

**MUA – Giá mục tiêu 1 năm: 197.402 đồng/cp**

**Giá hiện tại: 178.000 đồng/cp**

**Nguyễn Thanh Ny Ny**

[nyntn@ssi.com.vn](mailto:nyntn@ssi.com.vn)

+84 8 3824 2897 ext. 2137

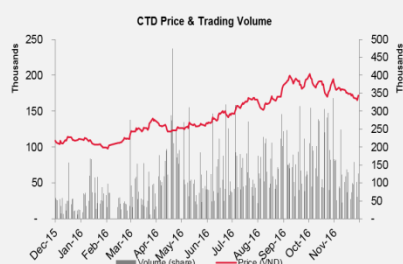
**Ngày 12/12/2016**

**NGÀNH CÔNG NGHIỆP**

## Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	571
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	12.972
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	77
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	207/99,8
KLGD trung bình 3 tháng	152.993
GTGD trung bình 3T (tr USD)	1,24
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	28,19
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	37,47
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

## Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Thông tin cơ bản về công ty

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD: HOSE) là tập đoàn xây dựng hàng đầu tại Việt Nam. CTD trước đây là một bộ phận xây dựng của Bộ Xây dựng Việt Nam. Trong năm 2014, CTD đã được tư nhân với vốn điều lệ 15,2 tỷ đồng, sau 11 năm, CTD đã đạt được tốc độ tăng trưởng ấn tượng 40 lần từ 300 tỷ đồng lên hơn 12.000bn đồng trong năm 2015.

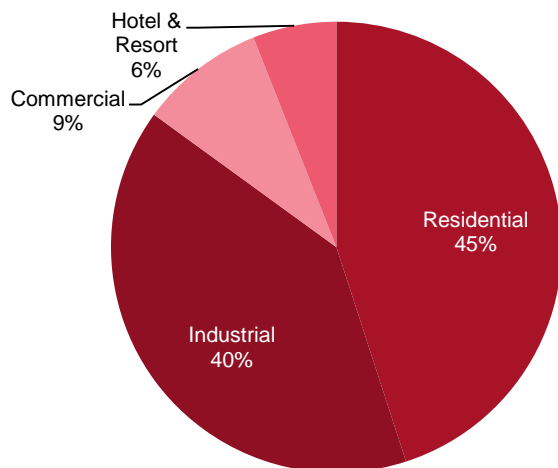
## Triển vọng thuận lợi nhờ đơn hàng chưa thực hiện cao và nỗ lực đa dạng hóa nguồn thu

### Kết quả kinh doanh 9T2015

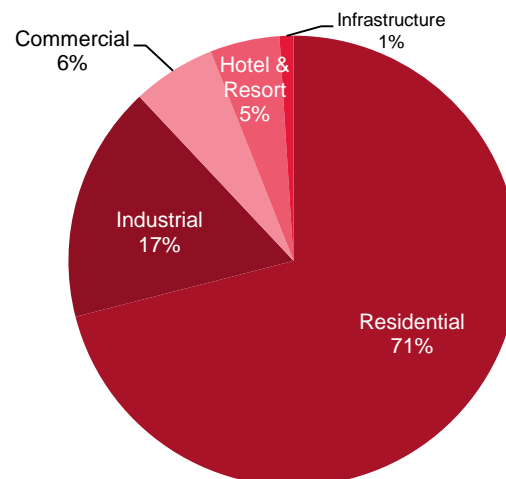
Doanh thu tăng 64,3% so với cùng kỳ năm trước đạt 13.461,7 tỷ đồng, hoàn thành 82% kế hoạch năm 2016. Phân khúc nhà ở tiếp tục là nguồn tăng trưởng doanh thu chính trong khi phân khúc khu công nghiệp đứng thứ 2, tiếp đến là Trung tâm thương mại, Khách sạn & Resort và cơ sở hạ tầng. Trong 9T2016, CTD ghi nhận doanh thu từ dự án Vinhomes Times City Park Hill – 2, 3, Chung cư Masteri Thảo Điền, chung cư Goldview... Tăng trưởng doanh thu của CTD trong 9T2016 cao hơn nhiều so với tăng trưởng tổng giá trị xây dựng tại Việt Nam là 13,1% so với cùng kỳ năm trước.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 1,2 ppts lên 8,8% nhờ quản lý chi phí tốt hơn và tỷ trọng doanh thu nhiều hơn từ các dự án Thiết kế & xây dựng (D&B). Mô hình D&B là mô hình cho phép CTD chịu trách nhiệm toàn bộ thiết kế và xây dựng dự án từ ý tưởng đến khi hoàn thành. CTD có thể tư vấn khách hàng không chỉ về phương pháp xây dựng mà còn về chọn lựa vật liệu thi công và thiết kế sản phẩm phù hợp nhu cầu thị trường. Mô hình này giúp CTD có khái niệm về dự án từ giai đoạn sớm. Việc chi phí được ước tính liên tục và đồng thời trong giai đoạn thiết kế giúp cho chi phí xây dựng dự toán chính xác hơn cũng như tiến độ xây dựng nhanh hơn các mô hình xây dựng truyền thống. Theo CTD, mô hình D&B giúp CTD rút ngắn 30% thời gian xây dựng và tiết kiệm 10-15% tổng chi phí, CTD mở rộng lĩnh vực kinh doanh sang mô hình D&B kể từ năm 2014. Tỷ trọng các dự án D&B trên tổng doanh thu là 31%, 36% và 35% trong năm 2014, 2015 và 9T2016. Tỷ trọng dự án D&B tăng là lý do chính giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 7,3% trong năm 2014 lên 8,1% trong năm 2015 và 8,8% trong 9T2016. CTD kỳ vọng có thể tăng tỷ trọng dự án D&B trên tổng doanh thu lên 50% vào năm 2017. Một số dự án D&B mà CTD xây dựng như: Diamond Lotus, Vinhomes Thăng Long, The Goldview, The Enverich Infinity, Masteri Thảo Điền, ... Gần đây, CTD vừa ký thêm 2 dự án D&B là Paronama Nha Trang, D'Capitale. Theo ban lãnh đạo, CTD hiện đang đàm phán với chủ thầu ký hợp đồng xây dựng dự án D&B Trung tâm Triển lãm Giảng Võ. Dự án hợp tác giữa Tập đoàn Vingroup, Tập đoàn T&T, Techcombank và Coteccons. Dự án ước tính thực hiện trong giai đoạn 2017-2019 với giá trị hợp đồng từ 7.000-8.000 tỷ đồng.

