

Báo cáo lần đầu

CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ BẤT ĐỘNG SẢN ĐẤT XANH (HOSE: DXS)

Công ty Cổ phần Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS)

Ngày 15/01/2025

- Giá hiện tại: 6.500 VND
- Giá kỳ vọng: 7.000 VND
- **Khuyến nghị: KHẢ QUAN +7,7%**

Mã cổ phiếu	DXS
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	8.680
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	5.200
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.731,67
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	1.828.131
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	579,1
Beta	1,5
P/E	NM
P/B	0,45

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

Công ty CP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) thành lập năm 2011 là công ty con của Công ty CP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG). DXS chuyên cung cấp dịch vụ môi giới bất động sản, chiếm đến 30% thị phần môi giới trên toàn quốc nhờ mạng lưới hoạt động rộng khắp và kinh nghiệm dày dặn. DXS không chỉ phân phối đa dạng sản phẩm từ nhiều chủ đầu tư có uy tín mà còn cung cấp các dịch vụ tư vấn đầu tư, quản lý và định giá bất động sản.

KỶ VỌNG SỰ TĂNG TRƯỞNG MẠNH CỦA HOẠT ĐỘNG MÔI GIỚI TRONG 2025

Luận điểm đầu tư

- Hoạt động giao dịch môi giới BĐS dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025 cùng với sự ấm lên của thị trường BĐS
- DXS tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu trên thị trường môi giới BĐS dựa trên mạng lưới rộng khắp cả nước, năng lực môi giới và mối quan hệ với nhiều chủ đầu tư lớn. Dịch vụ môi giới toàn diện với biên lợi nhuận cao tạo lợi thế cạnh tranh so với các công ty môi giới khác.
- Tiềm năng phát triển qua các dự án đã ký hợp đồng phân phối đã và đang chuẩn bị mở bán, đặc biệt là hai dự án trọng điểm của DXG là DXH Riverside và GSW dự kiến mở bán trở lại trong 2025 kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh thu môi giới trong giai đoạn 2025-2026.
- Mảng hoạt động kinh doanh bán BĐS của DXS được dự đoán chưa thể tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025-2026 do các dự án còn vướng mắc pháp lý chưa thể tháo gỡ.

Diễn biến giá cổ phiếu DXS



Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024E
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	4.329	4.096	1.997	2.467
Tăng trưởng YoY	33,2%	-5,4%	-51,2%	23,5%
Lợi nhuận từ HĐKD (tỷ đồng)	1.266	729	106	472
Tăng trưởng YoY	-10,5%	-42,4%	-85,4%	343,2%
Lợi nhuận sau thuế của Công ty mẹ (tỷ đ)	539	345	(168)	170
Tăng trưởng YoY	-38,3%	-36,1%	NM	NM
Biên lợi nhuận gộp (%)	60,9%	56,2%	35,6%	48,1%
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	29,0%	17,6%	5,3%	19,1%
Biên lợi nhuận ròng (%)	20,0%	12,8%	-8,0%	10,6%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.504	760	(293)	293
ROA (%)	4,1%	2,2%	NM	1,1%
ROE (%)	7,9%	4,3%	NM	2,1%
Nợ ròng/VCSH	-6,5%	22,0%	24,0%	17,8%

MỤC LỤC

Phần I: Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển
2. Cơ cấu tổ chức và cơ cấu cổ đông
3. Hệ sinh thái DXS

Phần II: Tình hình tài chính của doanh nghiệp

Phần III: Luận điểm đầu tư

Phần IV: Dự phóng kết quả kinh doanh & định giá

Phần V: Phụ lục

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

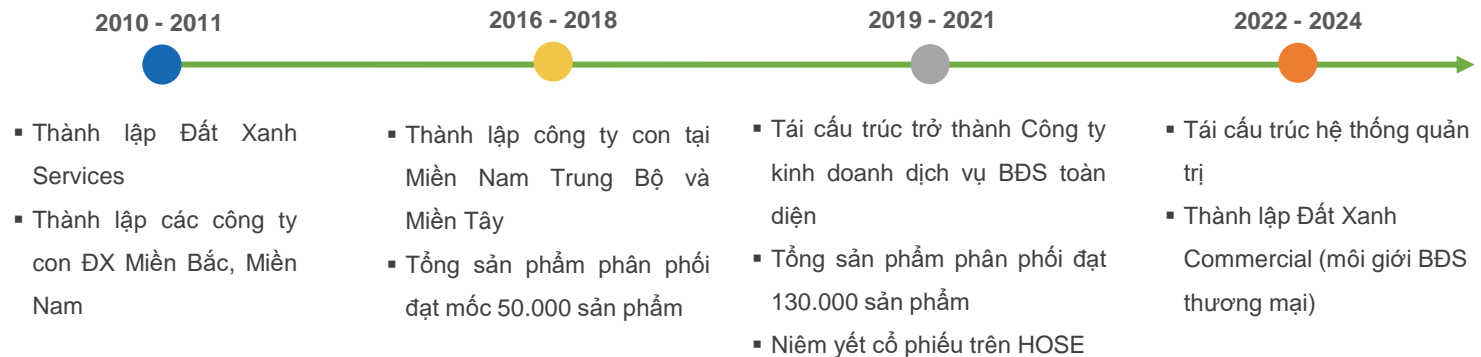
Giới thiệu về doanh nghiệp

Công ty CP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) là một trong những công ty dịch vụ bất động sản hàng đầu Việt Nam. DXS đóng vai trò quan trọng trong hệ sinh thái của Tập Đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) tập trung vào các hoạt động phân phối, tiếp thị và môi giới bất động sản. Với lợi thế là công ty con của DXG, DXS hưởng lợi từ hệ sinh thái toàn diện của tập đoàn với mạng lưới phân phối rộng khắp, danh mục sản phẩm đa dạng và đội ngũ nhân sự đông đảo. So với các công ty môi giới bất động sản khác, DXS vượt trội về quy mô và mạng lưới phân phối, đặc biệt là trong phân phối bất động sản sơ cấp.

Lịch sử hoạt động

Liên tục mở rộng mạng lưới trên toàn quốc kể từ khi thành lập, khởi đầu từ các thành phố đô thị đến các khu vực vùng ven lân cận và các khu vực tăng trưởng cao hơn khác.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

