

## Thị trường tiếp tục đà phục hồi, nhưng lợi thế cạnh tranh giảm

**Bùi Thị Thùy Trang**  
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
trang.btt@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**  
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
trang.htk@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 129

- Thị trường BĐS tiếp tục phục hồi, nhưng sự cạnh tranh khốc liệt giữa các công ty môi giới BĐS tạo áp lực lên thị phần của các công ty trong danh sách khuyến nghị của HSC khi mà lợi thế cạnh tranh của họ đang dần suy yếu.
- Các vấn đề pháp lý của DXS và CRE đã làm tăng thêm lo ngại xung quanh tình hình quản trị doanh nghiệp. Cho đến khi được giải quyết, những vấn đề đó sẽ tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- HSC khuyến nghị NĐT nên chốt lợi nhuận đối với DXS và CRE. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với 2 cổ phiếu xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu được điều chỉnh giảm lần lượt 44% và 36%. Chúng tôi nhận thấy rủi ro liên quan đến vấn đề quản trị doanh nghiệp ngày càng tăng và các yếu tố nền tảng ngày càng suy yếu.

### Thị trường ngày càng cho thấy dấu hiệu phục hồi...

Tâm lý thị trường BĐS cải thiện trong nửa đầu năm 2024 – với tổng số căn hộ bán ra tăng 249% so với cùng kỳ – cho thấy đà phục hồi vững chắc của thị trường ngày càng được củng cố. Bên cạnh đó, khi Luật Kinh doanh BĐS sửa đổi có hiệu lực (thông qua vào tháng 11/2023) và Luật Đất đai (thông qua vào tháng 1/2024), tâm lý thị trường tốt hơn sẽ tiếp tục hỗ trợ sự phục hồi về số lượng giao dịch.

### ...nhưng mảng môi giới của DXS và CRE đang gặp khó khăn

Những lợi thế của hai công ty môi giới bất động sản hàng đầu trong ngành đang dần yếu đi. Những đợt mở bán gần đây đã thu hút sự tham gia của rất nhiều công ty môi giới khác nhau (10-20 công ty môi giới mỗi đợt mở bán), làm giảm vị thế gần như độc quyền của 2 công ty này. Trong khi đó, chúng tôi tin rằng mức phí môi giới truyền thống (3-5%) dường như đang chịu áp lực trước sự cạnh tranh ngày càng gay gắt, một phần do khan hiếm nguồn cung có chất lượng cao ở cả hai thị trường Hà Nội và TP.HCM, trong khi thị trường tại các đô thị loại 2 vẫn kém sôi động và rào cản tham gia thị trường môi giới truyền thống tại đây còn thấp.

Hoạt động cung cấp dịch vụ môi giới trọn gói hoặc môi giới có đảm bảo – DXS và CRE thực hiện cho các nhà phát triển BĐS nhỏ và ít tên tuổi – đang gặp khó khăn vì có nhiều công ty BĐS quy mô nhỏ đã ngừng hoạt động trong giai đoạn khủng hoảng tín dụng. Điều này gây ra những khoản nợ xấu cho các công ty môi giới và thị trường mục tiêu của họ đang hồi phục chậm hơn nhiều so với trung bình ngành. Nhìn chung, dù ngành BĐS có phục hồi, nhưng khó khăn mà DXS và CRE đang phải đương đầu ngày càng tăng do những yếu tố kể trên đã và đang tác động tiêu cực đến thương hiệu đã từng vững mạnh trên thị trường.

### Rủi ro quản trị doanh nghiệp tăng đáng kể

Vụ kiện gần đây của NĐT trái phiếu và DXS đã tạo tâm lý tiêu cực lên giá cổ phiếu và phần nào báo hiệu sức khỏe tài chính yếu của Công ty và các công ty con. Hơn nữa, thông tin chủ tịch công ty mẹ DXG (sở hữu 60,3% cổ phần tại DXS) từ chức càng làm gia tăng sự bất ổn. Đối với CRE, việc tích cực tham gia vào các HĐKD không cốt lõi (như giáo dục) trong khi tiến độ triển khai tại dự án Hoa Tiên Paradise và Louis City diễn ra rất chậm làm chúng tôi lo ngại về tình hình quản trị doanh nghiệp của Công ty (và khiến CRE bị loại ra khỏi danh mục được phép cho vay ký quỹ).

### Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị đối với hai cổ phiếu DXS và CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm lần lượt 43,8% xuống 5.000đ và 35,5% xuống 6.000đ do rủi ro quản trị doanh nghiệp tăng và sự yếu đi của HĐKD cốt lõi. Chúng tôi khuyến nghị NĐT nên tìm cách chốt lợi nhuận khi giá cổ phiếu DXS và CRE tăng.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/7.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
CRE	6,850	Giảm tỷ trọng	-	6,000	-	(12.4)	212	22.9	0.57	0.56	-	-
DXS	5,560	Giảm tỷ trọng	-	5,000	-	(10.1)	40.8	21.8	0.54	0.52	8.99	8.99

Giá cổ phiếu tại ngày 23/7/2024.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

<b>Triển vọng yếu đi do lợi thế cạnh tranh giảm</b>	<b>3</b>
Ngành đang phục hồi, hỗ trợ tăng giao dịch...	3
...nhưng lợi thế HĐKD cốt lõi của DXS và CRE đang phai nhạt dần	4
Các rủi ro quản cần được theo dõi	6
Lợi nhuận: Hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2026	6
Định giá và khuyến nghị	6
Lo ngại về các quyết định liên quan đến quản trị và pháp lý của các dự án	9
Giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024, nhưng giảm cho năm 2025-2026	9
<b>Báo cáo thành phần</b>	
CTCP Bất động sản Thế Kỷ (CRE)	8
CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS)	13

---

## Triển vọng yếu đi do lợi thế cạnh tranh giảm

HSC nhận thấy lợi thế cạnh tranh của DXS và CRE đang yếu đi trong bối cảnh thị trường kém sôi động. Nhu cầu đối với dịch vụ môi giới trọn gói độc đáo của DXS và dịch vụ môi giới có đảm bảo của CRE đang giảm do khách hàng mục tiêu của hai công ty này vẫn còn thận trọng khi thị trường trầm lắng và tình hình tài chính hiện tại của cả hai công ty không đủ mạnh để tiến hành đặt cọc khoản tiền lớn cho nhà phát triển BĐS. Bên cạnh vấn đề trên, rủi ro về quản trị doanh nghiệp và rủi ro nợ khó đòi tiềm ẩn trong mô hình kinh doanh Mua đi bán lại khiến chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn đối với hai công ty này. HSC giảm lần lượt 44% và 36% giá mục tiêu đối với DXS và CRE, cũng như hạ khuyến nghị đối với hai công ty xuống Giảm tỷ trọng.

## Ngành đang phục hồi, hỗ trợ tăng giao dịch...

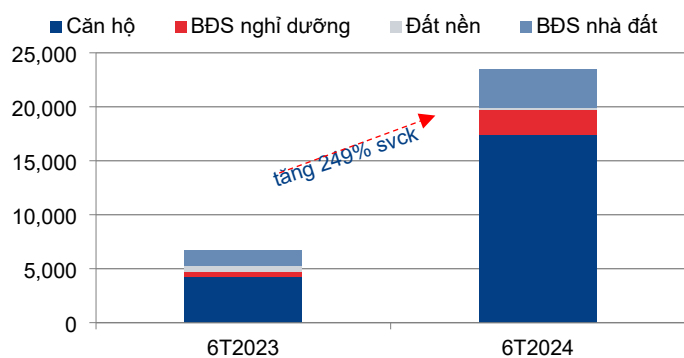
Viện Nghiên cứu Kinh tế - Tài chính – Bất động sản Đất Xanh Services (DXS -FERI) cho biết nguồn cung mới tại các thị trường chính trên cả nước trong Q2/2024 tăng mạnh 95% so với cùng kỳ và tăng 369% so với quý trước đạt 17.034 căn. Kết quả này sát với dự báo của chúng tôi. Trong nửa đầu năm 2024, nguồn cung mới đạt 20.644 căn, tăng 82% so với cùng kỳ. Trong đó, nguồn cung tại thị trường Hà Nội phục hồi mạnh hơn TP.HCM phản ánh quá trình tháo gỡ những vấn đề liên quan đến pháp lý được thực hiện nhanh hơn. Trái lại, TP.HCM và các tỉnh lân cận (ngoại trừ Bình Dương) có lẽ vẫn đang gặp khó khăn trong việc xin giấy phép, nên nguồn cung vẫn tiếp tục chịu áp lực.

Đáng lưu ý, hoạt động mở bán các dự án chung cư cao tầng tại Hà Nội và TP.HCM bao gồm Lumi Hanoi (Capital Land, Hà Nội), the Zurich 3 (VHM và Mitsubishi, Hà Nội), Sola Park (MIK Group, Hà Nội), The Canopy-TC2 (VHM và GIC Singapore, Hà Nội), Eaton Park (Gamuda Land, TP.HCM) ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao ở mức 75-95%, chứng tỏ nhu cầu có thực đang phục hồi mạnh, sát với dự báo của chúng tôi. (Biểu đồ 1, 2)

Nhờ nguồn cung cải thiện và tỷ lệ hấp thụ tăng mạnh, tổng số căn hộ bán được tăng 249% so với cùng kỳ đạt 23.498 căn trong nửa đầu năm 2024, chủ yếu tăng từ Q2/2024. Nhu cầu trong thời gian gần đây cho thấy những dấu hiệu cải thiện rõ nét nhờ môi trường lãi suất thấp và niềm tin của NĐT được cải thiện. Những yếu tố trên củng cố niềm tin của chúng tôi rằng thị trường đang có dấu hiệu phục hồi mạnh và khách mua là những người mua để ở.

