

<b>Lê Thế Tài</b> Chuyên viên tư vấn đầu tư Email: <a href="mailto:Taitt@fpts.com.vn">Taitt@fpts.com.vn</a> Điện thoại: (+84 24) - 3773 7070 - 5211	Giá hiện tại: 14.200 Giá mục tiêu : 15.550 Tăng/(giảm): 9%	<b>Khuyến nghị</b> <h2>THEO DÕI</h2>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------

### Biến động giá PHC và VNINDEX



### TĂNG TRƯỞNG MẠNH Ở HOẠT ĐỘNG XÂY LẮP, ĐỘT BIẾN TRONG NGẮN HẠN NHỜ DỰ ÁN BẤT ĐỘNG SẢN

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **PHC** – Công ty cổ phần xây dựng Phục Hưng Holdings, niêm yết trên sàn HSX. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** với mức giá mục tiêu của PHC **15.550 VNĐ/CP**, cao hơn **9%** so với mức giá hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào nếu giá cổ phiếu ở mức 13.200 đồng/cổ phiếu thấp hơn 15% so với giá mục tiêu ([chi tiết](#)).

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2019 của PHC đạt 3.804 tỷ đồng (**+30,4% yoy**), lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ ước đạt 100,3 tỷ đồng (**+63,8% yoy**) tương ứng với mức EPS 3.585 đồng/cp.

### I. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- Mảng xây dựng đạt mức tăng trưởng cao:** doanh thu từ hoạt động xây dựng của PHC đã tăng **44,9%** trong năm 2017 và tiếp tục tăng **36,4% trong năm 2018**. Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu của mảng này là 3.089 tỷ đồng (**+9,6% yoy**). Điều này có được là nhờ giá trị hợp đồng chuyển tiếp (backlog) cuối năm 2018 lớn, ở mức 3.869 tỷ đồng và lượng hợp đồng ký mới năm 2019 đang diễn biến tích cực, ước đạt 2.845 tỷ đồng (**+10,8%**).
- Tăng tỷ trọng đóng góp hoạt động xây dựng theo hình thức D&B (Design and Build – Thiết kế & Thi công).** Các hợp đồng thi công theo hình thức D&B có tỷ suất biên lợi nhuận gộp cao hơn 2-3 điểm % so với các hợp đồng xây dựng truyền thống. Do đó, việc gia tăng xây dựng theo hình thức này sẽ giúp PHC cải thiện được biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn tới. Trong đó, ước tính tỷ trọng đóng góp của hình thức D&B trong doanh thu mảng xây dựng từ mức 28% trong năm 2018 và sẽ tăng lên mức 32% năm 2019. Các dự án D&B lớn đang triển khai của PHC bao gồm CT1 Gamuda (1.305 tỷ đồng), Kenton Node (1.304 tỷ đồng), E9 Phạm Hùng (998 tỷ đồng).

#### Thông tin giao dịch ngày 04/10/2019

Giá hiện tại (VNĐ/CP)	14.200
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	16.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	12.100
Số lượng CP niêm yết (triệu)	23,40
Số lượng CP đang lưu hành (triệu)	23,40
KLGD bình quân 30 ngày (CP/phiên)	266.172
Vốn hóa (tỷ đồng)	332,39
EPS trailing (VNĐ/CP)	2.910
P/E trailing (lần)	4,88

#### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần xây dựng Phục Hưng Holdings
Địa chỉ	Toà nhà CT2 The Light, đường Tố Hữu, Hà Nội
Doanh thu chính	Xây lắp, bất động sản
Chi phí chính	Chi phí nguyên nhiên vật liệu, chi phí nhân công, chi phí khấu hao.

Danh sách cổ đông (tại ngày 30/9/2019)	Tỷ lệ (%)
Cao Tùng Lâm (CT.HĐQT)	13,37%
Trần Huy Tường (TGD)	5,45%
Nguyễn Đức Thắng (TV.HĐQT)	5,04%
Khác	76,14%

- **Mảng bất động sản bắt đầu đem lại lợi nhuận:** dự án Florence với tổng mức đầu tư 950 tỷ đồng được mở bán từ tháng 4/2018. Chúng tôi ước tính doanh thu của dự án vào khoảng 1.347,5 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 127,6 tỷ đồng. Phần lợi nhuận được ghi nhận trong năm 2019 là 59,1 tỷ đồng và năm 2020 là 51,1 tỷ đồng. Ngoài ra, phần còn lại của dự án Hoàn Cầu cũng mang về thêm cho PHC cho 9,1 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2019.
- **Gói thầu mới với tổng giá trị 4.111 tỷ đồng sẽ tạo ra công việc cũng như triển vọng ổn định cho PHC trong giai đoạn 2020 – 2022.** Đầu tháng 10/2019, công ty mới công bố trúng gói thầu dự án chung cư cao tầng HH2 tại Lô A – Khu đô thị Gamuda City. Dự án được thực hiện theo hình thức D&B với thời gian triển khai từ 2019 đến quý IV/2022, đây cũng là gói thầu lớn nhất từ trước đến nay của PHC.

## II. RỦI RO ĐẦU TƯ

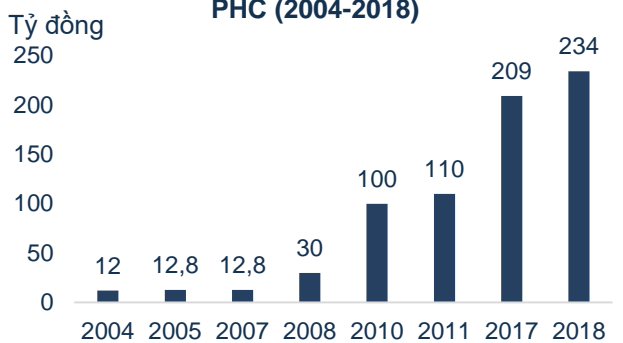
- **Rủi ro khoản phải thu:** khoản phải thu khách hàng tăng mạnh từ 376,8 tỷ đồng năm 2017 lên 928,6 tỷ đồng năm 2018 và vẫn duy trì ở mức 1.013 tỷ đồng vào cuối quý II/2019 (~34,3% tổng tài sản). Trong điều kiện thị trường BĐS đang có tín hiệu suy giảm, PHC sẽ đối mặt với rủi ro không thu hồi được tiền khi các chủ đầu tư gặp khó khăn về tài chính...([chi tiết](#)).
- **Rủi ro biến động lãi suất:** đến cuối quý II/2019, PHC đang vay 1.204 tỷ đồng ngắn hạn (~40,8% tổng tài sản) và 128 tỷ đồng vay nợ dài hạn. Hiện tại, các khoản vay ngắn hạn của PHC đều bằng VND và với lãi suất thả nổi, dựa trên lãi suất liên ngân hàng. Do vậy, nếu lãi suất tăng 1% thì ước tính chi phí lãi vay của PHC sẽ tăng thêm 8 – 10 tỷ đồng (chiếm ~8% lợi nhuận sau thuế PHC).
- **Rủi ro pha loãng:** để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động và giảm áp lực vay nợ, PHC đang lên kế hoạch phát hành 4,2 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 5:1, giá phát hành là 10.000 đồng/cổ phiếu), đồng thời phát hành thêm 8 triệu cổ phiếu, tương đương 38,2% vốn điều lệ cho cổ đông chiến lược (giá phát hành dự kiến 14.000 đồng/cổ phiếu).

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Các thông tin chung



**Hình 1: Quá trình tăng vốn điều lệ của PHC (2004-2018)**



Nguồn: PHC

### Lịch sử hình thành và phát triển

- Công ty cổ phần xây dựng Phục Hưng Holdings, tiền thân là Công ty TNHH Xây dựng Phục Hưng được thành lập vào năm 2001.
- Năm 2009: cổ phiếu của Phục Hưng chính thức niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hà Nội – HNX với mã cổ phiếu PHC, vốn điều lệ 30 tỷ đồng.
- Năm 2017, PHC phát hành cổ phiếu để tăng vốn điều lệ đạt 209 tỷ đồng.
- Năm 2018, PHC thực hiện chuyển đăng ký niêm yết lên sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh – HSX, và tiến hành trả cổ tức bằng cổ phiếu nâng vốn điều lệ lên mức 234 tỷ đồng.

### Các công ty con

Hiện tại, PHC có 3 công ty con với tổng vốn số vốn góp là 171,5 tỷ đồng và một công ty liên kết với tỷ lệ sở hữu 40% (~40 tỷ đồng).

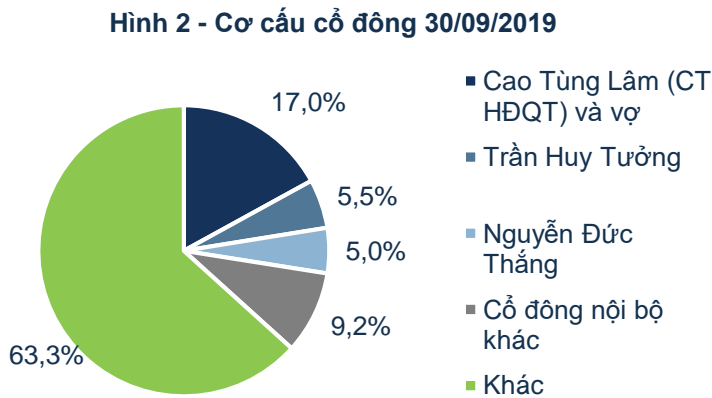
**Bảng 1: Danh sách công ty con của PHC**

Tên Công ty	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh chính	2017 (tỷ đồng)		2018 (tỷ đồng)	
				Doanh Thu	LNG	Doanh Thu	LNG
CTCP đầu tư xây dựng Phục Hưng số 3	10	55%	Xây dựng	156,0	8,47	221,8	11,8
CTCP đầu tư xây dựng Phục Hưng 7	20	40% (*)	Xây dựng	340,0	15,64	274,2	13,3
CTCP nhà Mỹ Xuân Hà Nội	200	79%	Bất động sản	-	1,10	189,9	23,7

Nguồn: PHC

- Công ty CP đầu tư xây dựng Phục Hưng số 3 và số 7 được thành lập trong giai đoạn (2007 – 2008), tập trung vào hoạt động xây dựng công nghiệp như thi công các công trình silô, ống khói, kết cấu bê tông cốt thép dự ứng lực tại địa bàn các tỉnh như Thanh Hóa, Quảng Ninh và Quảng Ngãi. Chúng tôi đánh giá hiệu quả hoạt động của 2 công ty ở mức trung bình ngành, khi biên lợi nhuận gộp duy trì quanh mức 5% - 7%.
- Công ty CP nhà Mỹ Xuân Hà Nội được thành lập năm 2016 và trở thành công ty con vào năm 2018, khi PHC mua lại toàn bộ phần góp vốn của CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm (NTL) - đây là đơn vị thực hiện dự án [Florence](#). Hiện PHC đang sở hữu 79% vốn tại công ty này, tương ứng số vốn góp 178 tỷ đồng.

(\*) Theo điều lệ của Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Phục Hưng 7 thì Phục Hưng Holdings được quyền chi phối các chính sách tài chính và hoạt động của Công ty này mặc dù chỉ nắm giữ tỷ lệ sở hữu là 40%.

