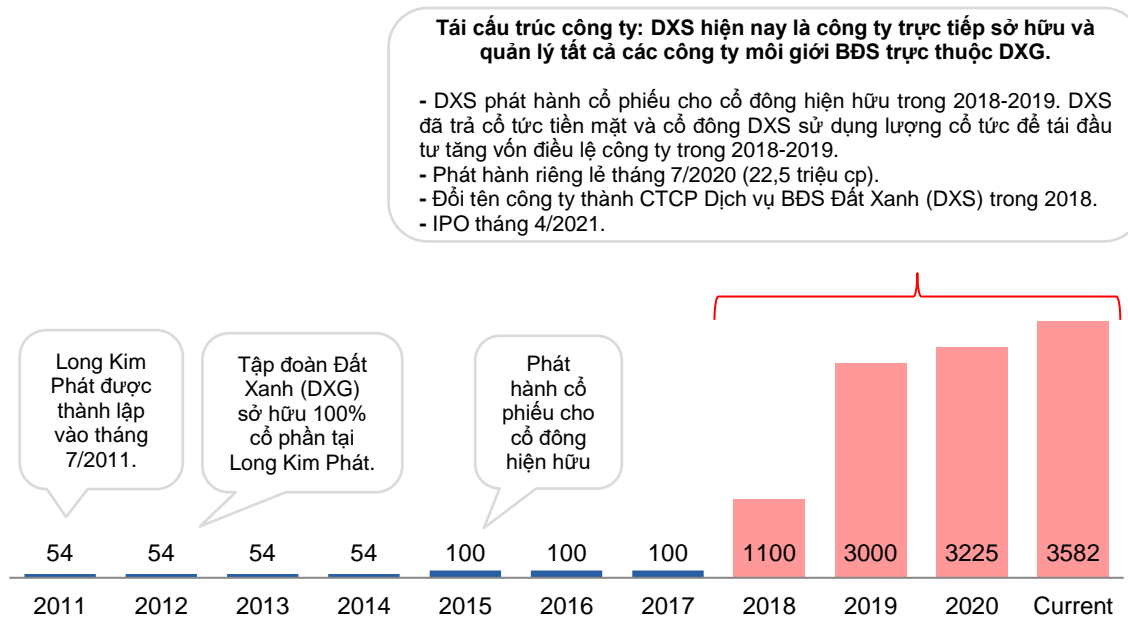
Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

Hình 9: Cơ cấu cổ đông tính đến 10/5/2021



Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

Hình 10: Tăng vốn điều lệ (tỷ đồng)



Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

## Chiến lược kinh doanh và vị thế thị trường

### Mở rộng mạnh mẽ mạng lưới trên toàn quốc để tận dụng đà tăng trưởng của thị trường môi giới BĐS

**Việc mở rộng mạng lưới trên toàn quốc của DXS là động lực tăng trưởng chính cho công ty.** Kể từ khi thành lập vào năm 2003, DXG/DXS đã nhanh chóng mở rộng các công ty con của mình tại các tỉnh thành lớn tại Việt Nam, khởi đầu là ở các thành phố đô thị, sau đó là các khu vực vùng ven lân cận và các khu vực tăng trưởng cao khác. Trong giai đoạn 2005-2010, DXG/DXS đã tạo dựng được thành công bước đầu tại khu vực TP. HCM và vùng phụ cận, đặc biệt là tại các tỉnh Bình Dương và Đồng Nai. Tính đến cuối năm 2020, DXS sở hữu 12 công ty con và 132 sàn giao dịch vật lý, là một trong những lợi thế cạnh tranh cao nhất so với các đối thủ.

**Đội ngũ bán hàng được đào tạo bài bản và dẫn dắt bởi đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm của DXS.** Thị trường môi giới BĐS Việt Nam có tính phân mảnh cao với các khu vực địa lý khác nhau. Do đó, đội ngũ quản lý điều hành địa phương giàu kinh nghiệm và nhân viên bán hàng/ cộng tác viên tại địa phương hiểu rõ văn hóa và nhu cầu khách hàng của họ là yếu tố chủ chốt đối với sự phát triển của từng chi nhánh riêng lẻ. Chúng tôi quan sát thấy đội ngũ nhân viên bán hàng của DXS có kỹ năng bán BĐS tốt và thường vượt trội hơn so với đội ngũ bán hàng nội bộ của chủ đầu tư BĐS. Chúng tôi cho rằng lợi thế này là do lượng hàng bán cao của DXS, giúp nhân viên kinh doanh duy trì đà bán hàng xuyên suốt năm. DXS cũng giữ một số lượng lớn các cộng tác viên (các nhân viên từ bên thứ ba làm việc tự do chỉ hưởng phí hoa hồng), để ứng phó với tính chất chu kỳ của thị trường BĐS.

**Cơ cấu công ty đặc thù của DXS giúp gắn chặt lợi ích của các cấp quản lý tại từng khu vực đối với sự phát triển của DXS.** DXS (DXG sở hữu trực tiếp 84% cổ phần) là động lực chính trong mảng dịch vụ môi giới của DXG. Ban lãnh đạo công ty cho biết, trong mỗi công ty con môi giới BĐS, DXS sở hữu khoảng 55%-80% cổ phần trong khi lượng cổ phần còn lại thuộc về đội ngũ quản lý tại từng địa phương của các công ty con. Cơ cấu sở hữu này cho phép DXG/DXS gắn chặt lợi ích của đội ngũ quản lý địa phương trực tiếp với sự tăng trưởng của mảng môi giới và giảm thiểu rủi ro xung đột lợi ích. Do môi giới BĐS truyền thống nói chung có rào cản gia nhập ngành thấp và sự cạnh tranh gay gắt từ các công ty khác, điều quan trọng đối với DXS là phải duy trì mức lợi ích cân bằng cho đội ngũ quản lý địa phương.

### Mối quan hệ rộng khắp với các chủ đầu tư lớn và cả các khách hàng tại địa phương có quy mô nhỏ hơn

**Mối quan hệ rộng khắp với nhiều chủ đầu tư khác nhau giúp DXS chuyển đổi sự tập trung của đội ngũ bán hàng giữa các dự án khác nhau tùy thuộc vào tiến độ phát triển dự án.** Với sự hiện diện mạnh mẽ trên toàn quốc, các khách hàng chủ đầu tư của DXS bao gồm các chủ đầu tư hàng đầu (như Vinhomes, CapitalLand, FLC, TNR và Xuân Mai) và các chủ đầu tư có quy mô nhỏ hơn tại địa phương có quỹ đất/ dự án tiềm năng tại các thành phố/ khu vực mới đang phát triển. Theo ban lãnh đạo, DXS đang trong quá trình phát triển mối quan hệ với nhiều khách hàng mới, bao gồm Nhà Khang Điền, Refico, Sunshine group, BRG group và BĐS Phát Đạt.