**Biểu đồ 1: Cơ cấu sản phẩm đã bán trong 6 tháng đầu năm 2024**

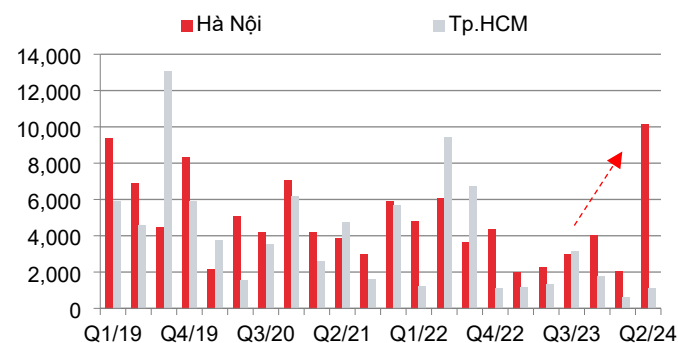
Tỷ lệ căn hộ trong 6 tháng đầu năm 2024 đã tăng lên 74% từ mức 64% trong 6 tháng đầu năm 2023



Nguồn: HSC, DXS- FERI

**Biểu đồ 2: Tổng số căn hộ chung cư đã bán, Hà Nội & Tp.HCM**

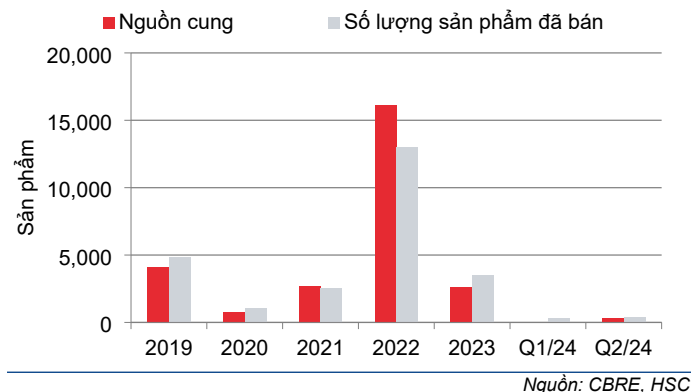
Tăng trưởng ấn tượng gấp gần 5 lần so với quý trước và so với cùng kỳ tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, HSC

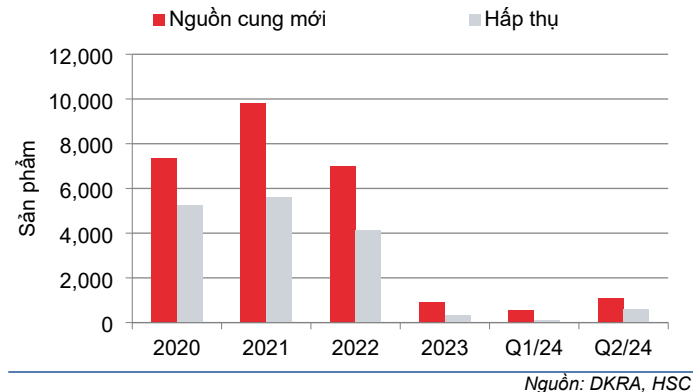
**Biểu đồ 3: Thị trường BĐS nhà đất, Hà Nội**

Trong 6 tháng đầu năm 2024, nguồn cung & số sản phẩm bán ra giảm lần lượt 85% và 59% so với cùng kỳ



**Biểu đồ 4: BĐS nhà đất, Tp.HCM & các tỉnh lân cận**

Nguồn cung & số sản phẩm bán ra trong Q2/2024 tăng đáng kể so với cùng kỳ



HSC duy trì quan điểm tích cực về sự phục hồi của thị trường, với kỳ vọng đà phục hồi sẽ tiếp diễn nhờ diễn biến tích cực trong hoạt động mở bán dự án mới và ghi nhận doanh số bán nhà trong nửa cuối năm 2024. Hơn nữa, chúng tôi dự báo các nhà phát triển BĐS trong nước sẽ đẩy mạnh hoạt động trong nửa cuối năm 2024.

**...nhưng lợi thế HĐKD cốt lõi của DXS và CRE đang phai nhạt dần**

**Mất lợi thế cạnh tranh ở mảng môi giới cốt lõi**

Hiện doanh thu mảng môi giới đến từ hai hình thức kinh doanh: Phân phối truyền thống (trong đó nhà môi giới không đảm bảo với nhà phát triển BĐS về sản lượng tiêu thụ nên không phải chịu những rủi ro ban đầu) và dịch vụ môi giới khác biệt (DXS cung cấp cho nhà phát triển BĐS nhiều dịch vụ khác nhau với mức phí hoa hồng cao, trong khi CRE đảm bảo mức sản lượng tiêu thụ tối thiểu với nhà phát triển BĐS, với cam kết mua lại các căn hộ chưa bán được.

HSC nhận thấy dịch vụ môi giới trọn gói của DXS và dịch vụ môi giới có đảm bảo của CRE hoạt động kém hiệu quả trong bối cảnh thị trường hiện tại. Trong đó, (1) khách hàng mục tiêu (các nhà phát triển BĐS nhỏ và chưa niêm yết ở các đô thị loại 2) vẫn đang gặp khó khăn và (2) với sức khỏe tài chính yếu kém, DXS và CRE không thể đặt cọc với chủ đầu tư để được nhận số lượng lớn căn hộ. Trong khi đó, các khách hàng lớn của DXS - công ty mẹ DXG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 19.800đ) - đang chờ được phê duyệt pháp lý để mở bán các dự án Gem Sky World và Datxanhomes Riverside, làm cho DXS không ghi nhận giao dịch.

Đối với hình thức môi giới truyền thống, DXS và CRE đang chịu sự cạnh tranh gay gắt không chỉ từ các công ty đối thủ mà còn từ các nhà môi giới cá nhân. Mặc dù thị trường bắt đầu phục hồi tại Hà Nội và TP.HCM (nhu cầu tại đây cải thiện và thúc đẩy giao dịch), nhưng tình trạng thiếu hụt nguồn cung và sự năng động của các nhà môi giới khác lấy đi thị phần của DXS và CRE.

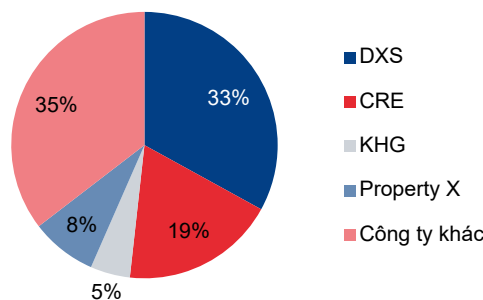
Chuyển sang thị trường ở cấp tỉnh, nơi thế mạnh của DXS là mạng lưới rộng khắp, nhưng tốc độ phục hồi tại đây còn chậm và lượng hàng tồn kho chỉ có thể được tiêu thụ hết trong vài năm tới.

Hình 5: Một số doanh nghiệp môi giới BĐS hàng đầu



Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Thị phần\*, một số doanh nghiệp môi giới BĐS



Ghi chú: \*Thị phần của các giao dịch BĐS  
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, CBRE, HSC ước tính

**Cạnh tranh khốc liệt ở mảng môi giới truyền thống**

HSC thực hiện phân tích sâu phân khúc môi giới BĐS truyền thống nhằm nghiên cứu các công ty môi giới và các nhà môi giới cá nhân. Chúng tôi sử dụng mô hình 5 áp lực cạnh tranh của Michael Porter để phân tích các áp lực cạnh tranh của ngành và sau đó định vị DXS và CRE trong bối cảnh này.

Nhìn chung, những áp lực cạnh tranh được chúng tôi xem xét cho thấy phân khúc môi giới BĐS truyền thống có tính cạnh tranh cao và phân mảnh. Phân khúc này có rào cản gia nhập ngành rất yếu nên số lượng các bên tham gia đông, với gần 3.000 đại lý và hơn 100.000 nhà môi giới cá nhân đủ điều kiện hoạt động trên thị trường, chưa kể đến những cá nhân không có chứng chỉ hành nghề tham gia thị trường. Chúng tôi nhận thấy rằng các công ty trong ngành đang tạo ra áp lực đáng kể lên thị phần và phí hoa hồng nhờ có chuyên môn cao và kinh nghiệm vận hành hiệu quả.

**Lợi ích kinh tế dựa trên quy mô kinh doanh không đáng kể:** Mặc dù hai công ty dẫn đầu thị trường DXS/CRE ghi nhận doanh thu tăng nhanh hơn các công ty đối thủ khi thị trường thuận lợi nhờ có mạng lưới phân phối rộng khắp, HSC không cho rằng hai công ty này có lợi ích kinh tế dựa trên quy mô kinh doanh trong giai đoạn thị trường suy yếu hiện tại. Quy mô kinh doanh lớn phát sinh chi phí không cần thiết và dễ đổ vỡ hơn các đối thủ cạnh tranh nhỏ hơn. Các công ty nhỏ có thể hoạt động hiệu quả hơn và tối ưu hóa lợi nhuận cũng như tăng số lượng giao dịch.