**Hình 2: Ban lãnh đạo và cơ cấu cổ đông**


Nguồn: PHC

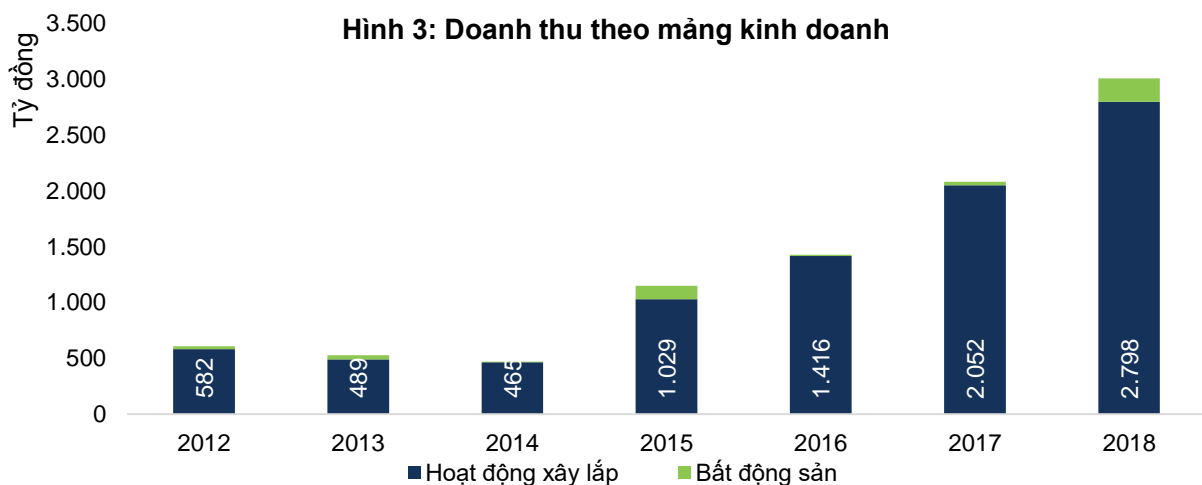
**Các cổ đông lớn của PHC đều là thành viên nội bộ, với tổng tỷ lệ nắm giữ là 37%.** Như vậy, tỷ lệ cổ phiếu lưu hành bên ngoài là tương đối lớn.

Cùng với đó, trong cơ cấu cổ đông của PHC cũng chưa có tổ chức, định chế tài chính lớn tham gia như các công ty xây dựng cùng ngành CTD, HBC hay FCN. Điều này có thể hạn chế sự hỗ trợ cũng như giám sát hoạt động từ bên ngoài.

## 2. Tổng quan hoạt động kinh doanh

### Lĩnh vực kinh doanh chính: Xây dựng và bất động sản

**(1) Mảng xây dựng là hoạt động khởi đầu của công ty, đồng thời chiếm trên 90% tỷ trọng doanh thu hàng năm.** Hoạt động này được xác định là chiến lược phát triển chính, với mức tăng trưởng doanh thu trong những năm gần đây.



Nguồn: PHC, FPTs Research

Điều này là nhờ PHC thay đổi chiến lược, từ thuê nhà thầu phụ sang tự thực hiện. Giai đoạn trước năm 2015, PHC triển khai dự án chủ yếu theo hình thức khoán gọn - nhận thầu sau đó thuê các nhà thầu phụ thực hiện, hoặc chỉ đơn thuần là nhà thầu phụ. Giai đoạn sau năm 2015, công ty chuyển sang hình thức quản lý tập trung - tự mình thực hiện dự án (chỉ thuê nhà thầu phụ phần ở các phần như nhân công, cơ điện hay thiết kế). Điều này giúp PHC kiểm soát được tiến độ cũng như chất lượng của dự án. Từ đó, công ty dần tạo dựng được uy tín cũng như cải thiện được năng lực thi công và ký kết được hợp đồng lớn theo hình thức D&B.

**(2) Mảng bất động sản mới được PHC tập trung phát triển từ năm 2017** với việc đầu tư vào dự án Florence (tổng mức đầu tư 952 tỷ đồng). Năm 2018, dự án trên bắt đầu được ghi nhận giúp mảng này chiếm tỷ trọng gần 7% doanh thu và 12% lợi nhuận gộp.

## 2.1. Xây dựng

### Lĩnh vực xây dựng dân dụng

- **Hoạt động xây dựng dân dụng của PHC chủ yếu tập trung ở 03 thành phố lớn Hà Nội, Vũng Tàu và TP.HCM.** Trong đó, Hà Nội và Vũng Tàu là thị trường chính, chiếm tỷ trọng 77% trong tổng cơ cấu doanh thu, đây cũng là hai thị trường truyền thống của công ty. Ngoài ra, PHC cũng mở rộng hoạt động xây dựng vào thị trường TP.HCM từ năm 2017.
- **Doanh thu đến từ các chủ đầu tư BĐS trong nước chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 82% trong năm 2018.** Thời gian gần đây, PHC nhận được các gói thầu lớn từ các chủ đầu tư BĐS trong nước như Tập đoàn SSG (568 tỷ đồng), TASECO (385 tỷ đồng), CTCP Đầu tư XD và kỹ thuật VINACONEX (651 tỷ đồng), CTCP phát triển đô thị Từ Liêm LIDECO (630 tỷ đồng) và hợp đồng theo hình thức D&B cho Công ty TNHH XD SX TM Tài Nguyên (1.304 tỷ đồng).
- **Doanh thu xây dựng đến từ các chủ đầu tư BĐS nước ngoài gia tăng mạnh trong thời gian gần đây** (từ 2% năm 2016 lên mức 18% năm 2018). Các khách hàng nước ngoài thường có những đòi hỏi khắt khe về chất lượng đồ án thiết kế, biện pháp thi công, lựa chọn vật liệu và quy trình làm việc chặt chẽ. Đầu thầu thành công các dự án này giúp PHC hoàn thiện và phát triển được năng lực thi công và trình độ quản lý dự án.

**Khách hàng nước ngoài lớn nhất của PHC là Công ty TNHH Gamuda Land (Malaysia) với hợp đồng D&B có giá trị 1.300 tỷ đồng được ký kết vào năm 2016.** Ngoài ra, PHC cũng ký được các hợp đồng với khách hàng có giá trị nhỏ hơn như công ty Booyoung Vina – Hàn Quốc (587 tỷ đồng), Công ty TNHH Daewoo Engineering & Construction Việt Nam (207 tỷ đồng).

### Xây dựng công nghiệp

Đây là mảng mà PHC chưa có nhiều lợi thế cạnh tranh với các công ty trong ngành và đóng góp tỷ trọng nhỏ (khoảng 7% trong tổng doanh thu). Hoạt động chủ yếu của PHC trong mảng này là thi công các công trình silô, ống khói bằng công nghệ ván khuôn trượt và thi công kết cấu bê tông cốt thép dự ứng lực.

## 2.2 . Hoạt động kinh doanh bất động sản

PHC đang triển khai 02 dự án BĐS là Florence và Hoàn Cầu, dự kiến mảng này sẽ đóng góp mạnh vào kết quả kinh doanh trong giai đoạn 2019 – 2020.

**Bảng 2: Thông tin chi tiết các dự án BĐS của PHC (tỷ đồng)**

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vốn đầu tư	Doanh thu	Lợi nhuận sau thuế	Đặc điểm
<b>Florence</b>	79%	952	1.347	127,6	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Địa điểm:</b> lô X3, mặt đường Trần Hữu Dực, Từ Liêm, Hà Nội.</li> <li>- <b>Quy mô:</b> diện tích đất triển khai của dự án là 9.976 m2, bao gồm 2 tòa tháp 25 tầng nổi, tương ứng 480 căn hộ và 3 tầng hầm.</li> <li>- <b>Thời gian triển khai:</b> dự án bắt đầu triển khai từ tháng 10/2017 và được mở bán chính thức từ tháng 04/2018. Tính đến hết quý II/2019, PHC đã bán được 80% số lượng căn hộ. Thời gian bàn giao nhà bắt đầu từ quý IV/2018 đến quý I/2020.</li> <li>- <b>Thời gian ghi nhận:</b> năm 2018, PHC đã ghi nhận 211 tỷ đồng doanh thu, tương ứng 17,5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Ước tính năm 2019, công ty sẽ ghi nhận 660,3 tỷ đồng doanh thu và 59,1 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. <a href="#">(Xem chi tiết tại đây)</a>.</li> </ul>
<b>Hoàn Cầu</b>	100%	60	82	20,0	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Địa Điểm:</b> nằm trên trục đường Nguyễn Tất Thành nổi dài (02 làn xe, rộng 33 m) tại phường Phước Hưng - Bà Rịa Vũng Tàu.</li> <li>- <b>Quy mô:</b> tổng diện tích đất 27.941 m2, dự án được phát triển theo hình thức phân lô và bán đất nền với 136 lô.</li> <li>- <b>Thời gian ghi nhận:</b> năm 2016-2017, PHC đã bán 117 lô đất nền, doanh thu đã ghi nhận khoảng 61 tỷ và lợi nhuận sau thuế là 11,3 tỷ. Doanh thu phần còn lại từ dự án khoảng 21 tỷ đồng, đóng góp khoảng 9,7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế dự kiến được ghi nhận trong năm 2019.</li> </ul>

*Nguồn: PHC, FPT S Research*



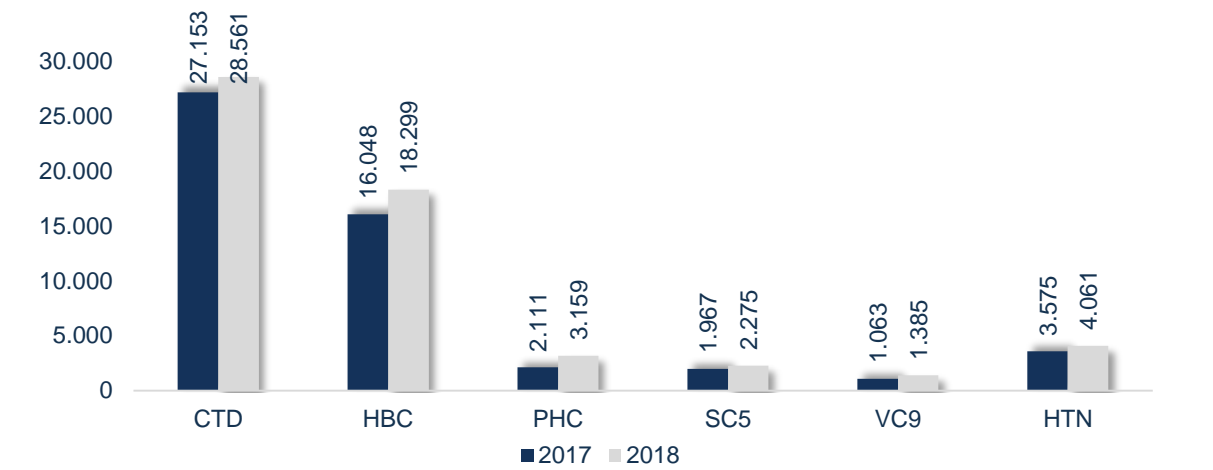
## II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### A. Lĩnh vực xây dựng

#### 1. Vị thế và sức mạnh cạnh tranh ở mức trung bình ngành

- Vị thế:** dựa trên giá trị doanh thu và năng lực thi công, chúng tôi đánh giá PHC thuộc nhóm công ty **xây dựng có quy mô trung bình**, gồm các nhà thầu như HTN, SC5, VC9, UDIC, COFICO (doanh thu hàng năm quanh mức 2.000 – 5.000 tỷ đồng). Phân khúc thị trường của nhóm công ty này thường là dự án có quy mô trung bình và nhỏ, đặc biệt là các dự án nhà ở, chung cư hạng B và C.