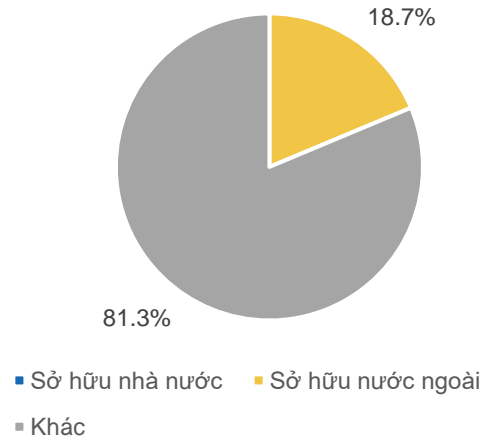


CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

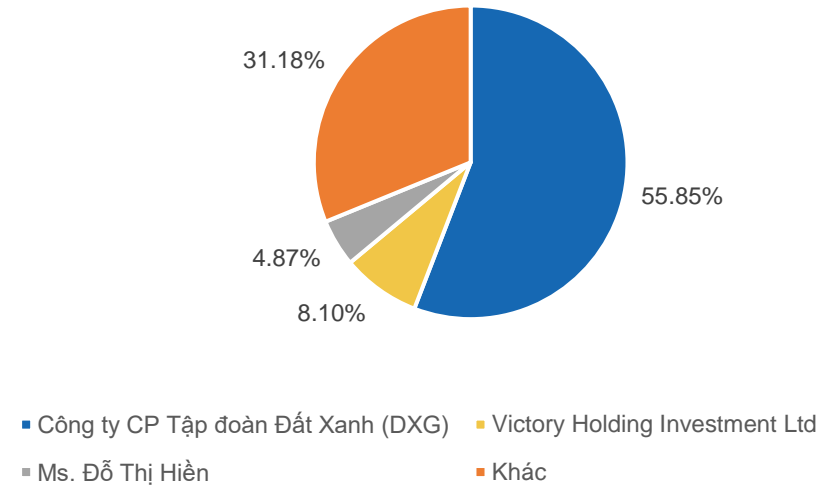
Cơ cấu cổ đông tương đối tập trung với Công ty mẹ DXG là cổ đông lớn nhất nắm giữ 55,85% cổ phần và Victory Holding Investment Ltd – thành viên VinaCapital sở hữu 8,1% là cổ đông lớn thứ hai. Đến cuối 3Q2024, các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ dưới 20% số lượng CP đang lưu hành của DXS.



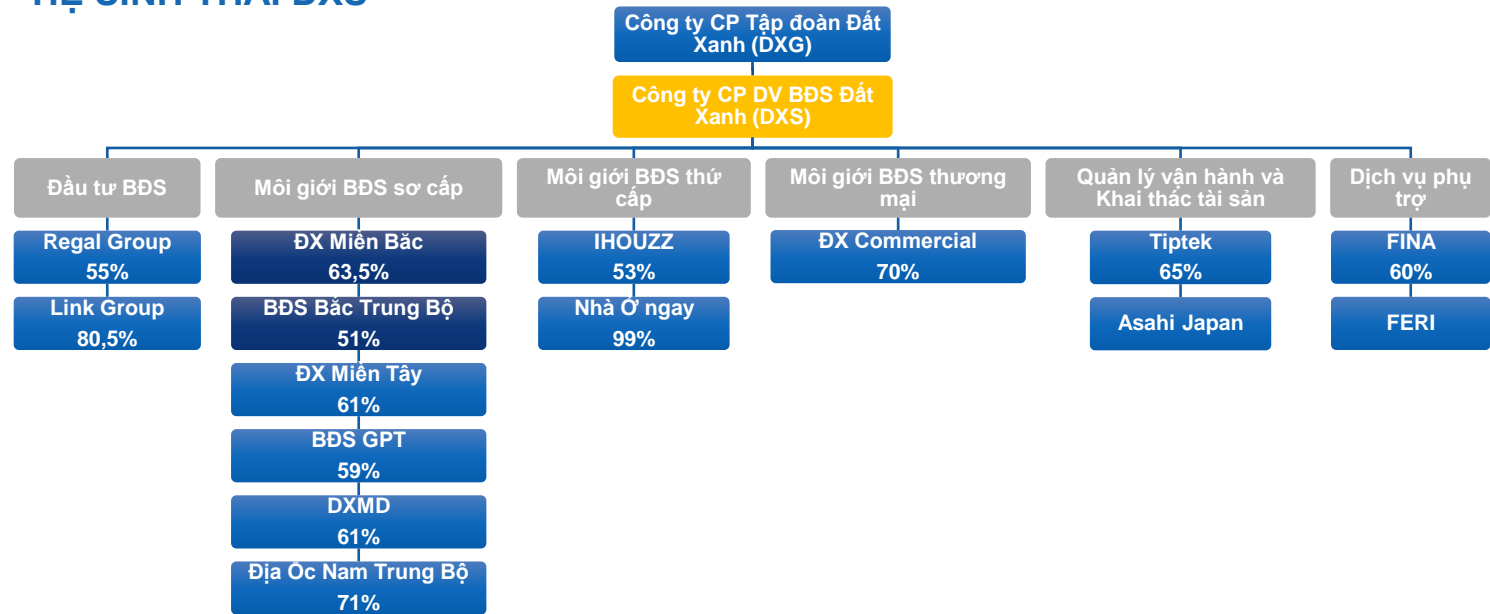
Cơ cấu sở hữu của DXS theo phân nhóm nhà đầu tư



Cơ cấu sở hữu của DXS theo nhóm cổ đông lớn



HỆ SINH THÁI DXS



Đến cuối 3Q2024, hệ sinh thái DXS bao gồm 54 công ty con và 7 công ty liên kết với 4 mảng hoạt động kinh doanh chính:

- **Môi giới BĐS sơ cấp:** mảng truyền thống và thế mạnh của DXS, chiếm 33% thị phần nhờ mạng lưới mở rộng trên toàn quốc, đội ngũ bán hàng được đào tạo bài bản, mối quan hệ rộng khắp với nhiều chủ đầu tư (Vinhomes, Capitaland, TNR, Nhà Khang Điền, Phát Đạt,...). Dịch vụ môi giới trọn gói (bao gồm tư vấn pháp lý, thiết kế, chiến lược marketing, chiến lược giá và bán hàng) với mức hoa hồng lớn (10%-20%) đem lại cho DXS tỷ suất sinh lời vượt trội và lợi thế cạnh tranh so với các công ty môi giới BĐS khác.
- **Môi giới BĐS thứ cấp:** Môi giới bán lại, môi giới thuê và cho thuê trên cơ sở phát triển nền tảng công nghệ.
- **Quản lý BĐS:** quản lý tòa nhà căn hộ, văn phòng, bán lẻ; quản lý cho thuê
- **Dịch vụ phụ trợ:** thẩm định giá, nghiên cứu thị trường và maketing

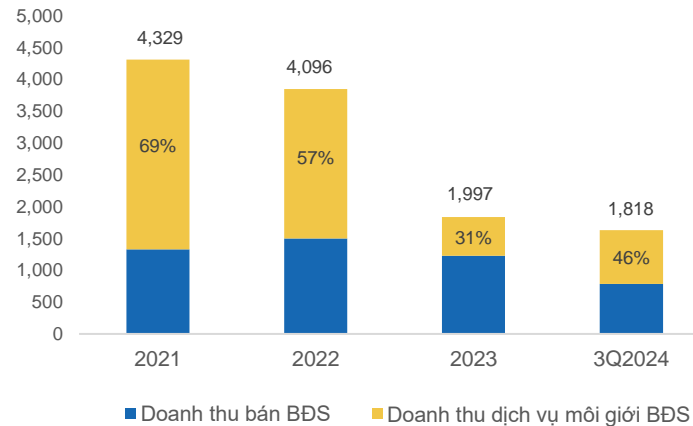
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tỷ trọng cơ cấu doanh thu có dự hoán đổi giữa hoạt động môi giới và bán BĐS do khó khăn của thị trường BĐS