**Bảng 7: Phân tích mô hình Five Forces của Porter, ngành dịch vụ môi giới BĐS tại Việt Nam**

Yếu tố	Mức độ	Giải thích
Sức mạnh cạnh tranh giữa các đối thủ	Cao	Người mua nhà có vô số lựa chọn về dịch vụ từ các doanh nghiệp môi giới khác nhau. Chi phí chuyển đổi trong ngành này thấp do người mua nhà không mất bất kỳ chi phí nào khi mua nhà từ công ty này thay vì công ty khác
Sức mạnh thương lượng của người mua nhà	Cao	Người mua nhà có thể thương lượng giá với các doanh nghiệp môi giới và lựa chọn thay thế bằng các dịch vụ có giá hợp lý hơn từ các bên khác nhau. Suy thoái kinh tế và tâm lý thị trường yếu đã giúp nâng sức mạnh thương lượng của người mua nhà. Các doanh nghiệp môi giới phải cung cấp chiết khấu, ưu đãi và giảm giá để thu hút người mua
Sức mạnh thương lượng của nhà cung cấp	Cao	Các đợt mở bán hiện tại thuộc về các doanh nghiệp phát triển BĐS uy tín (như Vinhomes, Masterise, Gamuda Land). Các dòng sản phẩm của họ được hỗ trợ bởi thương hiệu mạnh và được người mua nhà đón nhận nồng nhiệt mà không cần chuyên gia môi giới. Điều này giúp các doanh nghiệp phát triển BĐS có sức mạnh thương lượng cao. Nguồn cung thiếu hụt càng làm tăng thêm sức mạnh của các nhà cung cấp trong bối cảnh các doanh nghiệp môi giới khó có thể tìm được sản phẩm/nhà cung cấp thay thế nhắm đến nhu cầu thị trường hiện tại
Tiềm năng cạnh tranh từ đối thủ mới	Cao	Lượng vốn đầu tư hạn chế & các yêu cầu pháp lý để có thể tham gia vào phân khúc môi giới truyền thống. Không có rào cản công nghệ khi gia nhập vì sản phẩm đã được tiêu chuẩn hóa và không cần thiết phải thay đổi và phát triển công nghệ
Tiềm năng cạnh tranh từ các sản phẩm thay thế	Trung bình	Dịch vụ môi giới trực tuyến là một lựa chọn khác để thực hiện giao dịch, tuy rằng chưa trở nên phổ biến

Nguồn: HSC

**Sản phẩm không có gì đặc biệt:** HSC cũng nhận thấy không có sự nổi bật về chất lượng sản phẩm (cụ thể là các dịch vụ môi giới truyền thống) vì các công ty cùng ngành có thể dễ dàng sao chép các dịch vụ vốn đã được thị trường đón nhận. Do đó, Sức mạnh thương lượng giá với chủ đầu tư và khách hàng của công ty môi giới vẫn còn yếu. Ngoài ra, phí chuyển đổi thấp làm cho thị phần của các nhà môi giới không ổn định.

Chúng tôi kỳ vọng luật Nhà ở, luật Kinh doanh BĐS sửa đổi, luật Đất đai sửa đổi giúp củng cố ngành trong tương lai, HSC cho rằng nhu cầu mua BĐS vẫn chưa phục hồi mạnh. Trong bối cảnh thị trường hiện tại, sự cạnh tranh có thể vẫn gay gắt vì các công ty mới tham gia thị trường không ngừng mở rộng HĐKD tại các thành phố có nhu cầu giao dịch BĐS cao. Các công ty môi giới chiếm lĩnh thị phần như DXS CRE vẫn đang gặp khó khăn với HĐKD mua và bán lại của mình.

### Các rủi ro quản cần được theo dõi

**DXS** đang bị kiện liên quan đến nghĩa vụ thanh toán trái phiếu (lô MNRCH2123001). Dù lô trái phiếu trên được công ty Đất Xanh Miền Nam phát hành (chúng tôi lưu ý rằng, trong thời gian trái phiếu được phát hành, DXS nắm giữ 65% cổ phần tại DXMN, nhưng đến tháng 12/2022, DXS bán bớt cổ phần và chỉ giữ lại 15,9%. Với tỷ lệ nắm giữ này, DXMN trở thành công ty liên kết của DXS), thị trường có tâm lý tiêu cực đối với DXS khi rủi ro quản trị doanh nghiệp và sức khỏe tài chính Công ty trở thành vấn đề đáng quan tâm. (Xem thêm thông tin về vấn đề này trong Báo cáo nhanh DXG của chúng tôi "[Giá cổ phiếu giảm sau vụ kiện của chủ sở hữu trái phiếu](#)" phát hành ngày 9/7/2024.

Những thay đổi ở cấp lãnh đạo của công ty mẹ (sở hữu 60,3% cổ phần tại DXS) sau khi chủ tịch từ chức làm chúng tôi càng hoài nghi hơn về rủi ro quản trị doanh nghiệp phát sinh từ những bất ổn trong giai đoạn chuyển giao này.

Lo ngại của chúng tôi đối với **CRE** là hoạt động mở rộng sang mảng giáo dục, từ mảng môi giới cốt lõi. CRE hiện không đủ điều kiện để tiếp cận khoản vay ký quỹ và cần phải chờ BCTC kiểm toán nửa đầu năm 2024 với ý kiến chấp nhận toàn phần để được đưa trở lại danh sách ký quỹ. (Thông tin chi tiết về vấn đề này được trình bày trong Báo cáo doanh nghiệp "[Rủi ro lớn hơn nền tảng vững chắc; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng](#)" phát hành ngày 9/4/2024.

### Lợi nhuận: Hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2026

HSC hạ dự báo lợi nhuận đối với DXS và CRE dựa trên giả định thị phần bị thu hẹp cũng như sự sụt giảm doanh thu bán BĐS do không có dự án nào có đóng góp đáng kể đến lợi nhuận trong trung hạn.

#### Bảng 8: Lợi nhuận thuần thực tế & dự báo, các doanh nghiệp môi giới BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC

Tuy rằng hạ dự báo nhưng HSC vẫn kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp môi giới BĐS sẽ phục hồi trong giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	2023 thực tế	2024F	2025F	2026F
CRE	2	15	139	210
DXS	(168)	78	147	292
<b>Tổng</b>	<b>(166)</b>	<b>93</b>	<b>286</b>	<b>502</b>
Tăng trưởng	-130.9%	N/m	206.7%	75.6%

Nguồn: HSC ước tính

### Định giá và khuyến nghị

#### Kết luận

HSC khuyến nghị NĐT chốt lợi nhuận khi cổ phiếu DXS và CRE tăng giá do những bất ổn trong ngắn hạn liên quan đến tình hình quản trị doanh nghiệp và rủi ro giảm lợi thế cạnh tranh trong mảng kinh doanh cốt lõi trong dài hạn.

HSC hạ khuyến nghị đối với hai cổ phiếu DXS và CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm lần lượt 42,7% xuống 5.100đ và 30,1% xuống 6.500đ do rủi ro quản trị doanh nghiệp tăng và vị thế của HĐKD cốt lõi trên thị trường yếu đi.

#### Phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá hai công ty trên. Các giả định định giá chính được thể hiện trong Bảng 9. Chi tiết như sau:

- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4%
- Phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,5% và cộng thêm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH cho các công ty BĐS trong danh sách khuyến

ngộ để phản ánh những đặc thù tại thị trường địa phương liên quan đến tài trợ BĐS.

- Chúng tôi áp dụng hệ số beta không đổi đối với CRE và DXS lần lượt ở mức 0,9 và 1,6 lần (cả 2 hệ số beta đều tính toán theo Bloomberg).

Theo đó, giả định WACC đối với DXS là 17,4% (không đổi) và 13,6% đối với CRE (không đổi).

**Bảng 9: Giả định DCF, DXS & CRE**

	Lãi suất phi rủi ro	Phản bù rủi ro vốn CSH	Phản bù rủi ro bổ sung	Beta	WACC
DXS	4.0%	8.5%	1.5%	1.6	17.4
CRE	4.0%	8.5%	1.5%	0.1	13.6

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 10: Diễn biến giá cổ phiếu các doanh nghiệp môi giới BĐS trong 1 tháng, 3 tháng & 12 tháng vừa qua**

(%)	1 tháng	3 tháng	12 tháng
<b>Hiệu suất tuyệt đối</b>			
DXS	(25.0)	(19.4)	(31.3)
CRE	(13.3)	(14.5)	(27.7)
<b>Tương quan với chỉ số</b>			
DXS	(23.8)	(25.6)	(37.2)
CRE	(11.9)	(21.0)	(34.0)

Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 23/7/2024

Nguồn: HSC ước tính

### Bối cảnh định giá

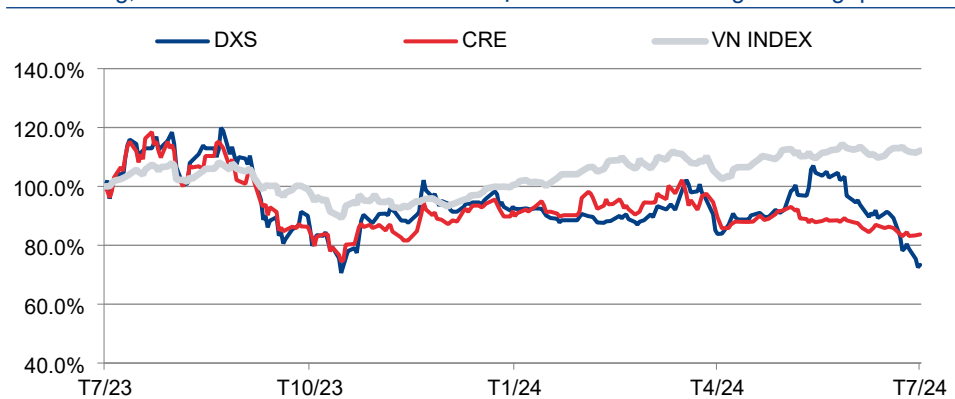
Trong 1 tháng qua, giá các cổ phiếu BĐS trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi giảm bình quân 19%, diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index. Trong đó, giá cổ phiếu DXS và CRE giảm lần lượt 25% và 13%. Theo quan điểm của chúng tôi, giá cổ phiếu giảm có liên quan đến thông tin tiêu cực về hai công ty: Vụ kiện DXS và ý kiến loại trừ của kiểm toán đối với CRE.

CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,47 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,05%; trong khi DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,56 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,14 lần. Cần lưu ý rằng chúng tôi sử dụng P/B làm cơ sở định giá ở đây, thay vì các chỉ số dựa trên lợi nhuận thông thường, do KQKD năm ngoái của hai công ty này rất kém và ảnh hưởng đến mức bình quân lợi nhuận trong năm 2023.

Trong khi các cổ phiếu này đang được định giá rẻ, giao dịch với P/B dự phóng thấp hơn so với bình quân lịch sử, chúng tôi tin rằng hai cổ phiếu này có khả năng giao dịch thấp hơn nữa do thách thức ngày càng tăng.

**Biểu đồ 11: Diễn biến giá cổ phiếu các công ty môi giới BĐS trong 12 tháng qua**

Nhìn chung, DXS và CRE diễn biến kém tích cực hơn VN Index trong 12 tháng qua



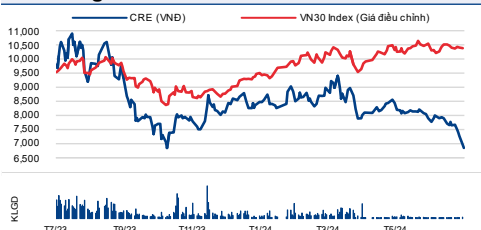
Nguồn: HSC ước tính

**Giảm tỷ trọng** (từ Tăng tỷ trọng)  
Giá mục tiêu: VNĐ6,000 (từ VNĐ9,300)  
Tiềm năng tăng/giảm: -12.4%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (23/7/2024)</b>	<b>6,850</b>
Mã Bloomberg	CRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	6,850-10,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	7,027
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,176
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	125
Slg CP lưu hành (tr.đv)	464
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	232
Slg CP NN được mua (tr.đv)	226
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.18%
Tỷ lệ freefloat	30.5%
Cổ đông lớn	CEN Group (49.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

### Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(13.3)	(14.5)	(27.7)
So với chỉ số	(11.9)	(21.0)	(34.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	32.4	32.0	1.2
2025F	299	371	(19.4)
2026F	453	626	(27.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

### Mô tả doanh nghiệp

Cenland được thành lập năm 2002 với tư cách là công ty con của Cengroup, là công ty môi giới bất động sản lớn nhất miền Bắc

### Chuyên viên phân tích

#### Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
trang.bt@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 172

#### Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
trang.htk@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 129

## Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do yếu tố nền tảng kém

- HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 36% giá mục tiêu xuống 6.000đ (rủi ro giảm giá 12,4%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và rủi ro quản trị doanh nghiệp ngày càng tăng.
- Chúng tôi giảm lần lượt 19% và 28% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do dự báo sụt giảm doanh thu mảng môi giới và lợi nhuận mảng đầu tư thứ cấp. Dự báo của chúng tôi tiếp tục bao gồm khoản trích lập dự phòng cho các khoản nợ khó đòi liên quan đến một dự án cụ thể.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,47 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,05 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá thấp này vẫn bù được mức rủi ro ngày càng gia tăng của Công ty.

### Sự kiện: Phân tích sâu HĐKD cốt lõi

Sau khi phân tích mảng môi giới BĐS, HSC nhận thấy ngành đang chứng kiến sự cạnh tranh gay gắt. Trong khi đó, chúng tôi tỏ ra lo ngại về yếu tố nền tảng và chiến lược kinh doanh khi Công ty đang nỗ lực giải quyết các vấn đề pháp lý liên quan đến một số dự án và quyết định mở rộng HĐKD sang các mảng không cốt lõi (chẳng hạn như giáo dục).

Chúng tôi không nhận thấy có tiến triển trong việc giải quyết các vấn đề pháp lý tại CRE. Liên quan đến vấn đề của dự án Louis City, BLĐ kỳ vọng những rắc rối sẽ được giải quyết vào cuối Q3/2024. Trong khi đó, tình hình tại dự án Hoa Tiên Paradise vẫn không có dấu hiệu khả quan.

### Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024, nhưng giảm cho năm 2025-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng giảm lần lượt 19,4% và 27,6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống 139 tỷ đồng (tăng trưởng 823,1%, dựa trên mức nền thấp trong năm 2024) và 210 tỷ đồng (tăng trưởng 51,5%). Chúng tôi giảm lần lượt 19% và 21% dự báo lợi nhuận cho phân khúc môi giới BĐS cốt lõi trong năm 2025-2026. Trong mô hình dự báo, chúng tôi tiếp tục trích lập dự phòng cho khoản phải thu khó đòi 193 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026, liên quan đến dự án Hoa Tiên Paradise.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi - thấp hơn nhiều so với dự báo của thị trường năm 2025-2026 - cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 339% (so với mức nền rất thấp trong năm 2023).

### Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,47 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,05 lần. HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng và giảm 35,5% giá mục tiêu xuống 6.000đ (rủi ro giảm giá 12,4%).

Trong khi sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường gây áp lực đáng kể lên thị phần mảng môi giới cốt lõi của CRE, chúng tôi cũng lo ngại về rủi ro liên quan đến các khoản phải thu khó đòi tại mảng đầu tư thứ cấp của Công ty, cũng như việc mở rộng HĐKD không cốt lõi. Chúng tôi tin rằng những vấn đề này đóng vai trò quan trọng đối với lợi thế cạnh tranh bền vững của CRE.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	341	75.0	81.0	275 ▼	351 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	196	2.49	15.0	139 ▼	210 ▼
EPS ĐC (đồng)	649	5.36	32.4	299 ▼	453 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	12,054	12,020	12,051	12,341	12,780
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.0	50.9	50.5	14.5	11.2
P/E ĐC (lần)	10.6	1,278	212	22.9	15.1
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.57	0.57	0.57	0.56	0.54
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(69.4)	(99.2)	504	823	51.5
ROAE (%)	4.37	0.04	0.27	2.45	3.60

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Vị thế cạnh tranh yếu đi

HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng và giảm 35,5% giá mục tiêu xuống 6.000đ (rủi ro giảm giá 12,4%) sau khi chúng tôi nhận thấy lợi thế cạnh tranh giảm do những lo ngại rủi ro liên quan đến các khoản phải thu khó đòi tại dự án Hoa Tiên Paradise, vốn không có tiến triển. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng giảm lần lượt 19,4% và 27,6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 sau khi hạ dự báo lợi nhuận cho 2 mảng kinh doanh cốt lõi của CRE. Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,47 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,05 lần.

## Lo ngại về các quyết định liên quan đến quản trị và pháp lý của các dự án

Việc CRE tham gia vào mảng giáo dục làm chúng tôi lo ngại các quyết định mang tính chiến lược về việc bố trí nguồn lực trong quản trị doanh nghiệp. HĐKD không cốt lõi không giữ vai trò giữ vững lợi thế cạnh tranh của Công ty, đặc biệt sự cạnh tranh trong mảng môi giới BĐS đang diễn ra khốc liệt.

HSC nhận thấy các vấn đề tại dự án Louis Cities có rất ít tiến triển, trong khi BLĐ kỳ vọng mọi thứ sẽ được giải quyết vào ngày 31/5/2024 hoặc chậm nhất là vào Q3/2024. Trong khi đó, tình hình tại dự án Hoa Tiên Paradise vẫn không có tiến triển.

Xin nhắc lại, BCTC kiểm toán năm 2023 của Công ty nhận được ý kiến ngoại trừ, chủ yếu do các khoản phải thu khó đòi liên quan đến dự án BĐS Hoa Tiên Paradise và Louis City Hoàng Mai của CRE. CRE hiện không đủ điều kiện để tiếp cận khoản vay ký quỹ và cần phải chờ BCTC kiểm toán nửa đầu năm 2024 với ý kiến chấp nhận toàn phần để được đưa trở lại danh sách ký quỹ.

## Giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024, nhưng giảm cho năm 2025-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 ở mức 15 tỷ đồng (cao hơn lợi nhuận thuần năm 2023 ở mức 2,5 tỷ đồng) nhưng giảm lần lượt 19,4% và 27,6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống 139 tỷ đồng (tăng trưởng 823,1%, dựa trên mức nền thấp năm 2024) và 210 tỷ đồng (tăng trưởng 51,5%). Dự báo lợi nhuận giảm chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu mảng môi giới cốt lõi (giảm 19-21%) cũng như điều chỉnh giảm giá định về thị phần từ 32% xuống 30% nhằm phản ánh sự cạnh tranh ngày càng gắt gao trong mảng môi giới BĐS. Chúng tôi cũng giảm 41,7% dự báo doanh thu mảng đầu tư thứ cấp năm 2026 vì không có dự án đang trong giai đoạn triển khai trong ngắn hạn hoặc có tác động đến doanh thu Công ty trong năm nay.

HSC tiếp tục trích lập dự phòng cho khoản phải thu khó đòi 193 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026, liên quan đến dự án Hoa Tiên Paradise của CRE. Liên quan đến dự án Louis Cities, cũng đang gặp khó khăn, chúng tôi không đưa ra giả định trích lập dự phòng vì BLĐ cho biết phí sử dụng đất có thể được thanh toán ngày 31/5/2024 hoặc chậm nhất là vào Q3/2024, để dự án được tiếp tục triển khai.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 388,8%. Loại trừ các khoản chi phí bất thường, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 458,3% (tuy nhiên, dự báo này dựa trên mức nền rất thấp trong năm 2023). Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 12.