**Hình 4: Quy mô doanh thu các công ty trong ngành (tỷ đồng)**



Nguồn: FPT Research

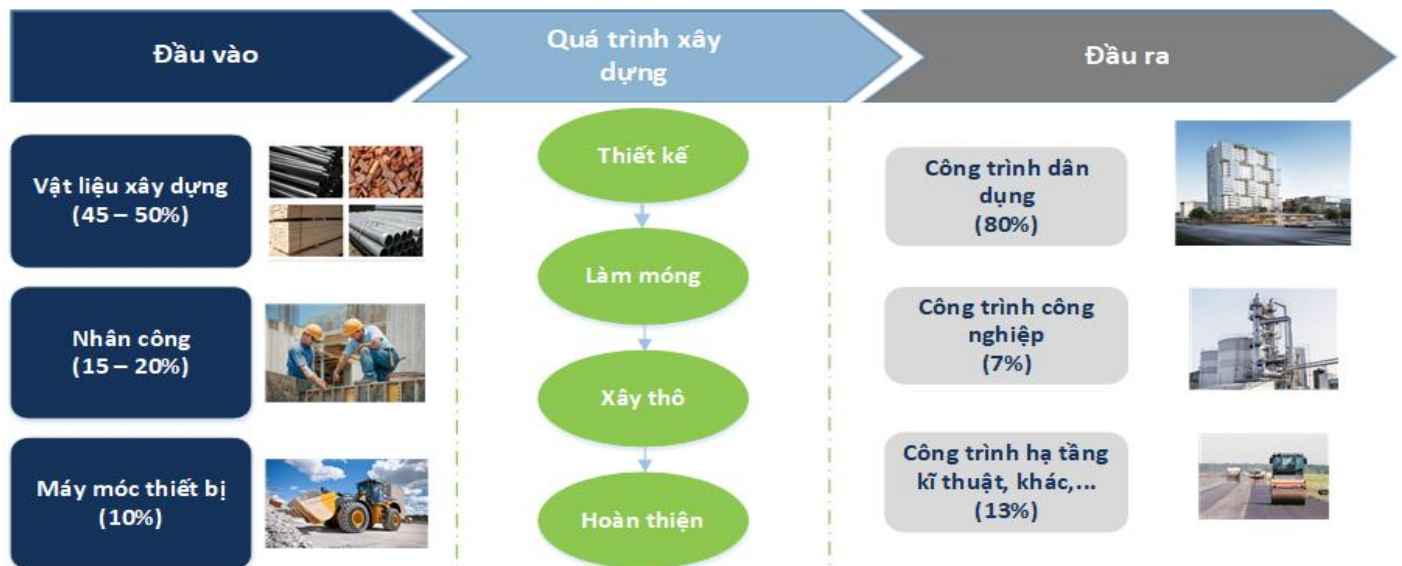
- Cạnh tranh:** PHC nằm trong phân khúc có mức độ cạnh tranh cao. Do rào cản gia nhập ngành thấp và công nghệ khá tương đồng nên số lượng các doanh nghiệp tham gia lĩnh vực này khá cao. Theo số liệu năm 2017, Việt Nam có khoảng 67.000 doanh nghiệp xây dựng, chiếm tới 13% tổng số doanh nghiệp. Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp này là những doanh nghiệp vừa và nhỏ, chỉ một số ít doanh nghiệp lớn như CTD, HBC, DELTA, UDIC.. đủ khả năng, nguồn vốn, máy móc để thực hiện các dự án cao tầng và dự án quy mô lớn. Do đó, các dự án có quy mô nhỏ sẽ chịu sự cạnh tranh cao hơn với số lượng các doanh nghiệp tham gia giành hợp đồng lớn, đây là phân khúc chính của PHC.

**Để cạnh tranh với các doanh nghiệp trong ngành, PHC dựa trên hai yếu tố: giá đấu thầu và năng lực thực hiện dự án.**

**Về giá đấu thầu:** giai đoạn vừa qua, PHC đã duy trì mức giá đấu thầu thấp để mở rộng thị trường do vậy biên lợi nhuận gộp và biên LNST thường thấp hơn so với trung bình ngành.

**Về năng lực hoàn thành dự án:** chúng tôi đánh giá PHC đủ năng lực thực hiện các dự án có quy mô trung bình dựa trên 03 tiêu chí (1) Năng lực thi công, (2) Khả năng quản lý dự án và (3) Năng lực tài chính của công ty được chúng tôi đánh giá trong phần phân tích tài chính. Trong đó, hai tiêu chí đầu được thể hiện qua chuỗi giá trị xây dựng của PHC.

## 2. Chuỗi giá trị hoạt động xây dựng của PHC



Nguồn: FPT S Research

### 2.1 Yếu tố đầu vào

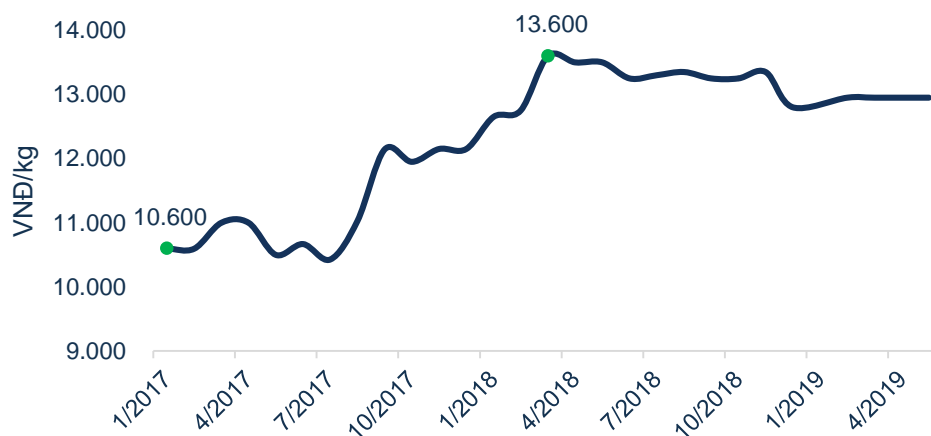
Chi phí đầu vào của PHC cũng khá tương đồng với các doanh nghiệp xây dựng khác trong ngành. Trong đó, chi phí chính là vật liệu xây dựng (VLXD) chiếm 45% – 50%, chi phí nhân công là 15% - 20%, còn lại là chi phí khấu hao máy móc thiết bị chiếm khoảng 10%.

**Phần lớn các hợp đồng xây dựng của PHC được ký kết theo hình thức đơn giá cố định hoặc trọn gói nên những biến động trong chi phí đầu vào sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả kinh doanh của công ty.** Trong khi các doanh nghiệp đầu ngành như CTD hay HBC có sức mạnh đàm phán cao thường ký hợp đồng trong biên độ biến động của giá vật liệu đầu vào (nếu vượt qua biên độ, phần chênh lệch sẽ do chủ đầu tư chịu).

**(1) Trong cơ cấu VLXD, chi phí thép chiếm khoảng 60%, xi măng chiếm 20%.**

**- Thép:** Năm 2019, chúng tôi dự báo giá thép trong nước sẽ giảm nhẹ do nhu cầu chững lại từ hoạt động xây dựng và nguồn cung trong nước tăng khoảng 20% đến từ các dự án lớn sắp hoàn thành. Điều này sẽ tác động tích cực làm giảm chi phí đầu vào của PHC ([Xem chi tiết tại Ngành Thép](#)).

**Hình 5: Diễn biến giá thép từ năm đầu năm 2017 tới tháng 6/2019**



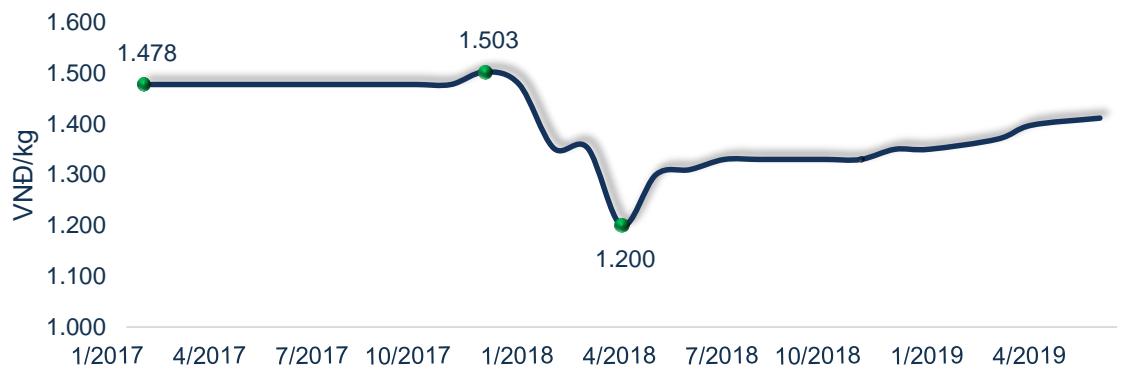
Nguồn: Cục quản lý giá, Hiệp hội thép Việt Nam



### - Xi măng: Giá bán dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm 2019

- Trong giai đoạn 2010 – 2016, giá xi măng trong nước biến động không đáng kể. Nhưng liên tục trong các năm 2017, 2018, giá của loại vật liệu này đã giảm trung bình 10% so với giai đoạn trước, nguyên nhân chính là do tình trạng dư cung diễn ra trong ngành.
- Năm 2019, chúng tôi dự báo giá xi măng sẽ tăng nhẹ trở lại do** (1) một trong nguyên liệu chính để sản xuất xi măng là than cám đã tăng giá hơn 15% so với giai đoạn cuối năm 2018, (2) thuế xuất khẩu giảm về mức 0% và hoàn thuế giá trị gia tăng kể từ tháng 2/2018 (theo Nghị định số 146/2017/NĐ-CP ban hành tháng 12/2017) giúp giải tỏa áp lực dư cung trong nước, (3) xuất khẩu vào Trung Quốc - thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam tiếp tục thuận lợi nhờ chính sách cắt giảm tới 16% sản lượng nội địa của Chính phủ nước này trong giai đoạn 2018 - 2023 nhằm giảm ô nhiễm môi trường, (4) giá điện trong nước tiếp tục tăng 7,08% trong năm 2019.