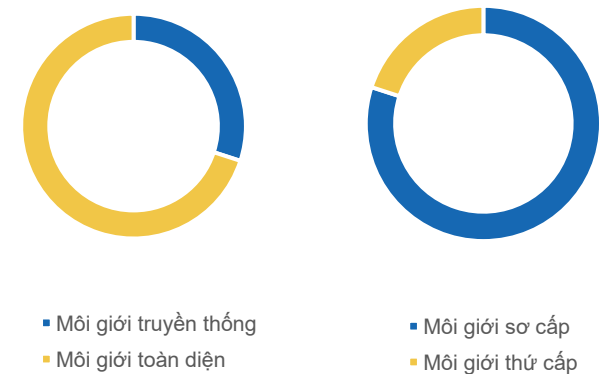
- Doanh thu của DXS đến từ ba nguồn chính: bán BĐS từ các dự án do DXS tự triển khai, hoạt động môi giới và xây dựng; trong đó từ năm 2022 trở về trước doanh thu từ hoạt động môi giới luôn chiếm tỷ trọng lớn, trên 55% tổng doanh thu thuần của công ty cho thấy hoạt động môi giới vẫn luôn là hoạt động kinh doanh chính cốt lõi. Tuy nhiên do tình hình thị trường BĐS suy yếu từ năm 2023 ảnh hưởng trực tiếp và mạnh nhất đến hoạt động môi giới, năm 2023 tỷ trọng doanh thu từ hoạt động môi giới giảm mạnh chỉ chiếm ~30% tổng doanh thu. Trong khi đó, hoạt động bán BĐS tuy có suy giảm nhưng ở mức độ nhẹ hơn (-18% yoy). 9 tháng đầu năm 2024, thị trường BĐS có sự hồi phục nhẹ, tỷ trọng doanh thu từ dịch vụ môi giới có sự cải thiện với tốc độ tăng trưởng +100% yoy.
- Trong cơ cấu dịch vụ môi giới, môi giới truyền thống chiếm ~25%-30% cơ cấu doanh thu trong khi đó dịch vụ môi giới toàn diện chiếm 70%-75% doanh thu môi giới; tuy nhiên có xu hướng giảm trong thời gian gần đây.
- Từ năm 2021, DXS mở rộng thêm dịch vụ môi giới thứ cấp bên cạnh hoạt động chính là môi giới sơ cấp với tỷ trọng doanh thu từ dịch vụ môi giới sơ cấp luôn chiếm trên 80% tổng doanh thu từ hoạt động môi giới của DXS.

II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Cơ cấu doanh thu DXS - Giai đoạn 2021 - 3Q2024



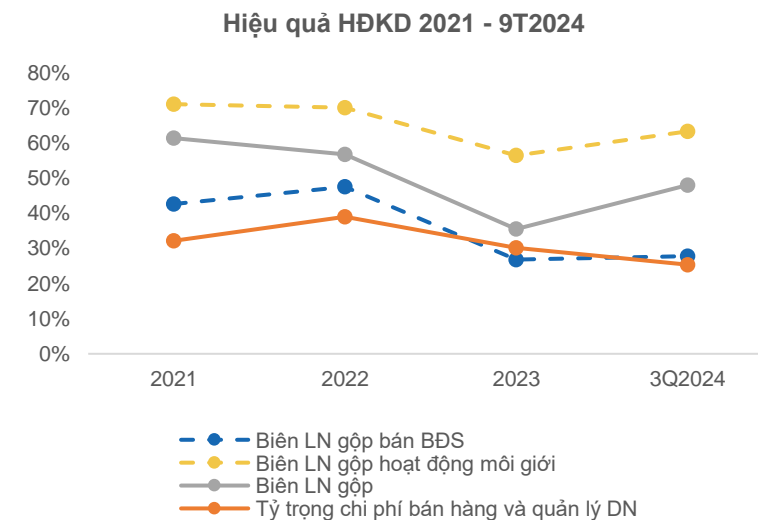
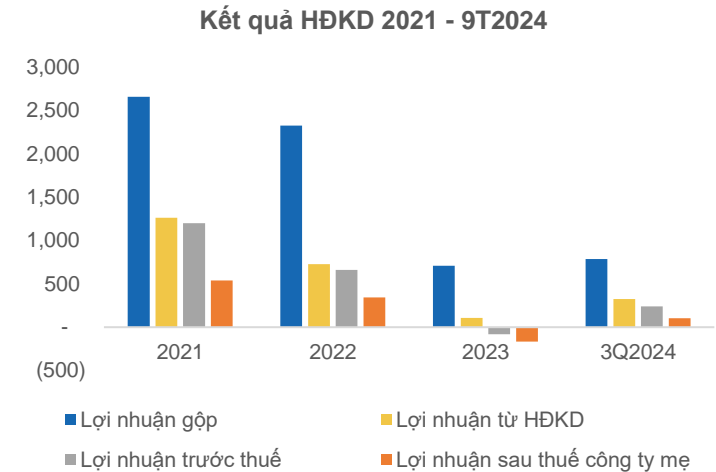
Cơ cấu doanh thu môi giới theo loại hình dịch vụ



Kết quả HĐKD có xu hướng giảm từ năm 2021 – 2023, doanh thu và hiệu quả hoạt động ghi nhận sự phục hồi nhẹ trong 9T2024

II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

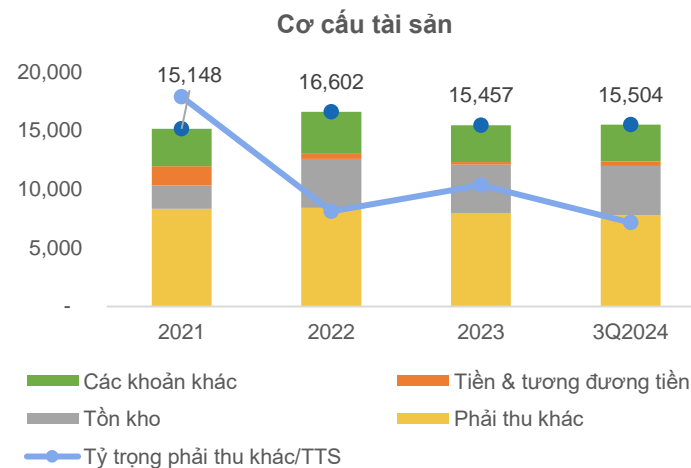
- Năm 2023 DXS ghi nhận kết quả hoạt động kinh doanh âm đậm với khoản lỗ ròng đến 160 tỷ do doanh thu từ hoạt động môi giới BĐS giảm mạnh so với năm 2022 (-75% yoy); giá vốn tăng cao lên gần 65% doanh thu thuần cùng với việc phải chịu khoản lỗ trên 107 tỷ đồng từ công ty liên doanh liên kết. Năm 2023 là năm duy nhất công ty báo lỗ trong vòng 5 năm trở lại đây.
- Lũy kế 9T2024, hoạt động kinh doanh của công ty có chuyển biến tích cực với LN sau thuế đạt 183 tỷ đồng, vượt 9% kế hoạch cả năm 2024. Nguyên nhân chính là do doanh thu có chuyển biến tốt cùng với sự ảm dần lên của thị trường BĐS, đồng thời với nỗ lực kiểm soát chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Trong 9T2024 doanh thu môi giới tăng trưởng mạnh gấp đôi so với cùng kỳ 2023, lên 843 tỷ, vượt doanh thu bán BĐS. Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý DN giảm chỉ còn 25% doanh thu thuần từ mức gần 40% năm 2022.
- Trong hai mảng hoạt động kinh doanh chính, hoạt động môi giới luôn có biên lợi nhuận gộp lớn, lên đến 70% doanh thu mặc dù thời gian gần đây do thị trường BĐS khó khăn, chi phí cho nhân viên môi giới tăng, dẫn đến biên lợi nhuận của hoạt động môi giới giảm còn 63% tại quý 3/2024.



