

CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS)

Trung lập (Duy trì)

Bất động sản nhà ở

| | |
|----------------------------|-------------------|
| Giá hiện tại | VND6.800 |
| Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần | VND8.680/VND5.200 |
| Giá mục tiêu | VND7.000 |
| Giá mục tiêu trước đó | VND5.900 |
| Consensus | -6,8% |
| Tiềm năng tăng giá | 2,9% |
| Tỷ suất cổ tức | 0,0% |
| Tổng tỷ suất sinh lời | 2,9% |

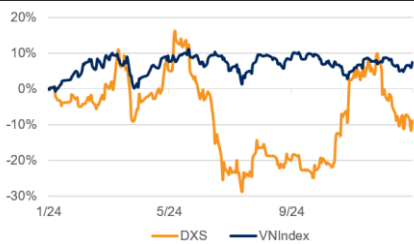
| | |
|--------------------|--------------------------|
| Triển vọng | Tích cực |
| Định giá | Trung lập |
| Phân tích kỹ thuật | Tiểu cực |

| | |
|--------------------------|-------|
| Thị giá vốn (tr USD) | 147,2 |
| GTGDĐQ 3 tháng (tr USD) | 0,5 |
| Số hữu NN (tr USD) | 45,6 |
| Số CP lưu hành (tr) | 574 |
| Số CP sau pha loãng (tr) | 574 |

| | DXS | Ngành | VNI |
|--------------|-------|-------|-------|
| P/E trượt | 29,7x | 38,0x | 13,2x |
| P/B hiện tại | 0,5x | 0,5x | 1,6x |
| ROA | 0,9% | 0,9% | 2,6% |
| ROE | 1,7% | 1,3% | 14,6% |

*dữ liệu ngày 07/02/2025

Diễn biến giá



| Giá cổ phiếu (%) | 1T | 3T | 12T |
|------------------|-------|------|-------|
| DXS | -14,7 | 14,0 | -11,1 |
| Tương quan VNI | -2,2 | -4,0 | 6,5 |

Cơ cấu sở hữu

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

Tổng quan doanh nghiệp

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

www.vndirect.com.vn

Thị trường trên đà hồi phục

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP với tiềm năng tăng giá 2,9%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 18,6% khi giá cổ phiếu đã tăng 21,4% kể từ báo cáo trước.
- Những yếu tố chính đưa đến khuyến nghị của chúng tôi đến từ việc áp dụng giả định WACC thấp hơn, sự phục hồi rõ nét của thị trường nhưng đi kèm với áp lực cạnh tranh gia tăng.
- DXS đang giao dịch ở mức 0,5 lần P/B, thấp hơn trung bình lịch sử 1,0 lần P/B kể từ khi niêm yết vào tháng 7/2021, tuy nhiên những thách thức tiềm tàng có thể hạn chế định giá của công ty trong giai đoạn tới.

Điểm nhấn tài chính

- KQKD 2024 cho thấy sự cải thiện với doanh thu tăng 19% lên 2.400 tỷ đồng từ mức nền thấp của 2023.
- LN ròng 2024 chuyển dương từ mức âm của 2023, đạt 141 tỷ đồng, nhờ sự phục hồi của các mảng kinh doanh cốt lõi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2025 và 2026 sẽ tiếp tục tăng trưởng lần lượt 58% và 27%.

Luận điểm đầu tư

Đà phục hồi của giao dịch môi giới toàn thị trường sẽ tiếp tục duy trì

Giao dịch trên thị trường BĐS đã cho thấy sự phục hồi rõ rệt, cùng với sự gia tăng số lượng dự án mở bán và dự án có kế hoạch, đặc biệt tại khu vực miền Bắc, nơi các dự án đạt tỷ lệ hấp thụ ấn tượng nhờ nhu cầu mạnh mẽ của thị trường. Theo Bộ Xây dựng, trong 9T24, tổng giao dịch thị trường tăng 31,3% svck, đạt 426.000 giao dịch, bao gồm đất nền và căn hộ. Các công ty môi giới, bao gồm cả DXS, đã hưởng lợi đáng kể từ sự phục hồi của thị trường.

Mở bán các dự án của công ty mẹ giúp gia tăng nguồn cung sản phẩm

Công ty mẹ của DXS sẽ tái khởi động các dự án Gem Sky World và Datxanh Homes Riverside dự kiến cung cấp khoảng 5.000 sản phẩm. DXS được kỳ vọng sẽ là đơn vị phân phối độc quyền cho cả hai dự án, mang lại nguồn doanh thu môi giới đáng kể cho DXS trong giai đoạn 2025-28. Ngoài ra, DXG còn có kế hoạch phát triển nhiều dự án khác tại các tỉnh lân cận TP.HCM, tạo lợi thế lớn cho DXS.

Nghị quyết 171/2024/QH15 tác động tích cực đến nguồn cung nhà ở

Quốc hội đã thông qua Nghị quyết 171/2024/QH15, cho phép thí điểm triển khai các dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận chuyển nhượng quyền sử dụng đất. Chúng tôi tin rằng nghị quyết mới được ban hành này sẽ tác động tích cực đến các công ty môi giới bất động sản, bao gồm DXS, nhờ góp phần làm gia tăng nguồn cung sản phẩm trên toàn thị trường.

Cạnh tranh gia tăng dẫn đến biên lợi nhuận suy giảm

Thị trường đã phục hồi sau giai đoạn đóng băng, với tình trạng thiếu hụt nguồn cung mới tại nhiều tỉnh thành và những yếu tố bất định từ các Luật Bất động sản sửa đổi mới có hiệu lực. Vì vậy, DXS đã thận trọng trong việc hợp tác phát triển dự án, dù có biên lợi nhuận hấp dẫn nhưng tiềm ẩn nhiều rủi ro. Thay vào đó, DXS ưu tiên tập trung vào phân khúc môi giới truyền thống, dù cạnh tranh cao hơn nhưng với rủi ro thấp. Do đó biên lợi nhuận gộp đã giảm mạnh, chỉ còn khoảng 45%-48%, so với giai đoạn thuận lợi 2019-2021 khi biên LN gộp đạt mức 60%-65%.