**Hình 6: Diễn biến giá xi măng từ đầu năm 2017 tới tháng 6/2019**



*Nguồn: Cục quản lý giá*

### (2) Nhân công chủ yếu được huy động thông qua các đối tác thi công

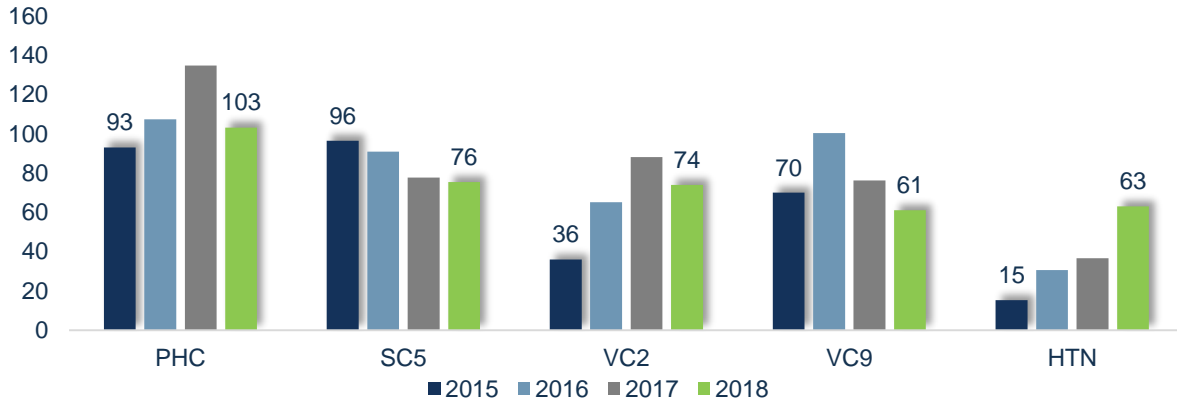
- Với đặc thù chung của nhóm công ty xây dựng có quy mô trung bình và nhỏ, phần lớn nhân công của PHC là lao động phổ thông và cung cấp bởi các nhà thầu phụ, tổ đội thi công. Do được huy động theo mùa vụ của từng dự án và vùng miền, nên nhân công của các công ty này thường không được tổ chức và đào tạo chặt chẽ. Điều này dẫn đến phát sinh các phí khác như: (1) phải thuê thêm giám sát công trường (2) chất lượng thi công kém và (3) tỷ lệ sửa chữa cao dẫn tới tổn thất về nguyên vật liệu.
- Ngoài ra, chi phí nhân công sẽ bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về quy định lương tối thiểu vùng của Chính phủ. Năm 2019, mức lương tối thiểu vùng tăng trung bình 5,2% - theo Nghị định số 157/2018/NĐ-CP có hiệu lực từ 01/01/2019. Trong đó, lương tối thiểu tại Vùng I, nơi số lượng công trình tập trung lớn nhất của PHC sẽ tăng thêm 5,0%. Đồng thời, do PHC thực hiện dự án theo hình thức quản lý tập trung nên tỷ lệ chi phí lao động/tổng chi phí luôn ở mức cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành (~16%).

### (3) Máy móc và thiết bị

Với những công trình dưới 40 tầng và độ phức tạp không cao thì yêu cầu máy móc, thiết bị cũng như công nghệ thi công không quá khác biệt giữa các công ty xây dựng. Trong đó, với tiêu chí máy móc thiết bị - các nhà thầu hoàn toàn có thể thực hiện thuê ngoài. Tuy vậy, chúng tôi thấy PHC có những điểm nổi bật sau đây:

- **Tổng giá trị đầu tư cho máy móc thiết bị ở mức cao so với các công ty cùng quy mô.** Quá trình đầu tư vào máy móc bắt đầu tăng mạnh từ năm 2015 và liên tục tăng trong các năm sau, từ đó tăng năng lực cạnh tranh khi tham gia đấu thầu các dự án lớn.

**Hình 7: Tổng giá trị tài sản cố định và thiết bị thi công nhóm các công ty (tỷ đồng)**



Nguồn: PHC, FPTs Research

- **Bắt đầu áp dụng các công nghệ thi công hiện đại**, với việc đầu tư hơn 80 tỷ đồng vào hệ thống AI-form<sup>(1)</sup>, Gang-form<sup>(2)</sup> và dàn giáo mạ kẽm Hàn quốc đã giúp PHC làm chủ công nghệ đổ bê tông toàn khối<sup>(3)</sup> từ năm 2016. Ưu điểm công nghệ này đã giúp PHC:
  - + **Rút ngắn thời gian thi công xuống 5-6 ngày/sàn.** Với đặc điểm nhẹ, linh hoạt và chính xác của hệ thống khuôn ván nhôm có thể đẩy nhanh tiến độ dự án hơn 30%. Thời gian thi công là một trong yếu tố quan trọng nhất để đánh giá năng lực thực hiện các dự án của nhà thầu xây dựng. Đặc biệt, đối với các dự án nhà cao tầng, nếu rút ngắn được yếu tố này sẽ mang lại lợi ích kinh tế rất lớn cho cả chủ đầu tư lẫn nhà thầu.
  - + **Chất lượng công trình và tính thẩm mỹ cao hơn so với biện pháp truyền thống**, công nghệ bê tông toàn khối sẽ giúp hạn chế các mối nối giữa các lần đổ bê tông khác nhau. Nhờ đó, kết cấu công trình sẽ được liền mạch và có khả năng chịu lực tốt hơn. Ngoài ra, nhờ sử dụng khuôn ván AI-form và Gang-form trong quá trình thi công nên bề mặt bê tông sau thi công đẹp và giúp giảm đáng kể chi phí hoàn thiện công trình.
  - + **Nâng cao an toàn cho công tác thi công**, hệ thống Gang-form thay thế được toàn bộ hệ thống hệ dàn giáo bao che an toàn thông thường theo phương pháp truyền thống, nên hạn chế được tai nạn trong quá trình lắp đặt. Đồng thời, hệ thống này được lắp đặt từ trước rồi được cẩu lắp và liên kết trong phạm vi tính toán để đảm bảo tính an toàn. Vị trí làm việc của công nhân là sàn thao tác và “lồng” bao che tạo tâm lý thoải mái, nhờ vậy năng suất được cải thiện đáng kể, đồng thời, giảm thiểu nguy cơ “rơi rớt” vật dụng, vật tư xây dựng từ bên trên.

<sup>(1)</sup> Hệ thống AI-form là công nghệ cốp pha sử dụng vật liệu nhôm định hình: ứng dụng làm cốp pha cho hệ thống cấu kiện tường vách – sàn trong nhà bao gồm hệ cột chống, gối đỡ và tấm AI form được liên kết lắp ghép bằng các phụ kiện chốt, kẹp, ty la,...đồng bộ cho cấu kiện tường vách liền sàn.

<sup>(2)</sup> Gang-form là một hệ thống ván khuôn (formwork system) được sử dụng cho mặt ngoài công trình, có xuất xứ từ Hàn Quốc. Gang form là sự kết hợp giữa các tấm Steel form kích thước lớn với hệ sàn thao tác bao che được tổ hợp thành từng mảng nguyên khối, liên kết với kết cấu bê tông bằng hệ neo Anchor, có thể trượt lên theo chiều cao tòa nhà và làm việc trong phạm vi 2-4 tầng đang thi công.

<sup>(3)</sup> Là công nghệ thi công lắp đặt khuôn đúc (cốp pha) cột, vách, cầu thang dầm và sàn cùng lúc và đổ bê tông toàn bộ cùng một lần.

Chúng tôi đánh giá tuy công nghệ trên không mới so với các nhà thầu xây dựng lớn như CTD, HBC hay DELTA... nhưng đối với PHC đây là bước cần thiết để đáp ứng năng lực cho các dự án lớn hơn, cũng như các yêu cầu khắt khe của các chủ đầu tư nước ngoài. Đồng thời, giúp gia tăng tỷ lệ trúng thầu ở các dự án có độ phức tạp và giá trị lớn.

## 2.2. Quá trình xây dựng

Đối với công trình dân dụng, quá trình xây dựng bao gồm 04 công đoạn: (1) thiết kế, (2) làm móng, (3) xây thô, (4) hoàn thiện. Trong đó, khâu thiết kế chiếm 5% – 10% trong cơ cấu chi phí nhưng lại quyết định tới 70% chất lượng công trình. Giai đoạn làm móng và xây thô chiếm tỷ trọng lần lượt 20% -25% và xây thô là 30% - 35%, đây là quá trình phức tạp và nhiều rủi ro nhưng lại có tỷ suất lợi nhuận thấp (dao động khoảng 5% – 10%). Còn lại, giai đoạn hoàn thiện chiếm từ 30% – 40% chi phí (tùy theo loại công trình), đây là công đoạn có tỷ lệ sinh lời cao nhất 10% – 20%.

**(1) PHC đủ năng lực thực hiện toàn bộ quá trình xây dựng.** Trước năm 2015, giống như các nhà thầu nhỏ khác với khả năng hạn chế, PHC chỉ tham gia dự án ở hai công đoạn chính là làm móng và xây thô. Tuy vậy, hiện tại công ty đủ khả năng thực hiện cả khâu thiết kế và hoàn thiện. Điều này được thể hiện qua việc PHC trúng thầu các dự án theo hình thức tổng thầu D&B, đây là các dự án có giá trị lớn, trong đó:

**+ Hợp đồng theo hình thức D&B là hợp đồng trong cùng một gói thầu, nhà thầu được giao thực hiện cả ba nội dung công việc:** tư vấn, khảo sát, thiết kế; mua sắm hàng hóa vật tư, thiết bị cho dự án; và thi công xây lắp công trình. Với đặc điểm trên, các hợp đồng được thực hiện theo hình thức D&B sẽ có biên lợi nhuận gộp cao hơn 2-3 điểm % so với các hợp đồng xây dựng truyền thống.

**Bảng 3: Các dự án được ký kết theo hình thức D&B của PHC trong giai đoạn 2016 – 2018.**

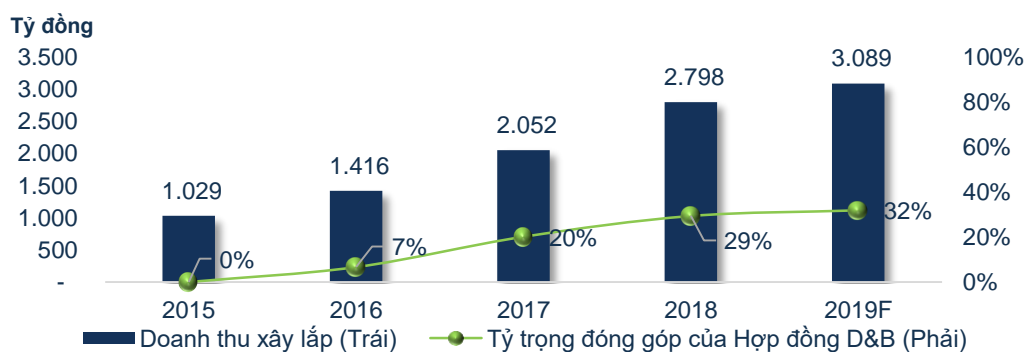
Thời gian	Dự án	Giá trị hợp đồng
Năm 2016 - 2018	Chung cư CT1-Gamuda Gardens	1.305,1
Năm 2017 - 2020	Dự án KENTON Node	1.304,0
Năm 2018 - 2021	Khu E9, Trung Hòa, Cầu Giấy	999,3
<b>Tổng</b>		<b>3.608</b>

Nguồn: PHC

## (2) Gia tăng tỷ trọng hợp đồng D&B trong cơ cấu doanh thu sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của PHC.

Giá trị doanh thu từ các hợp đồng D&B năm 2018 khoảng 822 tỷ đồng, chiếm 29% doanh thu hoạt động xây lắp. Chúng tôi ước tính, năm 2019, kỳ vọng tỷ lệ này sẽ được nâng lên mức 32%. Từ đó, biên lợi nhuận gộp năm 2019 sẽ được nâng lên mức 7,1% cao hơn so với mức 6,4% của năm 2017.

**Hình 8: Giá trị đóng góp của hợp đồng D&B trong hoạt động xây lắp của PHC**



Nguồn: PHC, FPTs Research

**(3) Chạm áp dụng hệ thống BIM trong quá trình thực hiện dự án.** Làm chủ công nghệ BIM<sup>1</sup> (Building Information Model - Hệ thống thông tin công trình) sẽ giúp các nhà thầu tiết kiệm được chi phí cũng như thời gian thực hiện dự án, điều này tạo ra sự khác biệt giữa các nhà thầu về hiệu quả quản lý cũng như điều kiện đáp ứng đấu thầu cho các dự án lớn. Tuy vậy, để áp dụng hệ thống này đòi hỏi doanh nghiệp phải đầu tư lớn như mua phần mềm lẫn đào tạo nhân lực thực hiện. Nên trong giai đoạn vừa qua, PHC mới bước vào quá trình thử nghiệm trong khi các công ty đầu ngành như CTD, HBC hay DELTA đều đã áp dụng thành công và triển khai phổ biến.

