

CTCP DỊCH VỤ BẤT ĐỘNG SẢN ĐẤT XANH

[Việt Nam / Bất động sản]

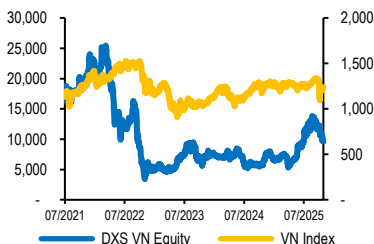
Mã Bloomberg (DXS VN) | Mã Reuters (DXS.HM)

MUA

Báo cáo Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 12,500**
Giá hiện tại (4/11/25) **VND 10,450**
Suất sinh lời **19.6%**

VNINDEX	1,652
P/E thị trường (24F, x)	14.0
Vốn hóa (tỷ VND)	6,164
SLCP đang lưu hành (triệu)	579
SLCP tự do giao dịch (triệu)	579
52 tuần cao/thấp (VND)	14,350/5,320
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.32
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	24
Sở hữu nước ngoài (%)	19.7
Đất Xanh Group	56.0
Cổ đông lớn (%) Victory Holding Investment	8.1
Biến động giá	3T 6T 12T
Tuyệt đối (%)	-8.2 56.4 80.9
Tg đổi với VN-Index (%)	-8.1 30.8 30.1



Nguồn: Bloomberg

Kiên Trần

☎️ (84-28) 6299-7751
 ✉️ kien.tt@shinhan.com

Lý Bùi – Giám đốc phân tích

☎️ (84-28) 6299-8029
 ✉️ ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo

Triển vọng tươi sáng

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 12,500 đồng

CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) là doanh nghiệp môi giới bất động sản (BDS) có thị phần môi giới sơ cấp lớn nhất cả nước (chiếm 33% trong năm 2024). DXS là công ty con hoạt động mảng môi giới bất động sản (BDS) của CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG). Dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA DXS với giá mục tiêu ở mức 12,500 đồng, với các luận điểm: (1) DXS là doanh nghiệp môi giới BDS hàng đầu tại Việt Nam; (2) Lượng giao dịch BDS trên toàn thị trường khởi sắc với sự hỗ trợ chính sách vĩ mô; và (3) Các dự án của công ty mẹ DXG mở bán thúc đẩy nguồn sản phẩm đầu vào lớn cho DXS.

DXS là doanh nghiệp môi giới bất động sản hàng đầu tại Việt Nam

DXS được thành lập vào năm 2011 với hoạt động trong lĩnh vực môi giới BDS. DXS có lợi thế cạnh tranh nhờ mô hình hợp tác môi giới dự án BDS và mạng lưới chi nhánh môi giới phân phối BDS rộng khắp cả nước, với hơn 60 công ty con và công ty liên kết tại các địa phương. Ngoài môi giới sơ cấp, DXS còn mở rộng sang mảng môi giới thứ cấp và dịch vụ tài chính bất động sản. Để đón đầu cho chu kỳ tăng trưởng BDS, DXS đã nhanh chóng kiện toàn lượng nhân viên lên 3,283 nhân viên vào cuối Q3/2025 so với 2,275 nhân viên vào cuối 2023. DXG tiếp tục tuyển dụng nhân sự đáp ứng mục tiêu mở rộng hoạt động.

Sự hồi phục lượng giao dịch trên toàn thị trường cùng với sự ủng hộ của bối cảnh vĩ mô

Thị trường bất động sản Việt Nam đang trong giai đoạn hồi phục ấn tượng sau giai đoạn khó khăn 2022-2023 do sự can thiệp của cơ quan quản lý nhằm kiểm soát các vi phạm của các doanh nghiệp hoạt động lĩnh vực BDS. Lãi suất thị trường đang ở nền thấp kích thích nhu cầu của người mua nhà và nhu cầu vốn của các doanh nghiệp phát triển bất động sản. Đồng thời làn sóng đẩy mạnh đầu tư công và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ đã giúp thị trường BDS hưởng lợi.

Công ty mẹ (DXG) mở bán hàng loạt dự án sẽ mang lại nguồn doanh thu môi giới lớn

Công ty mẹ của DXS mở bán trở lại các dự án Gem Sky World (GSW) và The Privé cung cấp hơn 5,000 sản phẩm. DXS được kỳ vọng sẽ là đơn vị phân phối chính cho cả hai dự án, mang lại nguồn doanh thu môi giới lớn cho DXS trong giai đoạn 2025-28. Đồng thời, DXG còn có kế hoạch phát triển hơn 10 dự án khác tập trung nhiều tại Bình Dương cũ, mang lại nguồn cung sản phẩm BDS đầu vào lớn cho DXS phân phối cho trung và dài hạn. Nhờ thị trường thuận lợi với hàng loạt yếu tố vĩ mô hỗ trợ kết quả kinh doanh của DXS đã hồi phục rõ rệt trong các quý gần đây. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2025-2026 lần lượt đạt 3,782 tỷ đồng/4,302 tỷ đồng, tăng trưởng 55.1%/13.8% YoY. Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ 2025-2026 lần lượt đạt 404 tỷ đồng và 519 tỷ đồng, tăng trưởng 186.5%/28.5% YoY.

Rủi ro: (1) Thay đổi chính sách vĩ mô và luật BDS gây ảnh hưởng tiêu cực đến giao dịch toàn thị trường; (2) Rủi ro dẫn đến pháp lý chậm trễ của các dự án làm giảm nguồn sản phẩm đầu vào của DXS; (3) Cạnh tranh gia tăng dẫn đến mất thị phần và biên lợi nhuận sụt giảm.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	4,096	1,997	2,438	3,782	4,302
LN HKĐD (tỷ VND)	729	106	445	985	1,163
LNST công ty mẹ (tỷ VND)	345	(168)	141	404	519
EPS (đồng)	760	(293)	243	697	897
BPS (đồng)	13,343	10,218	10,382	10,994	11,906
Biến LN HKĐD (%)	17.8	5.3	18.2	26.0	27.0
Biến LNST công ty mẹ (%)	12.9	(8.0)	11.9	17.8	18.8
ROE (%)	5.9	(2.8)	2.4	6.5	7.8
PER (x)	9.7	N/A	42.8	16.5	12.8
PBR (x)	0.6	0.7	1.0	1.0	1.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

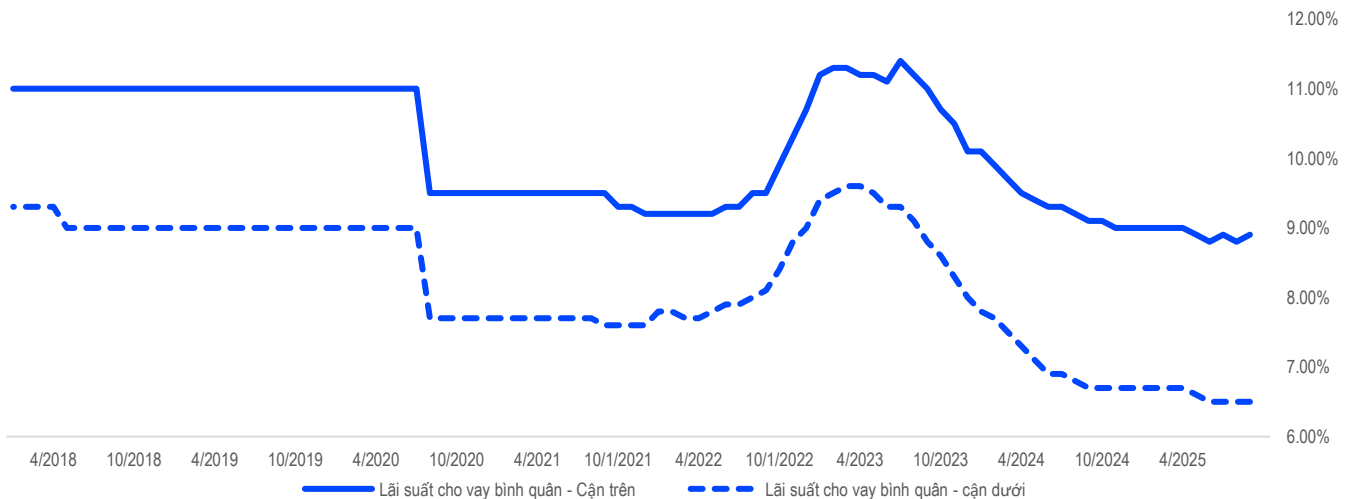
3	Tổng quan ngành môi giới bất động sản
6	Tổng quan doanh nghiệp
11	Quan điểm đầu tư
13	Cập nhật kết quả kinh doanh
13	Dự phóng kết quả kinh doanh
14	Định giá và khuyến nghị
18	Rủi ro
19	Phụ lục: Báo cáo tài chính

Tổng quan ngành môi giới bất động sản

1. Lãi suất cho vay thấp là động lực quan trọng cho sự hồi phục của thị trường

Lãi suất vay thế chấp hiện tại đang ở mức thấp, so với giai đoạn khó khăn từ 2022 đến 2023 khi thị trường đang trong giai đoạn thắt chặt tín dụng và kiểm soát các kênh phát hành trái phiếu do ảnh hưởng của các vi phạm trọng phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Sau giai đoạn siết chặt, các chính sách tín dụng dần nới lỏng và duy trì ở mức hấp dẫn, nhờ đó đã thúc đẩy nhu cầu vốn cả các DN phát triển BĐS và người mua nhà, hỗ trợ sự phục hồi của thị trường vào đã cho thấy xu hướng ấm lên trong 2024 và có sự hồi phục mạnh mẽ trong 2025. Nhờ đó tâm lý thị trường đã cải thiện tốt, người mua nhà trở nên lạc quan hơn trong quyết định mua nhà và doanh nghiệp phát triển BĐS tiếp tục vay vốn để phát triển dự án, nhờ đó khối lượng giao dịch bất động sản thể hiện sự cải thiện rõ rệt qua từng quý. Do đó, các DN môi giới bất động sản sẽ được hưởng lợi tốt từ sự hồi phục của thị trường trước khi đạt được mức tăng trưởng ổn định nhờ các chính sách của nhà nước giúp thị trường phát triển theo hướng bền vững.