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------|---------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng DT thuần | (51,2%) | 18,9% | 26,4% | 12,7% |
| Tăng trưởng EPS | N/A | N/A | 87,5% | 27,3% |
| Biên lợi nhuận gộp | 35,6% | 48,7% | 51,2% | 52,2% |
| Biên LN ròng | N/A | 5,9% | 8,8% | 9,9% |
| P/E (x) | N/A | 29,7 | 15,1 | 11,9 |
| Rolling P/B (x) | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| ROAE | N/A | 1,7% | 3,2% | 4,0% |
| Nợ ròng trên VCSH | 22,8% | 20,7% | 23,8% | 21,3% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hồ sơ doanh nghiệp

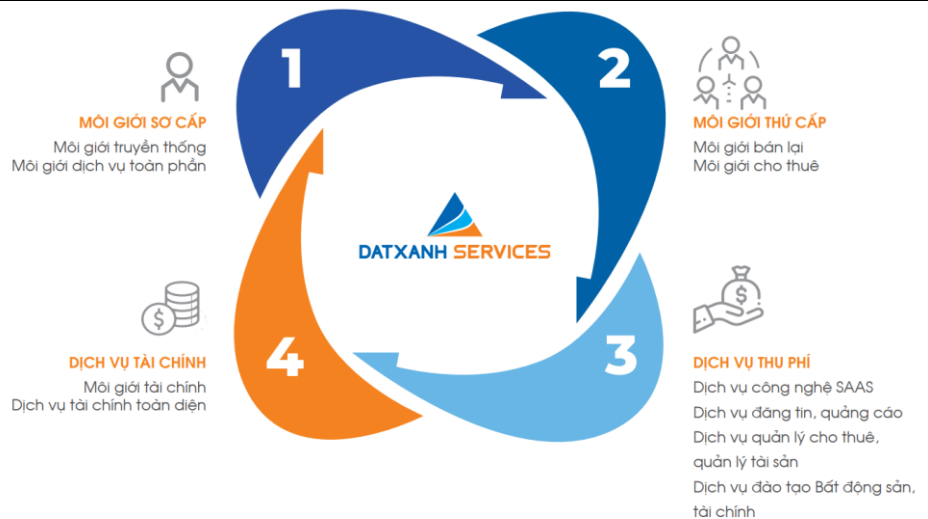
Được thành lập vào năm 2011 như một công ty con môi giới của Tập đoàn Đất Xanh, DXS đã trở thành nhà môi giới bất động sản lớn nhất Việt Nam, với thị phần môi giới sơ cấp được công ty ước tính đạt 33% vào cuối năm 2023, gấp đôi so với đối thủ gần nhất. Thị phần này có thể tiếp tục gia tăng khi thị trường vừa trải qua một đợt "tái cấu trúc" lớn trong hai năm qua. Thị phần môi giới của DXS hiện đạt 60% tại miền Bắc, 40% tại miền Trung, 15% tại miền Nam và 70% tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.

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. 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 2025-28. 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.

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 1: Cấu trúc hoạt động của DXS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DXS

Tóm tắt KQKD: Chu kỳ tăng trưởng mới cận kề

Hình 2: Tóm tắt KQKD 2024 của DXS

| (Tỷ đồng) | Q4/24 | Q4/23 | % svck | 2024 | 2023 | % svck | 2024 sv. dự phóng 2024 |
|-------------------------------|-------|--------|--------------|-------|-------|--------------|---------------------------|
| Doanh thu thuần | 557 | 496 | 12,2% | 2.376 | 1.997 | 18,9% | 95,1% |
| <i>Doanh thu môi giới BĐS</i> | 390 | 191 | 104,4% | 1.233 | 611 | 101,7% | 43,7% |
| <i>Doanh thu bán BĐS</i> | 264 | 254 | 4,1% | 1.050 | 1.263 | -16,8% | 174,6% |
| <i>Doanh thu khác</i> | 75 | 52 | 44,6% | 265 | 161 | 64,0% | 278,1% |
| <i>Giảm trừ doanh thu</i> | (172) | - | N/A | (172) | (38) | 353,6% | -82,3% |
| LN gộp | 370 | 203 | 81,8% | 1.157 | 710 | 62,9% | 100,1% |
| Chi phí bán hàng | (132) | (88) | 50,2% | (439) | (325) | 35,0% | -108,8% |
| Chi phí QLDN | (115) | (102) | 12,6% | (269) | (278) | -3,3% | 93,8% |
| Doanh thu tài chính | 16 | 22 | -30,1% | 31 | 48 | -34,2% | 76,5% |
| Chi phí tài chính | (18) | (28) | -37,0% | (94) | (134) | -30,3% | 92,6% |
| LN trước thuế | 99 | (79) | N/A | 339 | (80) | N/A | 96,2% |
| LN sau thuế | 70 | (124) | N/A | 253 | (160) | N/A | 94,2% |
| LN ròng của công ty mẹ | 36 | (114) | N/A | 141 | (168) | N/A | 101,2% |
| Biên LN gộp | 66,4% | 40,9% | +25,4 điểm % | 48,7% | 35,6% | +13,1 điểm % | |
| Biên LN ròng | 6,5% | -22,9% | +29,5 điểm % | 5,9% | -8,4% | +14,3 điểm % | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng môi giới tiếp tục tăng tốc nhờ tâm lý thị trường dần cải thiện

Doanh thu Q4/24 của DXS tăng 12% svck đạt 557 tỷ đồng, chủ yếu nhờ DT mảng môi giới bất động sản, đạt mức tăng trưởng 104% svck lên 390 tỷ đồng. Tuy nhiên, doanh thu tổng thể bị ảnh hưởng bởi sự sụt giảm trong DT bán bất động sản, với mức giảm tổng cộng 172 tỷ đồng trong Q4/24.

Việc ghi nhận giảm trừ doanh thu trong đó có một phần từ dự án Gem Sky World, DXS phân phối cho công ty mẹ DXG, do chưa đáp ứng các điều kiện ghi nhận doanh thu, và sẽ được ghi nhận trong năm 2025.

Biên LN gộp cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ sau giai đoạn khó khăn

Biên LN gộp của DXS đã lần lượt cải thiện 25,4 và 13,1 điểm svck lên 66,4%/48,7% trong Q4/24 và 2024. Phần lớn là do sự phục hồi mạnh mẽ của mảng môi giới từ nền thấp của giai đoạn khó khăn trong năm 2023. Phân khúc này tiếp tục có sự tăng trưởng đáng kể, chiếm 70%/52% trên tổng doanh thu, với biên LN gộp là 56%/61% trong Q4/24 và 2024. Trong khi đó, mảng bán bất động sản chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi rõ ràng, thậm chí còn giảm mạnh tính đến khoản giảm trừ doanh thu. Tính cả năm 2024, mảng bán bất động sản đã giảm 16,8% svck xuống 1.050 tỷ đồng.