Dù Vinhomes (VHM) là chủ đầu tư thống trị thị trường BĐS nhà ở tại miền Bắc, DXS vẫn duy trì thị phần mạnh mẽ tại miền Bắc, ở mức 28% trong năm 2019 (theo ban lãnh đạo) mà không cần tập trung vào các sản phẩm của VHM. Chúng tôi cho rằng mối quan hệ rộng của DXS với các chủ đầu tư khác nhau sẽ giúp công ty duy trì tăng trưởng bền vững trong khi ít phụ thuộc hơn vào các phân khúc hoặc chủ đầu tư cụ thể. DXS có thể phân bổ vốn/ nguồn lực của công ty tùy vào khung thời gian thực hiện hoặc giai đoạn phát triển của các dự án khác nhau để tối đa hóa năng lực của công ty.



## Mảng kinh doanh môi giới tư vấn toàn diện mang lại cho DXS tỷ suất sinh lời vượt trội và rủi ro trong tầm kiểm soát

**Môi giới tư vấn toàn diện có thể mang lại cho DXS phí hoa hồng ròng ít nhất 10% (bao gồm cả phí hoa hồng và chênh lệch) so với tỷ lệ hoa hồng khoảng 5% của môi giới truyền thống.** Nghiệp vụ môi giới tư vấn toàn diện bao gồm đầy đủ các dịch vụ tư vấn trong việc phát triển dự án/ sản phẩm. DXS có thể tham gia với chủ đầu tư dự án BĐS nhà ở trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển sản phẩm, để hỗ trợ chủ đầu tư thiết lập các chiến lược về giá cả, tối ưu hóa sản phẩm, dịch vụ bán hàng và marketing. DXS có thể nhận được quyền phân phối độc quyền một phần hoặc toàn bộ dự án khi ký kết tư vấn môi giới toàn diện.

Hoạt động môi giới tư vấn toàn diện có tính linh hoạt cao phụ thuộc vào sự thương lượng các điều khoản giữa chủ đầu tư BĐS và DXS. DXS cũng có thể ký kết điều khoản đảm bảo lượng hàng được phân phối (bao tiêu) đối với những dự án mà công ty có thể nhận được thêm lợi nhuận chênh lệch, giữa giá bán bao tiêu (giá bán buôn do DXS và chủ đầu tư BĐS thương lượng) so với giá bán thực tế (giá bán lẻ).

**Số lượng hàng do DXS phân phối theo dạng tư vấn toàn diện thường lớn hơn nhiều.** Khác với dịch vụ môi giới BĐS truyền thống khi các công ty môi giới chỉ phân phối các sản phẩm đã được thiết kế hoặc đã hoàn thiện, DXS tiếp cận các chủ đầu tư và chủ sở hữu quỹ đất từ giai đoạn sơ bộ của dự án. Công ty cung cấp dịch vụ tư vấn từ thiết kế sản phẩm đến quyết định giá bán và chiến lược bán hàng để đáp ứng tình hình thị trường và nhu cầu của khách hàng. Đổi lại, DXS có thể trở thành nhà môi giới độc quyền cho dự án đó. Với chiến lược này, DXS có thể giảm thiểu rủi ro tồn đọng căn hộ và chủ động quyết định tiến độ mở bán đối với từng cấu phần dự án, cũng như thiết lập mối quan hệ tốt đẹp với chủ đầu tư để hợp tác trong tương lai.

Trong một số dự án môi giới BĐS dịch vụ trọn gói, DXS đã ký hợp đồng phân phối độc quyền toàn bộ dự án/tòa, thay vì cạnh tranh với nhiều công ty môi giới để bán hàng riêng lẻ. Cách làm này giúp DXS giảm thiểu rủi ro bán hàng trùng lặp. Khi nhiều công ty môi giới BĐS cùng bán một dự án, việc kiểm tra chéo và kiểm soát quyền sở hữu của từng căn hộ trở nên khó khăn hơn. Ngoài ra, với quyền độc quyền phân phối, DXS có thể thiết lập mức giá bán cho dự án và tối đa hóa phần lợi nhuận có thể nhận được đến từ chênh lệch giá bán.







**Chiến lược môi giới tư vấn toàn diện của DXS tái khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực môi giới BĐS sơ cấp.** Nghiệp vụ môi giới tư vấn toàn diện yêu cầu kiến thức chuyên môn sâu tại từng địa phương trong ngành này, thương hiệu uy tín và có đủ nguồn lực tài chính và nhân lực để thực hiện chiến lược. Trên thị trường môi giới BĐS sơ cấp, DXS và Cenland là hai công ty môi giới hàng đầu cung cấp dịch vụ này cho các chủ đầu tư BĐS/chủ sở hữu quỹ đất. Chúng tôi tin tưởng với vị thế thị trường vững chắc và bề dày thành tích trong lĩnh vực kinh doanh này, DXS sẽ tiếp tục củng cố các dịch vụ và tận dụng nhu cầu thị trường.

### Hình 11: Phân tích tỷ suất sinh lời từ 1 dự án BĐS được DXS tư vấn môi giới toàn diện

Tổng quan dự án	
Dự án	Khu thấp tầng Nam Sông Cái - Khánh Hòa 420 sản phẩm thấp tầng do DXS phân phối độc quyền
Thời gian dự án	14 tháng kể từ tháng 5/2017 đến tháng 6/2018 kéo dài từ khi ký hợp đồng đến khi hoàn thành giao nhà
Tham gia của DXS	Khâu marketing và phân phối, tư vấn về bán hàng, thiết kế dự án và quyết định giá bán
Tổng giá trị dự án - giá bán trung bình	9,8 triệu USD – 1.560 USD/m <sup>2</sup>
DXS	Đã bán được 100% dự án
Tổng phí hoa hồng DXS ghi nhận	<b>1,7 triệu USD</b> – Tỷ lệ phí hoa hồng trung bình 20%
Các điều khoản hợp đồng chính	Được phân phối độc quyền bởi DXS. Đảm bảo số lượng hàng bán (bao tiêu) bởi DXS. CĐT yêu cầu đặt cọc trước. DXS thay mặt chủ đầu tư BĐS thu tiền đặt cọc của người mua nhà và tất cả các khoản thanh toán.
Tỷ suất sinh lời trên vốn tối đa chịu rủi ro (Phí hoa hồng ròng/tổng vốn tối đa chịu rủi ro)	<b>157%</b> – Tổng vốn tối đa chịu rủi ro được định nghĩa là tổng số vốn ròng phải trả tại một thời điểm, cho tiền đặt cọc và tiền phí hoa hồng trả cho nhân viên kinh doanh.

Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

**Hình 12: Một số dự án môi giới BĐS chính trong kế hoạch**

<p><b>GEM SKY WORLD</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chủ đầu tư: DXG</li> <li>- Phân phối độc quyền bởi DXS</li> <li>- 92 ha tại tỉnh Đồng Nai, gần Sân bay Quốc tế Long Thành trong tương lai</li> <li>- Khoảng 4.000 sản phẩm thấp tầng/lô đất</li> <li>- <a href="#">Liên kết đến trang web</a></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá trị hợp đồng backlog: 1,3 nghìn tỷ đồng</li> <li>- Khung thời gian dự kiến: 2021- 2023</li> </ul>	
<p><b>KHU ĐÔ THỊ TUYỀN SƠN</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chủ đầu tư: CTCP Đầu tư Xây dựng và Phát triển hạ tầng Nam Việt Á</li> <li>- Phân phối độc quyền bởi Đất Xanh Miền Trung</li> <li>- 1,3 ha tại quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng</li> <li>- Khoảng 100 sản phẩm shophouse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá trị hợp đồng backlog: 1,1 nghìn tỷ đồng</li> <li>- Khung thời gian dự kiến: 2021- 2023</li> </ul>	
<p><b>MASPERO CITY</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chủ đầu tư: Công ty TNHH Địa ốc Thu Đại Thành</li> <li>- Phân phối độc quyền bởi Đất Xanh Miền Tây</li> <li>- 9,5 ha tại Sóc Trăng</li> <li>- 620 sản phẩm thấp tầng/lô đất</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá trị hợp đồng backlog: 807 tỷ đồng</li> <li>- Khung thời gian dự kiến: 2021- 2023</li> </ul>	
<p><b>GEM RIVERSIDE</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chủ đầu tư: DXG</li> <li>- Phân phối độc quyền bởi DXS</li> <li>- 6,7 ha tại Nam Rạch Chiểu, TP. Thủ Đức</li> <li>- 12 lô gồm 3.200 căn hộ trung cấp</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá trị hợp đồng backlog: 470 tỷ đồng</li> <li>- Khung thời gian dự kiến: 2021- 2023</li> </ul>	
<p><b>PHƯƠNG ĐÔNG GREEN PARK</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chủ đầu tư: CT TNHH Phương Đông</li> <li>- 75% số lượng căn hộ được phân phối bởi Đất Xanh Miền Bắc</li> <li>- 1,4 ha tại Hà Nội</li> <li>- 1.248 căn hộ trung cấp and 13 sản phẩm shophouse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá trị hợp đồng backlog: 234 tỷ đồng</li> <li>- Khung thời gian dự kiến: 2021- 2022</li> </ul>	
<p><b>KDC PHÍA ĐÔNG ĐƯỜNG HÙNG VƯƠNG</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chủ đầu tư: Vinacapital Group và các chủ đầu tư khác</li> <li>- Phân phối độc quyền bởi Đất Xanh Miền Trung</li> <li>- 4,1 ha tại Phú Yên</li> <li>- 58 sản phẩm shophouse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá trị hợp đồng backlog: 466 tỷ đồng</li> <li>- Khung thời gian dự kiến: 2021- 2023</li> </ul>	

Nguồn: DXS, VCSC tổng hợp

## Tình hình tài chính

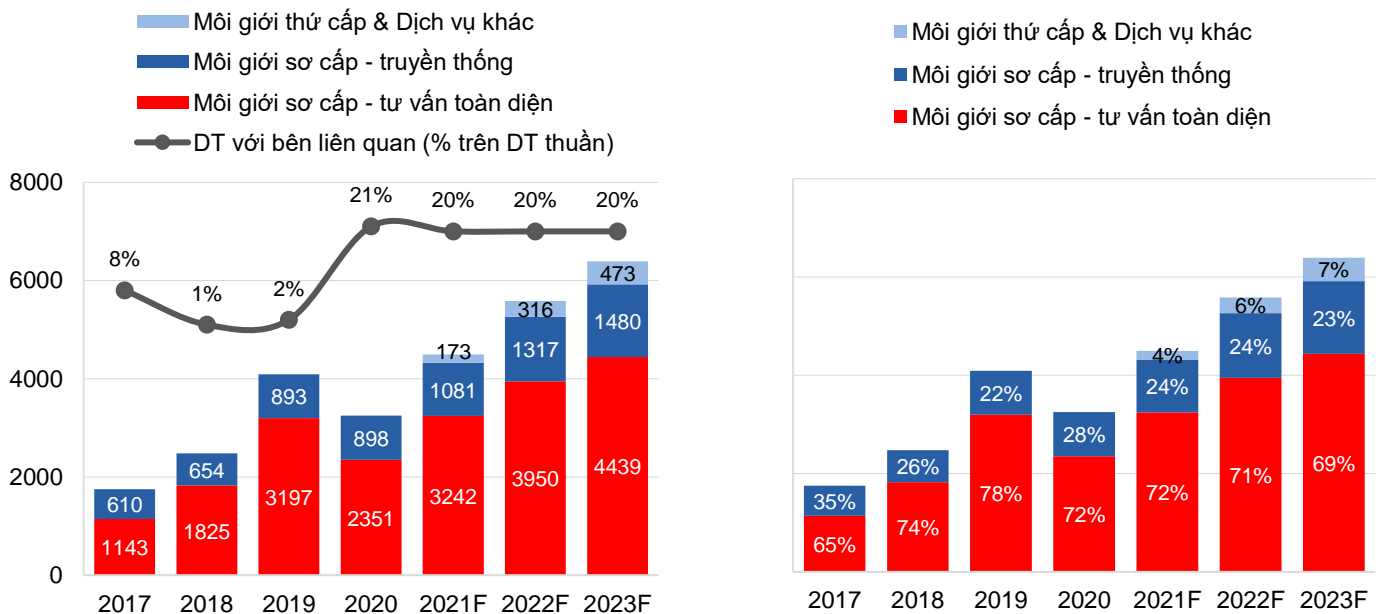
Trong giai đoạn 2017-2020, DXS ghi nhận CAGR lần lượt là 23%, 18% và 37% của doanh thu, LNST và LNST sau lợi ích CĐTS, chủ yếu được thúc đẩy bởi sự mở rộng nhanh chóng của các công ty con, tỷ suất lợi nhuận ổn định cao của mảng dịch vụ tư vấn toàn diện. Việc hợp nhất sở hữu tại các công ty con cũng làm giảm phần lợi ích CĐTS, do đó hỗ trợ kết quả tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo.