Lãi suất duy trì ở mức thấp là yếu tố hỗ trợ chính cho thị trường bất động sản nhà ở



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, ShinhanSecurities Vietnam

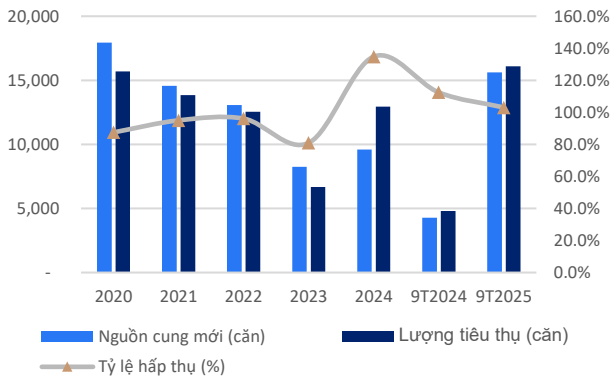
2. Nguồn cung cải thiện nhờ pháp lý được tháo gỡ

Chúng tôi kỳ vọng việc tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý giúp tháo gỡ các nút thắt nguồn cung, đồng thời các cơ quan quản lý ban hành các Nghị quyết đặc thù sẽ góp phần tháo gỡ vướng mắc, tăng cung cho thị trường BĐS. Trong đó có hàng loạt Nghị quyết, Thông tư hướng dẫn thi hành các Luật Bất động sản cơ bản đã được ban hành, nhờ đó tạo cơ sở để đưa Luật vào thực tiễn và khơi thông nguồn cung cho thị trường.

Việc thông qua Nghị định 75/2025/NĐ-CP và Nghị định 76/2025/NĐ-CP nhằm quy định chi tiết các Nghị quyết số 171 và Nghị quyết số 170, giúp thúc đẩy tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho hàng trăm dự án bất động sản trì trệ tại nhiều địa phương như Hà Nội, TP.HCM, ... đã cho thấy một bước tiến hơn nữa về mặt hoàn thiện hành lang pháp lý và giúp nguồn cung hồi phục trên toàn thị trường.

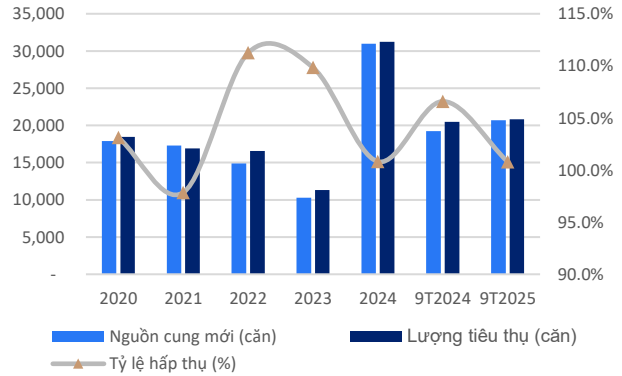
Trong đó có Nghị quyết số 171/2024/QH15 của Quốc hội về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất có hiệu lực từ ngày 1/4/2025 đã thể hiện được tác động tới nguồn cung toàn thị trường.

Nguồn cung tiếp tục cải thiện tại thị trường TP.HCM trong 9T2025 (căn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung duy trì đà phục hồi tại thị trường Hà Nội trong 9T2025 (căn)

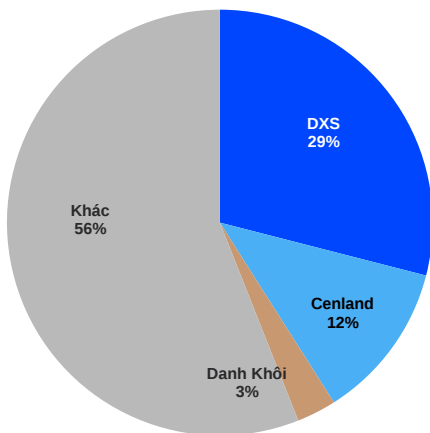


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Thị trường trải qua giai đoạn thanh lọc sau giai đoạn giãn nở

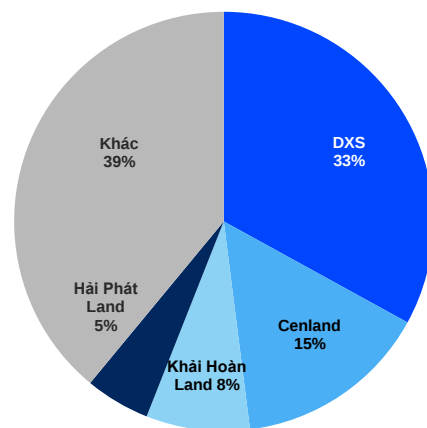
Thị trường môi giới bất động sản Việt Nam rất phân mảnh, với nhiều doanh nghiệp nhỏ (bao gồm cả môi giới độc lập và môi giới tổ chức). Có khoảng 3,000 công ty môi giới được thành lập và hơn 300,000 môi giới hoạt động trong ngành, tập trung lớn ở các thành phố lớn như TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng và các tỉnh lân cận các thành phố lớn. Các công ty môi giới tại các vùng bao gồm: **Miền Bắc** (Hà Nội và các khu vực lân cận): Đất Xanh Miền Bắc (và các công ty con của DXS – chiếm 60% thị phần miền Bắc), CRE và Hải Phát Land (HPX), ...; **Miền Trung**: Đất Xanh Miền Trung (và các công ty con của DXS) là công ty chiếm thị phần lớn 40%; **Miền Nam**: thị trường phân mảnh hơn so với các khu vực khác, gồm công ty lớn như Khải Hoàn Land (KHG), The Property X (công ty con của HTN) và Đất Xanh Miền Nam (và các công ty con của DXS chiếm thị phần 40%); **Miền Tây**: Đất Xanh Miền Tây chiếm 70% thị phần. Nhìn chung, DXS là công ty môi giới bất động sản lớn nhất cả nước (dựa trên dữ liệu từ các thành phố lớn) với thị phần môi giới sơ cấp 33% trên toàn quốc, thậm chí có thể cao hơn sau giai đoạn tái cấu trúc thời gian vừa qua. Xếp sau DXG là CRE với thị phần là 15% và KHG với thị phần là 8%. Ngoài ra còn có các công ty môi giới bất động sản khác bao gồm The Property X (HTN), Hải Phát Land, One Housing, Era và DKRA...

Thị phần môi giới sơ cấp năm 2019



Nguồn: Savills, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần môi giới sơ cấp năm 2024



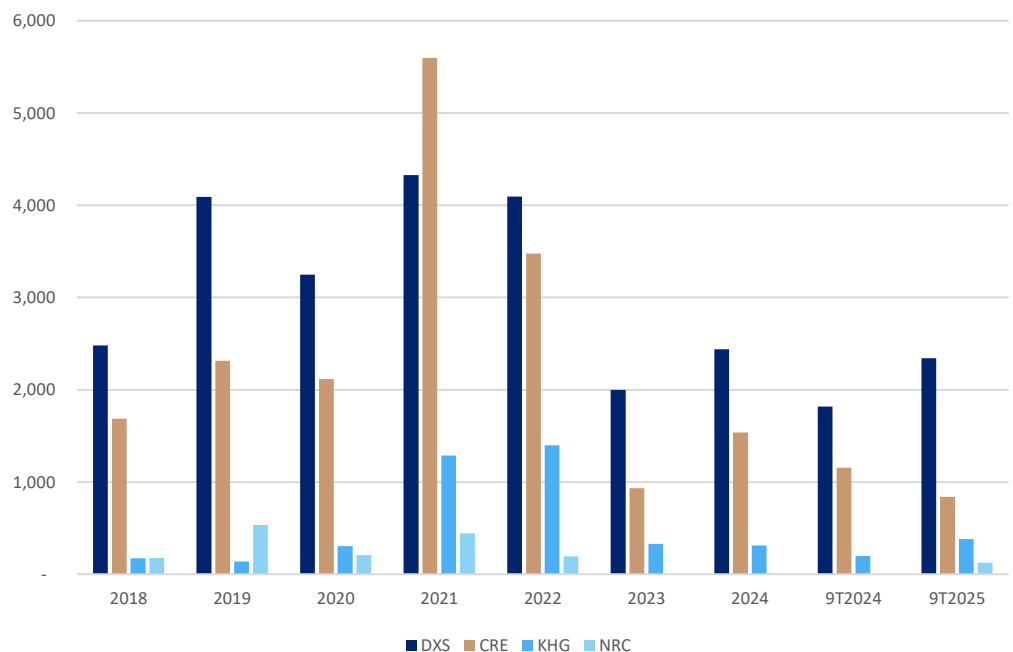
Nguồn: Savills, Shinhan Securities Vietnam

4. DXS có vị thế hàng đầu trong thị trường môi giới bất động sản

Trong giai đoạn khó khăn của thị trường từ đầu Q2/22 đến Q3/23, giao dịch toàn thị trường trong giai đoạn ảm đạm do hàng loạt các yếu tố siết chặt thị trường như chính sách thắt chặt tiền tệ, kiểm soát hoạt động phát hành trái phiếu, và hàng loạt dự án gặp phải vướng mắc về pháp lý dẫn đến tâm lý thị trường đi xuống. Dẫn đến hàng loạt các công ty môi giới bất động sản phải dừng hoạt động và chỉ có khoảng 20%-30% các công ty có thể tiếp tục hoạt động và để lại "miếng bánh thị trường" cho các doanh nghiệp có nền tảng hoạt động tốt. Vì vậy thị trường môi giới bất động sản được định hình lại và thị phần được chia lại giữa các công ty có thể duy trì hoạt động kinh doanh và nhờ đó các công ty này có nhiều động lực để tăng trưởng. Đối với DXS nhờ có các nguồn lực hỗ trợ từ công ty mẹ (DXG) đã giúp DXS vững vàng trong cuộc chiến cạnh tranh thị phần trong giai đoạn thị trường suy thoái. Các công ty hoạt động lĩnh vực môi giới bất động sản gặp nhiều khó khăn hơn vì không có các lợi thế cạnh tranh riêng biệt dẫn đến khi thị trường gặp các khó khăn dễ dẫn tới suy kiệt.