Nỗ lực tái cơ cấu giúp DXS cải thiện lợi nhuận ròng

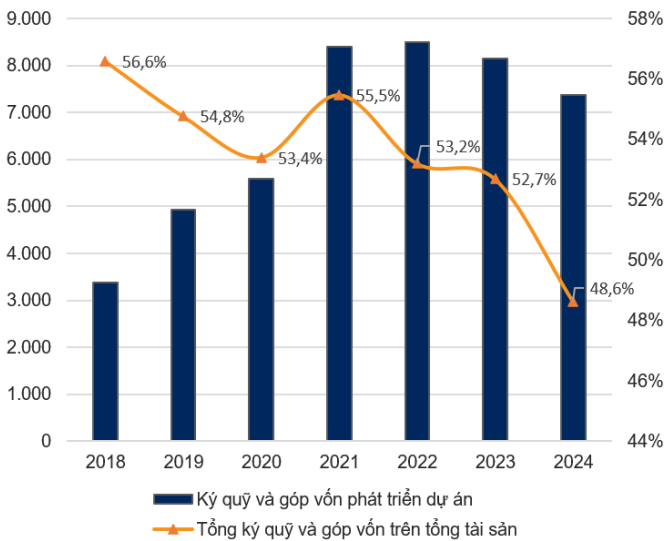
Biên LN ròng cũng có sự cải thiện rõ rệt nhờ những nỗ lực tái cơ cấu của DXS trong 2023, khi chi phí QLDN trong năm 2024 giảm 3,3% svck xuống còn 269 tỷ đồng trong khi doanh thu tăng 19% svck. Sự cải thiện trong chi phí QLDN thậm chí còn rõ ràng hơn khi so với 2022, với mức giảm lên tới 58%, thể hiện sự hiệu quả của hoạt động tái cơ cấu của DXS.

Giai đoạn phục hồi của DXS vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức

Mặc dù sự phục hồi mảng môi giới BĐS dần rõ ràng, nhưng những thách thức vẫn hiện hữu, đặc biệt là sự cạnh tranh giữa hàng loạt công ty trong ngành. Do đó, chi phí bán hàng của DXS đã lần lượt tăng vọt 50% và 35% trong Q4/24 và 2024 lên 132 tỷ đồng và 439 tỷ đồng, trong khi đó doanh thu trong giai đoạn kể trên chỉ tăng 12% và 19% svck.

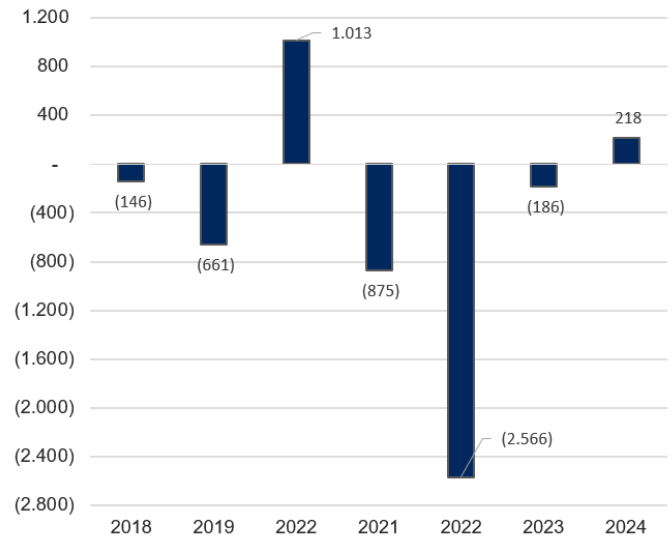
Phân tích cấu trúc tài chính: Dòng tiền dần phục hồi

Hình 3: 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 4: Dòng tiền từ HĐKD gần như liên tục âm từ 2018 đến 2023 (tỷ đồng)



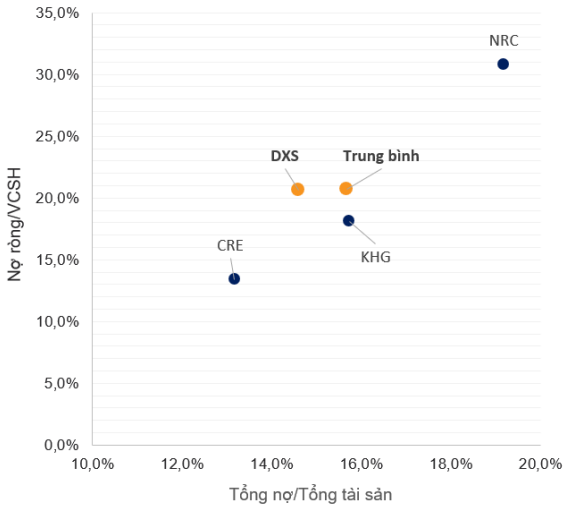
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sau giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng của thị trường từ năm 2020 đến cuối Q1/22, các công ty phát triển và môi giới bất động sản liên tục được thành lập mới, và DXS cũng tham gia vào xu hướng chung của thị trường bằng cách liên tục tăng cường hợp tác với các DN phát triển BĐS để phát triển và phân phối các dự án. Tuy nhiên, sự tăng trưởng mất kiểm soát sau đó nhanh chóng bị siết chặt bởi các quy định mới của Chính phủ, gây ra nhiều khó khăn cho cả các DN phát triển BĐS lẫn các công ty môi giới BĐS.

Sau giai đoạn siết chặt, Chính phủ đã ban hành các Luật sửa đổi về Bất động sản (bao gồm Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản và Luật Đất đai) nhằm tăng cường kiểm soát thị trường và định hướng phát triển theo hướng minh bạch, bền vững. Dẫn đến nhiều dự án chưa hoàn thiện thủ tục pháp lý đã bị tạm dừng làm quá trình hoàn thiện pháp lý bị kéo dài. Điều này ảnh hưởng đến tiến độ mở bán và tác động đến nguồn cung sản phẩm đầu vào của các DN môi giới BĐS. DXS cũng đối mặt với các khó khăn này khi các dự án bất động sản mà công ty đang hợp tác phân phối cần hoàn thiện thêm hàng loạt các thủ tục pháp lý để đáp ứng điều kiện cấp phép mở bán, đặc biệt đối với mảng dịch vụ môi giới toàn diện, DXS sẽ hợp tác với các DN phát triển BĐS ngay từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án.

