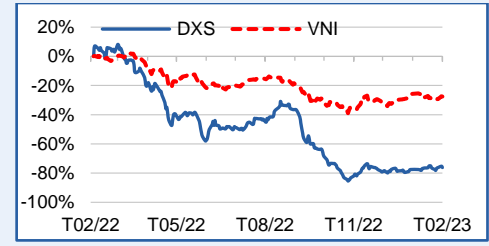




CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS) [KHẢ QUAN +17,4%]

Cập nhật

Ngành	BDS		2022A	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo	23/02/2023	TT DT	-5,4%	-14,7%	15,8%	12,4%
Giá hiện tại	6.900VND	TT EPS	-43,1%	-13,4%	67,7%	44,4%
Giá mục tiêu	8.100VND	TT LNST-CĐTS	-40,8%	-13,4%	67,7%	44,4%
Giá mục tiêu gần nhất	10.000VND	Biên LN gộp	56,9%	52,2%	56,1%	59,6%
TL tăng	+17,4%	Biên LN ròng	7,8%	7,9%	11,4%	14,7%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x
Tổng mức sinh lời	+17,4%	P/E	10,4x	12,0x	7,2x	5,0x



			DXS	Peers*	VNI
GT vốn hóa	131,3tr USD				
Room KN	39,2tr USD	P/E (trượt)	10,4x	10,4x	13,7x
GTGD/ngày (30n)	358.000USD	P/B (hiện tại)	0,5x	1,8x	1,7x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	20,0%	13,2%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	453,1tr	ROE	5,5%	22,0%	14,0%
Pha loãng	453,1tr	ROA	3,4%	10,0%	2,2%

**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.

Ghi chú: \* công ty cùng ngành NN

Phạm Nhật Anh  
Chuyên viên

Hoàng Nam  
Trưởng phòng cao cấp

Đà giảm lợi nhuận tiếp tục trong năm 2023

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 19% giá mục tiêu cho CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS) xuống 8.100 đồng/cổ phiếu và điều chỉnh khuyến nghị từ MUA thành KHẢ QUAN.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do (1) số dư nợ ròng cao hơn vào cuối năm 2022 và (2) tổng LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng giai đoạn 2023-2027 của chúng tôi giảm 16% do chúng tôi hiện kỳ vọng triển vọng thu nhập sẽ thấp hơn trong các năm 2023 - 2024, chủ yếu là do số lượng giao dịch dự kiến thấp hơn và DXS chuyển hướng ngắn hạn sang môi giới truyền thống và bán BĐS (các mảng kinh doanh này có biên lợi nhuận thấp hơn so với gói dịch vụ môi giới đầy đủ).
- Do khoản lỗ ròng cao hơn dự kiến trong quý 4/2022 đạt 100 tỷ đồng so với mức lỗ ròng 3,4 tỷ đồng trong dự báo trước đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023/2024 xuống 54%/38% khi chúng tôi kỳ vọng DXS vẫn đối mặt với thách thức do thị trường bất động sản gặp khó khăn trong năm 2023.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 xuống 276 tỷ đồng (-13% YoY) chủ yếu do dự báo doanh thu và biên lợi nhuận thấp hơn, mà chúng tôi kỳ vọng có thể được bù đắp một phần nhờ giảm chi phí bán hàng & hành chính do DXS gần đây đã giảm khoảng 3.000 nhân viên bán hàng (khoảng 30% lực lượng lao động của công ty). Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tiếp tục thấp trong 6 tháng đầu năm 2023 và phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm 2023. Ngoài ra, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) đạt 43% YoY từ mức cơ sở thấp vào năm 2023 do chúng tôi kỳ vọng vị thế dẫn đầu thị trường của DXS sẽ hỗ trợ sự phục hồi khi lượng giao dịch BĐS tăng lên.
- DXS hiện đang đang giao dịch với P/E 2023/2024 là 12,0 lần/7,2 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi) so với P/E trượt trung bình 2 năm các công ty cùng ngành trong khu vực là 10,6 lần, điều này phù hợp với lợi thế cạnh tranh trong nước và triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của DXS sau năm 2023.
- Yếu tố hỗ trợ: Hoạt động bán hàng của thị trường bất động sản phục hồi mạnh hơn dự kiến.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: Rủi ro pha loãng từ cấu trúc mạng lưới môi giới phức tạp; trì hoãn ra mắt dự án môi giới lớn.