**Bảng 12: Dự báo lợi nhuận, CRE**

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	CAGR 2023-26
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>933</b>	<b>1,729</b>	<b>85.4%</b>	<b>2,852</b>	<b>-10.7%</b>	<b>64.9%</b>	<b>2,793</b>	<b>-25.0%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>44.1%</b>
Lợi nhuận gộp	177	411	132.1%	750	-12.8%	82.5%	815	-23.9%	8.7%	66.4%
LNST	3	15	500.0%	140	-19.4%	823.1%	212	-27.6%	51.5%	337.8%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>504.1%</b>	<b>139</b>	<b>-19.4%</b>	<b>823.1%</b>	<b>210</b>	<b>-27.6%</b>	<b>51.5%</b>	<b>338.8%</b>
Chi phí không thường xuyên	-	(58)	-	(77)	-10.7%	-	(58)	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên</b>	<b>2</b>	<b>73</b>	<b>3,548%</b>	<b>216</b>	<b>-13.4%</b>	<b>195.8%</b>	<b>268</b>	<b>-23.0%</b>	<b>24.1%</b>	<b>411.7%</b>

Nguồn: HSC ước tính

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 35,5% giá mục tiêu xuống 6.000đ (rủi ro giảm giá 12,4%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.

Trong khi sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường gây áp lực đáng kể lên thị phần mảng môi giới cốt lõi của CRE, chúng tôi cũng lo ngại về rủi ro liên quan đến các khoản phải thu khó đòi tại mảng đầu tư thứ cấp của Công ty, cũng như việc mở rộng HĐKD không cốt lõi. Chúng tôi tin rằng những vấn đề này đóng vai trò quan trọng đối với lợi thế cạnh tranh bền vững của CRE. Chúng tôi tin rằng những vấn đề này là yếu tố quan trọng tạo nên lợi thế cạnh tranh bền vững của CRE.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá CRE.

- Giả định WACC của CRE là 13,6% (không thay đổi).
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,5%), nhưng tăng hệ số beta lên 0,9 (không thay đổi).

Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 14- 15.

**Bảng 13: Định giá, CRE**

Tỷ đồng	Giữa năm 2025
Tổng giá trị của doanh nghiệp	3,504
Nợ thuần	730
Tổng giá trị của vốn CSH	2,764
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	463.7
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>6,000</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 14: Giá định DCF, CRE**

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	1,025	1,729	2,852	2,793
Giá vốn hàng bán	(756)	(1,318)	(2,103)	(1,978)
Lợi nhuận gộp	270	411	750	815
EBIT*(1-t)	95	25	173	231
Cộng: Khấu hao	49	49	59	62
Trừ: Vốn lưu động	131	(297)	(40)	(165)
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(2)	(4)	(6)	(6)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>273</b>	<b>(226)</b>	<b>186</b>	<b>121</b>

Nguồn: HSC ước tính

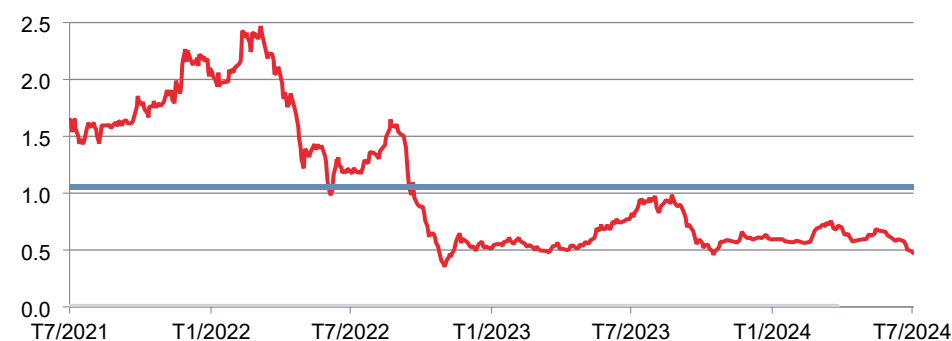
**Bảng 15: Phân tích độ nhạy, CRE**

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
2.0%	6,131	5,867	5,621	5,335	5,122
2.5%	6,372	6,088	5,824	5,518	5,292
3.0%	6,638	6,331	<b>6,000</b>	5,719	5,476
3.5%	6,932	6,599	6,291	5,938	5,678
4.0%	7,260	6,896	6,561	6,179	5,898

Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 16: P/B trượt dự phóng 1 năm quá khứ, CRE**

CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,47 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 3 năm là 1,05 lần



Nguồn: HSC ước tính

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,47 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,05 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá thấp này vẫn chưa bao gồm mức rủi ro ngày càng gia tăng của Công ty.

### Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi như sau:

- Sự phục hồi mạnh mẽ hơn dự kiến của thị trường BĐS dẫn đến doanh thu mảng môi giới và hoạt động đầu tư thứ cấp cao hơn dự báo.
- Nếu những rào cản pháp lý của dự án Louis City được tháo gỡ sớm hơn dự kiến, CRE sẽ ghi nhận doanh thu từ dự án này trong năm nay sẽ cao hơn.
- Lợi nhuận cao hơn từ HĐKD không cốt lõi – giáo dục – điều mà chúng tôi chưa phản ánh trong mô hình dự báo lợi nhuận do hạn chế về thông tin tăng mạnh.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	3,491	933	1,729	2,852	2,793
Lợi nhuận gộp	896	177	411	750	815
Chi phí BH&QL	(608)	(151)	(379)	(533)	(527)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>288</b>	<b>26.0</b>	<b>31.8</b>	<b>217</b>	<b>288</b>
Lãi vay thuần	(36.0)	(22.6)	(12.8)	(41.8)	(23.6)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(4.61)	1.94	0	-	-
<b>LNTT</b>	<b>248</b>	<b>5.36</b>	<b>18.9</b>	<b>175</b>	<b>265</b>
Chi phí thuế TNDN	(49.2)	(2.84)	(3.78)	(34.9)	(52.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.97)	(0.04)	(0.13)	(1.16)	(1.75)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>196</b>	<b>2.49</b>	<b>15.0</b>	<b>139</b>	<b>210</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>196</b>	<b>2.49</b>	<b>15.0</b>	<b>139</b>	<b>210</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>341</b>	<b>75.0</b>	<b>81.0</b>	<b>275</b>	<b>351</b>
EPS (đồng)	649	5.36	32.4	299	453
EPS ĐC (đồng)	649	5.36	32.4	299	453
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	303	464	464	464	464
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	464	464	464	464	464
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	464	464	464	464	464

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	101	144	117	279	338
Đầu tư ngắn hạn	284	134	134	134	134
Phải thu khách hàng	4,417	4,102	4,134	4,169	4,250
Hàng tồn kho	427	556	657	627	642
Các tài sản ngắn hạn khác	31.5	19.9	25.9	57.0	55.9
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,261</b>	<b>4,957</b>	<b>5,068</b>	<b>5,267</b>	<b>5,421</b>
TSCĐ hữu hình	138	122	115	110	107
TSCĐ vô hình	76.2	87.8	89.3	82.5	72.9
Bất động sản đầu tư	130	125	125	125	125
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2,058	1,817	1,953	2,017	2,135
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>2,402</b>	<b>2,152</b>	<b>2,283</b>	<b>2,335</b>	<b>2,441</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>7,663</b>	<b>7,108</b>	<b>7,351</b>	<b>7,601</b>	<b>7,861</b>
Nợ ngắn hạn	553	786	786	336	136
Phả trả người bán	156	109	90.3	92.2	108
Nợ ngắn hạn khác	603	461	438	462	504
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1,592</b>	<b>1,483</b>	<b>1,461</b>	<b>1,076</b>	<b>930</b>
Nợ dài hạn	452	1.35	251	751	951
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	(1.01)	4.53	4.53	4.53	4.53
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>451</b>	<b>5.89</b>	<b>256</b>	<b>756</b>	<b>956</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2,043</b>	<b>1,489</b>	<b>1,717</b>	<b>1,832</b>	<b>1,886</b>
Vốn chủ sở hữu	5,589	5,573	5,588	5,722	5,926
Lợi ích cổ đông thiểu số	30.5	46.2	46.4	47.5	49.3
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,620</b>	<b>5,619</b>	<b>5,634</b>	<b>5,770</b>	<b>5,975</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>7,663</b>	<b>7,108</b>	<b>7,351</b>	<b>7,601</b>	<b>7,861</b>
BVPS (đ)	12,054	12,020	12,051	12,341	12,780
Nợ thuần*/(tiền mặt)	904	643	920	808	749

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	288	26.0	31.8	217	288
Khấu hao	(52.9)	(49.0)	(49.3)	(59.0)	(62.2)
Lãi vay thuần	(36.0)	(22.6)	(12.8)	(41.8)	(23.6)
Thuế TNDN đã nộp	(98.5)	(53.5)	(3.78)	(34.9)	(52.9)
Thay đổi vốn lưu động	(2,420)	131	(297)	(39.7)	(165)
Khác	(4.20)	(28.1)	55.4	50.1	82.3
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>(2,348)</b>	<b>37.6</b>	<b>(233)</b>	<b>159</b>	<b>109</b>
Đầu tư TS dài hạn	(31.8)	(37.6)	(44.1)	(47.2)	(49.9)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	1.76	7.13	0	0	0
Khác	1,051	257	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>1,021</b>	<b>226</b>	<b>(44.1)</b>	<b>(47.2)</b>	<b>(49.9)</b>
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	2,016	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(710)	(221)	250	50.0	0
Khác	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>1,306</b>	<b>(221)</b>	<b>250</b>	<b>50.0</b>	<b>0</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	123	101	144	117	279
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(21.2)</b>	<b>43.2</b>	<b>(27.0)</b>	<b>162</b>	<b>58.6</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>101</b>	<b>144</b>	<b>117</b>	<b>279</b>	<b>338</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(2,380)</b>	<b>0.04</b>	<b>(277)</b>	<b>112</b>	<b>58.6</b>