Cơ cấu doanh thu 9T2015

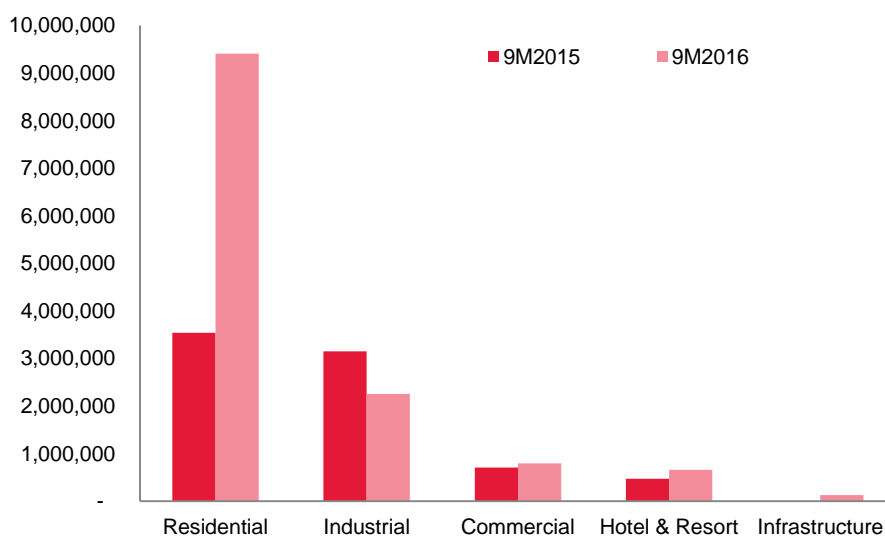


Cơ cấu doanh thu 9T2016



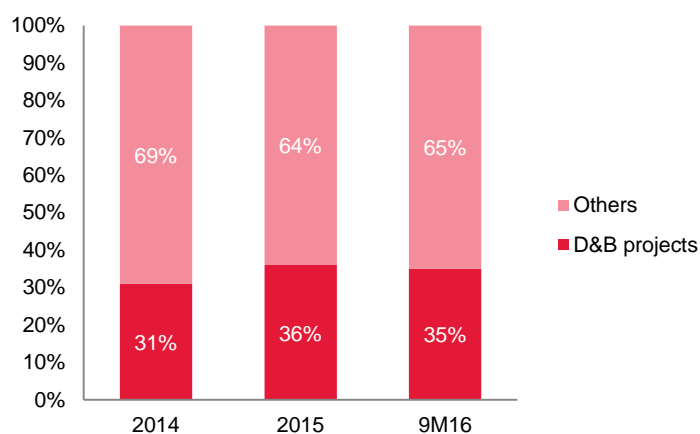
Nguồn: CTD

Cơ cấu doanh thu (triệu đồng)

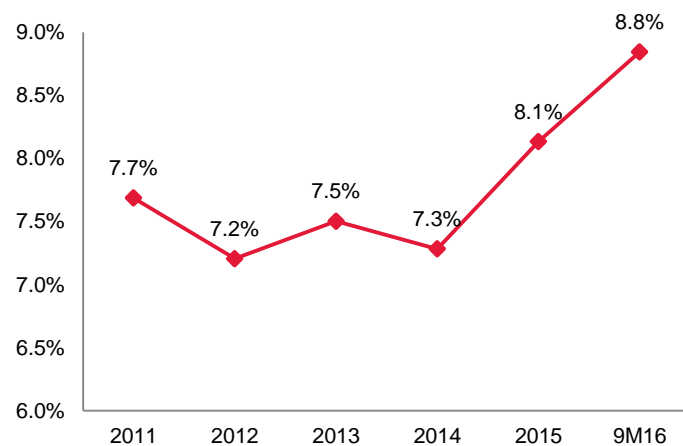


Nguồn: CTD

Tỷ trọng dự án D&amp;B trên tổng doanh thu



Tỷ suất lợi nhuận gộp



Nguồn: CTD, SSI Research

Chi phí quản lý chiếm 1,3% doanh thu thuần, giảm từ 1,8% vào cùng kỳ năm trước do công ty hoàn nhập 49 tỷ đồng dự phòng nợ xấu từ khách hàng. Lợi nhuận ròng khác tăng 75,3% so với cùng kỳ năm trước đạt 41,1 tỷ đồng do hoàn nhập dự phòng chi phí xây dựng và thanh lý tài sản cố định. Do đó, lợi nhuận ròng sau thuế tăng 123,2% so với cùng kỳ năm trước đạt 925,5 tỷ đồng, vượt 16% kế hoạch năm 2016

#### Kết quả kinh doanh 9T2016 của CTD

(tỷ đồng)	9T2016	9T2015	YoY	% KH 2016	TSLN		
					9T2016	9T2015	2015
Doanh thu thuần	13.461,7	8.193,0	64,3%	81,6%			
Lợi nhuận gộp	1.190,5	625,9	90,2%		8,8%	7,6%	8,1%
Lợi nhuận từ HĐKD	1.012,5	482,9	109,7%		7,5%	5,9%	5,6%
EBIT	1.152,3	580,0	98,7%		8,6%	7,1%	6,8%
EBITDA	1.152,3	580,0	98,7%		8,6%	7,1%	7,1%
Lợi nhuận trước thuế	1.152,3	580,0	98,7%		8,6%	7,1%	6,8%
Lợi nhuận ròng	925,5	450,0	105,7%	115,7%	6,9%	5,5%	5,4%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	925,5	414,7	123,2%		6,9%	5,1%	4,9%