Hoạt động bán hàng dự kiến giảm vào năm 2023, nhưng đà phục hồi sẽ bắt đầu vào năm 2024.

Tính đến cuối năm 2022, tiền gửi của DXS tại các dự án phân phối BĐS đã giảm 26% YoY xuống còn 4,3 nghìn tỷ đồng, cho thấy khả năng bán hàng thấp trong năm 2023. Ngoài ra, ban lãnh đạo cũng cho biết có kế hoạch tập trung nhiều hơn vào mảng môi giới truyền thống vốn có biên lợi nhuận thấp nhưng an toàn hơn trong năm 2023 trước những thách thức trên thị trường BĐS. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp năm 2023 sẽ giảm 22% xuống còn 1,8 nghìn tỷ đồng do doanh thu và biên lợi nhuận thu hẹp lại trong chu kỳ giảm của BĐS. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá tích cực về tiềm năng tăng trưởng dài hạn của DXS và triển vọng phục hồi vào năm 2024 của DXS.

**Dự kiến dòng tiền sẽ cải thiện do tỷ trọng giao dịch bất động sản thấp hơn.** Trong năm 2022, tồn kho của DXS đã tăng 110% YoY đạt 4,2 nghìn tỷ đồng, với phần lớn đến từ các dự án BĐS gắn với đất tại Phú Yên, Quảng Nam và Đà Nẵng. Sự gia tăng này chủ yếu được tài trợ bởi tổng nợ tăng 105% YoY đạt 2,3 nghìn tỷ đồng, khiến tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu năm 2022 của DXS đạt 20,0% so với -8,5% vào cuối năm 2021. Theo DXS, hầu hết các dự án này đều đã hoàn thiện thủ tục pháp lý và dự kiến bàn giao từ năm 2023. Do đó, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu ổn định 10% trong giai đoạn 2024-2027 đối với mảng kinh doanh bất động sản sau khi giảm 15% YoY vào năm 2023, sau khi thị trường bất động sản dần hồi phục.

## Báo cáo Tài chính

P&L (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Revenue</b>	<b>4,096</b>	<b>3,494</b>	<b>4,047</b>	<b>4,551</b>
COGS	-1,767	-1,669	-1,779	-1,836
<b>Gross Profit</b>	<b>2,329</b>	<b>1,825</b>	<b>2,268</b>	<b>2,714</b>
Sales & Marketing exp	-955	-563	-679	-751
General & Admin exp	-645	-520	-555	-614
<b>Operating Profit</b>	<b>729</b>	<b>742</b>	<b>1,034</b>	<b>1,349</b>
Financial income	48	58	70	83
Financial expenses	-142	-243	-199	-165
- o/w interest expense	-128	-243	-199	-165
Associates	0	0	0	0
Net other income/(loss)	25	0	0	0
<b>Profit before Tax</b>	<b>661</b>	<b>557</b>	<b>905</b>	<b>1,267</b>
Income Tax	-127	-111	-181	-253
<b>NPAT before MI</b>	<b>535</b>	<b>446</b>	<b>724</b>	<b>1,014</b>
Minority Interest	-216	-169	-261	-345
<b>NPAT less MI, reported</b>	<b>319</b>	<b>276</b>	<b>463</b>	<b>669</b>
<b>NPAT less MI, adjusted</b>	<b>319</b>	<b>276</b>	<b>463</b>	<b>669</b>

EBITDA	782	773	1,071	1,389
EPS reported, VND	683	591	992	1,432
EPS adjusted, VND	683	591	992	1,432
EPS fully diluted, VND	683	591	992	1,432
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

RATIOS	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Growth</b>				
Revenue growth	-5.4%	-14.7%	15.8%	12.4%
Op profit (EBIT) growth	-42.4%	1.7%	39.4%	30.5%
PBT growth	-44.9%	-15.8%	62.5%	40.0%
EPS growth, adjusted	-43.1%	-13.4%	67.7%	44.4%

Profitability	2022A	2023F	2024F	2025F
Gross Profit Margin	56.9%	52.2%	56.1%	59.6%
Op Profit, (EBIT) Margin	17.8%	21.2%	25.6%	29.6%
EBITDA Margin	19.1%	22.1%	26.5%	30.5%
NPAT-MI Margin, adj,	7.8%	7.9%	11.4%	14.7%
ROE	5.5%	4.5%	7.1%	9.4%
ROA	3.4%	2.7%	4.4%	5.9%