DXS với bề dày kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực môi giới bất động sản đã phân phối tổng cộng hơn 140,000 căn hộ từ hơn 500 dự án bất động sản của hơn 200 chủ đầu tư tại khắp các tỉnh thành trên Việt Nam, với đội ngũ nhân viên 7,000 người, mạng lưới lên tới 100,000 cộng sự và cơ sở dữ liệu khách hàng của 7.5 triệu khách hàng. Lợi thế của mạng lưới môi giới trải dài khắp cả nước giúp DXS trở thành công ty môi giới bất động sản duy nhất có phạm vi phủ sóng rộng khắp và năng lực phân phối hầu hết các dự án tại Việt Nam, cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện.

Doanh thu của các công ty môi giới bất động sản niêm yết (tỷ VND)



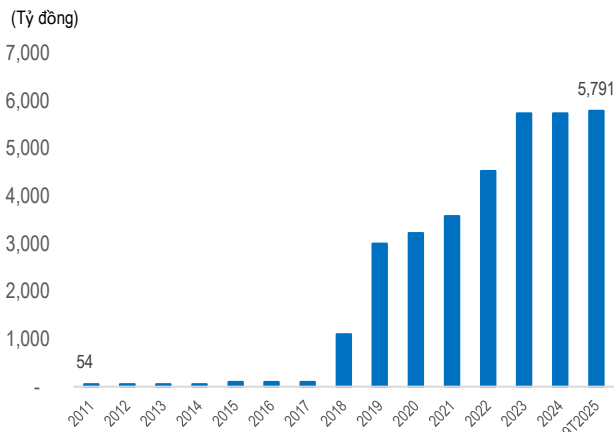
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển của DXS

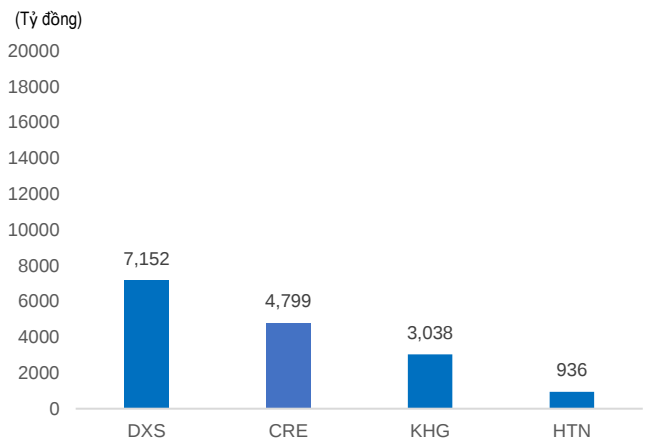
Được thành lập vào năm 2011 với hoạt động trong lĩnh vực môi giới BĐS, cũng chính là công ty môi giới cho công ty mẹ Tập đoàn Đất Xanh (DXG), DXS đã trở thành công ty môi giới bất động sản sơ cấp chiếm thị phần lớn nhất Việt Nam với thị phần môi giới sơ cấp được công ty ước tính đạt 33% (tính đến cuối 2024), gấp đôi so với đối thủ đứng thứ 2 (theo Savills). Tính đến cuối năm 2024, thị phần môi giới của DXS có thể đã tăng thêm khi thị trường BĐS vừa trải qua một giai đoạn suy thoái lớn trong hai năm siết chặt của thị trường 2022-2023. Thị phần môi giới sơ cấp của DXS ở các khu vực bao gồm miền Bắc đạt 60%, miền Trung đạt 40%, miền Nam đạt 15% và miền Tây đạt 70%. Về trung và dài hạn, thị trường sẽ được hỗ trợ bởi nhiều các yếu tố tích cực như tâm lý thị trường chung lạc quan, nền lãi suất được duy trì, nguồn cung sản phẩm sơ cấp trên thị trường được cải thiện và các luật bất động sản điều chỉnh đã có hiệu lực. Do đó, chúng tôi tin rằng lợi nhuận của DXS đang trong giai đoạn phục hồi tốt nhờ vị thế của DXS được củng cố.

Quy mô vốn chủ tăng gần 124 lần so với ngày niêm yết



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

VCSH của một số DN môi giới bất động sản niêm yết

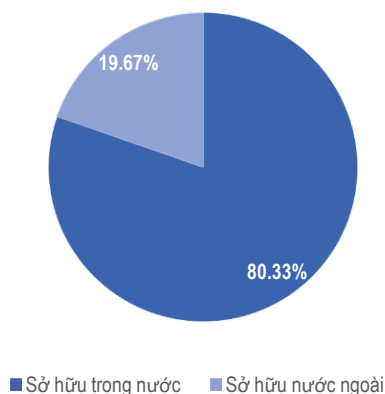


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Cơ cấu cổ đông

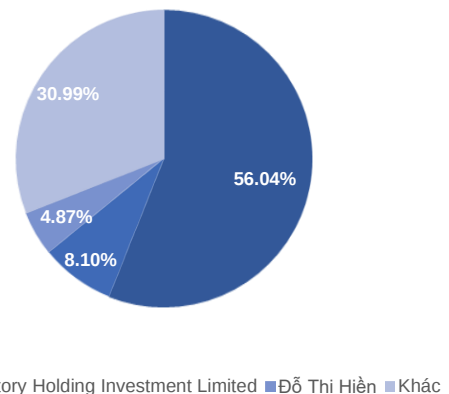
Ở góc độ tổ chức, tỷ lệ sở hữu của cổ đông ngoại tại DXS ở mức 19.7%, cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành như CRE (4.0%) và KHG (1.5%). Hiện tại, công ty mẹ Tập đoàn Đất Xanh – là cổ đông nắm tỷ trọng cổ phiếu cao nhất (56.0%), tiếp đến là các quỹ đầu tư nước ngoài và các trong nước.

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 1/11/2025



■ Sở hữu trong nước ■ Sở hữu nước ngoài

Tỷ lệ sở hữu ngày 1/11/2025



■ DXG và BLD ■ Victory Holding Investment Limited ■ Đỗ Thị Hiền ■ Khác

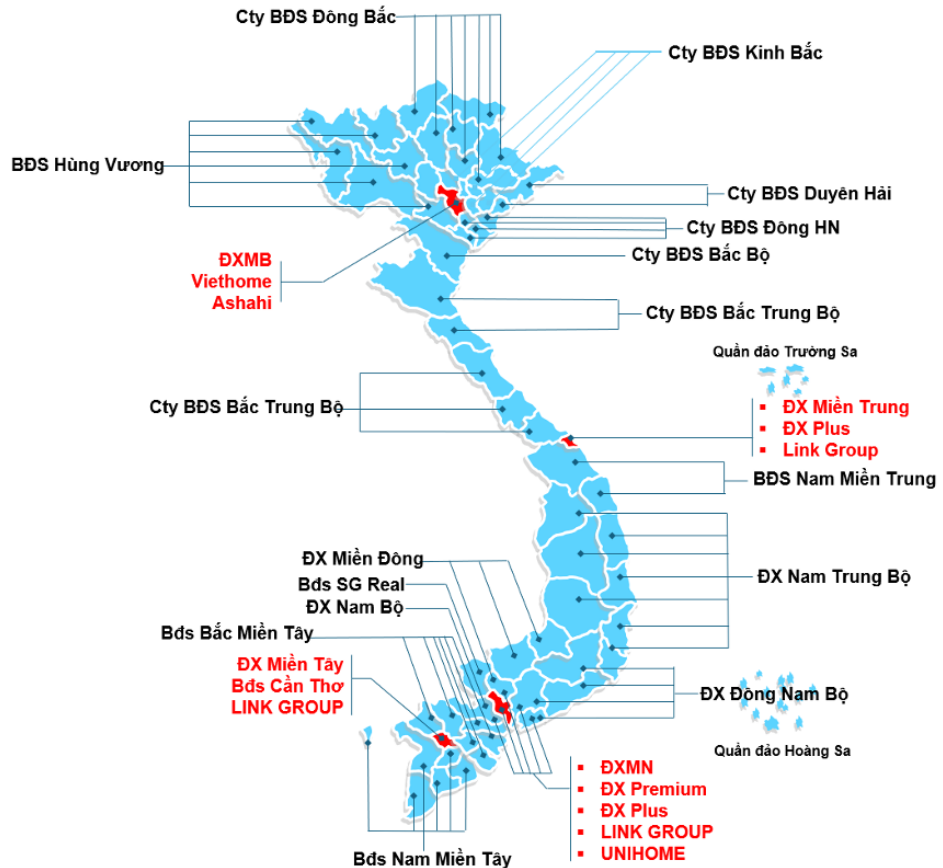
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Cấu trúc hoạt động và mô hình kinh doanh

DXS là công ty hoạt động trong lĩnh vực môi giới bất động sản của DXG và hiện đang sở hữu và quản lý hàng loạt công ty con môi giới tại nhiều địa phương. DXS đã xây dựng được cơ sở dữ liệu với hơn 7.5 triệu khách hàng và bán tổng cộng hơn 130,000 sản phẩm kể từ năm 2007. Vào tháng 4 năm 2021, DXS đã niêm yết thành công trên HSX 71,6 triệu cổ phiếu (35.8 triệu cổ phiếu từ các cổ đông hiện hữu và 35.7 triệu cổ phiếu mới) với giá 32,000 đồng/cổ phiếu.