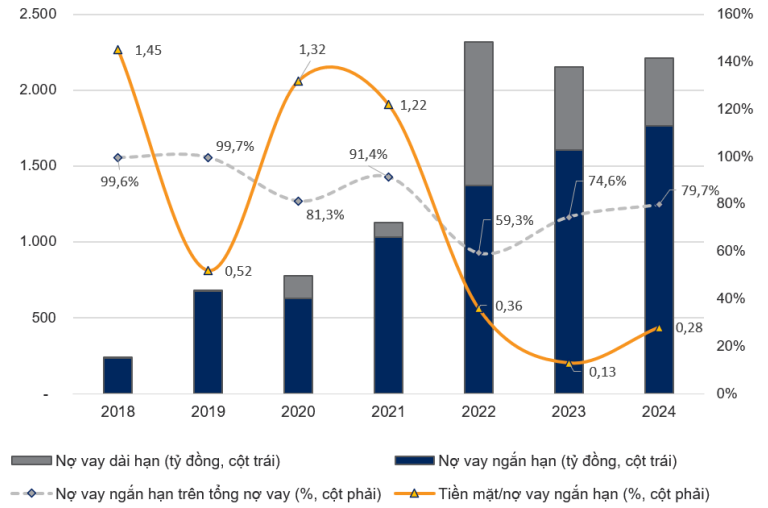
Do đó, DXS đã giảm bớt việc tham gia vào các dự án dịch vụ toàn diện trong thời gian gần đây, mặc dù các dự án này mang lại lợi nhuận cao hơn nhưng cũng đi kèm rủi ro tài chính lớn hơn do yêu cầu ký quỹ 10-20% giá trị dự án để đảm bảo quyền phân phối độc quyền. Thay vào đó, công ty đã tăng cường tham gia vào thị trường môi giới thứ cấp, nơi có lợi nhuận thấp hơn nhưng cũng đi kèm rủi ro thấp hơn, đặc biệt trong bối cảnh các điều chỉnh gần đây của luật bất động sản. Một giai đoạn cần thiết để luật thấm nhuần vào thị trường và giải quyết các chông chéo phức tạp giữa luật cũ và các quy định của cơ quan quản lý. Vì vậy, quá trình hoàn thiện pháp lý kéo dài có thể ảnh hưởng đến kế hoạch kinh doanh của các công ty môi giới bất động sản nhà ở.

Hình 5: Tính đến cuối Q4/24 các chỉ số tài chính của DXS vẫn duy trì tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành ...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: ... tuy nhiên, năng lực tài chính của DXG đang dần 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 để cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện. DXS đã tham gia vào giai đoạn phát triển dự án ngay từ bước đầu của quá trình phát triển dự án với các đối tác dẫn đến nhu cầu vốn về lớn, qua đó sức khỏe tài chính của DXS suy giảm trong những năm gần đây. Tuy nhiên, trong giai đoạn có những thay đổi lớn về quy định, khi các Luật BĐS sửa đổi vừa có hiệu lực và đang được thị trường dần hấp thụ với các quy định mới. DXS đã thận trọng trong việc tham gia vào các dự án hợp tác phát triển BĐS vì lo ngại các rủi ro pháp lý có thể kéo dài, dù các dự án này có thể mang lại lợi nhuận hấp dẫn.

Chúng tôi tin rằng cấu trúc tài chính của DXS tương đối lành mạnh và sẽ không đối mặt với nhiều rủi ro về dòng tiền trong tương lai gần, nhờ sự phục hồi tích cực của thị trường và nguồn cung thị trường dự kiến cải thiện trong những năm tới nhờ việc quyết liệt tháo gỡ các vướng mắc pháp lý trong hàng loạt dự án.

Triển vọng KQKD: Sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng mới

Dự phóng KQKD 2024-26: Thị trường phục hồi mang đến triển vọng tích cực cho DXS

Hình 7: Dự phóng KQKD DXS giai đoạn 2024-26

| (tỷ đồng) | Mới | | Cũ | | Thay đổi | | Ghi chú |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---|
| | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 | |
| Doanh thu thuần | 3.004 | 3.386 | 3.246 | 3.927 | -7,5% | -13,8% | |
| % tăng trưởng svck | 26,4% | 12,7% | 36,6% | 21,0% | -10,2 điểm % | -8,2 điểm % | |
| Lợi nhuận gộp | 1.538 | 1.768 | 1.600 | 1.975 | -3,9% | -10,5% | Trong giai đoạn phục hồi của thị trường BĐS, các mảng kinh doanh với biên lợi nhuận hấp dẫn nhưng tìm ẩn rủi ro như cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện bằng cách hợp tác từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án giảm lại. Mảng môi giới truyền thống (cả môi giới sơ cấp và thứ cấp) với biên lợi nhuận thấp hơn nhưng không có nhiều rủi ro là lựa chọn hàng đầu của các công ty môi giới bất động sản, dẫn tới sự cạnh tranh trong ngành và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp bị thu hẹp. |
| Biên LN gộp | 51,2% | 52,2% | 49,3% | 50,3% | +1,9 điểm % | -1,9 điểm % | |
| Chi phí bán hàng | (556) | (626) | (526) | (636) | 5,6% | -1,5% | Dù chi phí bán hàng nhanh hơn so với sự hồi phục của doanh thu, chúng tôi cho rằng đây là phù hợp vì trong giai đoạn DXG tập trung mảng môi giới truyền thống có biên lợi nhuận phù hợp và rủi ro thấp vì vậy cần phải đầu tư tiền cho marketing để bán hàng vì vậy mà chi phí bán hàng đang tăng trở lại. |
| Chi phí QLDN | (340) | (384) | (373) | (452) | -8,8% | -15,1% | Sau giai đoạn nỗ lực tái cấu trúc, chi phí quản lý doanh nghiệp đã giảm đáng kể so với giai đoạn 2021-2022 lên tới 650-700 tỷ đồng về chỉ còn khoảng 300 tỷ đồng trong 2023-2024 đã phần nào giảm sức ép lên LN ròng trong giai đoạn phục hồi của DXS. |
| LN từ HĐKD | 642 | 758 | 658 | 859 | -2,4% | -11,8% | |
| Thu nhập khác | (1) | 5 | 12 | 14 | -110,9% | -63,1% | |
| LNTT | 573 | 702 | 664 | 834 | -13,7% | -15,8% | |
| LNST | 426 | 523 | 527 | 663 | -19,1% | -21,2% | |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (163) | (187) | (168) | (203) | -3,2% | -7,9% | |
| LN ròng công ty mẹ | 264 | 336 | 359 | 459 | -26,6% | -26,9% | Suy giảm biên lợi nhuận ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận ròng của doanh nghiệp. Tuy nhiên, dù doanh nghiệp đã cố gắng trong việc tái cấu trúc doanh nghiệp nhưng sự cạnh tranh ngày càng gia tăng trên thị trường, trong khi đó chính phủ liên tục kiểm soát sự phát triển của ngành khiến DXS khó có thể trở lại biên lợi nhuận 60%-65% trong một vài năm tới. |
| % tăng trưởng svck | 58,1% | 27,3% | 80,4% | 27,9% | -22,3 điểm % | -0,6 điểm % | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Những thách thức ngắn hạn dần nhẹ đi, quỹ đạo tăng trưởng dần hình thành

Các giao dịch bất động sản nhà ở đã cải thiện đáng kể trong suốt năm 2024, với hơn 425.000 sản phẩm được giao dịch trong 9T24, tăng 31% svck, cho thấy thị trường đang ấm dần lên và xu hướng giao dịch tăng trưởng trong cả phân khúc đất nền và căn hộ, bao gồm cả thị trường sơ cấp và thứ cấp.