Nguồn: Công ty, SSI

#### Cập nhật KQKD quý 3/2016

**Kết quả kinh doanh quý 3/2016.** Doanh thu tăng 39,2% so với cùng kỳ năm trước đạt 5.316,7 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 1ppt từ 7,6% trong quý 3/2016 lên 8,6% trong quý 3/2016 nhờ quản lý chi phí tốt hơn và đóng góp doanh thu dự án Thiết kế & Xây dựng tăng. Do đó, lợi nhuận ròng sau thuế tăng 84,3% so với cùng kỳ năm trước đạt 366 tỷ đồng.

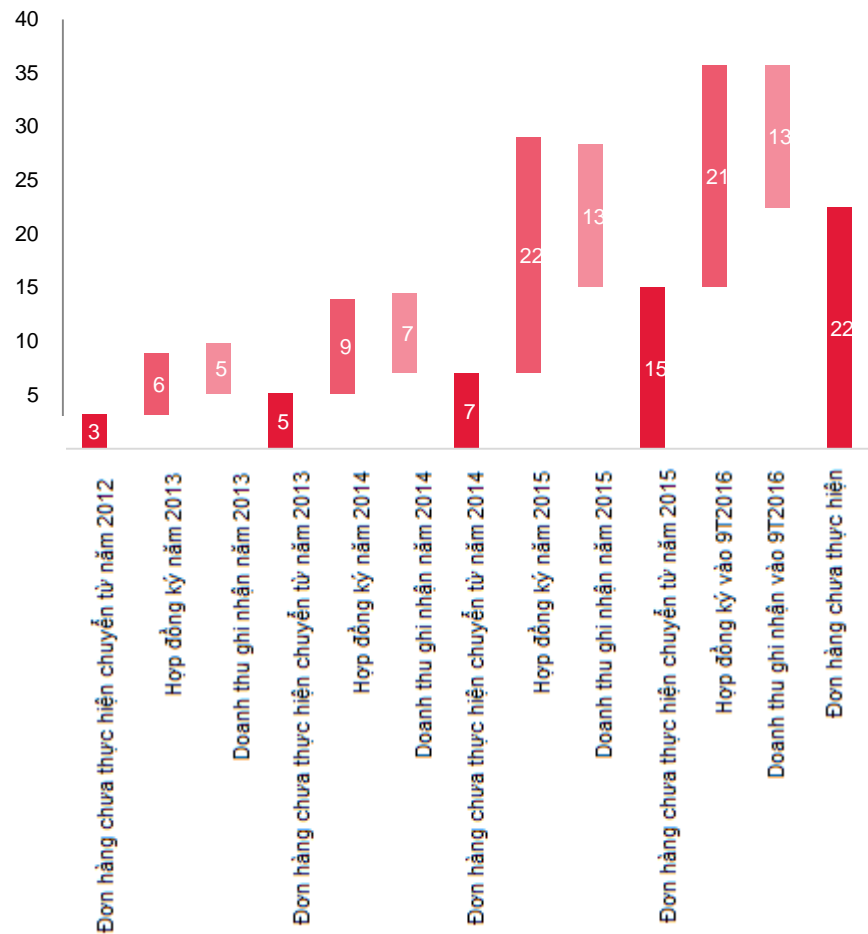
#### CTD's 3Q16 business results

(tỷ đồng)	3Q16	3Q15	YoY	2Q16	QoQ	% KH 2016	TSLN			
							3Q16	3Q15	2Q16	2015
Doanh thu thuần	5.316,7	3.819,0	39,2%	5.002,8	6,3%	81,6%				
Lợi nhuận gộp	459,5	289,7	58,6%	411,3	11,7%		8,6%	7,6%	8,2%	8,1%
Lợi nhuận từ HĐKD	400,8	246,5	62,6%	367,2	9,2%		7,5%	6,5%	7,3%	5,6%
EBIT	455,6	276,5	64,7%	406,7	12,0%		8,6%	7,2%	8,1%	6,8%
EBITDA	455,6	276,5	64,7%	406,7	12,0%		8,6%	7,2%	8,1%	7,1%
Lợi nhuận trước thuế	455,6	276,5	64,7%	406,7	12,0%		8,6%	7,2%	8,1%	6,8%
Lợi nhuận ròng	366,0	210,2	74,1%	319,0	14,7%	115,7%	6,9%	5,5%	6,4%	5,4%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	366,0	198,6	84,3%	319,0	14,7%		6,9%	5,2%	6,4%	4,9%

Nguồn: Công ty, SSI

**Số đơn hàng chưa thực hiện tiếp tục tăng.** Đơn hàng tồn đọng từ năm 2015 là 15.100 tỷ đồng. Các hợp đồng mới đã ký kết tính đến cuối 9T2016 đạt 20.655 tỷ đồng (không bao gồm dự án D&B Trung tâm triển lãm Giảng Võ), tăng 38% so với cùng kỳ năm trước trong khi tăng trưởng hợp đồng mới trong 9T2015 là 70% so với cùng kỳ năm trước. Giá trị đơn hàng chưa thực hiện hiện tại ước tính được hoàn thành vào cuối năm 2018.