Năm 2020, hoạt động dịch vụ môi giới BĐS của DXS phải đối mặt với những thách thức trong ngắn hạn do tác động tiêu cực của dịch COVID-19, khiến doanh thu thuần và LNST sau lợi ích CĐTS giảm lần lượt 21% và 18% so với năm trước. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng mảng môi giới BĐS sẽ phục hồi mạnh mẽ tương ứng sự phục hồi của khu vực miền Trung và động lực phát triển tiếp tục của các thị trường vùng ven. Chúng tôi dự báo DXS sẽ đạt 4,5 nghìn tỷ đồng doanh thu (+38% YoY) và 1,3 nghìn tỷ đồng LNST sau lợi ích CĐTS (+53% YoY) trong năm 2021.

Tại ĐHCĐ thường niên diễn ra vào tháng 6/2021 của DXS, các cổ đông đã thông qua kế hoạch cho năm 2021 với doanh thu thuần đạt 7,6 nghìn tỷ đồng (+33% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (+70% YoY). Chúng tôi cho rằng kế hoạch của ban lãnh đạo cao hơn dự báo của chúng tôi một phần do ban lãnh đạo kỳ vọng tăng trưởng mạnh hơn cho Đất Xanh Miền Trung - công ty con mà DXS sở hữu 55% cổ phần, hiện tập trung vào thị trường miền Trung. Chúng tôi lưu ý rằng DXS chỉ đạt được 55% kế hoạch doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2020, một phần do dịch COVID-19 làm gián đoạn hoạt động kinh doanh. Kết quả này là cơ sở so sánh thấp cho dự báo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2021.

Cổ đông cũng đã thông qua kế hoạch chia cổ tức cho năm tài chính 2020 tương đương 40% kết quả LNST sau lợi ích CĐTS năm 2020, bao gồm cổ tức tiền mặt (tương đương 13% LNST sau lợi ích CĐTS 2020; đã tạm ứng trong năm 2020) và cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 15% (tương đương 27% LNST sau lợi ích CĐTS năm 2020; thời gian chi trả dự kiến chưa được công bố). Ngoài ra, các cổ đông đã thông qua kế hoạch chia cổ tức cho năm tài chính 2021 với 45% LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 bằng tiền mặt và/hoặc cổ phiếu, trong đó mức cổ tức tiền mặt tạm ứng (nếu có) sẽ không cao hơn 1.000 đồng/CP. Chúng tôi hiện giả định công ty sẽ không chia cổ tức tiền mặt cho năm tài chính 2021 do chúng tôi cho rằng DXS sẽ tập trung vốn để mở rộng kinh doanh.

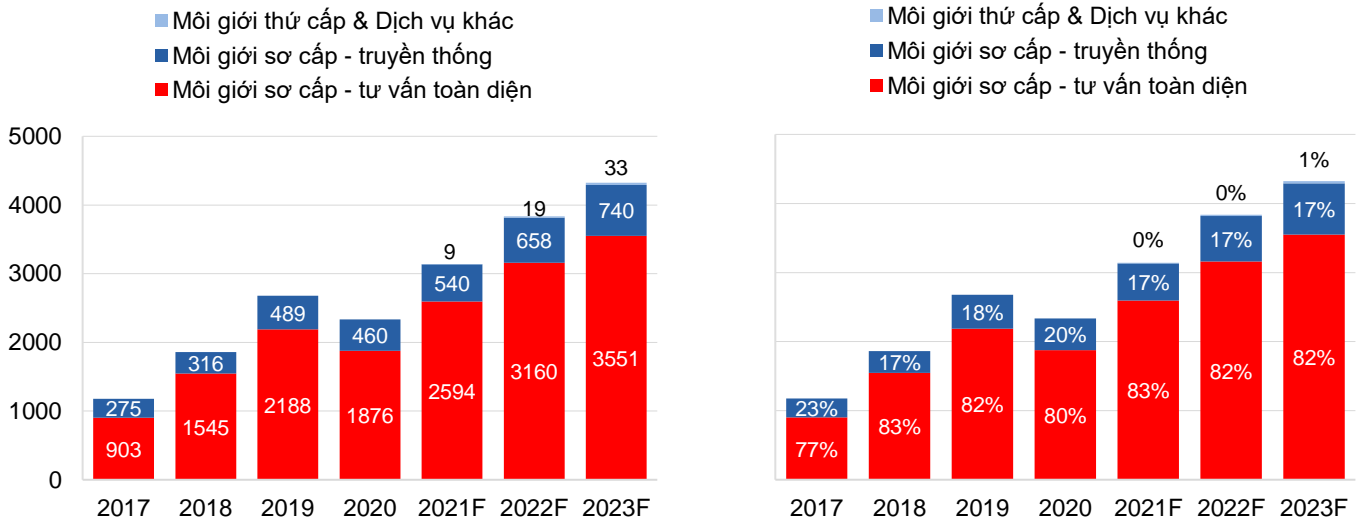
Hình 13: Doanh thu thuần (tỷ đồng) và cơ cấu (%)