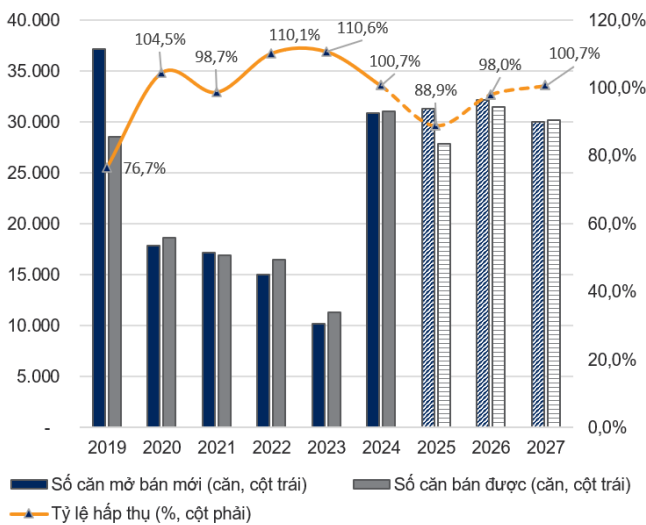
Năm 2024, sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở cho thấy sự phân hóa rõ rệt giữa Hà Nội và TP.HCM. Hà Nội ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ hơn, với nguồn cung mới tăng vọt 300% svck, đạt gần 31.000 sản phẩm, mức cao nhất trong hơn năm năm qua. Mức tăng trưởng đáng kể này được thúc đẩy bởi việc tháo gỡ hiệu quả các nút thắt pháp lý trong các dự án bất động sản. Đồng thời, trước nhu cầu nhà ở mạnh mẽ và giá nhà leo thang tại Hà Nội từ đầu năm 2024, các chủ đầu tư đã nhanh chóng triển khai các giai đoạn mở bán mới để

tận dụng xu hướng tăng trưởng của thị trường. Nhờ đó, nguồn cung tại Hà Nội phục hồi mạnh mẽ trong suốt cả năm.

Trong khi đó, sự phục hồi ở khu vực TP.HCM lại yếu hơn nhiều so với Hà Nội. Trong năm 2024 – một năm hồi phục của thị trường – nguồn cung mới tại TP.HCM giảm 42,2% svck, chỉ đạt 5.000 sản phẩm, mức thấp nhất trong hơn 5 năm qua. Xu hướng trái ngược này là do quá trình tháo gỡ vướng mắc pháp lý tại TP.HCM kém hiệu quả hơn so với Hà Nội. Đồng thời, hàng loạt vi phạm trong các dự án tại TP.HCM trong giai đoạn 2022-2023 đã dẫn đến việc phê duyệt dự án bị trì hoãn để thanh tra pháp lý. Ngoài ra, các Luật Bất động sản sửa đổi đã đưa ra các quy định nghiêm ngặt hơn để dự án đáp ứng điều kiện mở bán, nhằm tăng cường tính minh bạch trên thị trường. Vì vậy, nhiều dự án không đáp ứng được các điều kiện này, đã dẫn đến nguồn cung tại TP.HCM sụt giảm mạnh.

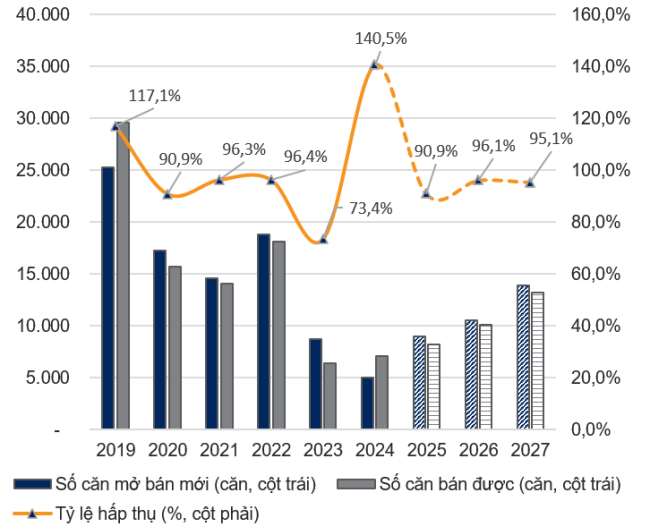
Trong giai đoạn tới, khi các luật bất động sản sửa đổi dần thấm vào thị trường và các doanh nghiệp dần thích nghi với các quy định mới để đáp ứng yêu cầu pháp lý triển khai dự án, nguồn cung sơ cấp tại Hà Nội dự kiến sẽ duy trì ở mức cao, với nguồn cung mới hàng năm ước tính khoảng 30.000 sản phẩm. Tại TP.HCM, nguồn cung sẽ phục hồi nhưng với tốc độ chậm hơn. Tuy nhiên, cả hai khu vực đều có điểm chung: tỷ lệ hấp thụ sẽ duy trì tiếp tục ở mức cao trong bối cảnh thị trường thiếu nguồn cung tổng thể. Đây là yếu tố then chốt giúp các công ty môi giới bất động sản, bao gồm DXS, tiếp tục cải thiện kết quả kinh doanh trong giai đoạn tới.

Hình 8: Nguồn cung mới tại Hà Nội (căn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 9: Nguồn cung mới tại TPHCM (căn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Chiến lược kinh doanh linh hoạt phù hợp với tình hình thị trường

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 năm 2024. Nhờ một số yếu tố quan trọng tác động tích cực 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 giai đoạn tới, doanh thu từ môi giới BĐS 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.

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.