Rủi ro pháp lý dự án dẫn đến tồn đọng vốn lớn, nhưng cũng là tiềm năng trong trung hạn

- Các khoản phải thu khác là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản của DXS từ năm 2021 đến nay (luôn chiếm trên 50% giá trị TTS công ty); trong đó chiếm tỷ trọng lớn là các khoản ký quỹ, ký cược cho các hợp đồng tiếp thị và phân phối dự án BĐS. Với dịch vụ môi giới toàn diện, thông thường DXS sẽ phải ký quỹ một khoản tiền tương đương 10%-20% giá trị phát triển dự án để nhận được quyền phân phối độc quyền dự án. Ngoài ra, DXS sẽ tiếp cận dự án từ những bước phát triển đầu tiên (giai đoạn giải phóng mặt bằng, lập dự án, hoàn thiện pháp lý dự án); do đó khi dự án gặp phải các vướng mắc về pháp lý làm chậm quá trình triển khai dự án sẽ dẫn đến những rủi ro liên quan đến dòng tiền ký quỹ bị tồn đọng tại dự án và chưa thể ghi nhận doanh thu. Các dự án này đều được DXS ký quỹ trong giai đoạn 2020-2021 là giai đoạn phát triển nóng của thị trường BĐS; tuy nhiên do các vướng mắc pháp lý nên đến nay chưa có nhiều thay đổi.
- Giá trị hàng tồn kho cũng chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu tổng tài sản của DXS lên tới 4,1 nghìn tỷ (tương đương ~25% TTS), chủ yếu đến từ các dự án do DXS tự phát triển
- Danh mục các dự án thuộc danh sách ký quỹ và hàng tồn kho được kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận của DXS trong trung hạn khi các dự án được hoàn thiện về pháp lý và tiếp tục triển khai mở bán.

II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH



Dự án thuộc danh mục ký quỹ	Vị trí	Quy mô	Chủ đầu tư
GSW	Đồng Nai	92,2 ha	BDS Hà An (công ty liên quan thuộc DXG)
Tiền Hải Center City	Thái Bình	3,9 ha	Đất xanh Miền Bắc (Công ty liên quan thuộc DXG)
Đất Quảng Riverside	Quảng Nam	28 ha	Công ty CP Tập đoàn Đất Quảng
KĐT Điện Ngọc	Đà Nẵng	20 ha	Công ty CP Tập đoàn Đất Quảng

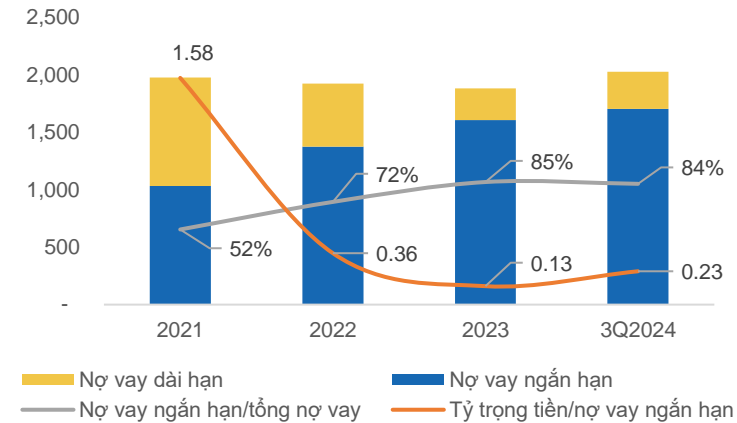
Dự án tự phát triển thuộc danh mục hàng tồn kho	Vị trí	Quy mô
Regal Legend	Quảng Bình	21 ha
Regal Pavillion	Đà Nẵng	2,1 ha
Regal Maision	Phú Yên	4,1 ha

Dòng tiền HĐKD có dấu hiệu phục hồi sau thời gian dài liên tục âm

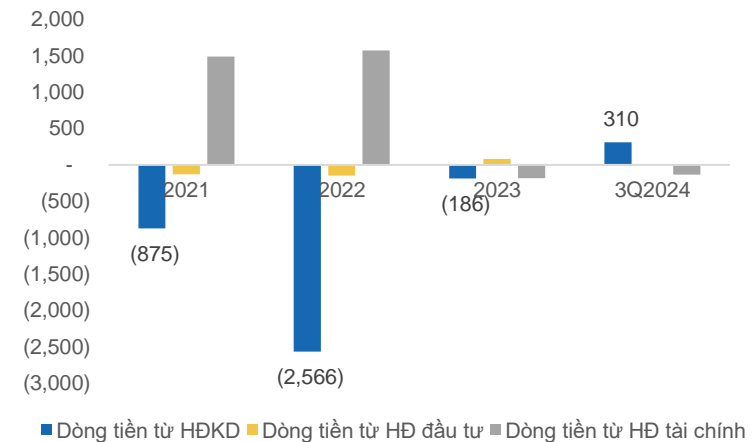
➢ Để nắm bắt cơ hội tăng trưởng của thị trường BĐS trong giai đoạn 2020-2021, DXS đã liên tục tăng nợ vay từ năm 2018 với mục đích tài trợ cho các khoản ký quỹ để phát triển dự án với các đối tác nhằm cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện đồng thời bù đắp dòng tiền thiếu hụt từ HĐKD. Từ năm 2021 đến nay, tổng nợ vay của DXS duy trì ở mức 2.000 tỷ đồng, trong đó tỷ trọng nợ vay ngắn hạn tăng mạnh từ 52% năm 2021 lên 85% năm 2023 và 9T2024. Trong khi đó nợ vay dài hạn giảm đáng kể, chỉ còn ~30% so với năm 2021. Ngoài ra, đến cuối Q3/2024, DXS không còn khoản trái phiếu nào.