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	25.7	19.0	23.8	26.3	29.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	9.77	8.05	4.69	9.66	12.5
Tỷ suất LNT (%)	5.63	0.27	0.87	4.86	7.52
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	52.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(37.6)	(73.3)	85.4	64.9	(2.06)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(50.7)	(78.0)	7.98	240	27.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.1)	(98.7)	504	823	51.5
Tăng trưởng EPS (%)	(76.5)	(99.2)	504	823	51.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(69.4)	(99.2)	504	823	51.5
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	4.37	0.04	0.27	2.45	3.60
ROACE (%)	5.51	0.44	0.55	3.49	4.28
Vòng quay tài sản (lần)	0.50	0.13	0.24	0.38	0.36
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(8.15)	1.45	(7.33)	0.73	0.38
Số ngày tồn kho	60.0	269	182	109	119
Số ngày phải thu	621	1,981	1,144	724	784
Số ngày phải trả	22.0	52.7	25.0	16.0	20.0
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	18.4	11.9	17.5	15.9	14.3
Nợ/tài sản (%)	14.7	11.4	14.9	15.6	15.1
EBIT/lãi vay (lần)	8.01	1.15	2.47	5.18	12.2
Nợ/EBITDA (lần)	3.31	10.8	13.5	4.31	3.38
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.31	3.34	3.47	4.90	5.83
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	1.17	4.09	2.37	1.40	1.41
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.0	50.9	50.5	14.5	11.2
P/E (lần)	10.6	1,278	212	22.9	15.1
P/E ĐC (lần)	10.6	1,278	212	22.9	15.1
P/B (lần)	0.57	0.57	0.57	0.56	0.54
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

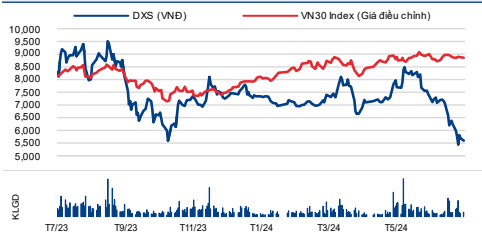
Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

**Giảm tỷ trọng** (từ Tăng tỷ trọng)  
 Giá mục tiêu: VNĐ5,000 (từ VNĐ8,900)  
 Tiềm năng tăng/giảm: -10.1%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (23/7/2024)</b>	<b>5,560</b>
Mã Bloomberg	DXS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	5,450-9,511
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	5,617
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,192
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	126
Slg CP lưu hành (tr.đv)	574
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	287
Slg CP NN được mua (tr.đv)	167
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.9%
Tỷ lệ freefloat	34.6%
Cổ đông lớn	Dat Xanh Goup (60.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	(25.0)	(19.4)	(31.3)
So với chỉ số	(23.8)	(25.6)	(37.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

<b>EPS ĐC (đồng)</b>	<b>HSC</b>	<b>Thị trường</b>	<b>% ch.lệch</b>
2024F	136	216	(37.0)
2025F	256	519	(50.7)
2026F	508	817	(37.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

Đất Xanh Services được thành lập năm 2011 với tư cách là công ty con của Tập đoàn Đất Xanh, là công ty môi giới bất động sản lớn nhất Việt Nam.

**Chuyên viên phân tích**

**Bùi Thị Thùy Trang**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
 trang.btt@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
 trang.htk@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

**Thách thức ngày càng tăng; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng**

- HSC hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 44% giá mục tiêu xuống 6.000đ (rủi ro giảm giá 10,1%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do rủi ro quản trị doanh nghiệp ngày càng tăng và các khoản phải thu khó đòi.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024 nhưng giảm lần lượt 37% và 27% dự báo cho năm 2025 và 2026, sau khi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và thị phần của mảng môi giới BĐS, cũng như hạ dự báo doanh thu mảng kinh doanh BĐS.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 1 tháng qua (sau khi có thông tin về vụ kiện thanh toán trái phiếu), DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,56 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ khi niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,14 lần. Định giá hiện tại vẫn chưa đủ thấp theo quan điểm của chúng tôi.

**Sự kiện: Phân tích sâu các yếu tố nền tảng**

Sau những rủi ro về quản trị doanh nghiệp phát sinh từ vụ kiện chống lại DXS và quyết định từ chức của chủ tịch công ty mẹ DXG, HSC đã tiến hành phân tích sâu các yếu tố nền tảng của DXS để đánh giá tác động tiềm tàng đến HĐKD và động lực tăng trưởng dài hạn của Công ty.

Kết luận của chúng tôi như sau: Mặc dù thị trường BĐS đang phục hồi, mảng môi giới cốt lõi của DXS vẫn bị cản trở bởi tình hình tài chính yếu, ảnh hưởng đến khả năng đặt cọc cho các nhà phát triển BĐS và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành, đe dọa thị phần của Công ty. Các sự kiện gần đây được thảo luận phân trên cũng không giúp cải thiện tình hình.

**Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026**

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024, với lợi nhuận thuần đạt 78 tỷ đồng (chuyển biến tích cực từ lỗ thuần 168 tỷ đồng trong năm 2023). Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 37% và 27,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống 147 tỷ đồng (tăng trưởng 87,7%) và 292 tỷ đồng (tăng trưởng 98,9%).

Dự báo EPS giai đoạn 2024-2026 mới của chúng tôi thấp hơn 37-54% so với bình quân thị trường.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 1 tháng qua (do tác động tiêu cực từ thông tin liên quan đến vụ kiện trái phiếu), DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,56 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,14 lần. HSC hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 44% giá mục tiêu xuống 5.000đ (rủi ro giảm giá 10,1%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và rủi ro quản trị doanh nghiệp ngày càng tăng.

Chúng tôi tin rằng, thông tin tích cực liên quan đến tình hình giao dịch cải thiện và tâm lý thị trường tốt hơn đã được tính vào giá cổ phiếu, trong khi các yếu tố nền tảng của DXS suy yếu do năng lực cạnh tranh ở mảng môi giới truyền thống đang suy yếu, cũng như tình hình tài chính yếu, không thể thực hiện hoạt động môi giới toàn diện và không có dự án đang trong giai đoạn triển khai đối với phân khúc kinh doanh BĐS.

<b>Cuối năm: Tháng 12</b>	<b>12-22A</b>	<b>12-23A</b>	<b>12-24F</b>	<b>12-25F</b>	<b>12-26F</b>
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	782	158	277	463 ▼	768 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	319	(61.1)	78.2	147 ▼	292 ▼
EPS ĐC (đồng)	769	(117)	136	256 ▼	508 ▼
DPS (đồng)	0	0	500	500	500
BVPS (đồng)	13,295	10,218	10,350	10,598	11,091
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.56	32.5	19.0	11.4	6.67
P/E ĐC (lần)	7.23	N/a	40.8	21.8	10.9
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	8.99	8.99	8.99
P/B (lần)	0.42	0.54	0.54	0.52	0.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(54.0)	(115)	216	87.7	98.9
ROAE (%)	5.47	(1.03)	1.32	2.44	4.69

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mảng môi giới cốt lõi gặp khó khăn

HSC hạ khuyến nghị đối với DXS xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 44% giá mục tiêu xuống 5.000đ (rủi ro giảm giá 10,1%) do giảm dự báo doanh thu mảng môi giới và rủi ro quản trị doanh nghiệp ngày càng tăng. Trong khi thị trường BĐS đang phục hồi, kết quả phân tích chuyên sâu mảng môi giới cốt lõi của chúng tôi cho thấy có sự cạnh tranh khá gay gắt giữa các công ty môi giới. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ ảnh hưởng đến doanh thu và thị phần của DXS. Chúng tôi lưu ý rằng, DXS còn khá non trẻ trong phân khúc môi giới thứ cấp. Công ty có thể phải mất nhiều thời gian để trở thành một công ty cung cấp dịch vụ môi giới thứ cấp hoạt động hiệu quả. Trong khi đó, sự hỗ trợ của công ty mẹ DXG ngày càng yếu đi do không có hoạt động mở bán trong một khoảng thời gian dài.

### Rủi ro quản trị doanh nghiệp tăng đáng kể

DXS đang đối mặt với vụ kiện thanh toán trái phiếu trễ hạn. (Thông tin chi tiết được trình bày trong báo cáo "[Giá cổ phiếu giảm sau vụ kiện của chủ sở hữu trái phiếu](#)"). Vụ kiện đã tạo ra tâm lý tiêu cực trên thị trường, làm ảnh hưởng đến uy tín của Công ty. Hơn nữa, việc không thể thanh toán trái phiếu báo hiệu sức khỏe tài chính của Đất Xanh Miền Nam đang giảm (cũng như DXS và công ty mẹ DXG).

Ngoài ra, việc chủ tịch DXG từ chức làm gia tăng mối lo ngại của chúng tôi về những bất ổn ngày càng gia tăng trong hoạt động của DXS.

### Phân tích sâu dịch vụ môi giới cốt lõi

Những rủi ro khuyến khích chúng tôi tập trung hơn vào các yếu tố nền tảng ảnh hưởng đến HĐKD của DXS và hiệu suất kinh doanh trong dài hạn.