Nguồn: Báo cáo tài chính của DXS, VCSC dự báo cho giai đoạn 2021-2023

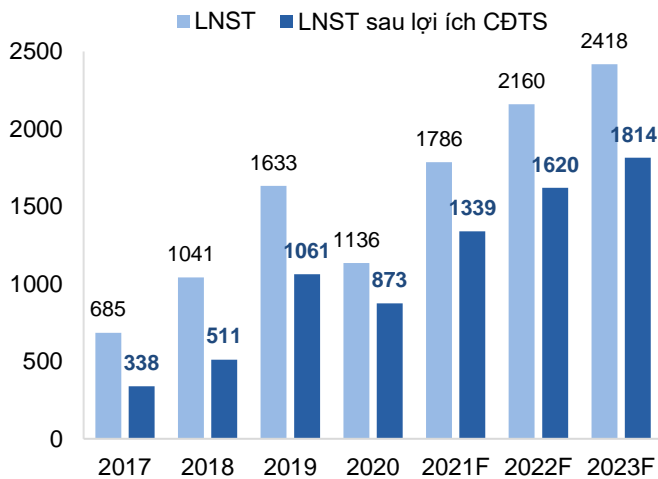


**Hình 14: Lợi nhuận gộp (tỷ đồng) và cơ cấu (%)**

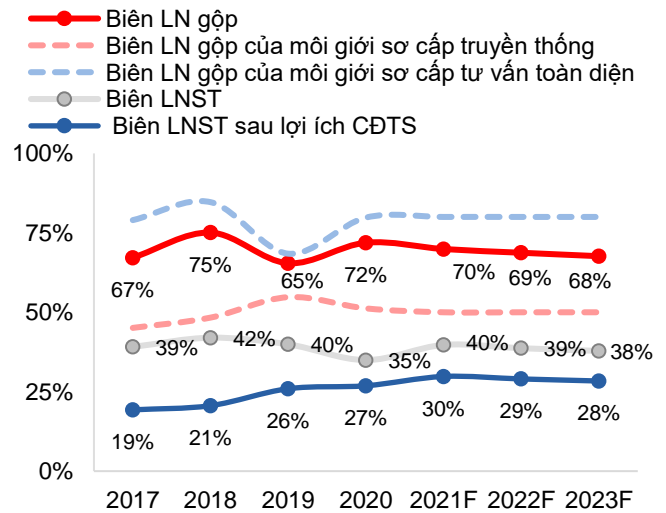


Nguồn: Báo cáo tài chính của DXS, VCSC dự báo cho giai đoạn 2021-2023

**Hình 15: LNST và LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)**

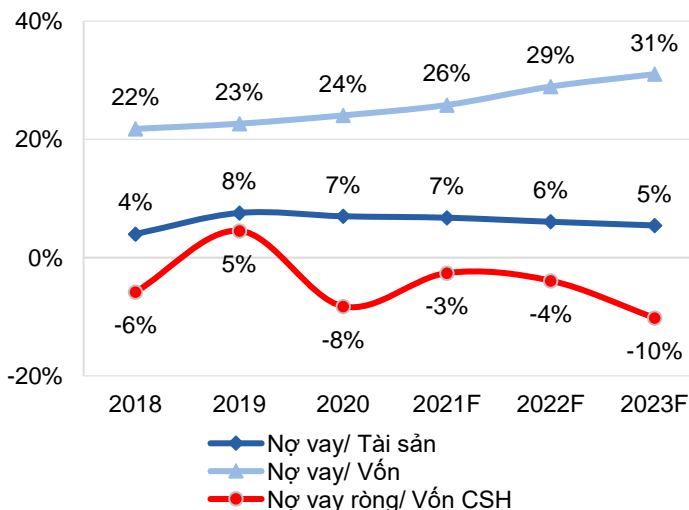


**Hình 16: Biên lợi nhuận (%)**

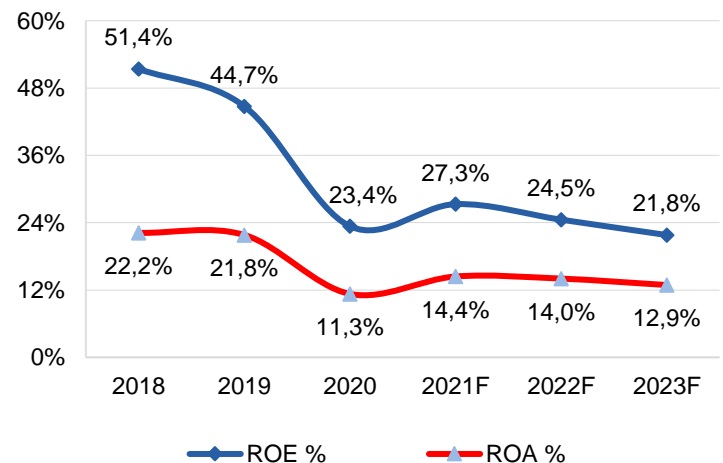


Nguồn: Báo cáo tài chính của DXS, VCSC dự báo cho giai đoạn 2021-2023

**Hình 17: Tỷ lệ nợ**



**Hình 18: ROA và ROE**



Nguồn: Báo cáo tài chính của DXS, VCSC dự báo cho giai đoạn 2021-2023

## Kết quả quý 1/2021: Thị trường miền Bắc dẫn dắt tăng trưởng

Hình 19: KQKD quý 1/2021

Tỷ đồng	Q1 2020	Q1 2021	Tăng trưởng	Dự báo 2021	Q1/Dự báo 2021	Đánh giá của VCSC về KQKD Q1 2021
<b>Doanh thu</b>	<b>450</b>	<b>1.041</b>	<b>131%</b>	<b>4.496</b>	<b>23%</b>	Theo ban lãnh đạo, Đất Xanh Miền Bắc dẫn đầu tăng trưởng doanh thu trong quý 1/2021 do thị trường miền Bắc sôi động hơn vào đầu năm. Quý 1/2020 là mức cơ sở thấp do các biện pháp giãn cách xã hội nhằm ngăn chặn sự lây lan của dịch COVID-19 đã làm trì hoãn kế hoạch mở bán của các chủ đầu tư.
Lợi nhuận gộp	344	686	99%	3.143	22%	
Chi phí bán hàng và marketing	-90	-129	43%	-497	26%	
Chi phí quản lí doanh nghiệp	-80	-110	38%	-447	25%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>174</b>	<b>447</b>	<b>157%</b>	<b>2.198</b>	<b>20%</b>	
Thu nhập tài chính	16	8	-50%	51	16%	
Chi phí tài chính	-12	-12	-4%	-59	20%	
Thu nhập/lỗ ròng khác	-1	0	N.M.	42	0%	
<b>LNTT</b>	<b>176</b>	<b>444</b>	<b>151%</b>	<b>2.232</b>	<b>20%</b>	
<b>LNST</b>	<b>141</b>	<b>343</b>	<b>143%</b>	<b>1.786</b>	<b>19%</b>	
Lợi ích CĐTS (MI)	14	141	942%	446	32%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>128</b>	<b>202</b>	<b>58%</b>	<b>1.339</b>	<b>15%</b>	Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng tốc trong thời gian còn lại của năm 2021 - với giả định dịch COVID-19 đã được kiểm soát và các dịch vụ môi giới tiếp tục hoạt động tại khu vực lân cận TP.HCM và miền Trung. Chúng tôi kỳ vọng thị trường miền Bắc sẽ hoạt động ổn định trong năm 2021 khi khu vực lân cận Hà Nội bắt đầu phục hồi sau khi áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội vào tháng 5/2021.
<i>Biên LN gộp</i>	<i>77%</i>	<i>66%</i>		<i>70%</i>		
<i>Chi phí SG&amp;A/Doanh thu</i>	<i>38%</i>	<i>23%</i>		<i>21%</i>		
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	<i>39%</i>	<i>43%</i>		<i>49%</i>		
<i>Biên LNST</i>	<i>31%</i>	<i>33%</i>		<i>40%</i>		
<i>Lợi ích CĐTS/LNST</i>	<i>10%</i>	<i>41%</i>		<i>25%</i>		
<i>Biên LNST sau lợi ích CĐTS</i>	<i>28%</i>	<i>19%</i>		<i>30%</i>		

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

## Dự báo cho năm 2021-2022: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ mảng môi giới tư vấn toàn diện vốn có biên LN cao