### 2.3. Đầu ra hoạt động xây dựng chịu ảnh hưởng mạnh bởi chu kỳ thị trường BĐS

- **Sản phẩm chính của PHC là nhà để ở (chiếm 80% cơ cấu doanh thu mảng xây dựng) - tập trung phần lớn ở các dự án BĐS tầm trung.** Còn lại, lần lượt là xây dựng công nghiệp 7% và cơ sở hạ tầng, nhà không để ở (văn phòng, thương mại...) là 13%. Với cơ cấu đầu ra như trên, hoạt động kinh doanh của PHC sẽ có tính chu kỳ tương đồng với thị trường bất động sản và chịu rủi ro khá lớn khi thị trường này đang có tín hiệu suy giảm.
- **Về thị trường, Hà Nội và Vũng Tàu là hai địa bàn chính,** đây là hai địa bàn hoạt động xây dựng truyền thống của PHC kể từ ngày đầu thành lập. Trong đó, Hà Nội chiếm 67%, Vũng Tàu chiếm 10% tỷ trọng trong doanh thu, còn lại là các tỉnh thành khác.

**Năm 2016, PHC thâm nhập thành công thị trường xây dựng TP.HCM,** với 03 công trình có tổng giá trị trúng thầu 1.494 tỷ đồng. Trong đó, công trình lớn nhất là KENTON NODE của chủ đầu tư Công ty TNHH Xây dựng - Sản xuất - Thương Mại Tài Nguyên được thi công theo hình thức D&B.

Thị trường xây dựng TP.HCM có quy mô lớn và tốc độ tăng trưởng cao, vì vậy PHC thâm nhập thị trường này sẽ mở ra cơ hội tiếp cận thêm các khách hàng lớn và tiềm năng trong tương lai.

## B. Hoạt động kinh doanh Bất động sản

PHC đang phát triển 02 dự án Bất động sản, dự kiến sẽ đóng góp lớn vào lợi nhuận trong giai đoạn 2019 – 2020. Dưới đây là thông tin chi tiết:

**Bảng 4: Tổng hợp doanh thu, lợi nhuận các dự án của PHC (tỷ đồng)**

Dự án	2019		2020	
	Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST
<b>Florence</b>	660,3	59,1	475,7	51,1
<b>Hoàn Cầu</b>	21,0	9,7	-	-

Nguồn: PHC, FPTs Research

<sup>1</sup> BIM là mô hình tổng hợp toàn diện các thông tin công trình, được số hóa và trình bày qua hình ảnh 3 chiều đa luồng dữ liệu, cung cấp cho người dùng cái nhìn trực quan và cho khả năng tư duy gần với suy nghĩ tự nhiên nhất của con người. BIM cho phép mô hình hóa công trình để phản ánh chính xác cấu tạo cùng các thuộc tính của công trình trên thực tế sẽ được hình thành trong tương lai. Sử dụng BIM, các đối tác tham gia dự án có thể xem xét trước và đánh giá hiệu quả của nó trước khi thực hiện, kiểm soát được các xung đột, độ chính xác của bản thiết kế, giải quyết được các vấn đề liên quan ngay ở giai đoạn đầu của dự án, đạt được kết quả tiết kiệm đáng kể về mặt thời gian và chi phí.

**(1) Dự án Florence Mỹ Đình**

**Thông tin dự án**

Tổng mức đầu tư	952 tỷ đồng
Tỉ lệ sở hữu dự án của PHC	79%
Diện tích đất	9.976 m <sup>2</sup>
Thời gian triển khai	2017 - 2020

**Chủ đầu tư là Công ty Cổ phần Nhà Mỹ Xuân – công ty con của PHC** (tỷ lệ sở hữu 79%). Cổ đông lớn thứ 2 là Công ty Cổ Phần Giống Gia Súc Hà Nội (nắm giữ 20%), đây là đơn vị góp quỹ đất để thực hiện dự án.

- **Quy mô:** dự án có diện tích đất là 9.976 m<sup>2</sup>, được xây dựng với 02 tòa tháp cao 25 tầng. Tổng diện tích sàn xây dựng là 78.908 m<sup>2</sup> bao gồm 03 tầng hầm để xe, 03 tầng để dành cho khu thương mại và văn phòng và 22 tầng dành cho căn hộ chung cư, tương ứng 480 căn hộ.

**Bảng 5: Thông tin chi tiết dự án**

Chỉ tiêu	Quy mô	Đơn vị
<b>Diện tích đất</b>	<b>9.976</b>	<b>m<sup>2</sup></b>
<b>Diện tích xây dựng</b>		<b>m<sup>2</sup></b>
- Khối đế/tầng	2.789,3	m <sup>2</sup>
- Khối chung cư/tầng	1.997,6	m <sup>2</sup>
<b>Tổng diện tích sàn xây dựng</b>	<b>78.908</b>	<b>m<sup>2</sup></b>
- Trung tâm thương mại, văn phòng	8.368	m <sup>2</sup>
- Căn hộ chung cư	56.245	m <sup>2</sup>
- Tầng hầm	14.295	m <sup>2</sup>
<b>Số căn hộ cao tầng</b>	<b>480</b>	<b>Căn hộ</b>

*Nguồn: PHC*

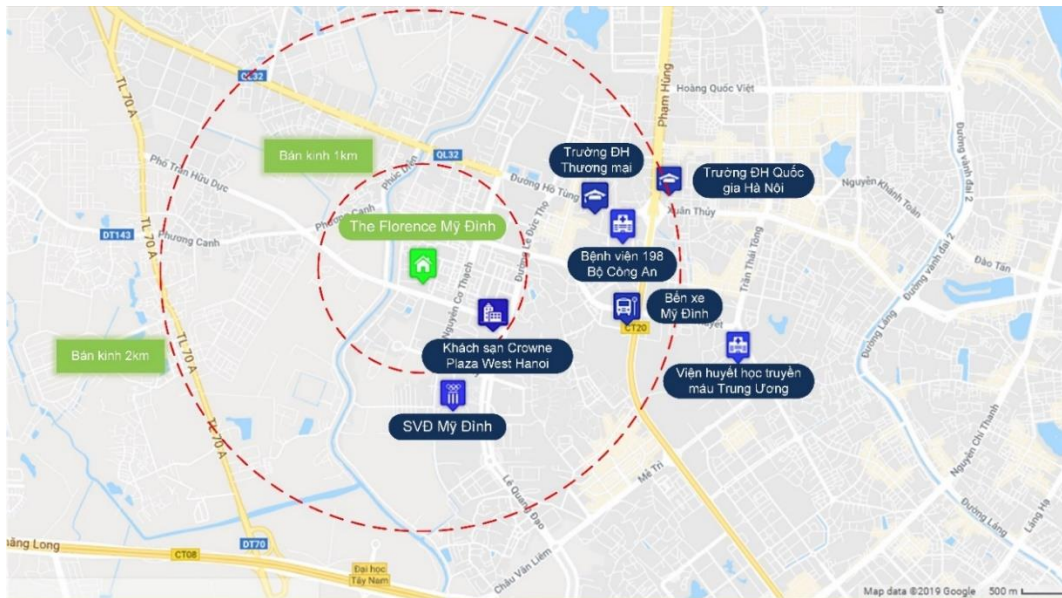
- **Thời gian triển khai:** dự án bắt đầu triển khai từ tháng 10/2017 và được mở bán chính thức từ tháng 04/2018. Về tiến độ xây dựng, dự án Florence đã tiến hành cất nóc vào tháng 10/2018, bàn giao nhà dự kiến sẽ bắt đầu từ quý IV/2019 đến quý I/2020.

**Triển vọng dự án:** Chúng tôi cho rằng dự án Florence sẽ không gặp nhiều khó khăn khi tiêu thụ nhờ các yếu tố sau:

- **Vị trí địa lý thuận lợi:** có khả năng kết nối giao thông thuận tiện, nằm trên mặt đường Trần Hữu Dực, Nam Từ Liêm (chiều rộng 50m, 8 làn xe). Tính từ vị trí dự án trong vòng bán kính 5 km có các khu dịch vụ công cộng như bệnh viện Huyết học Trung Ương, trường Đại học Thương Mại, trường tiểu học Đoàn Thị Điểm, bến xe Mỹ Đình.



### Chi tiết vị trí dự án Florence



Nguồn: PHC, FPTs Research

- **Thuộc phân khúc trung cấp:** mức giá bán từ 27 – 32 triệu đồng/m<sup>2</sup>, phù hợp với nhu cầu thực của thị trường. Chúng tôi cho rằng đây là mức giá khá cạnh tranh với các dự án thuộc khu vực trên như Iris Garden (giá bán 28 – 32 triệu đồng/m<sup>2</sup>), Mỹ Đình Pearl Châu Văn Liêm (34 - 36 triệu đồng/m<sup>2</sup>), The Emerald - ô CT8 khu đô thị mới Mỹ Đình (27 – 30 triệu đồng/m<sup>2</sup>).
- **Tiến độ bán hàng tốt:** được mở bán từ tháng 4/2018, tính đến hết quý II/2019 dự án đã bán được 80% số lượng căn hộ.

Chúng tôi đánh giá hiệu quả dự án này có NPV là 75,5 tỷ đồng và IRR là 25,9%, đây là mức trung bình so với các dự án khác cùng quy mô.

**Ước tính dự án Florence sẽ có tổng doanh thu là 1.347,5 tỷ đồng và 127,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.**

Trong đó, năm 2018, PHC đã ghi nhận 212 tỷ đồng doanh thu và 17,5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Dự kiến, năm 2019, PHC sẽ ghi nhận thêm 660,3 tỷ đồng doanh thu và 59,1 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

**Việc triển khai dự án Florence đã tác động mạnh tới tình hình tài chính của PHC.** Tổng mức đầu tư của dự án lớn hơn nhiều so với vốn chủ sở hữu nên PHC phải gia tăng mạnh vay nợ, điều này tạo ra rủi ro lớn về khả năng trả nợ trong thời gian qua. Chúng tôi cho rằng, với vị trí đẹp, PHC có thể thực hiện đúng tiến độ đề ra, từ đó giúp cải thiện dòng tiền trong thời gian tới.

### (1) Dự án Hoàn Cầu tại tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu



#### Thông tin dự án

Tổng mức đầu tư	60 tỷ đồng
Tỉ lệ sở hữu dự án của PHC	100%
Diện tích đất	27.941 m <sup>2</sup>
Thời gian triển khai	2016 - 2019

Nguồn: PHC



**PHC đã có những am hiểu về thị trường BĐS tại khu vực Bà Rịa - Vũng Tàu nhờ hoạt động xây dựng được triển khai từ năm 2010.** Từ đó, PHC tiến hành đầu tư vào dự án Hoàn Cầu có diện tích gần 2,8 ha, nằm tại phường Phước Hưng, thị xã Bà Rịa, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu.