#### Phân khúc môi giới toàn diện

DXS cung cấp cho các nhà phát triển BĐS nhiều dịch vụ khác nhau từ những giai đoạn sơ khai trong quá trình phát triển một dự án BĐS (như tiếp thị, bán hàng, dịch vụ khách hàng...). Phân khúc này đóng góp 70% bình quân doanh thu mảng môi giới của Công ty (được hỗ trợ bởi mức phí hoa hồng cao, thường cao hơn 10%), và 30% còn lại do phân khúc môi giới truyền thống đóng góp.

Khách hàng mục tiêu của phân khúc này là các nhà phát triển BĐS nhỏ và chưa niêm yết ở các đô thị loại 2. Những công ty này thường dễ bị tác động khi thị trường BĐS rơi vào suy thoái, nên khối lượng giao dịch của DXS và CRE cũng giảm theo. Trong khi đó, các khách hàng lớn của DXS - công ty mẹ DXG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 19.300đ) - đang chờ được phê duyệt pháp lý để mở bán các dự án Gem Sky World và Datxanhomes Riverside, nên DXS hầu như ít ghi nhận giao dịch trong thời gian gần đây.

#### Phân khúc môi giới truyền thống

DXS có 54 công ty con, mỗi công ty tập trung vào một khu vực hoặc tỉnh/ thành trên khắp cả nước. Mô hình này mang lại cho DXS nhiều lợi thế cho việc phát triển các thị trường cụ thể, nhưng gần đây năng suất hoạt động của các công ty môi giới trực thuộc này giảm sút khi thị trường đi xuống. Quy mô kinh doanh lớn tạo ra các khoản chi phí không cần thiết và làm cho DXS yếu đi trước các đối thủ cạnh tranh nhỏ hơn. Những công ty này hoạt động hiệu quả hơn và tối ưu hóa lợi nhuận cũng như đạt được tăng trưởng khối lượng giao dịch ngay cả khi thị trường xấu đi.

Mạng lưới rộng khắp trên cả nước không phải là lợi thế cạnh tranh khi thị trường chủ yếu phục hồi tại Hà Nội và TP.HCM. HSC tin rằng sự phục hồi diễn ra chậm hơn tại các đô thị loại 2 sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến khối lượng giao dịch của DXS.

#### Phân khúc môi giới thứ cấp

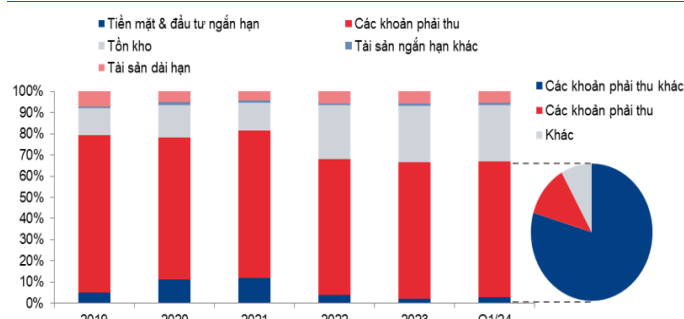
Phân khúc môi giới thứ cấp có tính cạnh tranh cao nhất trong các phân khúc vì rào cản để tham gia thị trường còn khá thấp. Hiện có rất nhiều nền tảng giao dịch với kinh nghiệm và kỹ thuật tốt như Batdongsan.com ... Bên cạnh đó, sự tham gia của các nhà môi giới cá nhân khiến HĐKD ở phân khúc thứ cấp của các công ty môi giới chuyên tập trung vào phân khúc sơ cấp như DXS càng khó khăn hơn.

### Phân tích sâu các khoản phải thu

Giá trị các khoản phải thu đóng góp 2/3 tổng tài sản của DXS trong 5 năm qua. Trong đó, tính đến cuối Q1/2024, các khoản phải thu khác đóng góp đến 79,6% tổng giá trị các khoản phải thu. Những số liệu này không có bất kỳ thay đổi quan trọng nào kể từ khi DXS niêm yết. Về các khoản phải thu khác, khoản tạm ứng cho công ty Hà An (DXG sở hữu 100% cổ phần; chủ đầu tư dự án Gem Sky World) đạt khoảng 2.010 tỷ đồng vào cuối Q1/2024, từ mức 587 tỷ đồng trong năm 2020. Trong khi đó, phần lớn trong số 4.695 tỷ đồng tiền tạm ứng là dành cho dự án Gem Sky World - Đồng Nai (DXG), Ngọc Dương Riverside – Quảng Nam (Đất Xanh Miền Trung), Tiền Hải City – Thái Bình (Đất Xanh Miền Bắc) và Đất Quảng Riverside – Quảng Nam (Đất Xanh Miền Trung). Nếu tâm lý thị trường vẫn chưa cải thiện ở các đô thị loại 2 và vấn đề pháp lý chưa được giải quyết, chúng tôi cho rằng số ngày phải thu của DXS sẽ kéo dài đáng kể, từ đó gây áp lực lên dòng tiền chung.

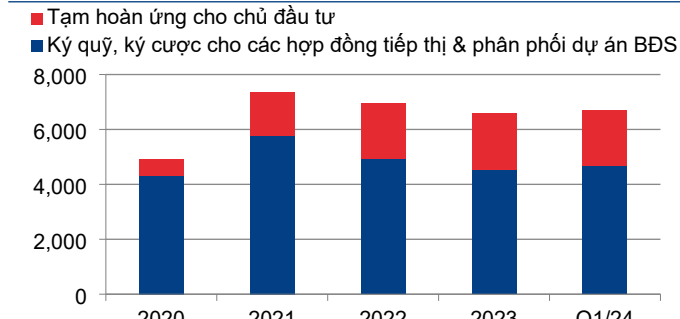
Mặc dù BLĐ DXS cho biết Công ty sẽ thu nhận căn hộ để cán nợ thay vì trích lập dự phòng, nhưng DXS cũng không thể bán các căn hộ thuộc dự án bị vướng pháp lý để thu hồi tiền mặt.

**Biểu đồ 17: Tổng tài sản và cơ cấu các khoản phải thu, DXS**



Nguồn: HSC, DXS

**Biểu đồ 18: Cơ cấu các khoản phải thu khác, DXS**



Nguồn: HSC, DXS

**Bảng 19: Dự báo lợi nhuận, DXS**

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	CAGR 2023-26
Tổng doanh thu	1,978	2,019	2.0%	2,155	-27.1%	6.8%	2,791	-27.6%	29.5%	12.2%
Lợi nhuận gộp	691	919	33.0%	1,145	-28.0%	24.5%	1,625	-26.9%	41.9%	33.0%
LNST	(160)	131	N/m	244	-37.5%	86.1%	485	-28.0%	98.9%	-244.7%
Lợi nhuận thuần	(168)	78	N/m	147	-37.0%	87.7%	292	-27.3%	98.9%	-220.2%

Nguồn: HSC ước tính

### Dự báo: Hạ triển vọng lợi nhuận năm 2025-2026

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho năm 2024 với lợi nhuận thuần 78 tỷ đồng, chuyển biến lợi nhuận từ lỗ thuần 168 tỷ đồng trong năm 2023, trên doanh thu 2.019 tỷ đồng (tăng 2% so với cùng kỳ).

Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 37% và 27,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống 147 tỷ đồng (tăng trưởng 87,7%) và 292 tỷ đồng (tăng trưởng 98,9%). HSC dự báo khối lượng giao dịch sẽ giảm do thị phần giảm xuống 28% từ 30% cũng như tình trạng không cung cấp dịch vụ môi giới trọn gói cho DXG do việc triển khai các dự án chính của DXG như Gem Sky World và Datxanhhomes Riverside projects sẽ tiếp tục trì hoãn.

Chúng tôi cũng giảm dự báo doanh thu đối với phân khúc kinh doanh BĐS do các dự án ngắn hạn và trung hạn bao gồm 3 dự án: Regal Legend, Regal Maison và Regal Victoria chủ yếu ở các đô thị loại 2 tại miền Trung. Nhu cầu tại đây còn rất thấp (tỷ lệ hấp thụ 8-9% đối với đất nền và đất nền). Trong dài hạn, chúng tôi không nhận thấy có thêm dự án có tác động đến doanh thu của DXS.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 19.

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 43% giá mục tiêu xuống đối với DXS xuống 5.000đ (rủi ro giảm giá 10,1%) và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.

Quá trình phục hồi của DXS sau đại dịch khó khăn hơn chúng tôi dự báo và thị trường môi giới BĐS ở Việt Nam ngày càng trở nên cạnh tranh hơn. Hơn nữa, rủi ro quản trị doanh nghiệp ngày càng gia tăng do các vụ kiện trái phiếu gần đây, những bất ổn sau khi chủ tịch DXG từ chức, cũng như những lo ngại về các khoản phải thu khó đòi ở phân khúc kinh doanh BĐS, khiến chúng tôi phải hạ khuyến nghị đối với DXS Giảm tỷ trọng.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá DXS.
- Giả định WACC của DXS là 17,4% (không thay đổi). Chúng tôi tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,5%), nhưng tăng hệ số beta lên 1,6 (nhằm phản ánh sự biến động mạnh của cổ phiếu). Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 20-21.