Đơn hàng và đơn hàng chưa thực hiện (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: CTD

**Sức khỏe tài chính lành mạnh.** Khoản tiền và tương đương tiền tính đến cuối 9T2016 tăng 95% so với cuối năm 2015 đạt 2.139 tỷ đồng. Theo chính sách công ty, CTD yêu cầu chủ đầu tư đặt cọc 10-15% giá trị hợp đồng trước khi xây dựng dự án. Một nửa khoản tiền và tương đương tiền của CTD là tiền gửi từ khách hàng và vốn lưu động của công ty, phần còn lại là tiền gửi ngắn hạn. Lượng tiền mặt lớn của CTD cho thấy công ty không sử dụng tiền của khách hàng vào hoạt động đầu tư của CTD; do đó, giúp khách hàng tin tưởng chọn công ty thực hiện các dự án lớn. Đến cuối 9T2016, CTD vẫn không có nợ vay giúp chi phí tài chính của CTD không đáng kể.

**Hệ số quay vòng khoản phải thu cải thiện.** Hệ số quay vòng khoản phải thu quý 3/2016 trong vòng 12 tháng là 47 ngày, giảm từ 64 ngày vào cuối năm 2015. Hệ số quay vòng khoản phải thu của CTD thấp hơn các công ty khác cùng ngành như HBC (54 ngày – trong vòng 12 tháng), HUT (80 ngày – trong vòng 12 tháng) nhờ quản lý các khoản phải thu tốt. CTD vẫn duy trì chính sách quản lý các khoản phải thu trong đó công ty sẽ ngừng thi công nếu khách hàng trả muộn hơn 1 tháng kể từ hạn thanh toán. Chi phí trích lập dự phòng nợ xấu tính đến cuối 9T2016 là 263,5 tỷ đồng, giảm từ 312,7 tỷ đồng vào cuối năm 2015.

### Cập nhật gần đây

**Đã phân phối được 80% số cổ phiếu từ đợt chào bán riêng lẻ từ ngày 18/10/2016 đến 16/11/2016.** CTD cho biết đã phân phối được 11,47 triệu cổ phiếu trong tổng số 14,43 triệu cổ phiếu chào bán, tỷ lệ hoàn thành 80% với giá bình quân gia truyền 153.520 đồng/cổ phiếu thu về 1.744 tỷ đồng thu ròng. Theo đó, vốn điều lệ của CTD đã tăng từ 655 tỷ đồng lên 770,5 tỷ đồng. Số tiền thu được sau đợt phát hành dự kiến dùng để mở rộng hoạt động sản xuất kinh

doanh của CTD. (1) 600 – 700 tỷ: Mảng cơ sở hạ tầng thường cần tiềm lực vốn lớn; phát triển văn phòng để sử dụng và cho thuê; (2) 600 – 700 tỷ: M&A; (3) 300 – 400 tỷ: Đầu tư máy móc thiết bị phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh. **Sau đợt phát hành riêng lẻ này, CTD chưa có kế hoạch nâng vốn đến năm 2020.**

1. **Mảng cơ sở hạ tầng.** Dự án BOT (Xây dựng – Điều hành – Chuyển giao) đầu tiên của CTD là dự án Quốc lộ 1 Phú Lý - Hà Nam dài 23 km vừa được Chính Phủ thông qua sẽ thu phí đường bộ kể từ tháng 11/2016. Đây là dự án liên doanh giữa CTCP FECON (40%), Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 1 – CTCP (25%), và Coteccons (35%) với tổng vốn đầu tư là 2.000 tỷ đồng. CTD ước tính thu về 700 tỷ đồng (30 triệu USD) chi phí đầu tư cùng với 35% lợi nhuận từ hoạt động thu phí trong 16 năm. Nhờ có kinh nghiệm từ dự án BOT đầu tiên, CTD muốn phát triển mảng cơ sở hạ tầng hơn nữa. Theo CTD, mảng cơ sở hạ tầng không chỉ có lợi nhuận ổn định từ phí đường bộ mà còn giúp CTD có cơ hội ký thêm nhiều hợp đồng xây dựng với đối tác. Đối với dự án BT (Xây dựng - Chuyển giao), CTD cần hợp tác với công ty sở hữu đất nhưng chưa thanh toán chi phí sử dụng đất. Thay vì trả phí sử dụng đất, công ty có thể hoàn thành dự án BT của Chính Phủ để có quyền sử dụng đất. Sau khi hợp tác với đối tác để hoàn thành dự án, CTD có nhiều lợi thế hơn các công ty cùng ngành để trúng thầu các dự án xây dựng của đối tác. Hiện tại, CTD đang đàm phán 1 dự án BT tại Thanh Hóa, 2 dự án BT và 1 dự án BOT tại miền Nam. CTD hiện chưa công bố thông tin về các dự án BT và BOT kể trên.
2. **Văn phòng sử dụng và cho thuê.** CTD lên kế hoạch mua tòa nhà văn phòng mới trị giá 1.000 tỷ đồng vào hai năm tới. CTD có thể sử dụng 500 tỷ đồng từ đợt phát hành riêng lẻ để mua tòa nhà. CTD sẽ sử dụng một phần tòa nhà văn phòng mới và cho thuê phần còn lại. Doanh thu từ cho thuê văn phòng ước tính tạo thu nhập thường xuyên cho CTD.
3. **M&A.** CTD muốn mua lại công ty hỗ trợ các dự án D&B về nội thất, M&E,...
4. **Đầu tư máy móc thiết bị phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh.** CTD đầu tư thêm máy móc thiết bị để phục vụ các công trình quy mô lớn và đòi hỏi kỹ thuật cao.

## Triển vọng

**Ước tính 2016.** Dựa trên giả định CTD ghi nhận 80% đơn hàng tồn đọng chuyển giao từ năm 2015 và 40% giá trị hợp đồng mới trong năm 2016, chúng tôi ước tính doanh thu 2016 tăng 52,4% so với năm trước lên gần 20.826 tỷ đồng chủ yếu nhờ doanh thu dự án Vinhomes Times City Park Hill, The Goldview, Vinhomes Central Park, The Enverich Infinity, Masteri Thảo Điền,... Tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn ở mức 8,8% như trong 9T2016. Do đó, lợi nhuận ròng sau thuế tăng mạnh 114% so với năm trước đạt 1.426,6 tỷ đồng, tương ứng EPS đạt 17.605 đồng sau khi phát hành riêng lẻ.

