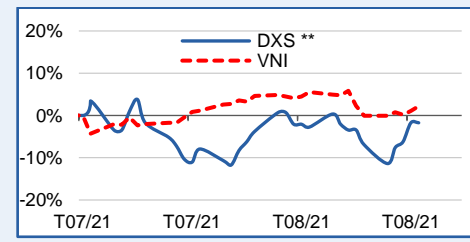


Ngành	BDS		2020A	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	31/08/2021	Tăng trưởng DT	-20,6%	25,5%	36,8%	14,5%
Giá hiện tại	28.500VND	Tăng trưởng EPS	-35,0%	18,3%	31,8%	11,9%
Giá mục tiêu	41.000VND	TT LNST sau CĐTS	-17,7%	29,9%	38,8%	11,9%
Giá mục tiêu gần nhất	44.300VND	Biên LN gộp	71,9%	68,5%	67,3%	66,3%
TL tăng	+43,9%	Biên LN ròng	26,9%	27,8%	28,2%	27,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	2,3x	1,6x	1,3x	1,1x
Tổng mức sinh lời	+43,9%	P/E	10,7x	9,0x	6,8x	6,1x
GT vốn hóa	443,9tr USD			DXS	Peers*	VNI
Room KN	136,0tr USD	P/E (trượt)		9,2x	11,1x	16,0x
GTGD/ngày (30n)	1,0tr USD	P/B (hiện tại)		1,8x	1,9x	2,6x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH		-21,9%	5,0%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành*	358,2 tr	ROE		21,8%	18,3%	16,3%
Pha loãng	358,2 tr	ROA		11,4%	7,0%	2,6%

* CT cùng ngành trong khu vực; ** Chênh lệch giá so với giá đóng cửa ngày 15/07/2021



Tổng quan công ty

DXS là công ty môi giới BDS 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.

Phạm Minh Đức
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Bảng cân đối kế toán lành mạnh và chuyển đổi số sẽ hỗ trợ tăng trưởng

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA đối với CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS) dù giảm giá mục tiêu thêm 7% còn 41.000 đồng/CP, chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS thêm 15% đối với năm 2021 và thêm 2% đối với giai đoạn 2022-2025.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 còn 1,1 nghìn tỷ đồng (+30% YoY) do làn sóng dịch COVID-19 thứ tư kéo dài khiến các đợt mở bán tạm thời bị trì hoãn và nhu cầu bất động sản đầu tư tại khu vực lân cận TP.HCM giảm. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường miền Bắc sẽ hoạt động ổn định khi khu vực lân cận Hà Nội tiếp tục phục hồi sau khi áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội vào tháng 5/2021. Do đó, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng DXS sẽ tăng tốc ghi nhận lợi nhuận trong nửa cuối năm 2021 với lượng backlog công ty đã ký kết hiện tại.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS đạt 20% trong giai đoạn 2020-2023, chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng dự kiến của mảng dịch vụ môi giới sơ cấp và việc mở rộng mạng lưới môi giới của DXS sang các thị trường mới.
- DXS đang giao dịch tại P/E năm 2021/2022 là 9,0/6,8 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi) - thấp hơn P/E trượt trung bình 1 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 13,0 lần – định giá hấp dẫn với lợi thế cạnh tranh trong nước mạnh mẽ của DXS và triển vọng tăng trưởng tích cực trong 3 năm tiếp theo.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Hạn chế kéo dài đối với hoạt động bán lẻ do dịch COVID-19 tái bùng phát tại Việt Nam; rủi ro pha loãng từ cấu trúc mạng lưới môi giới phức tạp.

Kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh vào năm 2022 một phần nhờ sự phục hồi của thị trường miền Trung. Thị trường miền Trung tiếp tục ghi nhận KQKD thấp so với giai đoạn 2018-2019 và chỉ đóng góp khoảng 15% vào doanh thu 6 tháng đầu năm 2021 và cả năm 2020 của DXS. Chúng tôi cũng lưu ý rằng Đất Xanh Miền Trung (công ty con do DXS nắm giữ 55% vốn, tập trung vào thị trường miền Trung) là một trong những công ty con mạnh nhất và đóng góp khoảng 30%-40% vào doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2018-2019 của DXS trước khi dịch COVID -19 tác động tiêu cực đến các thị trường BDS khách sạn nghỉ dưỡng tại miền Trung. Tuy nhiên, tiến độ tiêm chủng hiện tại của Việt Nam - cùng với sự phục hồi của ngành du lịch - có thể củng cố kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường này vào năm 2022. Sự phục hồi này - cùng với kỳ vọng về sự cải thiện của cả thị trường miền Bắc và miền Nam – dẫn đến việc chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 tăng trưởng 39% so với năm 2021 đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (thấp hơn 3% so với dự báo trước đây của chúng tôi).

Bảng cân đối kế toán mạnh mẽ và việc chuyển đổi số các hoạt động bán hàng sẽ hỗ trợ mở rộng thị phần. Số dư tiền mặt của DXS là 2,8 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu là

22% tính đến cuối quý 2/2021 giúp bảng cân đối kế toán của DXS trở nên khỏe mạnh trong bối cảnh dịch COVID-19. Trong khi đó, DXS đã chuyển đổi gần như toàn bộ hoạt động bán hàng sang trực tuyến để hỗ trợ cả nhân viên môi giới và người mua nhà. Đáng chú ý, DXS đã tung ra nền tảng Real Agent để phát trực tiếp các sự kiện ra mắt và chốt giao dịch bán hàng. Chúng tôi kỳ vọng DXS có thể gia tăng thị phần (hiện chiếm khoảng 30% thị phần môi giới sơ cấp tại Việt Nam), trong khi các công ty môi giới nhỏ hơn có thể sẽ không thể duy trì hoạt động do các hạn chế về giãn cách xã hội kéo dài.