- **Dự án có khả năng kết nối hệ thống giao thông thuận lợi**, khi dự án này nằm sát vòng xoay của các trục đường lớn Hoàng Diệu, Hùng Vương, Võ Thị Sáu, đồng thời nằm ngay trên trục đường Nguyễn Tất Thành kéo dài (02 làn xe, rộng 33 m).
- **Dự án được triển khai từ quý II/2016 theo hình thức xây dựng khu nhà ở liền kề 4 tầng, khu nhà biệt thự 3 tầng, với tổng cộng 136 lô đất nền.** Năm 2016-2017, PHC đã tiến hành bán 117 lô đất nền, doanh thu đã ghi nhận khoảng 61 tỷ và lợi nhuận sau thuế là 11,3 tỷ.
- **Năm 2019, dự kiến PHC sẽ bán nốt 19 lô còn lại sau khi đã hoàn thiện phần xây thô** – đây là những lô có vị trí đẹp nằm giáp đường. Chúng tôi đánh giá, việc tiêu thụ phần còn lại của dự án sẽ không gặp khó khăn nhờ vị trí thuận lợi và hệ thống hạ tầng đã được hoàn thiện trong năm 2018. Doanh thu còn lại từ dự án khoảng 21 tỷ đồng, đóng góp khoảng 9,7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

### **(3) Định hướng phát triển mảng bất động sản**

Theo định hướng ban lãnh đạo về mảng bất động sản, trong quá trình đi xây dựng, PHC sẽ chủ động tìm kiếm, lựa chọn và chỉ đầu tư khi có các dự án tiềm năng.

- **Góp vốn triển khai dự án mới**

- Tháng 3/2019, PHC đã tiến hành tham gia hợp tác, góp vốn với Công ty Cổ phần Bất động sản Dầu khí (Petrowaco – PWA) để thực hiện Dự án Cải tạo, xây mới chung cư 59-63 Huỳnh Thúc Kháng (Đồng Đa, Hà Nội). Trong đó, tỷ lệ góp của PHC là 45% và PWA góp 55% vốn. Ngoài ra, PHC sẽ làm tổng thầu thi công cho dự án này.
- Quy mô của dự án là tòa nhà cao 25 tầng cùng với 3 tầng hầm, tổng diện tích sàn xây dựng: 25.542 m<sup>2</sup>. Trong đó, tầng 1 – 4 dành cho dịch vụ công cộng và thương mại, tầng 5 – 25 dành cho văn phòng và nhà ở. Dự kiến tháng 12/2019, dự án sẽ bắt đầu được triển khai và được bàn giao vào quý II/2022.
- Về pháp lý, từ tháng 10-2009, UBND TP Hà Nội có quyết định chấp thuận cho PWA đầu tư xây dựng lại khu tập thể cũ số 59-63 Huỳnh Thúc Kháng, nhằm cải thiện chỗ ở cho người dân đang sinh sống tại đây và điều kiện làm việc cho các đơn vị chức năng thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Tuy vậy, đến trước thời điểm PHC tham gia góp vốn thì dự án vẫn chưa được triển khai.

**Do các thông tin chi tiết về dự án chưa đủ cơ sở để đưa ra dự phóng nên trong mô hình định giá của chúng tôi sẽ không bao gồm dự án trên.**

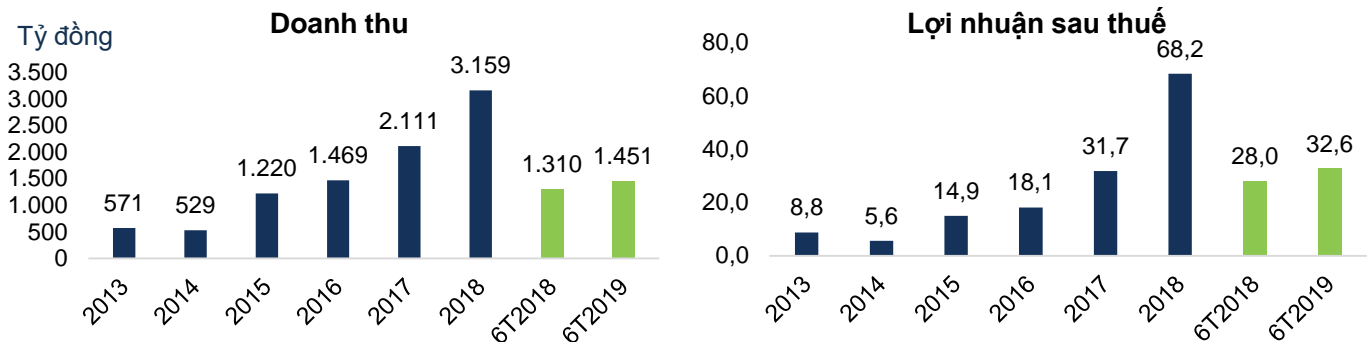
### **3. Kết quả hoạt động kinh doanh của PHC**

Để đánh giá kết quả hoạt động kinh doanh, chúng tôi tiến hành so sánh PHC với nhóm các doanh nghiệp niêm yết tương đồng cùng hoạt động trong lĩnh vực xây dựng dân dụng và công nghiệp (CTD, HBC, SC5, HTN, VC9,...). Từ đó, chúng tôi thấy có những điểm đáng chú ý sau đây:

**(1) Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh**, riêng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của doanh thu hoạt động xây dựng trong giai đoạn 2013 - 2018 là 41,7% và lợi nhuận sau thuế là 50,8%. Trong khi các doanh nghiệp cùng quy mô như SC5, VC9, HTN thì tốc độ tăng trưởng trung bình chỉ ở mức 20% với doanh thu và 12% với lợi nhuận

sau thuế. Nguyên nhân là do: (1) PHC thay đổi chiến lược, từ thuê nhà thầu phụ sang tự thực hiện, (2) Hoàn thiện năng lực thi công giúp PHC ký được các hợp đồng lớn theo hình thức D&B ([xem chi tiết](#)).

**Hình 9: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PHC trong giai đoạn (2013 – 2018)**

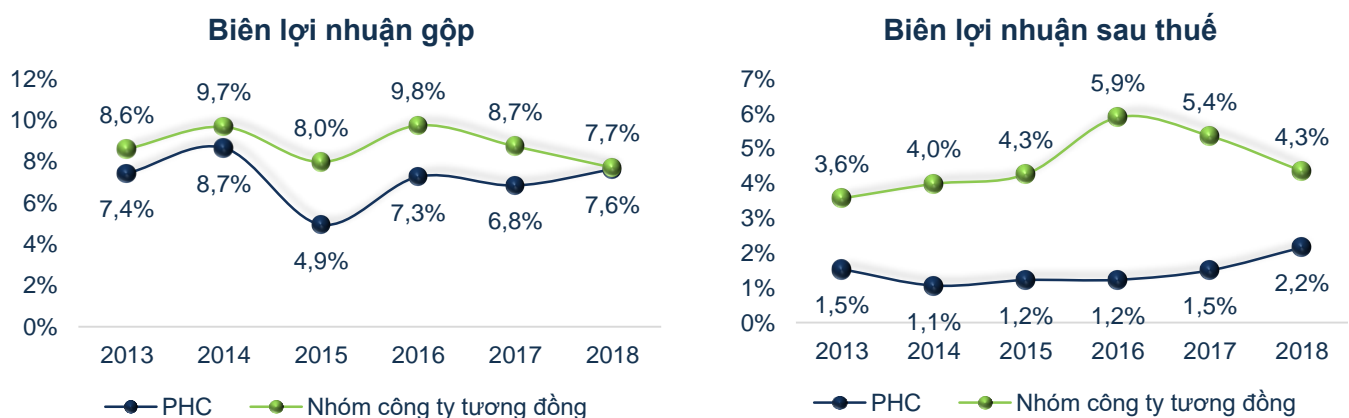


Nguồn: PHC, FPTIS Research

**(2) Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế thấp hơn trung bình ngành**, trong giai đoạn 2013 -2017, biên lợi nhuận gộp PHC luôn duy trì ở mức thấp hơn 1 – 2 điểm % so với các công ty trong ngành. Điều này là do:

- PHC thực hiện chào giá thấp hơn khi đấu thầu để mở rộng hoạt kinh doanh.
- Khả năng quản lý dự án và kinh nghiệm thi công chưa đạt hiệu quả. Điều này được thể hiện qua việc cần bao nhiêu thời gian và tốn bao nhiêu chi phí để xây dựng được 01 khối lượng công việc (01 tầng). Đối với các công ty đầu ngành như CTD hay HBC đều đã sử dụng các hệ thống quản lý hiện đại như BIM và có kinh nghiệm thi công các công trình lớn nên hiệu quả thực hiện dự án cao. Trong khi đó, PHC mới bắt đầu thử nghiệm các hệ thống này.

**Hình 10: So sánh biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế của PHC với nhóm các công ty so sánh**



Nguồn: PHC, FPTIS Research

Cộng thêm chi phí lãi vay lớn, thường chiếm tỷ trọng trên 2% doanh thu vào gần 30% lợi nhuận gộp nên biên LNST chỉ duy trì ở mức dưới 2% ([Xem thêm phân phân tích tài chính](#)).

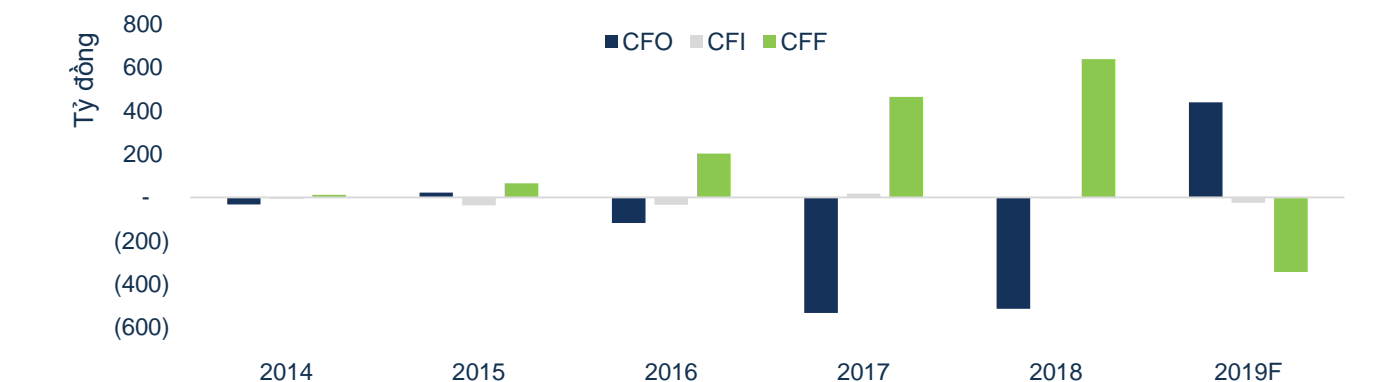
**Biên lợi nhuận gộp được cải thiện**, chỉ số này của PHC tăng lên 7,9% trong 6T2019 bằng với mức trung bình ngành nhờ tỷ trọng các dự án D&B (có biên lợi nhuận gộp cao) được ghi nhận tăng. Cùng với đó, biên LNST cũng nâng lên mức 2.2%.

### III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Qua phân tích hoạt động kinh doanh, chúng tôi thấy dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh (CFO) âm lớn trong giai đoạn 2016 – 2018 do PHC mở rộng hoạt động xây dựng và đầu tư vào hai dự án bất động sản. Để tài trợ cho nhu cầu này, công ty phải tăng mạnh nợ vay ngắn hạn và huy động thêm từ phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu.