**Ước tính 2017.** Chúng tôi ước tính doanh thu 2017 tăng 10% so với năm 2016 đạt khoảng 22.909 tỷ đồng trong khi đó lợi nhuận ròng sau thuế tăng 14% so với năm 2016 đạt 1.625,9 tỷ đồng nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định và thu nhập lãi tăng. Doanh thu 2017 ước tính đến từ dự án D'Capitale, Vinhomes Thăng Long, Masteri Villas, Vinhomes Gardenia, Saigon South Service Apartments, Enverich 8, Diamond Lotus, Diamond Hotel, Condotel Da Nang, Landmark 81, Vinhomes Golden River,...EPS 2017 ước tính đạt 19.945 đồng sau khi pha loãng cổ phiếu.

Hiện tại, doanh thu CTD chịu tác động đáng kể bởi chu kỳ bất động sản do doanh thu nhà ở chiếm tỷ trọng lớn. Nhằm giảm rủi ro khi mảng bất động sản suy yếu, CTD muốn đa dạng nguồn doanh thu trong tương lai. CTD muốn tập trung hơn vào phân khúc Công nghiệp và cơ sở hạ tầng, đây là phân khúc có tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 10% và 8-9%, cao hơn tỷ suất lợi nhuận gộp phân khúc nhà ở. Ngoài ra, doanh thu cho thuê văn phòng được kì vọng là nguồn thu ổn định cho công ty, CTD đặt kế hoạch doanh thu xây dựng chiếm 50-60% tổng doanh thu và phần còn lại là doanh thu từ nguồn khác trong dài hạn.

## Định giá và Quan điểm đầu tư

Ở mức giá 178.000 đồng/cp tại ngày 12/12/2016, CTD đang giao dịch tại PE dự phóng 2016 là 10,1x, PE dự phóng 2017 là 8,9x sau khi pha loãng từ việc phát hành riêng lẻ. Chúng tôi ưa

thích cổ phiếu CTD do công ty có (1) thương hiệu mạnh; (2) số dư tiền mặt lớn và (3) số đơn hàng chưa thực hiện lớn. Rủi ro của công ty là thị trường bất động sản suy giảm. Chúng tôi cho rằng PE hợp lý ở mức 10x. **Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu. Với PE mục tiêu là 10x, giá mục tiêu 1 năm đối với CTD là 197.402 đồng/cp sau khi pha loãng, cao hơn 10,9% so với giá hiện tại.**

P/E	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	11,5
Giá mục tiêu (VND)	167.792	177.662	187.532	197.402	207.272	217.143	227.013

So sánh PE các công ty cùng ngành

Mã	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (VND)	Lợi nhuận ròng 12T (triệu đồng)	Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	EPS 12T (đồng)	Giá (đồng)	P/E	Giá trị sổ sách	P/B
HBC VN Equity	CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hoà Bình	Việt Nam	2.701.198	354.277	94,4	3.751	28.600	7,6	14.468	2,0
CTI VN Equity	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO	Việt Nam	1.161.000	103.449	43,0	2.406	27.000	11,2	15.786	1,7
HUT VN Equity	CTCP TASCOT	Việt Nam	2.133.586	419.908	176,3	2.381	12.100	5,1	13.117	0,9
HTI VN Equity	CTCP Đầu tư phát triển hạ tầng IDICO	Việt Nam	449.086	66.423	24,9	2.662	18.000	6,8	15.429	1,2
ILFT IN Equity	IL&FS TRANSPORTATION NETWORK	Ấn Độ	11.411.367	733.548	329,0	2.230	34.401	15,4	64.717	0,5
UNIQ TB Equity	UNIQUE ENGINEERING & CON PCL	Thái Lan	12.433.326	456.278	1.081,0	422	11.095	26,3	3.557	3,1
PNCL IN Equity	PNC INFRATECH LTD	Ấn Độ	10.393.787	731.767	256,5	2.852	36.730	12,9	17.206	2,1
SUPR IJ Equity	SOLUSI TUNAS PRATAMA TBK PT	Indonesia	13.620.715	442.349	1.137,6	389	12.011	30,9	7.172	1,7
VATW IN Equity	VA TECH WABAG LTD	Ấn Độ	8.800.785	312.172	54,5	5.727	165.212	28,8	61.333	2,7
<b>Tổng</b>			<b>63.104.849</b>	<b>3.620.171</b>						
<b>Trung bình ngành (theo tỷ trọng vốn hóa)</b>								<b>17,4</b>		
Trung bình ngành								16,1		1,8
<b>CTD</b>			<b>12.709.950</b>	<b>1.176.874</b>	<b>77,0</b>	<b>15.287</b>	<b>165.100</b>	<b>10,8</b>	<b>52.331</b>	<b>3,2</b>