Trong giai đoạn khó khăn của thị trường từ đầu Q2/22 đến Q3/23, giao dịch toàn thị trường trong giai đoạn ảm đạm 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 các công ty môi giới BĐS 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 tiếp tục duy trì được hoạt động kinh doanh có nhiều động lực để tăng trưởng. Đối với DXS còn có các nguồn lực hỗ trợ từ công ty mẹ (DXG) sẽ giúp DXS vững vàng trong cuộc chiến cạnh tranh thị phần trong giai đoạn thị trường hồi phục.

Chuỗi giá trị toàn diện được xây dựng dựa trên hệ sinh thái hoàn thiện

So với môi giới truyền thống (mức hoa hồng 3-5%), môi giới toàn diện có mức hoa hồng cao hơn (10%-15%) nhưng với rủi ro cao hơn, khi mà các DN cung cấp dịch vụ 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

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, Luật Bất động sản sửa đổi đang được áp dụng với nhiều yếu tố bất định, như giá đất mới để thực hiện nghĩa vụ chuyển đổi mục đích sử dụng đất và các quy định liên quan đến việc mở bán và phê duyệt đầu tư, dẫn đến những rủi ro như thủ tục pháp lý dự án bị kéo dài. Vì vậy, trong giai đoạn tới, để giảm thiểu rủi ro khi hợp tác phát triển dự án, DXG sẽ hạn chế tham gia vào việc phát triển dự án từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển. Thay vào đó, DXS sẽ tham gia nhiều hơn vào phân khúc môi giới truyền thống, dù biên lợi nhuận thấp nhưng rủi ro cũng thấp hơn và không phải gánh chịu các rủi ro liên quan đến việc phát triển dự án.

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.

Định giá: Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 7.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với DXS với giá mục tiêu là 7.000 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 3,6%), với tỷ lệ P/E mục tiêu năm tài chính 2025 và 2026 lần lượt là 15,1 lần và 11,9 lần.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF 5 năm để định giá DXS. Chúng tôi áp dụng giả định WACC là 13,9%, với lãi suất phi rủi ro (rf) là 2,66% (lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam) và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,35% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)).

Hình 10: Định giá

| Tỷ đồng | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|----------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lợi nhuận sau thuế | 264 | 336 | 363 | 405 | 455 |
| Cộng: Khấu hao | 50 | 52 | 53 | 55 | 56 |
| Cộng: Lãi suất*(1-thuế suất) | 168 | 176 | 181 | 180 | 180 |
| Trừ: Thay đổi VLD | (194) | (199) | (270) | (344) | (662) |
| Trừ: Chi tiêu vốn | 36 | (3) | 96 | 71 | 9 |
| Dòng tiền tự do (DTTD) | 639 | 766 | 771 | 913 | 1.344 |
| Giá trị hiện tại của DTTD | 550 | 567 | 492 | 501 | 635 |
| Tổng GHTT của DTTD | 550 | 1.117 | 1.609 | 2.110 | 2.745 |

| Giá định WACC | | Định giá theo DCF | Tỷ đồng |
|--------------------------------|--------------|--|--------------|
| Phần bù rủi ro thị trường (Rm) | 8,4% | Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do | 2.745 |
| Lãi suất phi rủi ro (Rf) | 2,7% | Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình (g = 1,8%) | 5.334 |
| Beta | 1,55 | Tổng giá trị hiện tại | 8.080 |
| Chi phí VCSH | 15,6% | Cộng: Tiền và tương đương tiền | 494 |
| Chi phí nợ vay | 10,0% | Trừ: Nợ | (2.212) |
| Tỷ trọng nợ vay | 79,0% | Trừ: Lợi ích cổ đông không kiểm soát | (2.309) |
| Tỷ trọng VCSH | 21,0% | Giá trị VSH | 4.052 |
| WACC | 14,0% | Số lượng CPDLH (triệu) | 579 |
| | | Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu) | 7.000 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Độ nhạy của giá định định giá

| Chi phí VCSH | Tăng trưởng dài hạn | | | | | | |
|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 1,2% | 1,4% | 1,6% | 1,8% | 2,0% | 2,2% | 2,4% |
| 14,9% | 7.100 | 7.200 | 7.300 | 7.400 | 7.500 | 7.600 | 7.700 |
| 15,1% | 7.000 | 7.100 | 7.200 | 7.300 | 7.400 | 7.500 | 7.600 |
| 15,4% | 6.800 | 6.900 | 7.000 | 7.100 | 7.200 | 7.300 | 7.400 |
| 15,6% | 6.700 | 6.800 | 6.900 | 7.000 | 7.100 | 7.100 | 7.200 |
| 15,9% | 6.500 | 6.600 | 6.700 | 6.800 | 6.900 | 7.000 | 7.100 |
| 16,1% | 6.400 | 6.500 | 6.600 | 6.700 | 6.800 | 6.900 | 7.000 |
| 16,4% | 6.300 | 6.400 | 6.500 | 6.600 | 6.700 | 6.800 | 6.900 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Sau giai đoạn giao dịch với P/E trượt 12T âm do khoản lỗ hơn 100 tỷ đồng từ khoản đầu tư vào công ty liên doanh (CTCP Đầu tư và Dịch vụ Đất Xanh Miền Nam), với khoản lỗ ghi nhận trong Q4/23, hệ số P/E trượt 12T của DXS đã dương trở lại, đạt 27,8 lần. Con số này sẽ dần cải thiện và DXS dự kiến đạt P/E kỳ vọng cho 2025-2026 lần lượt ở mức 15,1 lần và 11,9 lần.