Hình 20: Dự báo của VCSC cho giai đoạn 2021-2022

Tỷ đồng	KQ 2019	KQ 2020	Dự báo 2021	Dự báo 2022	Các giả định/dự báo của VCSC
<b>Doanh thu</b>	<b>4.091</b>	<b>3.249</b>	<b>4.496</b>	<b>5.582</b>	Môi giới BĐS sơ cấp vẫn là động lực tăng trưởng doanh thu chính, đóng góp khoảng 95% doanh thu thuần của DXS. Chúng tôi dự báo môi giới BĐS thứ cấp và các dịch vụ khác - bao gồm dịch vụ tài chính và quản lý tài sản - sẽ tăng từ mức cơ sở thấp nhưng đóng góp không đáng kể vào doanh thu của DXS trong 3 năm tới. Backlog của 10 hợp đồng lớn nhất là 5,6 nghìn tỷ đồng - tương đương khoảng 70% tổng backlog hiện tại của DXS, theo ban lãnh đạo. Backlog hiện tại sẽ đóng góp 71%/50% vào dự báo doanh thu năm 2021/2022 của chúng tôi cho DXS.
- Môi giới truyền thống	893	898	1.081	1.317	
- Môi giới tư vấn toàn diện	3.198	2.351	3.242	3.950	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.677</b>	<b>2.336</b>	<b>3.143</b>	<b>3.837</b>	Chúng tôi dự báo mảng môi giới tư vấn toàn diện sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp cao khoảng 80% - phù hợp với KQKD trước đây khi các công ty con chính của công ty (bao gồm Đất Xanh Miền Trung, Đất Xanh Miền Bắc và Đất Xanh Miền Nam) đã chứng minh được bề dày thành tích khi duy trì vị thế thống trị thị trường tại các địa điểm tương ứng. Trong khi đó, chúng tôi dự báo mảng môi giới truyền thống sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp là 50% - phù hợp với diễn biến của công ty.
- Môi giới truyền thống	489	460	540	658	
- Môi giới tư vấn toàn diện	2.188	1.876	2.594	3.160	
Chi phí bán hàng và marketing	-435	-485	-497	-617	
Chi phí quản lí doanh nghiệp	-325	-437	-447	-555	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.917</b>	<b>1.414</b>	<b>2.198</b>	<b>2.665</b>	Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ HĐKD sẽ cải thiện từ mức cơ sở thấp của năm 2020, khi các gián đoạn do dịch COVID-19 đạt đỉnh.
Thu nhập tài chính	127	34	51	62	
Chi phí tài chính	-33	-46	-59	-69	
Thu nhập/lỗ ròng khác	37	42	42	42	
<b>LNTT</b>	<b>2.048</b>	<b>1.444</b>	<b>2.232</b>	<b>2.700</b>	
<b>LNST</b>	<b>1.633</b>	<b>1.136</b>	<b>1.786</b>	<b>2.160</b>	
Lợi ích CĐTS (MI)	572	262	446	540	Chúng tôi dự báo tỷ lệ lợi ích CĐTS/LNST đạt 25% theo kế hoạch của ban lãnh đạo. DXS sở hữu mạng lưới công ty môi giới rộng lớn trong nước, nên tỷ lệ lợi ích CĐTS của công ty khá phức tạp.
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.061</b>	<b>873</b>	<b>1.339</b>	<b>1.620</b>	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>65%</i>	<i>72%</i>	<i>70%</i>	<i>69%</i>	
<i>Chi phí SG&amp;A/Doanh thu</i>	<i>19%</i>	<i>28%</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	<i>47%</i>	<i>44%</i>	<i>49%</i>	<i>48%</i>	
<i>Biên LNST</i>	<i>40%</i>	<i>35%</i>	<i>40%</i>	<i>39%</i>	
<i>Lợi ích CĐTS/LNST</i>	<i>35%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	
<i>Biên LNST sau lợi ích CĐTS</i>	<i>26%</i>	<i>27%</i>	<i>30%</i>	<i>29%</i>	

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



## Định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E với tỷ trọng 50%/50% để định giá chính xác hơn dòng tiền mặt dồi dào dự kiến của công ty cũng như mức tăng trưởng lợi nhuận biến động chủ yếu do đặc điểm của mảng môi giới.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm là **44.300 đồng/CP** cho DXS, tương ứng P/E năm 2021/2022 là 11,8/10,3 lần so với mức trung bình một năm của trung vị P/E các công ty cùng ngành trong khu vực là 13,8 lần.

**Hình 21: Định giá của VCSC cho DXS**

Phương pháp	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/CP)
Chiết khấu dòng tiền 5 năm	44.400	50%	22.200
Chỉ số P/E @ 11,0 lần (EPS trung bình giai đoạn 2021-2022)	44.200	50%	22.100
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>			<b>44.300</b>
Giá IPO (đồng/CP)			32.000
<b>Tỷ lệ tăng</b>			<b>+38,4%</b>
P/E 2021 @ giá mục tiêu			11,8x
P/E 2022 @ giá mục tiêu			10,3x

Nguồn: VCSC

## Chiết khấu dòng tiền (DCF)

**Hình 22: Dự phóng dòng tiền trong 5 năm cho DXS**

Tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>2.198</b>	<b>2.665</b>	<b>2.982</b>	<b>3.123</b>	<b>3.431</b>
- Thuế	(440)	(533)	(596)	(625)	(686)
+ Khấu hao	26	32	31	37	40
- Đầu tư XDCB ròng	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)
- Tăng vốn lưu động	(678)	(972)	(778)	(291)	(732)
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1.047</b>	<b>1.132</b>	<b>1.579</b>	<b>2.184</b>	<b>1.993</b>
<b>Giá trị hiện tại của DTTD</b>	<b>995</b>	<b>972</b>	<b>1.226</b>	<b>1.532</b>	<b>1.264</b>
<b>Tổng giá trị hiện tại của DTTD</b>	<b>995</b>	<b>1.968</b>	<b>3.193</b>	<b>4.726</b>	<b>5.990</b>

Chi phí vốn	Định giá DCF	Tỷ đồng
Beta	Giá trị hiện tại của DTTD	5.990
Phần bù rủi ro thị trường %	Giá trị cuối cùng (P/E 5,0 lần)	10.010
LS phi rủi ro %	<b>Tổng DTTDCK và GTCC</b>	<b>16.000</b>
Chi phí Vốn CSH %	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	2.693
Chi phí nợ %	- Nợ	914
Thuế doanh nghiệp %	- Lợi ích CĐTS	1.864
<b>WACC %</b>	<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>15.915</b>
Tỷ lệ nợ/vốn %	Cổ phiếu (triệu)	358
	<b>Giá cổ phiếu (đồng/CP)</b>	<b>44.431</b>

Nguồn: VCSC. Ghi chú: (\*) Bao gồm tiền mặt thu được từ đợt IPO của DXS vào tháng 4/2021