## Hợp đồng ký giai đoạn 2015 - 2016

Dự án	Vị trí	Nhà đầu tư	Gói thi công	Thời gian ký kết	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)
Gain Lucky - GD 3	Tỉnh Tây Ninh	Gain Lucky	Xây dựng & Hoàn thiện	T10/ 2016	120
Masteri Villas	Hà Nội	Techcomdeveloper	Thiết kế & Xây dựng	T10/ 2016	2.500
Vinschool CC2	TP. HCM	Vingroup	Hoàn thiện nhà thô và kết cấu	T10/ 2016	150
Condotel Đà Nẵng	TP. Đà Nẵng	Vingroup	Phần móng và tầng hầm	T10/ 2016	750
Bệnh viện Vinmec Đà Nẵng	TP. Đà Nẵng	Vingroup	Phần móng và kết cấu	T10/ 2016	300
D'Capitale	Q. Cầu Giấy, HN	Tân Hoàng Minh	Thiết kế & Xây dựng	T10/ 2016	3.800
Panorama Nha Trang	Nha Trang, Khánh Hòa	CTCP Đầu tư xây dựng Vịnh Nha Trang	Thiết kế & Xây dựng	T10/ 2016	499
Regina Miracle International Vietnam – nhà máy C	Hải Phòng	Regina Miracle		T9/ 2016	344
Vinhomes Metropolis	Q. Ba Đình, HN	Vingroup	Kết cấu tầng hầm, cấu trúc thượng tầng và xây dựng phần thô	T7/ 2016	622
Vinhomes Golden River	Q.1, TP. HCM	Vingroup	Kết cấu và hoàn thiện	T7/ 2016	1.005
The Landmark 81	Q. Bình Thạnh, TP. HCM	Vingroup	Cọc, tầng hầm, công trình chính và hoàn thiện cơ bản	T6/ 2016	2.024
Vinhomes Gardenia	Q. Nam Từ Liêm, HN	Vingroup	Tổng thầu tòa CT1 và CT2	T6/ 2016	914
Saigon South Serviced Apartments	Q.7, TP. HCM	Công Ty TNHH Bất Động Sản Saigon South Serviced Apartments (Maple Tree)	Kết cấu và Kiến trúc	T6/ 2016	1.368
HH01 - Nam Cường	Q. Hà Đông, HN	CTCP Tập đoàn Nam Cường	Cấu trúc thượng tầng và xây thô	T5/ 2016	383
VINHOMES THĂNG LONG	Q. Hoài Đức, HN	CTCP Phát triển Dự án Techcomdeveloper & Vingroup	Thiết kế & Xây dựng	T5/ 2016	2.800
Everich 8	Q.4, TP. HCM	CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt & CTCP Đầu tư Thảo Điền	Thiết kế và tổng thầu	T5/ 2016	1.126
LUCASTA RESIDENCES	Q.9, TP. HCM	CTCP Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Điền	Kết cấu và hoàn thiện phần lõi vào	T4/ 2016	178
DIAMOND LOTUS	Q.8, TP. HCM	CTCP Đầu tư và Xây dựng Phúc Khang	Thiết kế & Xây dựng	T4/ 2016	1.300
DIAMOND ISLAND (GD 2)	Số 1, Đường 104, P. Bình Trưng Tây, Q.2, TP.HCM.	Kusto Home.	Thiết kế, đóng cọc và kết cấu	T4/ 2016	900
DIAMOND CITY	39/8B Nguyễn Văn Linh, P. Tân Thuận Tây, Q.7, TP.HCM	Công ty TNHH Hoàn Cầu	Thiết kế và xây dựng tổng thầu tòa HR-1	T1/ 2016	738
Nhà máy sợi Long Thái Từ - GD 2	KCN Nhơn Trạch 2, Tỉnh Đồng Nai	Tainan Spinning.		T1/ 2016	162
Nhà máy Dệt vải màu Lu Thai	KCN Phước Đông, Gò Dầu, tỉnh Tây Ninh	Công Ty TNHH Lu Thai (Việt Nam)	Kết cấu, MEP, hoàn thiện	T11/2015	179
T&T VĨNH HƯNG	Vĩnh Hưng, Hoàng Mai, HN	Tập đoàn T&T	Tường bao quanh, tầng hầm, cấu trúc thượng tầng, hoàn thiện và MEP.	T10/ 2015	836
CITY GARDEN GD II	59 Ngõ Tất Tố, p.21, Q. Bình Thạnh, TP. HCM	Công Ty TNHH Căn Hộ Vườn Phở Việt Nam	Tổng thầu	T9/ 2015	1.100
FIRST TEAM - GD II	KCN Thành Thành Công, An Hòa, Trảng Bàng, Tây Ninh	Tập đoàn Nameson	Thiết kế & Xây dựng	T6/ 2015	279
THE ONE	Q.1, TP. HCM	Tập đoàn Bitexco	Gói 6 tầng hầm	T6/ 2015	518
TTTM Khách sạn Vincom Cần Thơ	Đường 30/4, p. Xuân Khánh, Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ	Công ty TNHH Quản lý XD Vicom 1	Kết cấu và hoàn thiện công trình cốt lõi	T5/ 2015	369
VINHOMES TIMES CITY PARK HILL	458 Minh Khai, Hai Bà Trưng, HN	Vingroup	Park 1, 2, 3, 5, 9, 10	T4/ 2015	2.585
THE GOLDVIEW	346 Bến Vân Đồn, TP. HCM	CTCP May Diêm Sài Gòn	Thiết kế & Xây dựng	T4/ 2015	3.000
VINHOMES CENTRAL PARK	720A Điện Biên Phủ, P.22, Q. Bình Thạnh, TP. HCM	Vingroup	Central 3, Landmark 1, Landmark 2, Park 2, Park 3, Park 4, Park 5, Park 6, Park 7	T3/ 2015	3.391
TRĂNG AN COMPLEX	Phùng Chí Kiên, Cầu Giấy, HN	GP Invest	Tầng hầm và cấu trúc thượng tầng	T2/ 2015	524
THE EVERRICH INFINITY	290 An Dương Vương, p.4, Q.5, TP.HCM	CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	Hợp đồng D&B cho tòa nhà chung cư	T2/ 2015	919
WEST POINT	2 Tây Hồ, Quảng An, Tây Hồ, Hà Nội	Công ty TNHH Golden Villa	Kết cấu tầng hầm, cấu trúc thượng tầng, phần thô	T1/ 2015	185