**Bảng 20: Giá định DCF, DXS**

(Triệu đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	2,019	2,155	2,791	3,547
Giá vốn hàng bán	(1,099)	(1,010)	(1,166)	(1,369)
Lợi nhuận gộp	919	1,145	1,625	2,178
EBIT*(1-t)	195	339	578	901
Cộng: Khấu hao	34	39	45	51
Trừ: Vốn lưu động	(288)	(276)	(328)	(324)
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(12)	(17)	(25)	(25)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>(71)</b>	<b>85</b>	<b>270</b>	<b>604</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 21: Định giá, DXS**

Tỷ đồng	Giữa năm 2025
Tổng giá trị của doanh nghiệp	6,919
Nợ thuần	1,994
Tổng giá trị của vốn CSH	2,855
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	574.1
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>5,000</b>

Nguồn: HSC ước tính

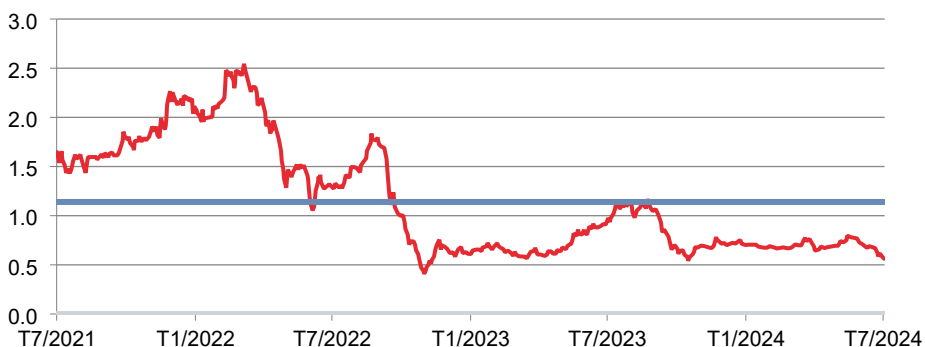
**Bảng 22: Phân tích độ nhạy, DXS**

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
	2.0%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
2.0%	5,103	4,898	4,704	4,519	4,342
2.5%	5,266	5,052	4,848	4,655	4,470
3.0%	5,441	5,215	<b>5,000</b>	4,799	4,606
3.5%	5,628	5,390	5,165	4,952	4,750
4.0%	5,829	5,578	5,341	5,116	4,904

Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 23: P/B trượt dự phóng 1 năm quá khứ, DXS**

DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,56 lần, vẫn thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ khi niêm yết (tháng 7/2021) là 1,14 lần



Nguồn: HSC ước tính

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 1 tháng qua (sau khi có thông tin về vụ kiện thanh toán trái phiếu), DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,56 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,14 lần.

**Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo**

Các rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo như sau:

- Sự ổn định trong việc bố trí lãnh đạo cấp cao giúp cải thiện tình hình quản trị doanh nghiệp.
- Lợi nhuận từ phân khúc môi giới thứ cấp tăng mạnh hơn dự báo và chúng tôi chưa đưa phân khúc này vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa có đầy đủ thông tin. Chúng tôi cũng mong đợi các kết quả thuyết phục hơn ở phân khúc kinh doanh này.
- Khối lượng giao dịch môi giới trọn gói tăng mạnh nhờ các dự án của công ty mẹ như Gem Sky World và Datxanhhomes Riverside được mở bán nhanh hơn dự kiến.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	4,096	1,978	2,019	2,155	2,791
Lợi nhuận gộp	2,329	691	919	1,145	1,625
Chi phí BH&QL	(1,600)	(585)	(676)	(721)	(902)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>729</b>	<b>106</b>	<b>243</b>	<b>424</b>	<b>723</b>
Lãi vay thuần	(93.3)	(86.6)	(81.1)	(122)	(123)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	25.4	7.72	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>661</b>	<b>27.5</b>	<b>162</b>	<b>302</b>	<b>600</b>
Chi phí thuế TNDN	(127)	(80.7)	(31.0)	(57.7)	(115)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(216)	(7.86)	(53.0)	(97.3)	(194)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>319</b>	<b>(61.1)</b>	<b>78.2</b>	<b>147</b>	<b>292</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>299</b>	<b>(67.2)</b>	<b>78.2</b>	<b>147</b>	<b>292</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>782</b>	<b>158</b>	<b>277</b>	<b>463</b>	<b>768</b>
EPS (đồng)	821	(106)	136	256	508
EPS ĐC (đồng)	769	(117)	136	256	508
DPS (đồng)	0	0	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	388	574	574	574	574
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	453	574	574	574	574
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	574	574	574	574	574

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	493	207	128	124	97.7
Đầu tư ngắn hạn	171	96.9	96.9	96.9	96.9
Phải thu khách hàng	10,666	9,979	10,190	10,027	9,977
Hàng tồn kho	4,164	4,119	4,226	3,465	3,488
Các tài sản ngắn hạn khác	82.5	168	168	168	168
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>15,576</b>	<b>14,570</b>	<b>14,810</b>	<b>13,882</b>	<b>13,828</b>
TSCĐ hữu hình	142	146	135	126	121
TSCĐ vô hình	62.5	53.8	42.5	29.5	14.5
Bất động sản đầu tư	45.3	36.5	36.4	36.3	36.2
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	176	69.0	69.0	69.0	69.0
Tài sản dài hạn khác	510	582	582	582	582
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>936</b>	<b>887</b>	<b>864</b>	<b>842</b>	<b>823</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>16,512</b>	<b>15,457</b>	<b>15,674</b>	<b>14,725</b>	<b>14,651</b>
Nợ ngắn hạn	1,375	1,606	1,367	1,183	982
Phả trả người bán	500	283	211	239	269
Nợ ngắn hạn khác	4,727	4,269	4,312	3,143	2,791
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>7,267</b>	<b>6,754</b>	<b>6,545</b>	<b>5,162</b>	<b>4,604</b>
Nợ dài hạn	942	548	845	1,040	1,046
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	12.0	51.9	51.9	51.9	51.9
Nợ dài hạn khác	0.30	0.16	0.16	0.16	0.16
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>954</b>	<b>600</b>	<b>897</b>	<b>1,092</b>	<b>1,098</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>8,222</b>	<b>7,354</b>	<b>7,443</b>	<b>6,253</b>	<b>5,703</b>
Vốn chủ sở hữu	6,024	5,866	5,942	6,084	6,367
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,266	2,237	2,290	2,387	2,581
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>8,290</b>	<b>8,103</b>	<b>8,232</b>	<b>8,471</b>	<b>8,948</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>16,512</b>	<b>15,457</b>	<b>15,674</b>	<b>14,725</b>	<b>14,651</b>
BVPS (đ)	13,295	10,218	10,350	10,598	11,091
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,825	1,948	2,084	2,098	1,930

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	729	106	243	424	723
Khấu hao	(52.7)	(51.9)	(33.8)	(38.8)	(44.6)
Lãi vay thuần	(93.3)	(86.6)	(81.1)	(122)	(123)
Thuế TNDN đã nộp	(241)	(78.5)	(31.0)	(57.7)	(115)
Thay đổi vốn lưu động	(2,862)	(162)	(288)	(276)	(328)
Khác	112	21.4	(2.17)	(4.40)	(8.76)
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>(2,378)</b>	<b>(186)</b>	<b>(167)</b>	<b>(17.5)</b>	<b>178</b>
Đầu tư TS dài hạn	(115)	(24.3)	(11.5)	(16.8)	(24.8)
Góp vốn & đầu tư	(31.9)	(9.64)	0	0	0
Thanh lý	43.0	3.21	0	0	0
Khác	(152)	112	41.9	20.1	15.1
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(255)</b>	<b>81.5</b>	<b>30.4</b>	<b>3.24</b>	<b>(9.63)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(371)	(70.5)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	347	53.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,517	(165)	58.3	10.4	(195)
Khác	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>1,493</b>	<b>(182)</b>	<b>58.3</b>	<b>10.4</b>	<b>(195)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu ki	1,632	493	207	128	124
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(1,140)</b>	<b>(286)</b>	<b>(78.2)</b>	<b>(3.82)</b>	<b>(26.8)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối ki</b>	<b>493</b>	<b>207</b>	<b>128</b>	<b>124</b>	<b>97.7</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(2,493)</b>	<b>(210)</b>	<b>(178)</b>	<b>(34.3)</b>	<b>153</b>

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	56.9	34.9	45.5	53.1	58.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.1	8.00	13.7	21.5	27.5
Tỷ suất LNT (%)	7.78	(3.09)	3.87	6.81	10.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.1	293	19.1	19.1	19.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.37)	(51.7)	2.04	6.75	29.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(40.4)	(79.8)	75.1	67.1	65.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(48.0)	(123)	216	87.7	98.9
Tăng trưởng EPS (%)	(47.5)	(113)	228	87.7	98.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(54.0)	(115)	216	87.7	98.9
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	367	196	98.4
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	5.47	(1.03)	1.32	2.44	4.69
ROACE (%)	8.49	1.19	2.73	4.54	7.37
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.12	0.13	0.14	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.26)	(1.74)	(0.69)	(0.04)	0.25
Số ngày tồn kho	860	1,168	1,403	1,252	1,092
Số ngày phải thu	2,203	2,830	3,384	3,623	3,123
Số ngày phải trả	103	80.2	70.0	86.3	84.2
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	36.9	39.4	41.8	39.6	34.3
Nợ/tài sản (%)	16.4	16.3	16.7	17.2	15.6
EBIT/lãi vay (lần)	7.82	1.23	3.00	3.47	5.89
Nợ/EBITDA (lần)	3.47	15.9	9.42	5.48	2.97
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.14	2.16	2.26	2.69	3.00
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	1.06	2.60	2.61	2.45	1.84
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.56	32.5	19.0	11.4	6.67
P/E (lần)	6.77	N/a	40.8	21.8	10.9
P/E ĐC (lần)	7.23	N/a	40.8	21.8	10.9
P/B (lần)	0.42	0.54	0.54	0.52	0.50
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	8.99	8.99	8.99

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)