## So sánh các công ty cùng ngành

Hình 23: Các công ty cùng ngành trong nước

Mã	Tên công ty	Vốn hóa (tr USD)	DT thuần trượt (trUSD)	Y-o-Y %	LNST sau CĐTS trượt (tr USD)	Y-o-Y %	Biên LN gộp %	Biên LN từ HĐKD %	Biên LN ròng %	Nợ ròng/Vốn CSH %	ROE %	ROA %	P/B quý gần nhất	P/E trượt
CRE	BDS Thế Kỳ	186	169	77,2	16	5,9	19,4	12,1	9,6	20,0	18,7	9,8	2,0	10,8
NRC	Danh Khôi	69	9	-61,5	3	47,9	82,4	26,1	34,9	13,3	10,4	7,2	1,7	7,6
<b>Trung vị</b>		<b>109</b>	<b>127</b>	<b>89</b>	<b>7,9</b>	<b>10</b>	<b>26,9</b>	<b>50,9</b>	<b>19,1</b>	<b>22,3</b>	<b>16,7</b>	<b>14,5</b>	<b>8,5</b>	<b>1,8</b>
<b>DXS*</b>		<b>498</b>	<b>167</b>	<b>23,1</b>	<b>41</b>	<b>15,1</b>	<b>69,7</b>	<b>43,9</b>	<b>24,7</b>	<b>-10,4</b>	<b>23,4</b>	<b>11,3</b>	<b>2,5</b>	<b>11,1</b>

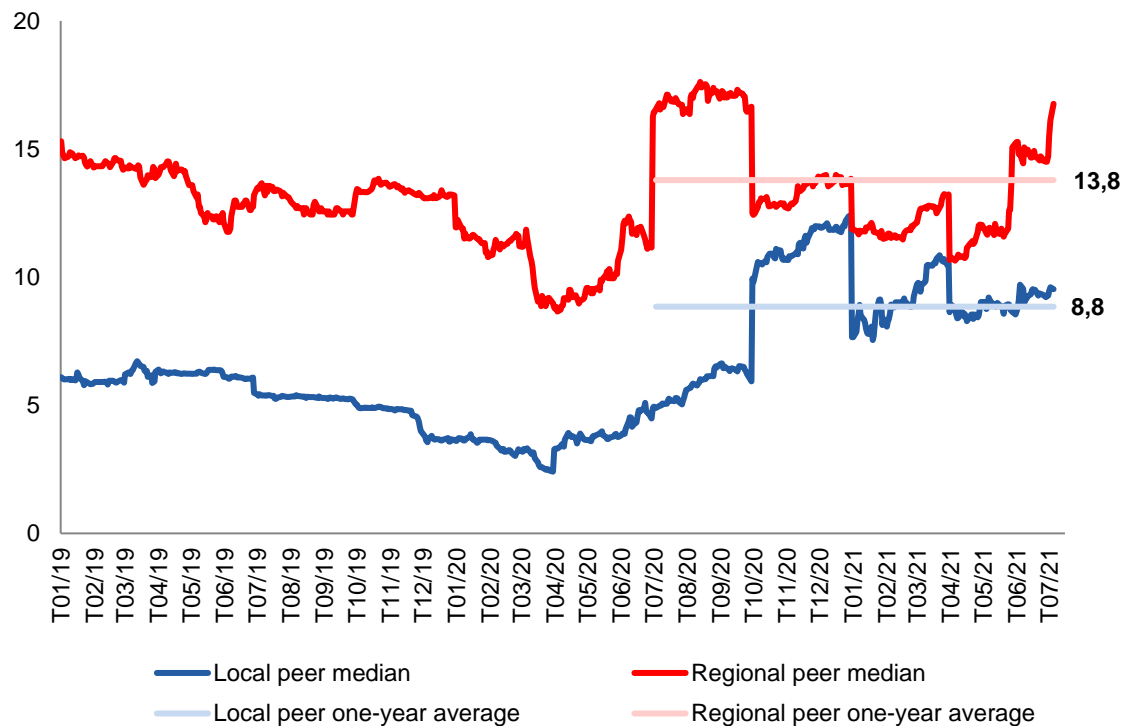
Nguồn: Bloomberg, VCSC. Ghi chú: (\*) tại giá IPO.

Hình 24: Các công ty cùng ngành nước ngoài

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tr USD)	P/E		P/B		ROE		ROA %	Biên LN gộp %	Biên LN ròng %	Nợ vay ròng/Vốn CSH %			
			12T gần nhất	2021F	2022F	Quý gần nhất	2021F	2022F					12T gần nhất	2021F	2022F
E-House China Enterprise	Trung Quốc	1.304	23,5	10,8	8,5	0,8	0,9	0,8	3,4	4,2	5,1	1,4	NA	3,8	-3,1
Sinyi Realty	Đài Loan	787	11,1	NA	NA	1,9	NA	NA	17,7	NA	NA	6,2	30,7	13,6	49,3
Propnex	Singapore	488	18,0	14,8	16,1	6,6	6,3	5,9	41,2	44,9	34,9	16,5	10,8	6,1	-117,1
APAC Realty	Singapore	197	16,1	10,8	10,6	1,7	1,6	1,5	10,9	14,2	14,9	5,3	11,6	4,2	13,1
<b>Trung bình</b>		<b>694</b>	<b>17,2</b>	<b>12,1</b>	<b>11,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>18,3</b>	<b>21,1</b>	<b>18,3</b>	<b>7,4</b>	<b>17,7</b>	<b>6,9</b>	<b>-14,5</b>
<b>Trung vị</b>		<b>637</b>	<b>17,1</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,2</b>	<b>14,9</b>	<b>5,8</b>	<b>11,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>
<b>DXS*</b>		<b>498</b>	<b>11,1</b>	<b>8,6</b>	<b>7,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>23,4</b>	<b>27,3</b>	<b>24,5</b>	<b>11,3</b>	<b>69,7</b>	<b>23,4</b>	<b>-10,4</b>

Nguồn: Bloomberg, VCSC dự báo cho DXS. Ghi chú: (\*) tại giá IPO.

Hình 25: Diễn biến chỉ số P/E của các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, VCSC

## Rủi ro đầu tư

**Rủi ro của các giao dịch liên quan.** DXS - do đội ngũ ban lãnh đạo của CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG) điều hành - chịu trách nhiệm chính trong việc bán các dự án phát triển bởi DXG và đem về khoảng 20% doanh thu và lợi nhuận năm 2020 nhờ phân phối các sản phẩm của DXG. Tuy nhiên, tỷ lệ đóng góp lợi nhuận từ việc bán các sản phẩm của DXG và lợi nhuận từ các khách hàng khác khó có thể phân chia rõ. Vấn đề liên quan đến phương thức ghi nhận doanh thu và lợi nhuận giữa DXG và DXS trong các giao dịch liên quan của 2 bên cũng không dễ để theo dõi.