➢ DXS liên tục ghi nhận dòng tiền từ HĐKD liên tục âm trong 3 năm 2021-2023 do hoạt động kinh doanh cốt lõi suy giảm mạnh. Đây cũng là lý do DXS phải liên tục huy động vốn tài chính từ phát hành cổ phiếu và tăng vay nợ để bù đắp thâm hụt dòng tiền. Tuy nhiên sau 9T2024 dòng tiền thuần từ HĐKD đã có sự cải thiện đáng kể với mức +310 tỷ đồng, cho thấy những tín hiệu phục hồi từ HĐKD, đồng thời DXS tập trung phát triển các dự án đã ký hợp đồng môi giới toàn diện trước đó thay vì ký các hợp đồng mới để duy trì dòng tiền HĐKD ổn định và giảm áp lực tài chính.

Năng lực tài chính



Dòng tiền DXS




II. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Công ty môi giới bất động sản có vị thế hàng đầu trên thị trường

DXS là doanh nghiệp dẫn đầu về vị thế, thị phần, quy mô vốn hóa cũng như kết quả kinh doanh, hiệu quả sinh lời trong nhóm các công ty phân phối bất động sản đang niêm yết.

- **Thị phần và quy mô hoạt động:** DXS dẫn đầu về thị phần môi giới trên toàn quốc với trên **30%** thị phần cả nước – **Top 1 thị phần môi giới sơ cấp** theo sản lượng bán, có mạng lưới rộng khắp với **~1.000** sàn môi giới, văn phòng, chi nhánh kinh doanh BDS trên tất cả 63 tỉnh thành trong khi các công ty môi giới khác tập trung chủ yếu ở miền Bắc hoặc miền Nam.

Tiêu chí	Dịch vụ Đất Xanh	Công ty CP BĐS Thế Kỳ (CenLand)	Khải Hoàn Land	Công ty CP Đầu tư Hải Phát
Mã niêm yết	DXS	CRE	KHG	HPX
				
Chủ đầu tư/Công ty mẹ	Tập đoàn Đất Xanh (DXG)	CenGroup		Hải Phát Invest
Thị phần	~30% tổng thị trường, trong đó: Miền Bắc: 40% Miền Trung: 60% Miền Nam: 18% Miền Tây: 80%	~15% toàn quốc Năm 2021 Cenland chiếm ~40% thị phần môi giới miền Bắc, tuy nhiên từ năm 2022 – nay có dấu hiệu giảm còn khoảng dưới 30%.	~10% toàn quốc trong đó chiếm ~20% thị phần môi giới phía Nam	Miền Bắc: 30% (*) Miền Trung: 17% Miền Nam: 7% (*) thông tin năm 2021, từ 2022 đến nay thị phần môi giới của HPX tại miền Bắc giảm mạnh (~10%-15%)
Mạng lưới	63 tỉnh thành	2 chi nhánh và văn phòng đại diện tại 30+ tỉnh thành	2 công ty con và 20 chi nhánh	35 chi nhánh & VP đại diện
Số lượng nhân viên kinh doanh	> 10.000	Hơn 4000 môi giới và hàng nghìn cộng tác viên	~ 4.000	~3.000
Hợp tác với chủ đầu tư	Đa dạng, hợp tác với nhiều CĐT lớn	Đa dạng, hợp tác với nhiều CĐT lớn	Đa dạng, tập trung thị trường sơ cấp	Đa dạng, mọi phân khúc
Dịch vụ	Môi giới sơ cấp, thứ cấp, dịch vụ môi giới trọn gói	Môi giới sơ cấp, thứ cấp, dịch vụ môi giới trọn gói	Môi giới sơ cấp, thứ cấp	Môi giới sơ cấp, thứ cấp

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Công ty môi giới bất động sản có vị thế hàng đầu trên thị trường (tiếp)

- **Năng lực tài chính:** DXS vẫn duy trì vị thế dẫn đầu về giá trị vốn hóa thị trường, quy mô tổng tài sản. Doanh thu và lợi nhuận của DXS cũng đang trên đà phục hồi tốt so với các công ty môi giới niêm yết khác

Tiêu chí	Dịch vụ Đất Xanh	Công ty CP BĐS Thế Kỳ (CenLand)	Khải Hoàn Land	Công ty CP Đầu tư Hải Phát	
Mã niêm yết	DXS	CRE	KHG	HPX	
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)		4.306	3.190	2.535	1.481
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		5.791	4.637	4.494	3.042
Tổng tài sản (tỷ đồng)		15.504	7.271	6.391	8.105
Doanh thu thuần 9T/2024 (tỷ đồng)		1.818	1.155	196	1.084
Doanh thu từ mảng môi giới 9T/2024 (tỷ đồng)		843	621	91	không có thông tin
	(46% tổng doanh thu)	(54% tổng doanh thu)	(46% tổng doanh thu)		
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)		183	32	44	59
Dòng tiền từ HĐKD (tỷ đồng)		310	-5	-595	966

- **Công nghệ và nền tảng:** DXS là đơn vị tiên phong trong ứng dụng công nghệ với nền tảng iHouzz và chiến lược chuyển đổi số toàn diện, được đánh giá là một trong những điểm nổi bật, góp phần tạo nên vị thế dẫn đầu của DXS trên thị trường môi giới BĐS.

Tiêu chí	Dịch vụ Đất Xanh	Công ty CP BĐS Thế Kỳ (CenLand)	Khải Hoàn Land	Công ty CP Đầu tư Hải Phát
Mã niêm yết	DXS	CRE	KHG	HPX
Nền tảng công nghệ	iHouzz (sản TMĐT BĐS được khai trương 11/11/2024, cung cấp đầy đủ thông tin các loại hình BĐS từ sơ cấp đến thứ cấp, bao gồm đăng tin BĐS, giao dịch online, định giá, quản lý và vận hành)	Cenhomes.vn (nền tảng giao dịch BĐS đa ứng dụng với sản phẩm chính là BĐS nhà ở và đang dần mở rộng sang các sản phẩm BĐS khác)	ứng dụng congdongmoigoi.vn	ứng dụng Hải Phát Land App

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

DXS sở hữu danh mục các dự án tiềm năng, kỳ vọng sẽ đem lại nguồn doanh thu môi giới chủ đạo trong năm 2025

Một số dự án tiềm năng DXS đang phân phối hoặc đã ký hết trở thành đối tác phân phối chiến lược sẽ mở bán trong thời gian tới kỳ vọng sẽ đem lại nguồn doanh thu môi giới lớn.