#### 1. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh liên tục âm

**Hình 11: Lưu chuyển tiền tệ qua các năm của PHC**

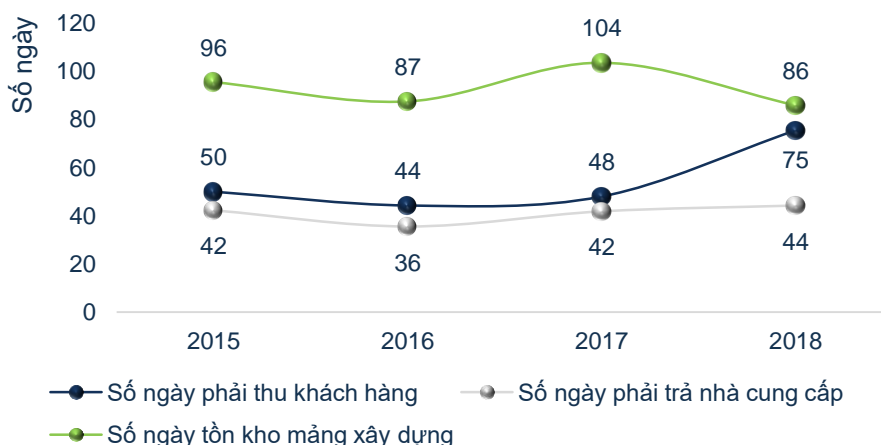


Nguồn: PHC, FPTs Research

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của PHC bắt đầu âm từ năm 2016, nhưng âm mạnh hơn trong hai năm 2017 và 2018 với giá trị lần lượt (-523 tỷ đồng) và (-513,7 tỷ đồng). Nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này là (1) khoản phải thu khách hàng tăng mạnh từ hoạt động xây lắp và (2) đầu tư lớn vào hàng tồn kho bất động sản, trong đó:

- **Thời gian thu hồi nợ bình quân tăng nhanh**, giá trị khoản phải thu khách hàng của PHC phần lớn đến từ hoạt động xây lắp. Hết năm 2018, khoản này của PHC tăng lên mức 928,6 tỷ đồng, gần 2,5 lần so với cuối năm 2017 và chiếm tới gần 41% tổng giá trị tài sản ngắn hạn. Lý do chính dẫn tới tình trạng trên là: (1) Thị trường BĐS chững lại làm cho một số các chủ đầu tư gặp khó khăn về tài chính nên chậm thanh toán theo tiến độ hợp đồng. (2) Tăng tỷ lệ thi công tại các dự án lớn (các dự án này thường có tỷ lệ nợ đọng cao; ở mức trên 30%).

#### • Hình 13: Các chỉ số hoạt động của PHC



Nguồn: PHC, FPTs Research

**So sánh với các công ty trong ngành, khả năng thu hồi nợ của PHC được đánh giá ở mức tốt.** Cụ thể, năm 2018, số ngày phải thu của các doanh nghiệp lần lượt là CTD (93 ngày), HBC (181 ngày), SC5 (54 ngày), trong khi PHC ở mức 75 ngày.

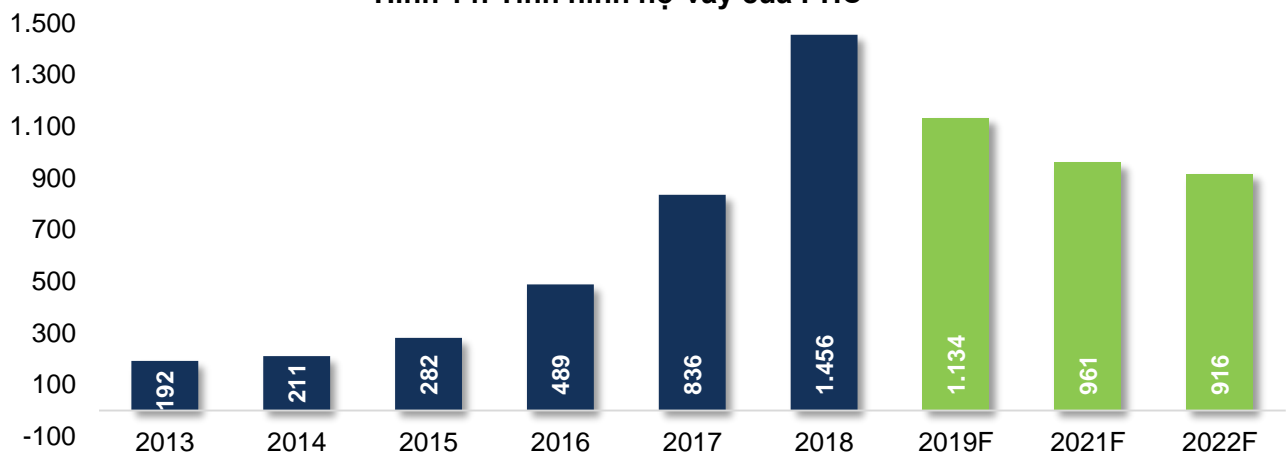
- **Giá trị tồn kho tăng mạnh do đầu tư dự án Florence.** Tính tới cuối năm 2018, lượng tồn kho của PHC lên tới 966 tỷ đồng so với mức 458 tỷ đồng năm 2016. Trong đó, giá trị hàng tồn kho của dự án Florence chiếm tới hơn 47%, tương ứng 449,2 tỷ đồng. Loại bỏ tồn kho từ mảng BĐS, so sánh với các doanh nghiệp trong ngành, số ngày tồn kho riêng mảng xây dựng của PHC vẫn duy trì ở mức cao.

Tình hình sẽ được cải thiện từ trong giai đoạn tới, nhờ dòng tiền thu về từ hoạt động bán BĐS và không phải đầu tư thêm vào hàng tồn kho dự án Florence. Chúng tôi ước tính dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của PHC trong hai năm 2019 và 2020 lần lượt dương 438,6 tỷ đồng và 201 tỷ đồng.

## 2. Nợ vay tăng mạnh

**PHC tăng mạnh vay nợ để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động,** tổng nợ vay tăng gần 7,7 lần từ 192 tỷ đồng năm 2013 lên mức 1.456 tỷ đồng vào cuối năm 2018, trong đó nợ ngắn hạn chiếm tới 87,6% tổng giá trị nợ. Trong đó, nguồn vốn vay ước tính để phát triển dự án Florence là hơn 500 tỷ đồng (vai trò vừa là chủ đầu tư vừa là đơn vị thi công). Còn lại, nguồn vốn vay để phục vụ cho hoạt động xây lắp là hơn 900 tỷ đồng.

**Hình 14: Tình hình nợ vay của PHC**



Nguồn: PHC FPTs Research

Trong ngắn hạn, dòng tiền thu về từ mảng bất động sản sẽ là yếu tố quan trọng giúp hạ tỷ lệ nợ vay cho PHC. Sau khi hoàn thành dự án Florence, chúng tôi ước tính PHC sẽ duy trì vay nợ quanh mức 900 tỷ đồng để phục vụ cho hoạt động xây dựng.

## 3. Rủi ro về khả năng thanh toán nợ

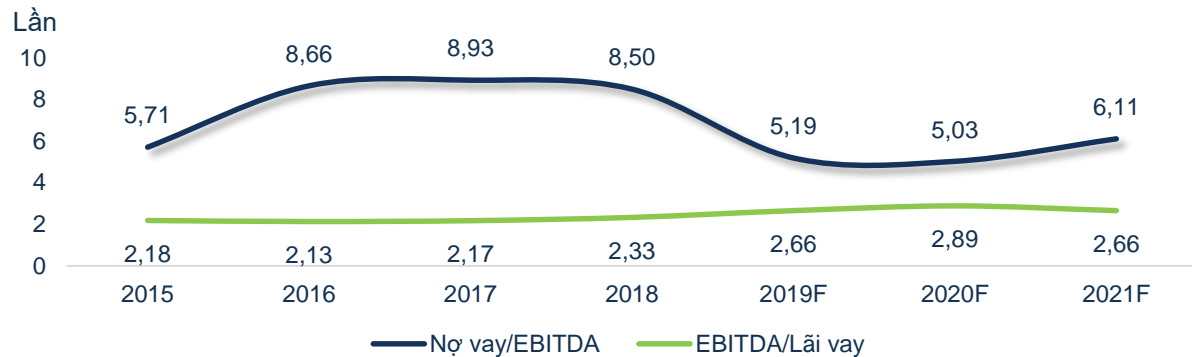
Đánh giá về khả năng trả nợ gốc và lãi vay, chúng tôi sử dụng hai chỉ số là Nợ vay/EBITDA (thể hiện khả năng trả gốc các khoản vay) và EBITDA/Chi phí lãi vay (thể hiện khả năng trả lãi).

- **Chỉ số nợ vay/EBITDA tăng mạnh** từ mức 5,7 lần năm 2015 lên mức 8,5 lần năm 2018 do PHC gia tăng vay nợ trong khi chưa tạo ra lợi nhuận tương xứng. Đặc biệt, các khoản vay của PHC phần lớn là ngắn hạn nên rủi ro cũng như áp lực thanh toán nợ trong ngắn hạn là rất lớn. Cùng với đó, trong trường hợp

lãi suất ngân hàng tăng thì PHC sẽ chịu thêm chi trả lãi vay. Năm 2018, chi phí lãi vay của PHC là 73,5 tỷ đồng, bào mòn gần 30% giá trị lợi nhuận gộp.

Trong điều kiện, tiến độ bán hàng của dự án Florence được hoàn thành như chúng tôi đánh giá thì tỷ lệ nợ vay của PHC sẽ giảm xuống, đồng thời mức lợi nhuận cũng được tăng lên. Điều này giúp chỉ số nợ vay/EBITDA giảm về mức 5,19 trong năm 2019.

**Hình 15: Khả năng thanh toán gốc và lãi vay của PHC**



*Nguồn: PHC, FPT Research*

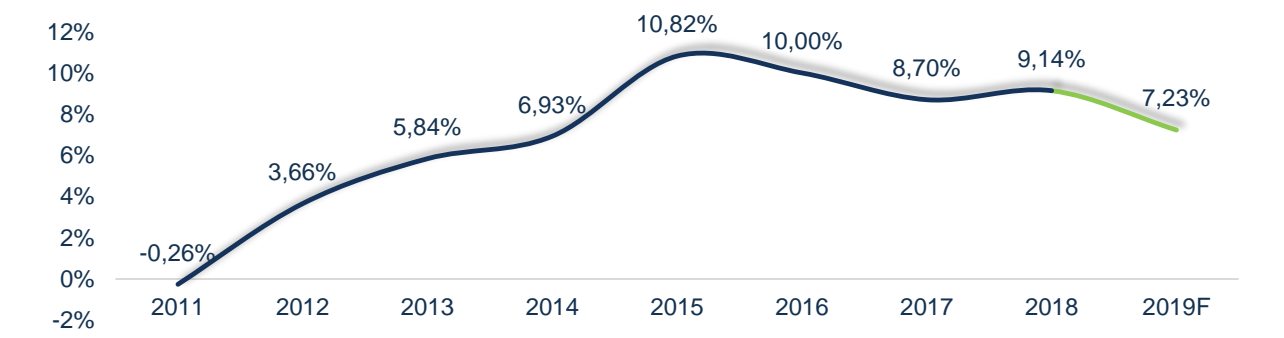
- **Chỉ số EBITDA/lãi vay ở mức thấp so với các công ty cùng ngành**, năm 2018 chỉ số của PHC tiếp tục duy trì ở mức 2,3 lần trong khi các công ty cùng ngành như HBC (5,83 lần), SC5 (3,83) VC2 (3,16 lần), VC9 (2,18 lần).

## IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

### 1. Ngành Bất động sản và Xây dựng đối mặt nhiều thách thức

- **Thị trường Bất động sản chứng lại do ảnh hưởng từ chính sách hạn chế tín dụng.** Rủi ro tiềm ẩn từ bong bóng bất động sản xuất phát từ cơn sốt trong phân khúc đất nền, Ngân hàng Nhà nước đã giới hạn tỷ lệ dùng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn tại các ngân hàng xuống mức 40% thay vì 60% trước đó, tỷ lệ này được áp dụng từ đầu năm 2019. Đồng thời, nâng hệ số rủi ro cho vay bất động sản từ 150% lên 200%.
- **Tốc độ tăng trưởng thực của ngành xây dựng đạt đỉnh năm 2015 với tỷ lệ 10,82%.** Chu kỳ tăng tốc ngành xây dựng bắt đầu từ năm 2011 và đạt đỉnh vào năm 2015. Năm 2018, tốc độ tăng trưởng ngành ở mức 9,16% tuy có cao hơn năm 2017 nhưng vẫn nằm trong xu hướng đi xuống.