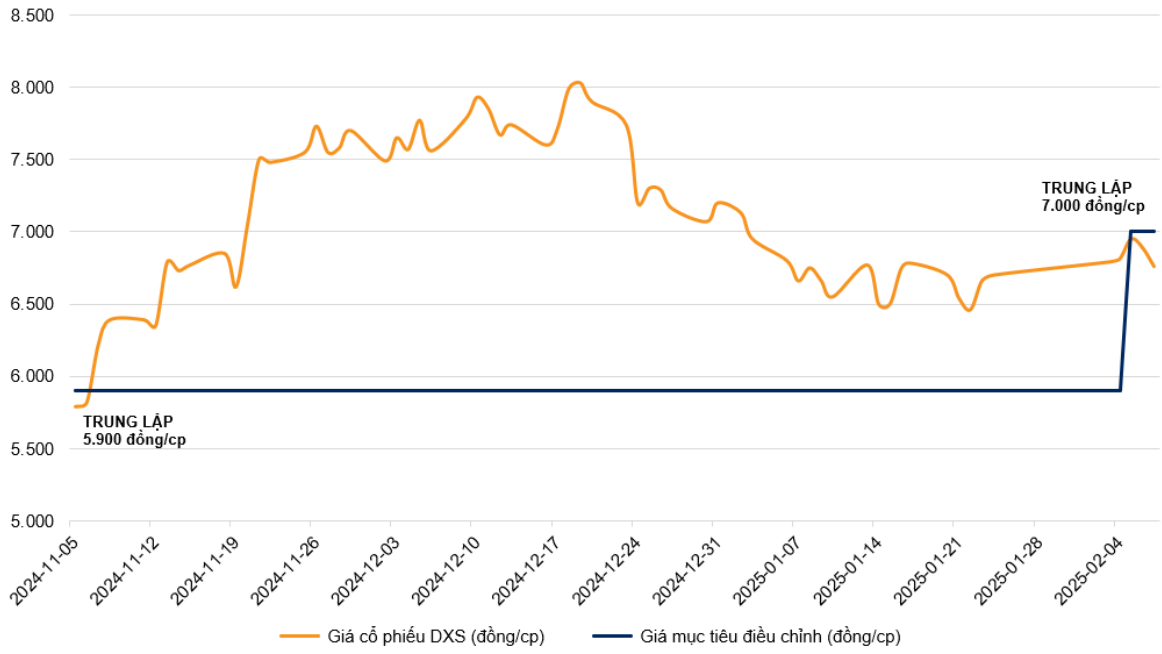
Hình 12: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

| Company | Ticker | Vốn hóa | Doanh thu 2023 | svck | Doanh thu 2024 | svck | LN ròng 2023 | svck | LN ròng 2024 | svck | ROE | P/E trượt 12T | P/B hiện tại | Nợ ròng/VCSH cuối 2024 |
|-----------------------------------|---------------|------------|----------------|---------------|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|---------------|--------------|------------------------|
| | | tr USD | tr USD | % | tr USD | % | tr USD | % | tr USD | % | % | lần | lần | % |
| Công ty môi giới BĐS nhà ở | | | | | | | | | | | | | | |
| BDS Thế Kỳ | CRE VN | 129 | 36,8 | -73,1% | 60,7 | 64,8% | 0,1 | -99,0% | 1,7 | 1995,6% | 0,8% | 77,6 | 0,6 | 13,4% |
| Khải Hoàn Land | KHG VN | 96 | 13,0 | -76,3% | 12,2 | -6,3% | 1,0 | -94,3% | 2,2 | 123,6% | 1,1% | 42,7 | 0,5 | 17,3% |
| Danh Khôi | NRC VN | 16 | 0,2 | -97,6% | 0,2 | 11,2% | 0,5 | -116,5% | (2,5) | -628,9% | -5,7% | (6,3) | 0,4 | 28,7% |
| <i>Trung bình</i> | | | <i>16,7</i> | <i>-82,4%</i> | <i>24,4</i> | <i>23,3%</i> | <i>0,5</i> | <i>-103,2%</i> | <i>0,5</i> | <i>496,8%</i> | <i>-1,3%</i> | <i>38,0</i> | <i>0,5</i> | <i>19,8%</i> |
| Đất Xanh Service | DXS VN | 157 | 78,8 | -51,2% | 93,7 | 18,9% | (6,6) | -148,8% | 5,5 | -183,6% | 2,4% | 27,8 | 0,7 | 20,7% |

*dữ liệu ngày 07/02/2025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Các khuyến nghị trong quá khứ (kể từ Báo cáo lần đầu)



Báo cáo kết quả kinh doanh

Báo cáo kết quả kinh doanh

| (Tỷ đồng) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 4.091 | 3.249 | 4.329 | 4.096 | 1.997 | 2.376 | 3.004 | 3.386 |
| <i>Môi giới truyền thông</i> | 870 | 920 | 1.009 | 1.005 | 730 | 948 | 1.352 | 1.693 |
| <i>Môi giới toàn diện</i> | 3.221 | 2.329 | 3.320 | 3.091 | 1.267 | 1.427 | 1.652 | 1.693 |
| Giá vốn hàng hàng | (1.413) | (913) | (1.667) | (1.768) | (1.287) | (1.219) | (1.466) | (1.618) |
| Biên LN gộp | 2.677 | 2.336 | 2.661 | 2.329 | 710 | 1.157 | 1.538 | 1.768 |
| Chi phí QLDN | (325) | (437) | (706) | (645) | (278) | (269) | (340) | (384) |
| Chi phí bán hàng | (435) | (485) | (689) | (955) | (325) | (439) | (556) | (626) |
| LN hoạt động | 1.917 | 1.414 | 1.266 | 729 | 106 | 449 | 642 | 758 |
| EBITDA thuần | 1.905 | 1.386 | 1.219 | 676 | 55 | 497 | 676 | 784 |
| Chi phí khấu hao | (12) | (28) | (47) | (53) | (52) | (49) | (33) | (26) |
| LN trước thuế và lãi vay | 1.917 | 1.414 | 1.266 | 729 | 106 | 546 | 709 | 810 |
| Thu nhập tài chính | 127 | 34 | 50 | 55 | 48 | 31 | 50 | 61 |
| Chi phí tài chính | (33) | (46) | (79) | (148) | (134) | (94) | (119) | (121) |
| Thu nhập/(lỗ) từ cty LDLK | - | - | - | - | (107) | (39) | - | - |
| Thu nhập khác ròng | 37 | 42 | (36) | 25 | 8 | (8) | (1) | 5 |
| Lợi nhuận trước thuế | 2.048 | 1.444 | 1.200 | 661 | (80) | 339 | 573 | 702 |
| Chi phí thuế | (416) | (309) | (327) | (131) | (81) | (87) | (147) | (180) |
| LN cổ đông không kiểm soát | 572 | 262 | 335 | 185 | 8 | 112 | 163 | 187 |
| Lợi nhuận ròng | 1.061 | 873 | 539 | 345 | (168) | 141 | 264 | 336 |

Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán

| (Tỷ đồng) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và Tương đương tiền | 351 | 1.146 | 1.632 | 493 | 207 | 416 | 309 | 334 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 98 | 110 | 156 | 171 | 97 | 78 | 98 | 107 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 6.674 | 7.428 | 10.560 | 10.657 | 9.977 | 9.278 | 9.711 | 9.831 |
| <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 | 4.425 | 4.253 | 4.000 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 72 | 141 | 171 | 163 | 169 | 174 | 155 | 153 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 8.339 | 10.525 | 14.505 | 15.673 | 14.569 | 14.371 | 14.527 | 14.424 |
| Tài sản cố định | 140 | 145 | 195 | 204 | 199 | 203 | 180 | 233 |
| Tổng đầu tư | 72 | 119 | 124 | 364 | 259 | 302 | 301 | 300 |
| Tài sản dài hạn khác | 442 | 306 | 324 | 362 | 430 | 288 | 299 | 273 |
| Tổng tài sản | 8.993 | 11.095 | 15.148 | 16.602 | 15.457 | 15.164 | 15.306 | 15.230 |
| Vay & nợ ngắn hạn | 677 | 630 | 1.034 | 1.375 | 1.606 | 1.763 | 1.783 | 1.433 |
| Phải trả người bán | 1.939 | 3.078 | 4.553 | 3.957 | 3.567 | 2.889 | 2.914 | 2.678 |
| Nợ ngắn hạn khác | 1.296 | 1.396 | 1.627 | 2.017 | 1.581 | 1.681 | 1.735 | 1.635 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 3.912 | 5.104 | 7.214 | 7.350 | 6.754 | 6.333 | 6.432 | 5.747 |
| Vay & nợ dài hạn | 2 | 145 | 97 | 942 | 548 | 449 | 589 | 839 |
| Các khoản phải trả khác | 0 | 6 | 73 | 26 | 52 | 61 | 41 | 36 |
| Vốn điều lệ và | 3.000 | 3.225 | 3.582 | 4.531 | 5.741 | 5.791 | 5.791 | 5.791 |
| Thặng dư VCSH | (4) | 336 | 1.101 | 835 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| LN giữ lại | 462 | 456 | 942 | 680 | 90 | 186 | 429 | 875 |
| Vốn chủ sở hữu | 5.079 | 5.839 | 7.764 | 8.285 | 8.103 | 8.321 | 8.244 | 8.608 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1.621 | 1.822 | 2.139 | 2.239 | 2.237 | 2.309 | 1.989 | 1.907 |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu | 8.993 | 11.095 | 15.148 | 16.602 | 15.457 | 15.164 | 15.306 | 15.230 |

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

| (Tỷ đồng) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|--|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| LN trước thuế | 2.048 | 1.444 | 1.200 | 661 | (80) | 339 | 573 | 702 |
| Khấu hao | 12 | 28 | 47 | 53 | 52 | 49 | 50 | 52 |
| Thuế đã nộp | (256) | (317) | (390) | (242) | (78) | (105) | (147) | (180) |
| Các khoản điều chỉnh khác | (171) | 1 | 145 | 80 | 79 | 21 | (274) | (194) |
| Thay đổi VLD | (2.295) | (144) | (1.877) | (3.118) | (158) | (86) | (194) | (199) |
| LC tiền thuần HĐKD | (661) | 1.013 | (875) | (2.566) | (186) | 218 | 9 | 181 |
| Đầu tư TSCĐ | (93) | (67) | (105) | (85) | (24) | (40) | (2) | (10) |
| Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ | 0 | 0 | 7 | 2 | 3 | 8 | 5 | 5 |
| Các khoản khác | (559) | (343) | (33) | (64) | 103 | (38) | (39) | 8 |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LC tiền từ HĐĐT | (652) | (410) | (130) | (146) | 82 | (69) | (36) | 3 |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 2.073 | 1.008 | 1.434 | 339 | 58 | 6 | 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) | 57 | 160 | (100) |
| 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) | (4) | (239) | (60) |
| LC tiền thuần HĐTC | 1.342 | 193 | 1.492 | 1.572 | (182) | 60 | (79) | (160) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 322 | 351 | 1.146 | 1.632 | 493 | 207 | 416 | 309 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong năm | 29 | 796 | 486 | (1.140) | (286) | 210 | (107) | 24 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 351 | 1.146 | 1.632 | 493 | 207 | 416 | 309 | 334 |

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính

| Chỉ số định giá | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| EPS (VND) | 4.289 | 2.817 | 1.103 | 760 | (293) | 244 | 455 | 580 |
| P/E | N/A | 12,6 | 4,2 | 9,7 | (19,7) | 29,7 | 15,1 | 11,9 |
| 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 | 2024A | 2025F | 2026F |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng doanh thu | 65,0% | -20,6% | 33,2% | -5,4% | -51,2% | 18,9% | 26,4% | 12,7% |
| Tăng trưởng LN gộp | 43,9% | -12,7% | 13,9% | -12,5% | -69,5% | 62,9% | 32,9% | 14,9% |
| Tăng trưởng LN ròng | 107,6% | -17,7% | -38,3% | -36,1% | -148,8% | N/A | 87,5% | 27,3% |
| Tăng trưởng EPS | 107,6% | -17,7% | -38,3% | -36,1% | -148,8% | N/A | 87,5% | 27,3% |

| Chỉ số hiệu quả sinh lời | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Biên LN gộp | 65,4% | 71,9% | 61,5% | 56,9% | 35,6% | 48,7% | 51,2% | 52,2% |
| Biên EBITDA | 50,9% | 45,8% | 29,5% | 19,2% | 2,3% | 20,9% | 22,5% | 23,2% |
| Biên LN gộp động | 50,1% | 44,4% | 27,7% | 16,1% | -4,0% | 18,9% | 21,4% | 22,4% |
| Biên LN ròng | 25,9% | 26,9% | 12,4% | 8,4% | -8,4% | 5,9% | 8,8% | 9,9% |
| ROAA | 14,2% | 8,7% | 4,1% | 2,2% | -1,1% | 0,9% | 1,7% | 2,2% |
| ROAE | 44,7% | 23,4% | 11,2% | 5,9% | -2,8% | 1,7% | 3,2% | 4,0% |

| Chỉ số đòn bẩy | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Khả năng trả lãi vay (EBIT/I) | 58,3 | 31,3 | 16,4 | 5,8 | 0,8 | 5,8 | 6,0 | 6,7 |
| Nợ vay/vốn | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Tổng nợ/tổng tài sản | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| 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 | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Current ratio | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,5 |
| Quick ratio | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,8 |
| Cash ratio | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Asset turnover | 0,6 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Số ngày phải thu | 492,5 | 792,1 | 758,4 | 945,3 | 1.885,3 | 1.479,2 | 1.153,8 | 1.053,3 |
| Số ngày tồn kho | 252,0 | 568,3 | 403,3 | 637,7 | 1.178,2 | 1.279,7 | 1.080,6 | 930,7 |
| Số ngày phải trả | 856,8 | 1.505,4 | 1.143,4 | 1.228,3 | 1.533,3 | 1.409,1 | 1.114,3 | 984,2 |
| Vòng xoay tiền | (112,3) | (145,0) | 18,3 | 354,6 | 1.530,2 | 1.349,7 | 1.120,1 | 999,8 |

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>