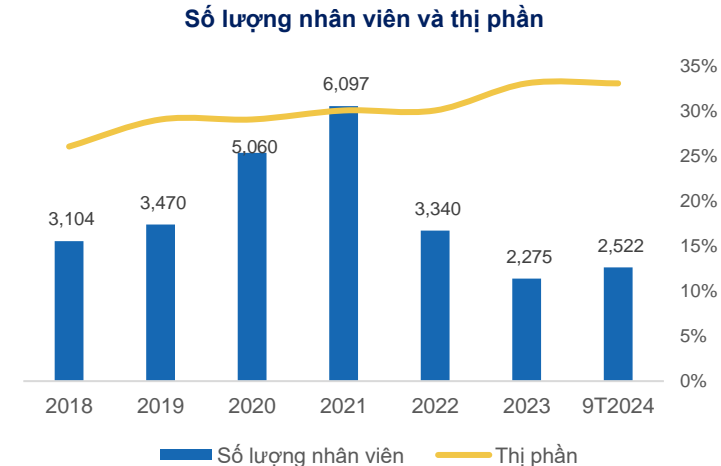
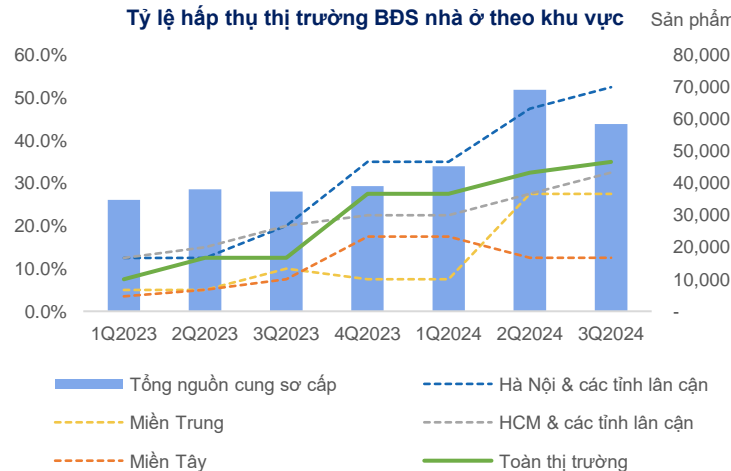


Dự án	Chủ đầu tư	Quy mô	Vị trí	Tiến độ	Dịch vụ cung cấp
Dự án đang mở bán					
The Royal Residence	Vinhomes	3,45 ha, 1.170 căn hộ	Thanh Hóa	Đã mở bán 1 phân khu t7/2024	Đại lý phân phối
Sun Urban City	Sun Group	404,8 ha	Hà Nam	Đã mở bán phân khu cao tầng, dự kiến mở bán khu thấp tầng trong năm 2025	Đại lý phân phối
Eco Central Park	Ecopark	183 ha, 3.147 căn thấp tầng	Nghệ An	Đang mở bán	Đại lý phân phối chính thức
Biệt thự KĐT Dương Nội	Tập đoàn Nam Cường	12,25 ha, 653 căn thấp tầng	Hà Nội	Đang mở bán	Đại lý phân phối
Flamingo Golden Hill	Flamingo Holdings	6,5 ha, 181 căn thấp tầng	Hà Nam	Đang mở bán	Đại lý phân phối chính thức
The Senique Hanoi	Capitaland	2,2 ha, 3 tòa, 2.150 căn hộ	Hanoi	Đang mở bán	Đại lý phân phối chính thức
Dự án chuẩn bị mở bán					
CaraWorld	Công ty TNHH KN Cam Ranh	800 ha (phân khu Sông Town 53 ha, 2000 căn nhà phố thấp tầng)	Canh Ranh	kick off 20/11/2024	Đối tác phân phối chiến lược (F1)
King Crown Infinity	Công ty Cổ phần BCG Land	1,4 ha, 30 tầng, 724 căn hộ	Tp Thủ Đức, HCM	Khai trương căn hộ mẫu t10/2024, mở bán t11/2024	Đối tác phân phối F1
GSW	Công ty CP ĐT KD BĐS Hà An (công ty thuộc DXG)	92,2 ha	Long Thành, Đồng Nai	Dự kiến phân khu Topaz Town sẽ được mở bán trong năm 2025 (357 sản phẩm)	Đơn vị phân phối
DXH Riverside	Công ty CP Tập đoàn Đất Xanh (công ty mẹ của DXS)	4,3 ha, 3.175 căn hộ	Tp Thủ Đức, HCM	Dự kiến mở bán nửa đầu năm 2025	Đơn vị phân phối

Mảng dịch vụ môi giới BĐS dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong 2025

- Theo báo cáo thị trường của Viện nghiên cứu Kinh tế - Tài chính – Bất động sản DXS (FERI), nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ của thị trường BĐS nhà ở trên cả nước đều có dấu hiệu phục hồi từ đầu năm 2024, đặc biệt là ở Hà Nội và các tỉnh lân cận. Tổng nguồn cung đạt gần 60.000 sản phẩm với tỷ lệ hấp thụ toàn thị trường đạt 32%-37%, trong đó tỷ lệ hấp thụ tại thị trường Hà Nội và các tỉnh lân cận lên đến 55%.
- Theo báo cáo của Hội môi giới BĐS Việt Nam (VARs) tính từ đầu năm 2023 đến hết 3Q2024 đã có hơn 5.500 doanh nghiệp BĐS quay trở lại hoạt động. Hàng loạt văn phòng môi giới mở cửa với khoảng 70% nhân sự môi giới hoạt động trở lại. Đây là dấu hiệu cho thấy thị trường BĐS đã có sự phục hồi và dự báo sẽ dần ấm lên trong quý cuối 2024 và năm 2025.
- DXS với vị thế là đơn vị môi giới BĐS với thị phần lớn nhất Việt Nam đã bắt đầu xây dựng trở lại đội ngũ bán hàng sau giai đoạn cắt chi phí 2022-2023 nhằm đón đầu sự phục hồi của thị trường. Với hoạt động môi giới toàn diện tham gia sâu vào quá trình phát triển dự án từ những bước đầu khi cung cấp các dịch vụ pháp lý, marketing, công nghệ và quản lý bán hàng, chúng tôi đánh giá DXS sẽ ghi nhận sự phục hồi KQKD ở mảng môi giới BĐS trước so với hoạt động bán BĐS. Cụ thể, trong 9T2024, doanh thu môi giới của DXS đạt 843 tỷ, với tỷ lệ tăng trưởng +100% yoy. Chúng tôi dự kiến doanh thu mảng môi giới BĐS của DXS năm 2024 có thể đạt ~1.300 tỷ đ, vượt doanh thu bán BĐS trong kỳ.

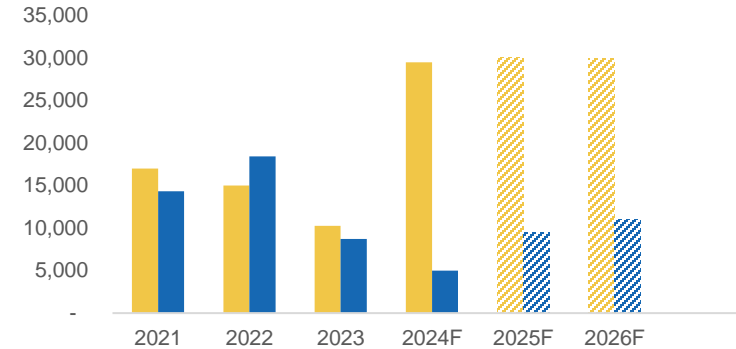
III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ



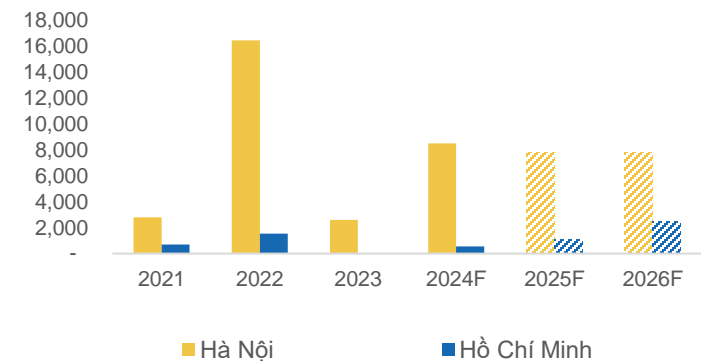
Triển vọng thị trường BĐS Nhà ở 2025: Nguồn cung sản phẩm mới dự kiến ghi nhận sự cải thiện tích cực trong năm 2025, tuy nhiên tập trung chủ yếu vào phân khúc cao cấp

- Thị trường căn hộ bán:** Nguồn cung chủ yếu vẫn tập trung tại thị trường Hà Nội với số lượng căn hộ mở bán mới trong năm 2025 khoảng hơn 30 nghìn căn (tăng 2% so với năm 2024). Đây được coi là mức cung căn hộ kỷ lục năm 5 năm trở lại đây của thị trường Hà Nội. Trong khi đó, nguồn cung căn hộ tại tp HCM cũng được dự kiến sẽ có dự cải thiện trong năm 2025 từ mức nền thấp kỷ lục năm 2024 (khoảng 5.000 căn) với khoảng gần 10 nghìn căn hộ dự kiến mở bán mới. Các dự án mới mở bán sẽ tập trung chủ yếu vào phân khúc cao cấp.
- Thị trường nhà ở thấp tầng:** dự kiến có khoảng 7.800 căn nhà ở thấp tầng được mở bán mới tại thị trường Hà Nội trong năm 2025 (giảm nhẹ ~8% so với năm 2024), chủ yếu vẫn thuộc phân khúc cao cấp. Nguồn cung các dự án thấp tầng tại tp HCM kỳ vọng có sự cải thiện so với năm 2024 nhưng vẫn ở mức khá thấp trong năm 2025, chủ yếu một số ít các dự án mới triển khai của các chủ đầu tư có uy tín đã hoàn thành cơ bản tiến độ pháp lý.

Nguồn cung căn hộ thị trường Hà Nội và Hồ Chí Minh



Nguồn cung biệt thự liền kề thị trường Hà Nội và Hồ Chí Minh



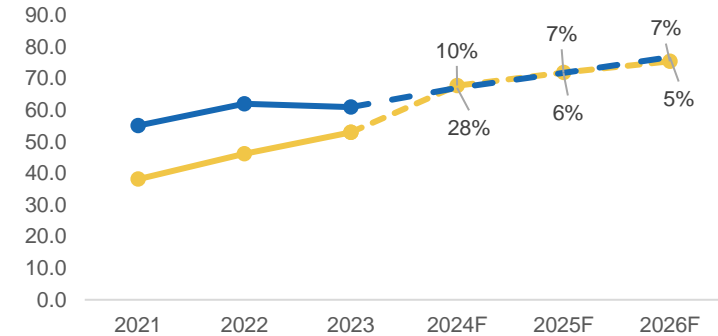
III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng thị trường BĐS Nhà ở 2025: Giá bán được kỳ vọng tiếp tục tăng ở mọi phân khúc; tuy nhiên mức độ tăng trưởng sẽ giảm so với năm 2024

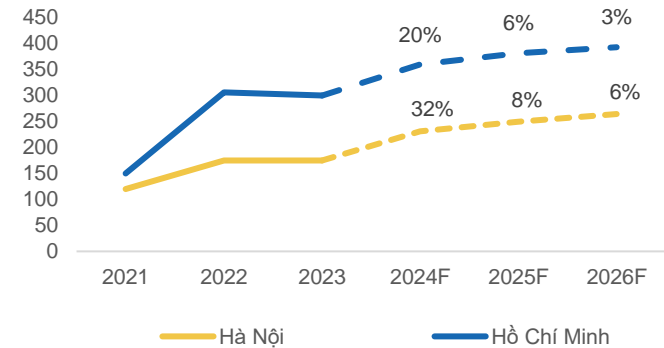


- Giá bán sơ cấp căn hộ và nhà thấp tầng dự kiến sẽ tiếp tục tăng do:
 - (1) phần lớn các dự án dự kiến sẽ mở bán trong năm 2025 đều thuộc phân khúc trung và cao cấp;
 - (2) chi phí phát triển dự án tăng cao do các yếu tố như chi phí đền bù giải phóng mặt bằng tăng, chi phí sử dụng đất cũng leo thang do bỏ khung giá đất và bảng giá đất được cập nhật hàng năm, yêu cầu nâng cao chất lượng hoàn thiện dự án và áp lực tuân thủ các tiêu chuẩn về phát triển bền vững. Các CĐT do đó sẽ có xu hướng tăng giá bán để đảm bảo lợi nhuận.
- Tuy nhiên tốc độ tăng giá được dự đoán thấp hơn năm 2024 do:
 - (1) Nhiều dự án bị đình trệ do vướng mắc pháp lý trong các năm trước đã được tháo gỡ, góp phần gia tăng nguồn cung mới trong năm 2025;
 - (2) tác động của yếu tố giảm lãi suất hỗ trợ người mua không còn mạnh như trước;
 - (3) mức hấp thụ đối với phân khúc trung và cao cấp đến giới hạn do giá tăng mạnh trong năm 2024;
 - (4) nhà đầu tư và người mua có xu hướng cân nhắc kỹ hơn sau các biến động trong năm 2024.

Giá sơ cấp trung bình căn hộ thị trường Hà Nội và Hồ Chí Minh



Giá sơ cấp trung bình nhà ở thấp tầng thị trường Hà Nội và Hồ Chí Minh



Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2024E và 2025F của DXS ước đạt lần lượt **2.373 tỷ đồng (+18,8% YoY)** và **2.530 tỷ đồng (+6,6% YoY)** dựa trên kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi rõ nét hơn trong năm 2025 tiếp theo các dấu hiệu khả quan cuối năm 2024, tác động rõ rệt trước mặt đến hoạt động môi giới bất động sản của DXS. Đồng thời, công ty sẽ tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu trong thị trường môi giới BĐS trên cơ sở mạng lưới rộng khắp cả nước và năng lực cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện. Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá cao những nỗ lực hiện tại của DXS trong việc đẩy mạnh đầu tư công nghệ để mở rộng thị trường môi giới thứ cấp.