Báo cáo tài chính

P&L (VND bn)	2020A	2021F	2022F	2023F
Revenue	3,249	4,079	5,582	6,392
COGS	-913	-1,287	-1,824	-2,157
Gross Profit	2,336	2,793	3,758	4,235
Sales & Marketing exp	-485	-494	-617	-707
General & Admin exp	-437	-444	-555	-636
Operating Profit	1,414	1,854	2,586	2,893
Financial income	34	51	62	74
Financial expenses	-46	-58	-67	-75
- o/w interest expense	-45	-58	-67	-75
Associates	0	0	0	0
Net other income/(loss)	42	42	42	42
Profit before Tax	1,444	1,890	2,623	2,934
Income Tax	-309	-378	-525	-587
NPAT before MI	1,136	1,512	2,098	2,347
Minority Interest	-262	-378	-525	-587
NPAT less MI, reported	873	1,134	1,574	1,760
NPAT less MI, adjusted	873	1,134	1,574	1,760

EBITDA	1,443	1,881	2,617	2,924
EPS reported, VND	2,676	3,166	4,173	4,669
EPS adjusted, VND	2,676	3,166	4,173	4,669
EPS fully diluted, VND	2,676	3,166	4,173	4,669
DPS, VND	2,825	0	0	0
DPS/EPS (%)	106%	0%	0%	0%

RATIOS	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth				
Revenue growth	-20.6%	25.5%	36.8%	14.5%
Op profit (EBIT) growth	-26.2%	31.1%	39.4%	11.9%
PBT growth	-29.5%	30.9%	38.8%	11.9%
EPS growth, adjusted	-35.0%	18.3%	31.8%	11.9%

Profitability	2020A	2021F	2022F	2023F
Gross Profit Margin	71.9%	68.5%	67.3%	66.3%
Op Profit, (EBIT) Margin	43.5%	45.5%	46.3%	45.3%
EBITDA Margin	44.4%	46.1%	46.9%	45.8%
NPAT-MI Margin, adj,	26.9%	27.8%	28.2%	27.5%
ROE	23.4%	22.0%	22.3%	20.2%
ROA	11.3%	12.3%	13.7%	12.5%

Efficiency	2020A	2021F	2022F	2023F
Days Inventory On Hand	568	541	512	554
Days Accts, Receivable	176	147	138	150
Days Accts, Payable	77	83	90	93
Cash Conversion Days	668	605	560	611

Liquidity	2020A	2021F	2022F	2023F
Current Ratio x	2.1	2.6	2.5	2.6
Quick Ratio x	1.7	2.1	2.0	2.1
Cash Ratio x	0.2	0.4	0.2	0.3
Debt / Assets	7.0%	6.5%	6.0%	5.4%
Debt / Capital	24.1%	24.4%	28.9%	31.0%
Net Debt / Equity	-8.2%	-12.1%	-3.8%	-9.4%
Interest Coverage x	31.3	32.1	38.7	38.5

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

B/S (VND bn)	2020A	2021F	2022F	2023F
Cash & equivalents	1,146	1,766	1,318	2,192
ST investment	110	110	110	110
Accounts receivables	1,497	1,788	2,447	2,802
Inventories	1,699	2,115	2,999	3,545
Other current assets	6,073	6,935	9,490	10,866
Total Current assets	10,525	12,714	16,364	19,516
Fix assets, gross	281	341	401	461
- Depreciation	-48	-74	-105	-137
Fix assets, net	234	267	296	324
LT investment	31	31	31	31
LT assets other	306	384	525	601
Total LT assets	570	682	851	956
Total Assets	11,095	13,396	17,215	20,472

Accounts payable	205	383	515	580
Short-term debt	630	711	842	903
Other ST liabilities	4,269	3,875	5,303	6,072
Total current liabilities	5,104	4,969	6,660	7,555
Long term debt	145	164	194	208
Other LT liabilities	6	6	6	6
Total Liabilities	5,256	5,139	6,860	7,770

Preferred Equity	2020A	2021F	2022F	2023F
Paid in capital	3,225	3,582	3,582	3,582
Share premium	341	1,112	1,112	1,112
Retained earnings	456	1,590	3,164	4,924
Other equity	-4	-4	-4	-4
Minority interest	1,822	1,978	2,502	3,089
Total equity	5,839	8,257	10,355	12,702
Liabilities & equity	11,095	13,396	17,215	20,472

Y/E shares out, mn	322	358	358	358
--------------------	-----	-----	-----	-----

CASH FLOW (VND bn)	2020A	2021F	2022F	2023F
Beginning Cash Balance	351	1,146	1,766	1,318
Net Income	873	1,134	1,574	1,760
Dep, & amortization	28	26	32	31
Chge in Working Cap	-325	-1,785	-2,538	-1,443
Other adjustments	436	-78	-141	-76
Cash from Operations	1,013	-703	-1,074	272
Capital Expenditures, net	-67	-60	-60	-60
Investments, net	-343	0	0	0
Cash from Investments	-410	-60	-60	-60
Dividends Paid	-911	0	0	0
Δ in Share Capital	0	1,128	0	0
Δ in ST debt	-47	80	131	61
Δ in LT debt	143	19	30	14
Other financing C/F	1,008	155	525	587
Cash from Financing	193	1,383	686	662
Net Change in Cash	796	620	-448	874
Ending Cash Balance	1,146	1,766	1,318	2,192

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Minh Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

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.