Efficiency	2022A	2023F	2024F	2025F
Days Inventory On Hand	635	805	628	541
Days Accts, Receivable	141	139	119	127
Days Accts, Payable	91	111	119	127
Cash Conversion Days	685	833	628	541

Liquidity	2022A	2023F	2024F	2025F
Current Ratio x	2.1	2.4	2.3	2.3
Quick Ratio x	1.6	1.9	1.9	1.9
Cash Ratio x	0.1	0.1	0.1	0.1
Debt / Assets	14.0%	13.6%	9.9%	9.9%
Debt / Capital	21.8%	19.9%	14.8%	14.8%
Net Debt / Equity	20.0%	14.5%	7.1%	7.1%
Interest Coverage x	5.7	3.1	5.2	5.2

B/S (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
Cash & equivalents	493	741	802	1,300
ST investment	171	171	171	171
Accounts receivables	1,432	1,221	1,415	1,745
Inventories	4,164	3,201	2,924	2,515
Other current assets	9,317	9,824	10,381	10,995
<b>Total Current assets</b>	<b>15,576</b>	<b>15,158</b>	<b>15,693</b>	<b>16,726</b>
Fix assets, gross	452	512	572	632
- Depreciation	-85	-116	-153	-193
Fix assets, net	367	395	419	439
LT investment	201	201	201	201
LT assets other	368	261	303	341
<b>Total LT assets</b>	<b>936</b>	<b>858</b>	<b>923</b>	<b>981</b>
<b>Total Assets</b>	<b>16,512</b>	<b>16,015</b>	<b>16,615</b>	<b>17,707</b>

Accounts payable	500	516	642	632
Short-term debt	1,375	1,305	1,316	1,230
Other ST liabilities	5,392	4,577	4,857	5,051
Total current liabilities	7,267	6,397	6,814	6,914
Long term debt	942	870	329	308
Other LT liabilities	12	12	12	12
<b>Total Liabilities</b>	<b>8,222</b>	<b>7,280</b>	<b>7,155</b>	<b>7,234</b>

Preferred Equity	0	0	0	0
Paid in capital	4,531	4,531	4,531	4,531
Share premium	805	805	805	805
Retained earnings	658	934	1,398	2,067
Other equity	31	31	31	31
Minority interest	2,266	2,435	2,696	3,041
<b>Total equity</b>	<b>8,290</b>	<b>8,736</b>	<b>9,460</b>	<b>10,474</b>
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>16,512</b>	<b>16,015</b>	<b>16,615</b>	<b>17,707</b>

Y/E shares out, mn	453	453	453	453
--------------------	-----	-----	-----	-----

CASH FLOW (VND bn)	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Beginning Cash Balance</b>	<b>1,632</b>	<b>493</b>	<b>741</b>	<b>802</b>
Net Income	319	276	463	669
Dep, & amortization	53	31	37	40
Chge in Working Cap	-2,484	-132	-69	-351
Other adjustments	-105	106	-41	-38
<b>Cash from Operations</b>	<b>-2,378</b>	<b>282</b>	<b>390</b>	<b>320</b>

Capital Expenditures, net	-115	-60	-60	-60
Investments, net	-141	0	0	0
<b>Cash from Investments</b>	<b>-255</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>

Dividends Paid	-371	0	0	0
Δ in Share Capital	648	0	0	0
Δ in ST debt	342	-71	11	-85
Δ in LT debt	845	-72	-541	-21
Other financing C/F	29	169	261	345
<b>Cash from Financing</b>	<b>1,493</b>	<b>26</b>	<b>-269</b>	<b>238</b>

<b>Net Change in Cash</b>	<b>-1,140</b>	<b>248</b>	<b>61</b>	<b>498</b>
<b>Ending Cash Balance</b>	<b>493</b>	<b>741</b>	<b>802</b>	<b>1,300</b>

Nguồn: báo cáo tài chính của DXS, VCSC dự báo

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Nhật Anh, 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 HOẢN	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

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

#### Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Hàng tiêu dùng

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

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

#### Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

##### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vcsc.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng

##### Giám đốc

##### Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên, ext 135

#### Vật liệu và Công nghiệp

##### Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

## 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.