Chỉ tiêu	2022	2023	2024E	2025F	Ghi chú
Doanh thu thuần	4,140	1,997	2,467	2,711	<ul style="list-style-type: none"> Doanh thu thuần: Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2024 và 2025 doanh thu môi giới BĐS sẽ có sự tăng trưởng mạnh (+23,5% yoy và +10% yoy) trong khi đó doanh thu bán BĐS sẽ có xu hướng giảm do các dự án DXS trực tiếp phát triển vẫn đang có nhiều vướng mắc pháp lý, chưa thể mở bán mới và ghi nhận doanh thu trong thời gian trước mắt.
YoY doanh thu thuần	-5.4%	-51.2%	23.5%	9.9%	
Doanh thu bán BĐS	1,498	1,225	1,110	813	
Doanh thu môi giới BĐS	2,349	611	1,357	1,898	
Lợi nhuận gộp	2,329	710	1,187	1,509	<ul style="list-style-type: none"> Biên lợi nhuận gộp: Do hoạt động môi giới có biên lợi nhuận cao hơn nhiều so với hoạt động bán BĐS, biên lợi nhuận sẽ có xu hướng tăng lên, lần lượt đạt mức 48% và 56% trong năm 2024 và 2025
Biên lợi nhuận gộp	56.2%	35.6%	48.1%	55.7%	
Chi phí bán hàng & hoạt động	(1,600)	(604)	(716)	(759)	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ có xu hướng giảm trong năm 2025 do những nỗ lực kiểm soát chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động vừa qua. Chi phí tài chính chủ yếu là chi phí lãi vay phải trả cho các khoản vay hiện tại (bên cạnh khoản lãi vay đã được vốn hóa tại giá trị hàng tồn kho) Với mạng lưới công ty môi giới trên toàn quốc, lợi nhuận của cổ đông không kiểm soát dự kiến chiếm ~30%-35% LNST của công ty.
% chi phí bán hàng & hoạt động	38.6%	30.2%	29.0%	28.0%	
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	729	106	472	750	
Thu nhập tài chính	55	48	-	-	
Chi phí tài chính	(148)	(134)	(123)	(136)	
Lãi/(lỗ) từ Công ty LD LK	25	8	-	-	
Lợi nhuận trước thuế	661	(80)	349	614	
Biên lợi nhuận trước thuế	16.0%	-4.0%	14.1%	22.7%	
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	345	(168)	170	299	
Biên lợi nhuận sau thuế	8.3%	-8.4%	6.9%	11.0%	

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Giá mục tiêu của DXS là 7.000 đồng/cp, +7,7% từ mức 6.500 đồng/cp

Giá mục tiêu của DXS là **7.000 VNĐ/cổ phiếu (+7,7%** so với mức giá đóng cửa ngày **15/01/2025 là 6.500 VNĐ/cổ phiếu)** dựa theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do.

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động môi giới BĐS sẽ vẫn là mảng kinh doanh cốt lõi tạo tăng trưởng doanh thu cho DXS trong 5 năm tới, mảng kinh doanh BĐS sẽ khởi sắc hơn chậm hơn do các vướng mắc pháp lý sẽ làm chậm tiến độ mở bán các dự án trong danh mục phát triển của DXS; đồng thời doanh thu từ việc bán BĐS sẽ được ghi nhận chậm hơn so với doanh thu từ hoạt động môi giới. Tốc độ tăng trưởng kép (CARG) của doanh thu thuần và lợi nhuận trong giai đoạn 2025-2029 được dự báo ở mức lần lượt là 12% và 19%.

Định giá theo PP Chiết khấu dòng tiền	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HĐKD	750	952	1,225	1,451	1,767
- Thuế	154	158	208	246	305
+ Khấu hao	34	34	34	30	30
- Vốn đầu tư XD/CB	64	64	64	64	64
- Tăng vốn lưu động	114	42	56	54	28
Dòng tiền tự do	451	721	930	1,117	1,401
Tỷ lệ chiết khấu	0.87	0.75	0.65	0.56	0.49
Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do	391	541	605	629	684

Chi phí sử dụng vốn

Hệ số Beta	1,5
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Phần bù rủi ro	9%
Chi phí sử dụng VCSH	16,3%
Chi phí nợ vay	12%
Tỷ lệ nợ vay/vốn	13%
Thuế doanh nghiệp	20%
WACC	15,3%

Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (2025F-2029F)	2.860	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của giá trị tiếp tục (từ 2030 trở đi)	5.055	tỷ đồng
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7.915	tỷ đồng
(+) Tiền mặt	455	tỷ đồng
(-) Nợ vay	2.026	tỷ đồng
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	2.304	tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	4.039	tỷ đồng
SLCP đang lưu hành	579	triệu cổ phiếu
Giá mục tiêu	7.000	đồng/cổ phiếu

V. ĐỊNH GIÁ

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2023	2024E	2025F
Doanh thu thuần	1,997	2,467	2,711
Giá vốn bán hàng	(1,287)	(1,280)	(1,202)
Lợi nhuận gộp	710	1,187	1,509
Chi phí bán hàng	(325)	(419)	(434)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(278)	(296)	(325)
Lợi nhuận thuần HĐKD	106	472	750
Thu nhập tài chính	48	-	-
Chi phí tài chính	(134)	(123)	(136)
Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết	(107)	-	-
Thu nhập trước thuế	(80)	349	614
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(81)	(87)	(154)
Lợi nhuận sau thuế	(160)	261	461
Lợi ích của cổ đông thiểu số	8	91	161
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	(168)	170	299

CHỈ SỐ CHÍNH

	2023	2024E	2025F
Biên lợi nhuận gộp	35.6%	48.1%	55.7%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	5.3%	19.1%	27.7%
Biên lợi nhuận sau thuế của CĐ công ty mẹ	NM	6.9%	11.0%
YoY doanh thu môi giới BĐS	NM	122.0%	39.8%
YOY doanh thu thuần	NM	23.5%	9.9%
YoY lợi nhuận sau thuế của CĐ công ty mẹ	NM	NM	76.2%
Tồn kho/Tổng tài sản	26.7%	25.7%	23.8%
Nợ rỗng/VCSH	24.0%	17.8%	1.1%
ROA	NM	1.1%	1.9%
ROE	NM	2.1%	3.5%
EPS	-293	293	517
BVPS	10,218	10,363	10,829

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2023	2024E	2025F
Tổng tài sản	15,457	15,212	15,596
Tài sản ngắn hạn	14,568	14,637	14,999
Tiền và tương đương tiền	207	338	1,211
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	97	97	97
Các khoản phải thu	9,977	10,114	9,798
Hàng tồn kho, ròng	4,119	3,913	3,718
Tài sản lưu động khác	169	175	175
Tài sản dài hạn	889	575	597
Tài sản dài hạn, ròng	569	356	378
Đầu tư tài chính dài hạn	94	94	94
Tài sản dài hạn khác	226	126	126
Tổng nguồn vốn	15,457	15,212	15,596
Nợ ngắn hạn	6,754	6,530	6,429
Phải trả người bán	283	329	379
Người mua trả tiền trước	364	447	514
Vay ngắn hạn	1,606	1,553	1,002
Nợ ngắn hạn khác	4,502	4,201	4,534
Nợ dài hạn	600	327	354
Vay dài hạn	548	275	303
Nợ dài hạn khác	52	52	52
Vốn chủ sở hữu	8,103	8,355	8,813
Vốn cổ phần	5,741	5,791	5,791
Thặng dư vốn cổ phần	5	5	5
Lãi chưa phân phối	90	180	450
Vốn khác	31	31	31
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2,237	2,349	2,536

VI. PHỤ LỤC



Trụ sở chính

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.