Hệ thống môi giới trải dài khắp các tỉnh thành Việt Nam



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

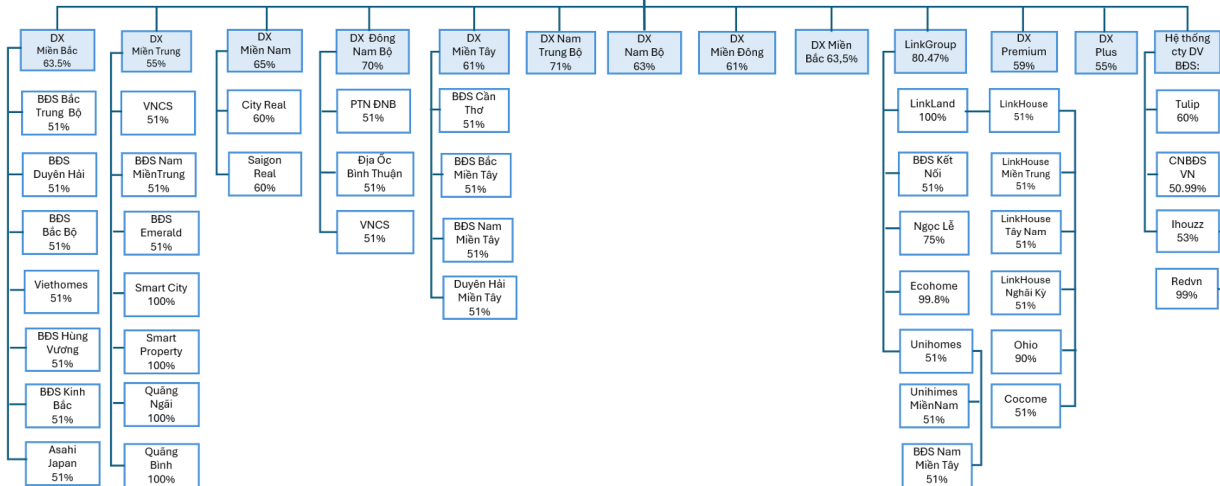
3.1 Chuỗi giá trị toàn diện được xây dựng dựa trên hệ sinh thái hoàn thiện giúp DXS đạt được suất sinh lợi ấn tượng với rủi ro phù hợp

So với môi giới truyền thống (mức hoa hồng thường ở mức 3-5%), môi giới toàn diện có mức hoa hồng cao hơn (10%-15%) nhưng với rủi ro cao hơn. DXS ngoài chiến lược thực hiện môi giới truyền thống, DXG còn cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện so với bán các sản phẩm đã xây xong của các DN đối tác bất động sản một cách thông thường. DXS sẽ hợp tác với các DN phát triển BĐS ngay từ bước đầu của quá trình phát triển dự án. DXS tham gia phát triển dự án BĐS ngay từ đầu của quá trình phát triển dự án thông qua việc cung cấp dịch vụ tư vấn chiến lược định giá, tối ưu hóa các giai đoạn phát triển dự án, pháp lý và thậm chí là cách bán hàng và tiếp thị. Các dịch vụ cụ thể được cung cấp rất linh hoạt qua đàm phán giữa DXS và DN phát triển BĐS (hoặc các cá nhân sở hữu quỹ đất). Nhờ đó, DXS có thể nhận được quyền phân phối độc quyền dự án. Chiến lược này giúp giảm thiểu rủi ro về hàng tồn kho không bán được, đẩy nhanh việc bán hàng và thiết lập mối quan hệ thuận lợi với DN phát triển BĐS cho các quan hệ đối tác trong tương lai.

Trong một số trường hợp, DXS có thể sẽ cam kết đảm bảo về khả năng bán hàng và phải chịu một phần rủi ro vì DXS cần phải ký cược một khoản vốn để cùng phát triển dự án (khoảng 10-20% giá trị dự án phát triển) với các

DN phát triển BDS. Nhờ đó DXS có thể thiết lập giá bán cam kết với DN hợp tác và hưởng khoản chênh lệch giữa giá bán buôn với giá bán cuối cùng cho khách hàng.

Mạng lưới kinh doanh hơn 60 công ty môi giới BDS và các công ty công nghệ hỗ trợ phát triển kinh doanh, DXS ngày càng trở nên vững vàng trong cuộc đua tăng thị phần.



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3.2 Kinh nghiệm tư vấn, phát triển và phân phối các dự án ngay từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án giúp DXS giảm rủi ro môi giới

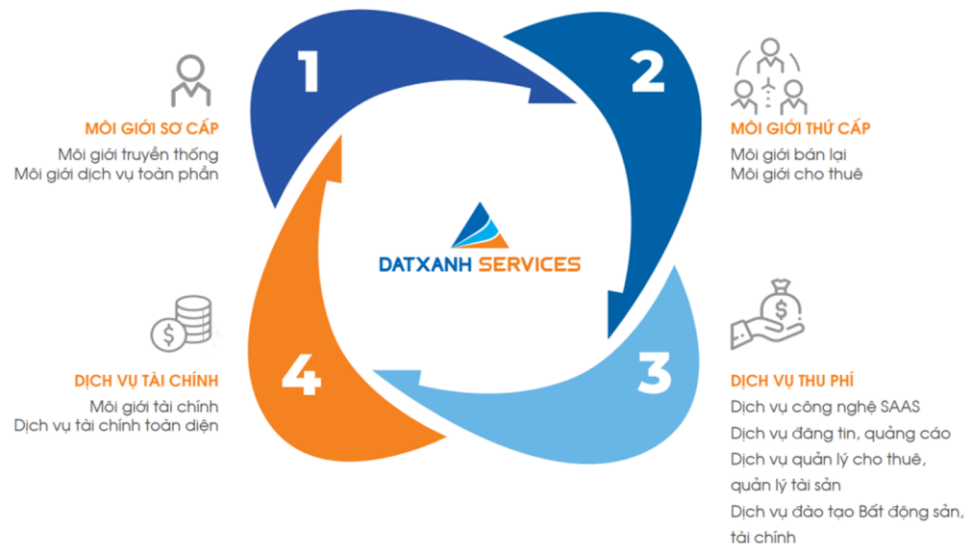
Hoạt động kinh doanh của DXS khác biệt so với các công ty môi giới truyền thống khi các công ty khác chủ yếu phân phối cho các sản phẩm đã hoàn thiện xây dựng của các DN phát triển BDS. DXS hợp tác với các DN phát triển BDS và chủ sở hữu các quỹ đất ngay từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án. DXS tận dụng kinh nghiệm phát triển dự án của công ty mẹ (DXG) với vai trò cố vấn trong suốt quá trình phát triển dự án và thiết kế sản phẩm đến chiến lược định giá và quảng bá sản phẩm trước khi mở bán và đưa sản phẩm đến khách hàng. Đổi lại, DXS có được quyền phân phối độc quyền cho các dự án. Cách tiếp cận này mang lại lợi ích cho tất cả các bên khi các DN phát triển BDS giảm được rủi ro không bán được hàng và DXS được quyền phân phối dự án. Nhờ đó DXS có thể xây dựng mối quan hệ chặt chẽ cho sự hợp tác trong tương lai và nhận được mức hoa hồng hấp dẫn. Trong một số dự án cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện, DXS nhận được quyền phân phối độc quyền cho toàn bộ dự án hoặc các tòa nhà cụ thể trong toàn bộ dự án, nhờ đó giảm được vấn đề bán hàng trùng lặp có thể xảy ra khi nhiều công ty môi giới cùng tham gia để bán một sản phẩm. Cách tiếp cận tập trung này cũng cho phép DXS toàn quyền được quyết định về chiến lược thiết lập giá và bán hàng ở các dự án, qua đó tối đa hóa được lợi nhuận thông qua việc hưởng chênh lệch giá.

3.3 Năng lực cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện giúp củng cố vị thế của DXS

Là DN môi giới BDS hàng đầu tại Việt Nam, DXS củng cố vị thế hàng đầu của mình trên thị trường môi giới bất động sản sơ cấp thông qua dịch vụ toàn diện. Chiến lược cung cấp dịch vụ toàn diện này dựa trên sự hiểu biết về thị trường địa phương, doanh nghiệp tạo được niềm tin cho khách hàng và năng lực tài chính tốt và nguồn lực nhân sự vững chắc. Trong lĩnh vực môi giới sơ cấp, DXS và Cenland (CRE) là những doanh nghiệp hàng đầu cung cấp các dịch vụ môi giới cho các DN phát triển BDS và chủ sở hữu quỹ đất (tính đến cuối 2024, CRE nắm giữ khoảng 15% thị phần môi giới sơ cấp và DXS nắm hơn 33% thị phần). Với vị thế vững chắc của DXS, chúng tôi tin rằng DXS đang có cơ hội tốt để tiếp tục phát triển các dịch vụ của doanh nghiệp và tận dụng các cơ hội lớn trên thị trường khi nhu cầu nhà ở trên thị trường vẫn đang rất lớn.

Sau chu kỳ thanh lọc thị trường kéo dài 4 năm từ năm 2020 đến 2023, chỉ còn khoảng 20%-30% các công ty môi giới bất động sản trụ lại, và đây cũng là những doanh nghiệp môi giới có nền tảng vững chắc và hưởng lợi từ sự phát triển minh bạch, hiệu quả, ổn định và bền vững của ngành. Trong năm 2024, thị trường thể hiện sự hồi phục đặc biệt tại khu vực Hà Nội với nguồn cung dồi dào và nhu cầu lớn của người mua nhà. Sự hồi phục đã duy trì tích cực trong 2025 khi thị trường đang bước vào chu kỳ phát triển mới với hàng loạt yếu tố hỗ trợ từ chính sách vĩ mô. Cũng qua giai đoạn khó khăn của thị trường, DXS đã tái cấu trúc hệ thống mạnh mẽ, triển khai rà soát và tinh gọn bộ máy hoạt động của tổ chức. Là một phần của chiến lược này, DXS đã đóng cửa và giải thể các đơn vị kinh doanh kém hiệu quả, gồm các công ty con, chi nhánh của văn phòng đại diện các khu vực có nhu cầu thấp và không quan trọng về mặt chiến lược cạnh tranh để mở rộng thị trường. Nhờ đó giúp tối ưu hóa các nguồn lực tập trung vào các đơn vị kinh doanh có hiệu quả cao phù hợp với định hướng của công ty, giúp chi phí quản lý doanh nghiệp đã giảm hơn 1 nửa từ hơn 600 tỷ trong năm 2021-2022 xuống còn dưới 300 tỷ trong năm 2023-2025.