Nguồn: CTD

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ VND	2014	2015	2016F	2017F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	469	1,462	5,489	5,993
+ Đầu tư ngắn hạn	629	928	928	928
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2,129	2,609	3,803	4,183
+ Hàng tồn kho	270	1,051	1,152	1,267
+ Tài sản ngắn hạn khác	139	436	566	623
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3,636</b>	<b>6,486</b>	<b>11,938</b>	<b>12,995</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	255	440	843	1,331
+ Bất động sản đầu tư	105	92	81	521
+ Đầu tư dài hạn	0	48	48	48
+ Lợi thế thương mại	781	493	125	125
+ Tài sản dài hạn khác	87	257	358	394
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,227</b>	<b>1,329</b>	<b>1,456</b>	<b>2,419</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4,863</b>	<b>7,815</b>	<b>13,394</b>	<b>15,414</b>
+ Nợ ngắn hạn	2,139	4,559	7,148	7,863
Trong đó: vay ngắn hạn	0	0	0	0
+ Nợ dài hạn	14	13	13	13
Trong đó: vay dài hạn	0	0	0	0
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2,154</b>	<b>4,573</b>	<b>7,161</b>	<b>7,876</b>
+ Vốn góp	422	469	771	771
+ Thặng dư vốn cổ phần	869	1,385	3,140	3,140
+ Lợi nhuận chưa phân phối	560	639	1,002	1,660
+ Quỹ khác	858	750	1,320	1,967
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,709</b>	<b>3,243</b>	<b>6,233</b>	<b>7,538</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,863</b>	<b>7,815</b>	<b>13,394</b>	<b>15,414</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	131	1,229	2,533	1,889
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-209	-114	-140	-1,154
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-72	-121	1,635	-231
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-150</b>	<b>993</b>	<b>4,027</b>	<b>504</b>
Tiền đầu kỳ	619	469	1,462	5,489
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>469</b>	<b>1,462</b>	<b>5,489</b>	<b>5,993</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1.70	1.42	1.67	1.65
Hệ số thanh toán nhanh	1.51	1.10	1.43	1.41
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.51	0.52	0.90	0.88
Nợ ròng / EBITDA	-1.02	-0.99	-1.83	-2.55
Khả năng thanh toán lãi vay				
Ngày phải thu	101.1	63.6	52.3	56.2
Ngày phải trả	51.3	42.7	47.4	54.4
Ngày tồn kho	13.4	19.2	21.2	21.1
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0.56	0.41	0.47	0.49
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.44	0.59	0.53	0.51
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.79	1.41	1.15	1.04
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.00	0.00	0.00	0.00
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0.00	0.00	0.00	0.00

Tỷ VND	2014	2015	2016F	2017F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,634</b>	<b>13,669</b>	<b>20,826</b>	<b>22,909</b>
Giá vốn hàng bán	-7,078	-12,557	-19,000	-20,900
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>556</b>	<b>1,112</b>	<b>1,826</b>	<b>2,009</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	119	126	146	220
Chi phí tài chính	0	-2	0	0
Chi phí bán hàng	-9	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>-215</b>	<b>-363</b>	<b>-275</b>	<b>-302</b>
Thu nhập khác	460	887	1,713	1,943
Thu nhập từ các công ty liên kết	14	39	71	78
Lợi nhuận trước thuế	464	927	1,783	2,020
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>357</b>	<b>733</b>	<b>1,427</b>	<b>1,616</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>327</b>	<b>666</b>	<b>1,427</b>	<b>1,616</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	30	67	0	0
EPS cơ bản (VND)	7,769	14,770	17,605	19,945
Giá trị sổ sách (VND)	59,982	69,298	80,966	97,911
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2,000	5,000	5,500	3,000
EBIT	464	927	1,783	2,020
EBITDA	499	972	1,899	2,247
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	23.3%	79.1%	52.4%	10.0%
EBITDA	16.0%	94.7%	95.4%	18.3%
EBIT	18.1%	99.6%	92.4%	13.3%
Lợi nhuận ròng	27.7%	105.0%	94.7%	13.3%
Vốn chủ sở hữu	9.8%	19.7%	92.2%	20.9%
Vốn điều lệ	0.0%	11.0%	64.4%	0.0%
Tổng tài sản	6.8%	60.7%	71.4%	15.1%
<b>Định giá</b>				
PE	6.7	10.0	9.4	8.3
PB	0.9	2.1	2.0	1.7
Giá/Doanh thu	0.3	0.5	0.6	0.6
Tỷ suất cổ tức	3.9%	3.4%	3.3%	1.8%
EV/EBITDA	2.2	4.7	8.3	7.0
EV/Doanh thu	0.1	0.3	0.8	0.7
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.3%	8.1%	8.8%	8.8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	4.6%	5.6%	7.5%	7.5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	4.7%	5.4%	6.9%	7.1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2.8%	2.7%	1.3%	1.3%
ROE	13.8%	24.6%	30.1%	23.5%
ROA	7.6%	11.6%	13.5%	11.2%
ROIC	13.6%	24.6%	30.1%	23.5%