Mạng lưới công ty con khá phức tạp của DXS có thể ảnh hưởng độ chính xác của dự báo cho lợi ích CĐTS. DXS có 15 công ty con trực tiếp và nhiều công ty con cấp hai - với khoảng 55%-80% cổ phần trong mỗi công ty con. Do đó, cơ cấu lợi ích CĐTS khá phức tạp để quản lý và dự báo.

**Rủi ro xung đột lợi ích nội bộ.** Khi KQKD của mảng môi giới phù hợp với lợi ích của ban lãnh đạo tại các địa phương, việc duy trì sự cân bằng lợi ích giữa DXS và ban lãnh đạo tại các địa phương là điều tất yếu. DXS cần duy trì lòng trung thành của đội ngũ tại các địa phương để có được tăng trưởng dài hạn của các công ty tại địa phương.

## Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.249</b>	<b>4.496</b>	<b>5.582</b>	<b>6.392</b>
Giá vốn hàng bán	-913	-1.353	-1.745	-2.068
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.336</b>	<b>3.143</b>	<b>3.837</b>	<b>4.324</b>
Chi phí bán hàng	-485	-497	-617	-707
Chi phí QLDN	-437	-447	-555	-636
<b>LN hoạt động (EBIT)</b>	<b>1.414</b>	<b>2.198</b>	<b>2.665</b>	<b>2.982</b>
Doanh thu tài chính	34	51	62	74
Chi phí tài chính	-46	-59	-69	-75
- trong đó, chi phí lãi vay	-45	-59	-69	-75
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	42	42	42	42
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.444</b>	<b>2.232</b>	<b>2.700</b>	<b>3.023</b>
Thuế TNDN	-309	-446	-540	-605
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>1.136</b>	<b>1.786</b>	<b>2.160</b>	<b>2.418</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-262	-446	-540	-605
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>873</b>	<b>1.339</b>	<b>1.620</b>	<b>1.814</b>
EBITDA	1.443	2.225	2.696	3.013
EPS cơ bản (đồng)	2.676	3.739	4.296	4.810
EPS pha loãng (đồng)	2.676	3.739	4.296	4.810
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2.825	0	0	0
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	106%	0%	0%	0%

CHỈ SỐ	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Tăng trưởng:</b>				
Doanh thu thuần	-20,6%	38,4%	24,2%	14,5%
EBIT	-26,2%	55,4%	21,2%	11,9%
LN trước thuế	-29,5%	54,6%	20,9%	12,0%
EPS cơ bản	-35,0%	39,7%	14,9%	12,0%

Khả năng sinh lời:	2020A	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp	71,9%	69,9%	68,7%	67,6%
Biên EBIT	43,5%	48,9%	47,7%	46,6%
Biên EBITDA	44,4%	49,5%	48,3%	47,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	26,9%	29,8%	29,0%	28,4%
ROE	23,4%	27,3%	24,5%	21,8%
ROA	11,3%	14,4%	14,0%	12,9%

Chỉ số hiệu quả:	2020A	2021F	2022F	2023F
Số ngày tồn kho	568	529	533	553
Số ngày phải thu	176	141	144	150
Số ngày phải trả	77	86	100	99
Chu kỳ luân chuyển tiền	668	584	577	604

Thanh khoản:	2020A	2021F	2022F	2023F
CS thanh toán hiện hành	2,1	2,4	2,4	2,6
CS thanh toán nhanh	1,7	2,0	2,0	2,1
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,2	0,3
Nợ vay/ Tài sản	7,0%	6,8%	6,1%	5,4%
Nợ vay/ Vốn	24,1%	25,8%	28,9%	31,0%
Nợ vay rỗng/ Vốn CSH	-8,2%	-2,6%	-3,9%	-10,2%
CS khả năng thanh toán lãi vay	31,3	37,0	38,8	39,7

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

CĐKT (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	1.146	1.025	1.325	2.287
Đầu tư TC ngắn hạn	110	110	110	110
Các khoản phải thu	1.497	1.971	2.447	2.802
Hàng tồn kho	1.699	2.224	2.869	3.399
TS ngắn hạn khác	6.073	7.642	9.490	10.866
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>10.525</b>	<b>12.972</b>	<b>16.241</b>	<b>19.465</b>
TS cố định (nguyên giá)	281	341	401	461
- Khấu hao lũy kế	-48	-74	-105	-137
TS cố định (ròng)	234	267	296	324
Đầu tư TC dài hạn	31	31	31	31
TS dài hạn khác	306	423	525	601
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>570</b>	<b>721</b>	<b>851</b>	<b>956</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>11.095</b>	<b>13.693</b>	<b>17.092</b>	<b>20.421</b>

Phải trả ngắn hạn	205	430	526	592
Nợ vay ngắn hạn	630	751	842	903
Nợ ngắn hạn khác	4.269	4.271	5.303	6.072
Tổng nợ ngắn hạn	5.104	5.452	6.671	7.568
Nợ vay dài hạn	145	173	194	208
Nợ dài hạn khác	6	6	6	6
<b>Tổng nợ</b>	<b>5.256</b>	<b>5.632</b>	<b>6.871</b>	<b>7.782</b>

Cổ phần ưu đãi				
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	3.225	3.582	3.582	3.582
Thặng dư vốn cổ phần	341	419	419	419
Lợi nhuận giữ lại	456	1.795	3.415	5.229
Vốn khác	-4	-4	-4	-4
Lợi ích CĐTS	1.822	2.269	2.809	3.413
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.839</b>	<b>8.061</b>	<b>10.221</b>	<b>12.639</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>11.095</b>	<b>13.693</b>	<b>17.092</b>	<b>20.421</b>

LCTT (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>351</b>	<b>1.146</b>	<b>1.025</b>	<b>1.325</b>
LNST sau lợi ích CĐTS	873	1.339	1.620	1.814
Khấu hao	28	26	32	31
Thay đổi vốn lưu động	-325	-2.341	-1.841	-1.426
Điều chỉnh khác	436	-117	-102	-76
<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>1.013</b>	<b>-1.093</b>	<b>-292</b>	<b>343</b>

Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-67	-60	-60	-60
Khác	-343	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>-410</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>

Cổ tức đã trả	-911	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	436	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-47	121	91	61
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	143	28	21	14
Khác	1.008	446	540	605
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>193</b>	<b>1.031</b>	<b>652</b>	<b>680</b>

<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>796</b>	<b>-122</b>	<b>300</b>	<b>963</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.146</b>	<b>1.025</b>	<b>1.325</b>	<b>2.287</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Phạm Minh Đức và Lưu Bích Hồng, 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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

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

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

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

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- 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, Trưởng phòng, ext 147
- 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

### 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

### 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

#### 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

#### 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 Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173



## 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.