Cấu trúc hoạt động DXS

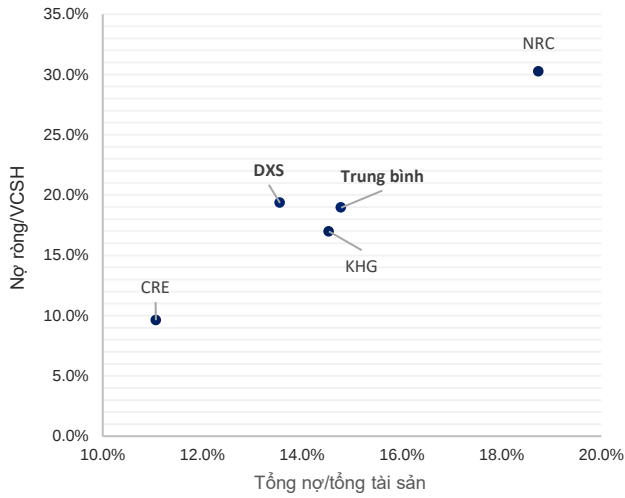


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

4 Phân tích cấu trúc tài chính

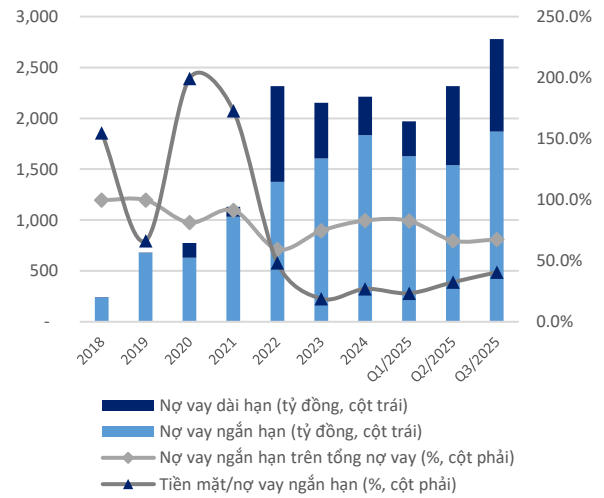
Cơ cấu nguồn vốn cho hoạt động môi giới bất động sản và phát triển dự án của DXS duy trì ổn định trong các năm gần đây, phù hợp với định hướng phát triển mang chủ đầu tư dự án bất động sản của DXS. Nhằm nắm bắt cơ hội tăng trưởng trong thị trường bất động sản nhà ở, DXS đã tăng nợ vay kể từ năm 2018 để tài trợ cho các khoản tiền ký quỹ để phát triển dự án với các đối tác nhằm cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện và DXS cũng đã phát triển các quỹ đất riêng. DXS đã tham gia sớm vào giai đoạn phát triển dự án đã dẫn đến nhu cầu vốn lớn, qua đó cấu trúc tài chính của DXS sử dụng nhiều đòn bẩy hơn. Bên cạnh đó, DXS vẫn sẽ thúc đẩy mảng môi giới toàn diện trong giai đoạn các luật bất động sản điều chỉnh thẩm thấu vào thị trường và các thông tư, nghị định được ban hành để hướng dẫn và tháo gỡ các nút thắt nguồn cung trên thị trường. Điều này sẽ làm giảm các vấn đề pháp lý kéo dài do sự chông chéo giữa các luật bất động sản cũ và các quy định của các cơ quan chức năng, có thể ảnh hưởng đến tiến độ pháp lý của các dự án. Do đó với tiềm năng mang lại thu nhập tốt DXS sẽ tiếp tục phát triển hoạt động môi giới truyền thống và mảng môi giới toàn diện.

Tính đến cuối Q3/2025 các chỉ số tài chính của DXS vẫn duy trì tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành.



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

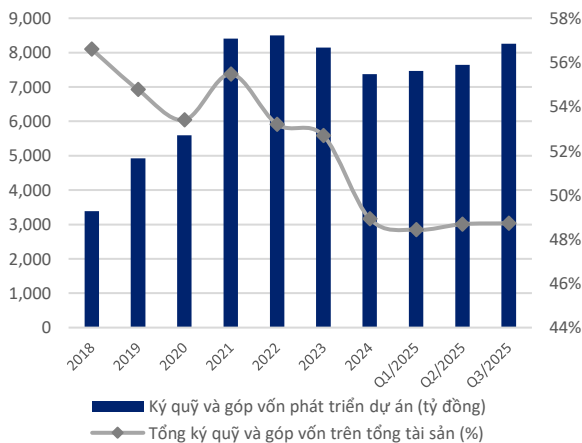
Đòn bẩy tài chính của DXS tăng qua các năm do nhu cầu mở rộng hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

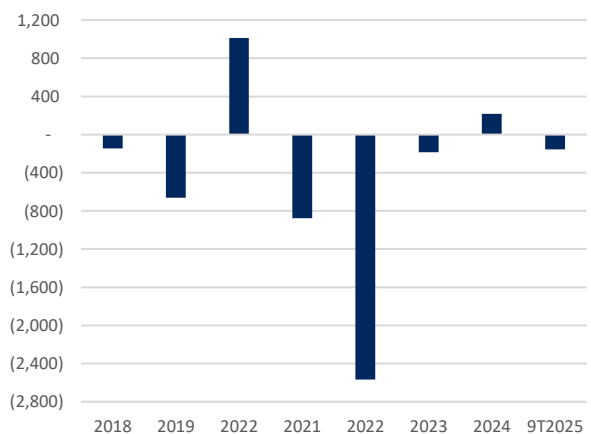
Với nhu cầu nhà ở lớn của người mua nhà và chiến lược mở rộng kinh doanh với biên lợi nhuận hấp dẫn, ngoài hợp tác môi giới phân phối BĐS cho các doanh nghiệp phát triển BĐS, DXS còn thực hiện phát triển các dự án BĐS trong đó có dự án Cara River Park (Cần Thơ), Regal Legend (Quảng Bình), Regal Maison (Phú Yên), Regal Victoria (Quảng Nam) ... Vì vậy dòng tiền hoạt động kinh doanh của DXS âm từ giai đoạn 2018 tới hiện tại, nhưng đã có sự cải thiện hơn nhờ hoạt động kinh doanh khởi sắc. Tuy nhiên, nhờ chiến lược tham gia tư vấn và góp vốn cùng các doanh nghiệp phát triển dự án BĐS đã mang lại cho DXS biên lợi nhuận hấp dẫn. Trong trung và dài hạn khi thị trường BĐS còn nhiều dư địa tăng trưởng do nhu cầu nhà ở lớn, DXS sẽ tiếp tục tham gia cùng các doanh nghiệp BĐS để cùng hợp tác làm dự án. Đồng thời DXS có thể tận dụng được thế mạnh phát triển BĐS với nhiều năm kinh nghiệm hoạt động trên thị trường của công ty mẹ DXG để giảm thiểu các rủi ro khi cùng góp vốn vào phát triển dự án BĐS.

Hoạt động góp vốn và ký quỹ để phát triển dự án được duy trì



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dòng tiền HDKD có sự cải thiện trong các năm gần đây (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

1. DXS là doanh nghiệp môi giới bất động sản hàng đầu tại Việt Nam.

DXS là doanh nghiệp môi giới hàng đầu tại Việt Nam với hệ thống môi giới và phân phối BĐS trải dài khắp cả nước với thị phần môi giới sơ cấp tính đến cuối 2024 đạt 33% (theo Savills). Với năng lực môi giới BĐS toàn diện và uy tín được xây dựng, DXS nhận được nhiều cơ hội độc quyền phân phối các dự án BĐS lớn cho các chủ đầu tư lớn tại Việt Nam. Đồng thời, DXS nắm giữ lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ nhờ chiến lược hợp tác với các DN môi giới BĐS với nhiều kinh nghiệm tại các địa phương. Bằng cách chủ động hợp tác với các DN môi giới địa phương để vận hành các công ty con, DXS đã xây dựng được mạng lưới phân phối dịch vụ toàn diện trên toàn quốc với sự am hiểu về khách hàng ngay từ giai đoạn đầu của dự án. Điều này giúp DXS đạt được quyền môi giới các dự án biên lợi nhuận cao với mức phí môi giới từ 3-5% cho các dự án môi giới truyền thống và có thể hưởng tới 10%-15% cho các dự án cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện ngay từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án.

Hiện tại, số lượng công ty con và công ty liên kết của DXS đã đạt hơn 60 công ty ở trên toàn quốc. Với điều kiện thị trường hồi phục thuận lợi, nhằm nhắm tới mục tiêu thực hiện hóa tăng trưởng và nắm bắt đà hồi phục, tăng trưởng của thị trường trong giai đoạn tới DXS đang thực hiện kế hoạch tuyển dụng 300 nhân viên Quản lý Kinh doanh và 3,000 Chuyên viên kinh doanh để mở rộng thị phần.

Một số dự án nổi bật mà hệ thống Dat Xanh Services đang tham gia tư vấn phát triển dự án và phân phối như: The Privé, Lumiere Midtown, Eco Retreat, Waterpoint, Vinhomes Green City, The Gió Riverside, Lan Anh Avenue, Lapura, TT AVIO, The Infinity, Stown Gateway, Happy One Sora, Bcons Uni Valley, Fresia Riverside, Tecco Elite City, Tiềm Hải Center City, Regal Legend, Regal Residence Đồng Hới, Peninsula Da Nang, Vista Residence Da Nang, Solera Quy Nhơn, Cara River Park, Stella Icon, Nam Long II Central Lake, Sophia Center Phú Cường, ...

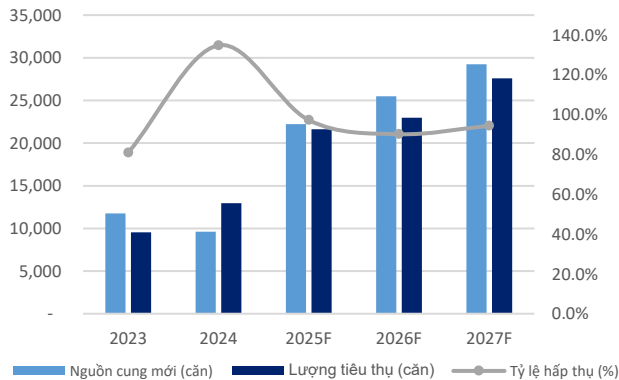
2. Sự hồi phục lượng giao dịch thị trường bất động sản cùng với sự ủng hộ của bối cảnh vĩ mô

Sự thuận lợi của các chính sách vĩ mô đóng vai trò quan trọng hỗ trợ sự hồi phục và tăng trưởng của thị trường bất động sản cho giai đoạn trung và dài hạn. Các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực BĐS được hưởng lợi từ điều kiện thị trường thuận lợi, trong đó có doanh nghiệp môi giới BĐS như DXS. Với mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở mức hấp dẫn trong các năm trở lại đây giúp đà phục hồi của thị trường trở nên vững chắc nhờ nhu cầu lớn của người mua nhà và nhu cầu nguồn vốn phát triển dự án của các doanh nghiệp phát triển bất động sản. Đồng thời chiến lược thúc đẩy phát triển kinh tế, đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và phát triển hạ tầng trên toàn quốc không những giúp việc kết nối giao thông giữa các dự án đến các khu vực trung tâm trở nên thuận lợi mà còn giúp tâm lý thị trường cải thiện.