PHỤ LỤC 2: BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÝ

Tỷ VND	1Q15	2Q15	3Q15	3Q16
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	882	882	1,250	2,139
+ Đầu tư ngắn hạn	903	1,098	1,023	1,742
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1,784	1,926	2,149	2,754
+ Hàng tồn kho	470	722	999	992
+ Tài sản ngắn hạn khác	147	250	328	488
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,185</b>	<b>4,879</b>	<b>5,749</b>	<b>8,115</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	301	359	429	465
+ Bất động sản đầu tư	104	103	102	82
+ Đầu tư dài hạn	0	39	0	10
+ Lợi thế thương mại	280	163	178	176
+ Tài sản dài hạn khác	126	173	218	308
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>811</b>	<b>838</b>	<b>928</b>	<b>1,042</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4,997</b>	<b>5,717</b>	<b>6,677</b>	<b>9,157</b>
+ Nợ ngắn hạn	2,200	3,000	3,704	5,116
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
+ Nợ dài hạn	16	14	13	12
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2,217</b>	<b>3,013</b>	<b>3,717</b>	<b>5,128</b>
+ Vốn góp	0	0	0	0
+ Thặng dư vốn cổ phần	869	869	895	1,493
+ Lợi nhuận chưa phân phối	0	251	250	13
+ Quỹ khác	1,911	1,583	1,813	2,523
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,780</b>	<b>2,703</b>	<b>2,959</b>	<b>4,029</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,997</b>	<b>5,717</b>	<b>6,677</b>	<b>9,157</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	184	303	287	980
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	229	-136	35	-333
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	0	-167	46	131
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>413</b>	<b>0</b>	<b>368</b>	<b>778</b>
Tiền đầu kỳ	469	882	882	1,361
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>882</b>	<b>882</b>	<b>1,250</b>	<b>2,139</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1.90	1.63	1.55	1.59
Hệ số thanh toán nhanh	1.62	1.30	1.19	1.30
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.81	0.66	0.61	0.76
Nợ ròng / EBITDA	-8.17	-4.13	-4.32	-4.57
Khả năng thanh toán lãi vay				

Tỷ VND	1Q15	2Q15	3Q15	3Q16
<b>Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,597</b>	<b>2,777</b>	<b>3,819</b>	<b>5,317</b>
Giá vốn hàng bán	-1,473	-2,565	-3,529	-4,857
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>124</b>	<b>212</b>	<b>290</b>	<b>459</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	24	24	25	40
Chi phí tài chính	0	-1	-1	0
Chi phí bán hàng	1	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>-57</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>	<b>-72</b>
Thu nhập khác	<b>92</b>	<b>192</b>	<b>271</b>	<b>440</b>
Thu nhập từ các công ty liên kết	6	11	6	15
Lợi nhuận trước thuế	99	203	277	456
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>80</b>	<b>159</b>	<b>210</b>	<b>366</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>74</b>	<b>141</b>	<b>199</b>	<b>366</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	6	18	12	0
EPS cơ bản (VND)	0	4,852	0	0
Giá trị sổ sách (VND)	61,522	59,495	63,393	81,888
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	99	203	277	456
EBIT	108	214	289	468
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	30.2%	71.2%	78.1%	39.2%
EBITDA	12.7%	75.6%	109.3%	61.9%
EBIT	14.5%	80.4%	112.2%	64.7%
Lợi nhuận ròng	17.7%	81.7%	108.6%	74.1%
Vốn chủ sở hữu	12.1%	7.6%	13.3%	36.1%
Vốn điều lệ	0.0%	0.0%	2.5%	13.7%
Tổng tài sản	17.2%	25.0%	38.7%	37.1%
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.8%	7.6%	7.6%	8.6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	4.2%	6.0%	6.5%	7.5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5.0%	5.7%	5.5%	6.9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Chi phí quản lý./Doanh thu thuần	3.5%	1.7%	1.2%	1.4%
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0.56	0.47	0.44	0.44
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.44	0.53	0.56	0.56
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.80	1.11	1.26	1.27
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.00	0.00	0.00	0.00
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0.00	0.00	0.00	0.00

Nguồn: CTD, SSI Research

## 1. CƠ SỞ KHUYẾN NGHỊ

Với thời hạn đầu tư 12 tháng, SSIResearch đưa ra khuyến nghị MUA, NẮM GIỮ hoặc BÁN dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của các cổ phiếu so sánh với tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường là 18% (\*). Khuyến nghị MUA khi cổ phiếu dự kiến sẽ tăng tuyệt đối từ 18% trở lên. Khuyến nghị BÁN khi cổ phiếu dự kiến giảm từ -9% trở lên, và khuyến nghị NẮM GIỮ khi tỷ lệ sinh lợi dự kiến trong khoảng -9% đến 18%.

Bên cạnh đó, SSIResearch cũng cung cấp khuyến nghị ngắn hạn khi giá cổ phiếu dự kiến tăng/giảm trong vòng 3 tháng do có sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy tác động tới cổ phiếu. Khuyến nghị ngắn hạn có thể khác khuyến nghị 12 tháng.

**Đánh giá ngành:** Chúng tôi cung cấp khuyến nghị chung cho ngành như sau:

- ❖ Tăng tỷ trọng: Chuyên viên phân tích dự kiến trong 6-12 tháng sau ngành sẽ có diễn biến tích cực so với thị trường.
- ❖ Trung lập: Chuyên viên phân tích dự kiến trong 6-12 tháng sau ngành sẽ có diễn biến tương tự với thị trường.
- ❖ Giảm tỷ trọng: Chuyên viên phân tích dự kiến trong 6-12 tháng sau ngành sẽ có diễn biến kém tích cực so với thị trường.

*\*Tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường được tính toán dựa trên lợi tức trái phiếu Chính phủ 5 năm và phần bù rủi ro thị trường sử dụng phương pháp độ lệch chuẩn của thị trường cổ phiếu. Khuyến nghị của chúng tôi có thể thay đổi khi hai thành phần trên có thay đổi đáng kể.*

## 2. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## 3. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Đức Hùng Linh	Giám đốc Phân tích & TVĐT Khách hàng cá nhân	<a href="mailto:linhndh@ssi.com.vn">linhndh@ssi.com.vn</a>
Hoàng Việt Phương	Giám đốc Phân tích & TVĐT Khách hàng tổ chức	<a href="mailto:phuonghv@ssi.com.vn">phuonghv@ssi.com.vn</a>
Nguyễn Thanh Ny Ny	Chuyên viên phân tích	<a href="mailto:nyntn@ssi.com.vn">nyntn@ssi.com.vn</a>