Các luật BĐS điều chỉnh được ban hành và các cơ chế tháo gỡ cho các dự án bị ách tắc pháp lý sẽ giúp cải thiện nguồn cung từ đó làm tăng nguồn cung ra thị trường, điều đó có lợi cho triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp môi giới bất động sản như DXS. Nổi bật, nghị quyết số 171/2024/QH15 của Quốc hội về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất có hiệu lực từ ngày 1/4/2025 đã thể hiện được tác động tới nguồn cung toàn thị trường. Trong đầu Q4/2025 vừa qua, TP.HCM đã chấp thuận cho doanh nghiệp BĐS được thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại tại 54 khu đất của 54 doanh nghiệp bất động sản, với tổng diện tích hơn 6.5 triệu m2 mang lại nguồn cung nhà ở lớn cho thị trường BĐS trong giai đoạn tới.

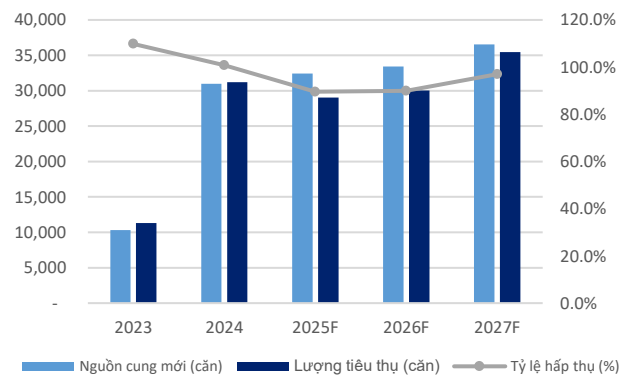
Đồng thời các luật bất động sản điều chỉnh và sự quyết liệt của các cơ quan chức năng trong việc tháo gỡ nguồn cung toàn thị trường kỳ vọng sẽ giải quyết sự chồng chéo giữa các luật và quy định của các cơ quan chức năng, từ đó tháo gỡ các nút thắt pháp lý và giúp rút ngắn thời gian hoàn thành pháp lý của dự án qua đó sẽ giúp cải thiện nguồn cung toàn thị trường.

Dự phóng nguồn cung và hấp thụ của thị trường TP.HCM (căn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng nguồn cung và hấp thụ của thị trường Hà Nội (căn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Năm 2025-2026, dự báo lượng căn hộ sơ cấp tiếp tục phục hồi tại hai thị trường lớn là TP.HCM và Hà Nội nhờ các biện pháp tháo gỡ của cơ quan quản lý. Theo đó, nguồn cung sơ cấp trong năm 2025 của cả hai thị trường dự kiến đạt 55,000 căn (+35.0% YoY). Chúng tôi kì vọng sự gia tăng của nguồn cung sẽ kèm theo sự gia tăng của số lượng giao dịch từ đó có lợi cho các doanh nghiệp môi giới BĐS như là DXS. Tuy nhiên, giá bất động sản đã tăng mạnh trong giai đoạn 2024-2025 ở cả thị trường TP.HCM và Hà Nội nhờ chính sách vĩ mô hỗ trợ và nhu cầu nhà ở cao. Chúng tôi đánh giá dư địa tăng giá mạnh sẽ không còn mạnh mẽ như giai đoạn trước, giá BĐS sẽ duy trì ở mặt bằng giá cao và ổn định hơn so với giai đoạn trước. Tuy nhiên nhờ nhu cầu cao của người mua nhà, chúng tôi tin rằng thị trường tiếp tục duy trì tỷ lệ hấp thụ tốt cho các dự án mở bán trong giai đoạn tới.

3. Công ty mẹ (DXG) mở bán hàng loạt dự án sẽ mang lại nguồn doanh thu lớn cho DXS

Sau khi mở bán trở lại The Privé, DXG sẽ tái khởi động các dự án Gem Sky World dự kiến sẽ cung cấp khoảng 5,000 sản phẩm ra thị trường. DXS được kỳ vọng sẽ là đơn vị phân phối chính cho cả hai dự án, mang lại nguồn doanh thu môi giới đáng kể cho DXS trong giai đoạn 2025-28. Ngoài ra, DXG còn có kế hoạch phát triển nhiều dự án khác tại các tỉnh lân cận TP.HCM, tạo lợi thế lớn cho DXS. Các dự án căn hộ trung cấp tập trung chủ yếu tại tỉnh Bình Dương cũ để triển khai trong các giai đoạn tới, giúp củng cố thêm danh mục dự án phân phối cho công ty mẹ của DXS. Các dự án trong kế hoạch triển khai của DXG bao gồm dự án Opal Luxury (3,400 căn, 8.6 hecta), DXH Park View (6,800 căn, 5.1 hecta), DXH Park City (6,900 căn, 10.5 hecta), và Opal City View (1,583 căn, 1.0 hecta). Trong quý 3/2025, DXG vừa nhận phê duyệt chủ trương đầu tư dự án ven sông Sài Gòn. Dự án này có tổng vốn đầu tư dự kiến 7,000 tỷ đồng, được phát triển trên khu đất rộng khoảng 23,000 m² với quy mô 6 block cao 40 tầng, dự kiến cung ứng ra thị trường khoảng 3,000 căn hộ.

Kế hoạch phát triển các dự án bất động sản của DXG

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích đất (ha)	Số lượng sản phẩm	Kế hoạch phát triển					
					2024	2025	2026	2027	2028	2029 trở đi
Gem Sky World	phường Long Thành, Đồng Nai	Khu đô thị	92.2	4,022						
The Privé	phường An Phú, TP.HCM	Căn hộ	6.7	3,200						
Opal Luxury	phường Dĩ An, TP.HCM	Căn hộ	8.6	3,400						
DXG Park View	phường Thuận An, TP.HCM	Căn hộ	5.1	6,800						
DXG Park City	phường Thuận An, TP.HCM	Căn hộ	10.5	6,900						
Opal City View	phường Thủ Dầu Một, TP.HCM	Căn hộ	1	1,583						
DXH Premium	phường Hiệp Bình Chánh, TP.HCM	Căn hộ	6.7	2,600						
Dự án ven sông Sài Gòn	TP.HCM	Căn hộ	2.3	3,000						

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật KQKD 9T/2025 và dự phóng năm 2025-2026

	9T/2025 (Tỷ đồng)	% YoY	2025F (Tỷ đồng)	% YoY	2026F (Tỷ đồng)	% YoY
Doanh thu thuần	2,342	28.8%	3,782	55.1%	4,302	13.8%
Môi giới BĐS	1,424	68.9%	2,404	86.7%	2,788	16.0%
Bán BĐS	715	-9.0%	1,050	3.7%	1,141	8.7%
Khác	203	7.2%	328	23.7%	373	13.7%
Lợi nhuận gộp	1,257	59.7%	1,922	63.2%	2,229	16.0%
Biên lợi nhuận gộp (%)	53.7%		50.8%		51.8%	
<i>Chi phí bán hàng</i>	478	55.4%	582	31.3%	662	13.8%
<i>Chi phí quản lý doanh nghiệp</i>	188	21.9%	355	22.5%	404	13.6%
Lợi nhuận từ HĐKD	538	121.2%	985	121.5%	1,163	18.1%
Doanh thu tài chính	15	-11.0%	33	5.0%	35	5.0%
Chi phí tài chính	-68	-8.1%	-115	11.7%	-116	1.3%
Thu nhập/(lỗ) khác	41	N/A	13	-24.2%	25	92.3%
Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK	0	-98.4%	-9	N/A	-4	N/A
Lợi nhuận trước thuế	579	141.0%	894	137.9%	1,078	20.6%
LNST	458	150.6%	672	130.9%	811	19.9%
LNST của công ty mẹ	334	220.4%	404	187.1%	519	28.6%

Đà tăng trưởng mạnh của DXS trong 9 tháng đầu năm chủ yếu được đóng góp bởi mảng môi giới bất động sản khi giao dịch toàn thị trường sôi động trở lại sau giai đoạn khó khăn 2022-2023. Tổng doanh thu 9T/2025 tăng 28.8% YoY đạt 2,342 tỷ đồng (hoàn thành 61.9% dự phóng doanh thu 2025 của chúng tôi). Trong đó, mảng môi giới BĐS đóng góp hơn 60% vào tổng doanh thu đạt 1,424 tỷ đồng (+68.9% YoY). Mảng bán BĐS có sự sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ, doanh thu 9T/2025 mảng BĐS đạt 715 tỷ đồng (-9% YoY).

Lũy kế 9T/2025, lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 334 tỷ đồng (+220.4% YoY) hoàn thành 82.7% dự phóng lợi nhuận của chúng tôi. Nhờ biên lợi nhuận được cải thiện sau giai đoạn khó khăn của thị trường, biên lợi nhuận gộp tăng từ 43.3% trong 9T/2024 lên 53.7% trong 9T/2025, biên lợi nhuận sau thuế của DXS cũng có sự mở rộng từ 10.1% trong 9T/2024 lên 19.6% trong 9T/2025.

Chúng tôi dự phóng doanh thu của DXS lần lượt tăng trưởng 55.1%/13.8% trong giai đoạn 2025-2026. Và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ lần lượt tăng trưởng 187.1%/28.6% trong giai đoạn 2025-2026 nhờ hưởng lợi từ đà phục hồi của thị trường với sự hỗ trợ của chính sách vĩ mô kích thích nhu cầu của người mua nhà và nhu cầu phát triển dự án của các chủ đầu tư bất động sản.

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 12,500 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu ở mức 12,500 đồng tương ứng với mức tăng 23.8% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn trung và dài hạn, DXS xứng đáng đầu tư với những lý do sau:

- 1) DXS là doanh nghiệp môi giới bất động sản hàng đầu tại Việt Nam;
- 2) Sự hồi phục lượng giao dịch thị trường bất động sản cùng với sự ủng hộ của bối cảnh vĩ mô;
- 3) Công ty mẹ (DXG) mở bán các dự án sẽ mang lại nguồn doanh thu môi giới lớn cho DXS.

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF 5 năm để định giá DXS, mức giá mục tiêu là 12,500 đồng/cổ phiếu tương đương với tiềm năng tăng giá 23.8%. Chúng tôi áp dụng giả định WACC là 15.5%, với lãi suất phi rủi ro (rf) là 4.0% (lãi suất trái phiếu 10 năm của Chính phủ Việt Nam) và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8.66%.

Mô hình định giá DCF của DXS

	2025	2026	2027	2028	2029
Lợi nhuận sau thuế	404	519	586	644	738
Cộng: Chi phí khấu hao	50	52	53	55	56
Cộng: Lãi vay * (1-thuế suất)	164	172	175	171	170
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	931	657	671	959	900
Trừ: Chi tiêu vốn	-36	3	-96	-71	-9
Dòng tiền tự do (DTTD)	1,513	1,404	1,389	1,758	1,855
Giá trị hiện tại của DTTD	1,301	1,038	883	961	872
Tổng GTHT của DTTD	5,055				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá	Tỷ VND
Giá trị hiện tại của DTTD	5,055
Giá trị hiện tại của DTTD năm cuối mô hình (g = 2.5%)	6,867
Tổng giá trị hiện tại	11,921
Cộng: Tiền và tương đương tiền	381
Trừ: Nợ	1,970
Trừ: Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,308
Giá trị VSH	8,024
Số lượng CPĐLH (triệu cổ phiếu)	579
Chiết khấu	10%
Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	12,500

So sánh với các doanh nghiệp lĩnh vực môi giới BĐS nhà ở

Công ty	Doanh thu 9T2025 tỷ VND	YoY %	LN ròng công ty mẹ 9T2025 tỷ VND	YoY %	ROE TTM %	P/E TTM lần	P/B hiện tại lần
BĐS Thế Kỳ	858.4	(27.4)	65.6	113.6	1.3	56.8	0.76
Khải Hoàn Land	382.4	95.2	54.1	23.8	1.2	56.7	0.70
Danh Khôi	124.8	3,147.9	25.1	(254.2)	(9.5)	(6.1)	0.56
Dịch vụ BĐS Đất Xanh	2,341.7	55.0	333.8	220.4	6.0	15.8	0.92

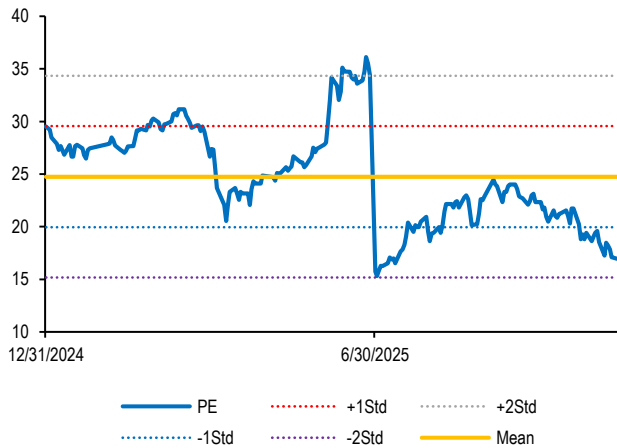
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Độ nhạy định giá DXS

		Tăng trưởng dài hạn				
Chi phí VCSH		2.0%	2.3%	2.5%	2.8%	3.0%
	15.0%	12,900	13,300	13,600	13,900	14,300
	16.5%	12,300	12,700	13,000	13,300	13,700
	17.5%	11,800	12,200	12,500	12,800	13,200
	19.0%	11,300	11,700	12,000	12,300	12,700
	21.5%	10,700	11,100	11,400	11,700	12,100

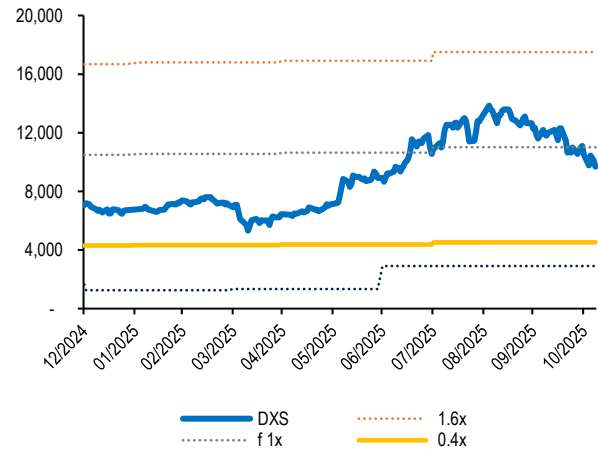
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của DXS



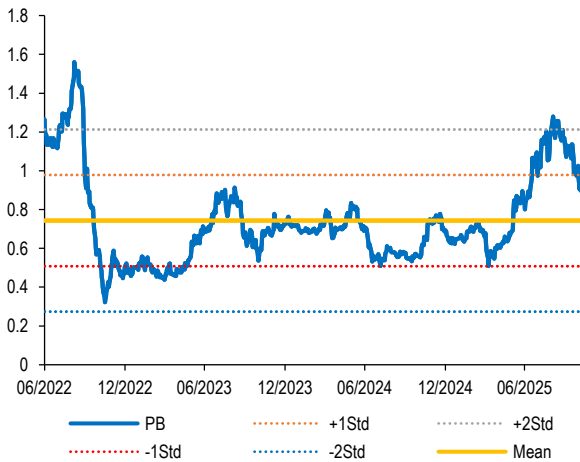
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của DXS



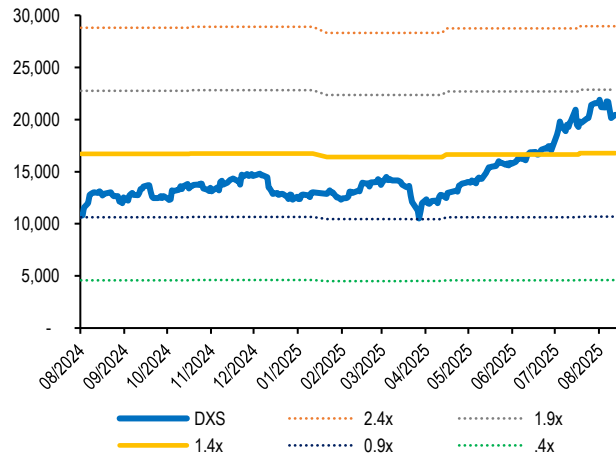
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của DXS



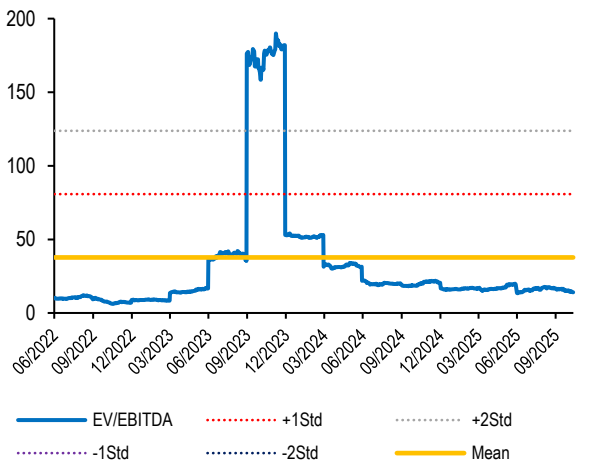
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của DXS



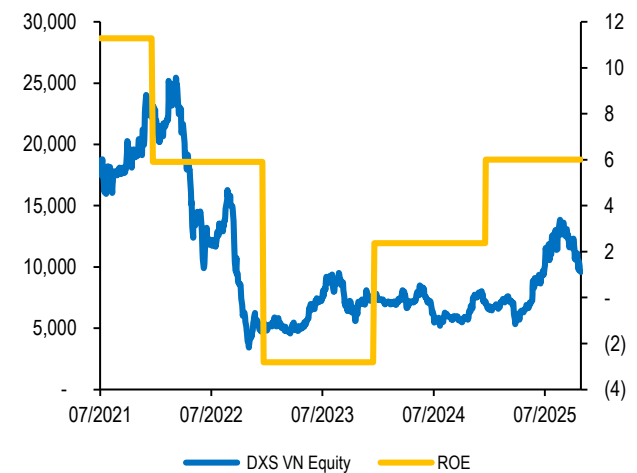
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của DXS



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá và ROE của DXS



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của DXS



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro mất thị phần

Trong những năm gần đây, mảng môi giới toàn diện phải đối mặt với những rủi ro ngày càng tăng do các thủ tục pháp lý đối với các dự án trở nên chặt chẽ hơn. Điều này đã khiến các công ty môi giới BĐS, những công ty ký quỹ một phần vốn của mình để phát triển các dự án BĐS, sẽ phải đối mặt với rủi ro các rủi ro tiềm ẩn. Rủi ro này nằm phần lớn là các thủ tục pháp lý của các dự án kéo dài có thể dẫn đến việc mở bán các dự án bị trì hoãn và do đó ảnh hưởng đến dòng tiền của các công ty. Đồng thời, các công ty môi giới BĐS đang cạnh tranh về phí môi giới, dẫn đến sự phân mảnh thị phần và làm giảm biên lợi nhuận của các công ty. Tuy nhiên, các công ty có khả năng cung cấp dịch vụ môi giới toàn diện từ giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án vẫn sẽ giữ được lợi thế cạnh tranh đáng kể trong việc giành được quyền môi giới cho các dự án.

Trong khi đó, thị trường môi giới thứ cấp có biên lợi nhuận hấp dẫn nhưng cũng có sự cạnh tranh lớn do rào cản gia nhập thấp, và các công ty môi giới BĐS cũng đều đang tập trung vào thị trường môi giới thứ cấp bởi dù phí môi giới không cao bằng thị trường môi giới sơ cấp nhưng rủi ro lại thấp hơn đáng kể. DXS có thể mạnh trong việc hiểu biết văn hóa của các địa phương ngoài các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM (nơi cạnh tranh rất khốc liệt), vì vậy khi dòng vốn đầu tư lan rộng ra các địa phương, DXS sẽ được hưởng lợi từ lợi thế cạnh tranh đặc biệt này.

Rủi ro thanh khoản

Các công ty môi giới bất động sản trong ngành tiếp tục phải đối mặt với nhiều thách thức từ thị trường. Trong đó, áp lực thiếu hụt nguồn cung là một trong những áp lực lớn ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của các công ty hoạt động trong mảng môi giới sơ cấp. Thị trường vừa trải qua một đợt sụt giảm nghiêm trọng với hàng loạt chính sách thắt chặt của nhà nước nhằm kiểm chế tình trạng tăng trưởng nóng của thị trường trong giai đoạn 2021-2022, dẫn đến tình trạng thanh khoản sụt giảm nghiêm trọng ở nhiều phân khúc sản phẩm được cung cấp trên thị trường và nguồn cung mới cũng giảm đáng kể.

Tuy nhiên, sau những tác động tiêu cực nghiêm trọng đến thị trường và nền kinh tế, các cơ quan quản lý đã nhanh chóng đưa ra các chính sách nhằm nới lỏng các hạn chế và kích thích sự phục hồi của thị trường. Điều này bao gồm việc ban hành các luật sửa đổi về bất động sản nhằm giải quyết các nút thắt của thị trường và loại bỏ sự chồng chéo giữa luật cũ và các quy định của cơ quan nhà nước. Tuy nhiên, ngay cả sau khi luật sửa đổi có hiệu lực, vẫn cần có các nghị định và thông tư để hướng dẫn thị trường, dẫn đến nguồn cung sơ cấp mới khó có thể hồi phục mạnh trong ngắn hạn, đặc biệt tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM.

Rủi ro thị trường

Hiện tại, thị trường đang thiếu nguồn cung, đặc biệt là ở phân khúc trung cấp tại các thành phố lớn. Điều này đã dẫn đến sự phục hồi nhanh chóng của thị trường trong những quý gần đây, đặc biệt là đối với các sản phẩm đáp ứng nhu cầu thực tế, nhưng với giá nhà tăng nhanh, vượt khả năng chi trả của người có nhu cầu mua nhà. Do đó, dẫn tới việc người mua nhà đang ngần ngại đưa ra quyết định mua nhà do giá tăng nhanh trong thời gian ngắn. Điều đó dẫn đến số lượng giao dịch của các công ty môi giới bất động sản đang bị ảnh hưởng.

Rủi ro pháp lý

Đối với các công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản nhà ở, cho dù là DN phát triển BĐS hay DN môi giới bất động sản, môi trường pháp lý đóng vai trò quan trọng trong sự thành công. Khi các khía cạnh pháp lý của dự án thuận lợi, các doanh nghiệp có thể đạt được kế hoạch kinh doanh được đề ra. Tuy nhiên, khi các quy trình pháp lý của dự án bị kéo dài do các rào cản thủ tục và các phê duyệt cần thiết, điều này ảnh hưởng đáng kể đến tiến độ dự án và do đó, ảnh hưởng nghiêm trọng đến dòng tiền của doanh nghiệp.

Rủi ro của các doanh nghiệp liên quan

DXS có một mạng lưới hoạt động môi giới rộng khắp cả nước với khoảng 60 công ty con trải dài trên toàn quốc. Công ty nắm giữ quyền kiểm soát đối với các công ty con này, với tỷ lệ sở hữu từ 51% đến 100% cổ phần. Tuy nhiên, do hầu hết các công ty con này được yêu cầu chia sẻ lợi ích vì có thành phần của các cổ đông thiểu số, nên có thể xảy ra nguy cơ phát sinh tranh chấp về chia sẻ lợi ích trong quá trình hoạt động của họ.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	16,602	15,457	15,069	16,768	18,456
Tài sản ngắn hạn	15,673	14,569	14,276	15,862	17,400
Tiền và tương đương tiền	493	207	416	425	584
Đầu tư TC ngắn hạn	171	97	78	97	96
Các khoản phải thu	10,657	9,977	9,221	10,340	11,005
Hàng tồn kho	4,190	4,119	4,391	4,817	5,531
Tài sản ngắn hạn khác	163	169	171	184	184
Tài sản dài hạn	930	889	792	906	1,056
Tài sản cố định	204	199	203	180	233
Chi phí xây dựng cơ bản	117	129	96	96	96
Tài sản dài hạn khác	608	560	493	629	727
Tổng nợ	8,317	7,354	6,752	7,676	8,349
Nợ ngắn hạn	7,350	6,754	6,313	7,088	7,499
Khoản phải trả	4,457	3,850	3,180	3,435	3,962
Người mua trả tiền trước	396	364	398	398	509
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,375	1,606	1,834	1,854	1,504
Khác	1,121	934	900	1,401	1,524
Nợ dài hạn	968	600	439	588	850
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	942	548	378	518	768
Khác	26	52	61	70	82
Vốn chủ sở hữu	8,285	8,103	8,316	9,092	10,108
Vốn góp chủ sở hữu	4,531	5,741	5,791	5,791	5,791
Thặng dư vốn	805	5	5	5	5
Vốn khác	31	31	31	31	31
Lợi nhuận giữ lại	680	90	186	541	1,069
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,239	2,237	2,304	2,725	3,213
*Nợ vay	2,318	2,154	2,212	2,372	2,272
*Nợ ròng (tiền)	1,654	1,851	1,719	1,851	1,592

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	(2,566)	(186)	218	293	630
Lợi nhuận ròng	661	(80)	339	894	1,078
Khấu hao TSCĐ	53	52	49	50	52
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(54)	60	10	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(3,118)	(158)	(86)	(931)	(657)
Thay đổi khác	(107)	(60)	(94)	280	158
Tiền từ HĐ đầu tư	(146)	82	(69)	(36)	3
Thay đổi tài sản cố định	(82)	(21)	(31)	2	(5)
Thay đổi tài sản đầu tư	(194)	73	34	(29)	26
Khác	130	29	(72)	(10)	(18)
Tiền từ HĐ tài chính	1,572	(182)	60	(248)	(474)
Thay đổi vốn cổ phần	339	54	1,868	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	1,582	(165)	(1,808)	160	(100)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(349)	(70)	-	(408)	(374)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(1,140)	(286)	210	9	159
Tổng tiền đầu năm	1,632	493	207	416	425
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	493	207	416	425	584

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4,096	1,997	2,438	3,782	4,302
Tăng trưởng (%)	(5.4)	(51.2)	22.1	55.1	13.8
Giá vốn hàng bán	(1,768)	(1,287)	(1,260)	(1,860)	(2,073)
Lợi nhuận gộp	2,329	710	1,178	1,922	2,229
Biên lợi nhuận gộp (%)	56.9	35.6	48.3	50.8	51.8
Chi phí BH & QLDN	(1,600)	(604)	(733)	(937)	(1,066)
LN từ HĐKD	729	106	445	985	1,163
Tăng trưởng (%)	(42.4)	(85.4)	317.5	121.5	18.1
Biên LN từ HĐKD (%)	17.8	5.3	18.2	26.0	27.0
LN khác					
Thu nhập tài chính	55	48	31	33	35
Chi phí tài chính	(148)	(134)	(103)	(115)	(116)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(125)	(126)	(98)	(115)	(116)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	25	(99)	2	(9)	(4)
LNTT	661	(80)	376	894	1,078
Thuế TNDN	(131)	(81)	(85)	(221)	(267)
LNST	530	(160)	291	672	811
Tăng trưởng (%)	(39.3)	(130.2)	(281.7)	130.9	20.6
Biên lợi nhuận ròng (%)	12.9	(8.0)	11.9	17.8	18.8
LNST cổ đông công ty mẹ	345	(168)	141	404	519
Lợi ích CĐTTS	185	8	107	269	291
LN trước thuế và lãi vay	786	47	474	1,008	1,194
Tăng trưởng (%)	(38.4)	(94.0)	910.6	112.9	18.4
Biên LN (%)	19.2	2.3	19.4	26.7	27.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	839	99	522	1,042	1,220
Tăng trưởng (%)	(36.6)	(88.2)	429.0	99.5	17.1
Biên LN (%)	20.5	4.9	21.4	27.5	28.4

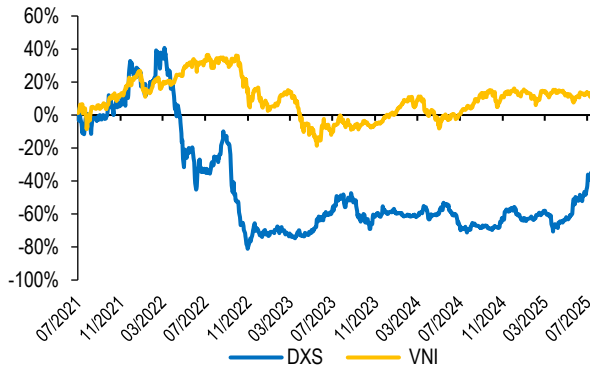
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	760	(293)	243	697	897
BPS (đồng)	13,343	10,218	10,382	10,994	11,906
PER (x)	9.7	N/A	42.8	16.5	12.8
PBR (x)	0.6	0.7	1.0	1.0	1.0
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	20.5	4.9	21.4	27.5	28.4
Biên LN từ HĐKD (%)	17.8	5.3	18.2	26.0	27.0
Biên LNST (%)	12.9	(8.0)	11.9	17.8	18.8
ROA (%)	2.2	(1.0)	0.9	2.5	2.9
ROE (%)	5.9	(2.8)	2.4	6.5	7.8
Khả năng tài chính					
Nợ vay / Vốn chủ sở hữu (%)	28.0	26.6	26.6	26.1	22.5
Nợ vay ròng / EBITDA (%)	197.2	1,874.6	329.1	177.6	130.5
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	9.0	4.5	7.8	7.4	9.1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	6.7	0.8	5.3	9.1	10.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	969	1,178	1,018	649	651
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	638	1,178	1,233	903	911
Số ngày khoản phải thu (ngày)	945	1,885	1,437	944	905

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
10/11/2025 (BC lần đầu)	MUA	12,500	19.8	-4.9/39.7

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Kien Tran

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: DXS VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599