**Hình 16: Dự phóng tốc độ tăng trưởng thực của ngành xây dựng Việt Nam**

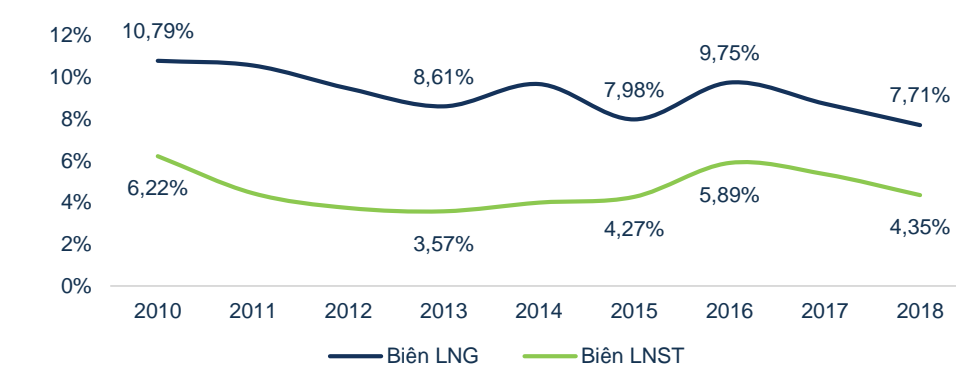


Nguồn: BMI, FPTs Research

Theo BMI Research, mức tăng trưởng ngành xây dựng Việt Nam chỉ dừng ở mức 7,23% trong năm 2019. Trong đó, riêng mảng xây dựng nhà ở năm 2019 được dự báo chỉ ở mức 5,8% so với mức 7,5% của năm 2018.

- **Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế chịu áp lực giảm do tình trạng khó khăn và mức độ cạnh tranh trong ngành gia tăng.** Theo tính toán của chúng tôi với nhóm công ty xây dựng dân dụng đang được niêm yết, biên lợi nhuận gộp trong năm 2018 của nhóm công ty này giảm xuống mức 7,7%, đây là mức thấp nhất trong vòng 8 năm qua. Trong khi đó, biên lợi nhuận sau thuế cũng giảm xuống 4,3% so với năm 2017 là 5,4%.

**Hình 17: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế**



Nguồn: FPTs Research



## 2. Triển vọng doanh nghiệp khả quan trong giai đoạn 2019 – 2020 nhờ đóng góp từ mảng BĐS

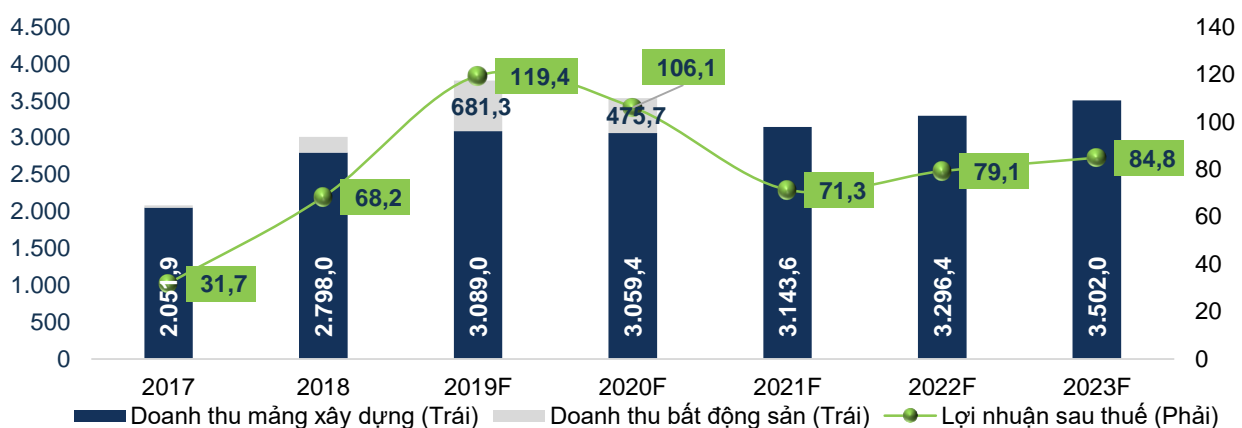
### (1) Mảng xây dựng

- **Ước tính doanh thu năm 2019 đạt 3.089 tỷ đồng (+10,4% yoy)**, điều này có được là nhờ: khối lượng công việc tăng nhanh nhờ đầu thầu thành công nhiều gói thầu lớn, giá trị trúng thầu trong năm 2017 là 3.425 tỷ và năm 2018 là 2.568 tỷ đồng. Từ đó, giúp PHC có tổng giá trị backlog tính đến cuối năm 2018 khoảng 4.099 tỷ.
- **Trúng gói thầu hơn 4.111 tỷ đồng sẽ tạo ra triển vọng mới cho PHC.** Ngày 1/10, PHC công bố trúng gói thầu thi công "Đề xuất thiết kế và xây dựng, thử nghiệm và vận hành nhà chung cư cao tầng HH2 bao gồm 3 tòa tháp, 5 tầng khối đế và 1 tầng hầm bao gồm công tác hạ tầng". Địa chỉ khu A, Gamuda City, Hà Nội do Công ty TNHH Gamuda Land Việt Nam là chủ đầu tư. Tổng giá trị gói thầu hơn 4.111 tỷ đồng. Dự kiến hoàn thành quý IV/2022.
- **Theo định hướng của ban lãnh đạo, PHC không đặt mục tiêu tăng trưởng trong mảng này**, với quy mô doanh thu duy trì quanh mức 3.000 tỷ đồng. Đổi lại, công ty sẽ thực hiện lựa chọn các dự án tốt với chủ đầu tư uy tín, đảm bảo khả năng thu hồi công nợ. Đồng thời, tập trung nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh, cải thiện biên lợi nhuận thông qua áp dụng công nghệ thi công cũng như quản lý dự án hiện đại.

**(2) Mảng Bất động sản - bắt đầu mang lại lợi nhuận:** (1) Dự án Florence sẽ đóng góp lớn vào lợi nhuận sau thuế năm 2019 và 2020 với mức lần lượt là 59,1 tỷ đồng và 51,1 tỷ đồng, chiếm tương ứng 49,5% và 48,1% tổng lợi nhuận sau thuế của PHC. (2) Phần còn lại của dự án Hoàn Cầu cũng mang lại 21 tỷ đồng doanh thu và 9,7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, được ghi nhận trong năm 2019.

Từ hai mảng kinh doanh chính, chúng tôi ước tính năm 2019, PHC đạt 3.804 tỷ đồng doanh thu và 119 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, và tiếp tục được duy trì trong năm 2020 với 3.568 tỷ đồng doanh thu và 106 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

**Hình 20: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2017 – 2023F (đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: FPTs Research

### 3. Khuyến nghị đầu tư và tổng hợp định giá

Chúng tôi định giá PHC sử dụng kết hợp hai phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) và dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE). Giá trị cổ phiếu PHC theo 2 phương pháp có mức bình quân là **15.550 VNĐ/cp**, cao hơn **9%** so với mức giá đóng cửa ngày 4/10/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu PHC.

Trong ngắn hạn, điểm rơi lợi nhuận từ mảng bất động sản vào hai năm 2019 - 2020 là yếu tố tác động tích cực tới giá cổ phiếu. Do vậy, nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào khi PHC về vùng giá hợp lý 13.200 đồng/cp, với mức sinh lời kỳ vọng 18% so với giá mục tiêu.

#### Tổng hợp định giá

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	17.500	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	13.600	50%
	<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>15.550</b>

#### Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	8,85%	Phần bù rủi ro	10,36%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	6,33%	Hệ số Beta	0,46
CP sử dụng vốn 2019	19,16%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	4,09%	Thời gian dự phóng	5 năm

#### Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	1.560,0
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ VNĐ)	4,5
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	1.133,6
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)</b>	<b>409,7</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	23,4
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>17.500</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>	<b>318,1</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	23,4
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>13.600</b>

## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	2.918	3.804	3.569	3.178	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	2.924	3.473	3.278	2.953	+ Tiền và tương đương	171,4	241,6	227,8	244,1
Lợi nhuận gộp	241	331	291	225	+ Đầu tư TC ngắn hạn	10,1	10,1	10,1	10,1
- Chi phí bán hàng	9	22	16	3	+ Các khoản phải thu	1.086,8	978,2	979,6	957,6
- Chi phí quản lí DN	82	88	87	88	+ Hàng tồn kho	966,0	1.004,7	668,8	687,1
Lợi nhuận thuần HĐKD	150	221	187	134	+ Tài sản ngắn hạn khác	33,1	43,5	42,2	38,1
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-69	-73	-58	-47	Tổng tài sản ngắn hạn	2.267,4	2.278,2	1.928,4	1.937,0
- Lợi nhuận khác	6	1	3	2	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	102,5	122,8	144,2	166,9
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	87	149	133	89	+ Khấu hao lũy kế	-36,5	-51,6	-70,0	-91,7
- Chi phí lãi vay	73	82	66	56	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	66,0	71,2	74,3	75,1
Lợi nhuận trước thuế	87	149	133	89	+ Đầu tư tài chính dài hạn	32,7	32,7	32,7	32,7
- Thuế TNDN	18	30	27	18	+ Tài sản dài hạn khác	37,3	40,3	40,9	39,5
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	1,8	0	0	0
LNST	68	119	106	71	Tổng tài sản dài hạn	180,2	195,7	196,7	196,9
- Lợi ích cổ đông thiểu số	7	19	17	6	<b>Tổng Tài sản</b>	2.447,5	2.473,8	2.125,1	2.133,9
LNST của cổ đông CT Mẹ	61	100	89	65					
EPS (đ)	2.616	3.585	3.021	2.106	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
EBITDA	98	166	152	111	+ Phải trả người bán	389,5	438,9	421,5	439,9
Khấu hao	11	17	19	22	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.276,6	960,9	852,6	876,1
Tăng trưởng doanh thu	38%	30%	-6%	-11%	+ Quỹ khen thưởng	1,7	1,7	1,7	1,7
Tăng trưởng LN HĐKD	80%	47%	-15%	-28%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	0	0	0	0
Tăng trưởng EBIT	116%	72%	-11%	-33%	+ Vay và nợ dài hạn	179,6	172,7	108,7	39,4
Tăng trưởng EPS	94%	37%	-16%	-30%	+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>		179,6	172,7	108,7	39,4
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,3%	8,7%	8,1%	7,1%	<b>Nợ dài hạn</b>				
Tỷ suất LNST	2,3%	3,1%	0,5%	0,1%	<b>Tổng nợ</b>	2.034,0	1.969,6	1.543,5	1.509,0
ROE DuPont	15,9%	21,9%	16,4%	10,8%	+ Thặng dư	37,8	37,8	37,8	37,8
ROA DuPont	3,0%	4,1%	3,9%	3,1%	+ Vốn điều lệ	234,1	257,5	270,4	283,9
Tỷ suất EBIT	3,0%	3,9%	3,7%	2,8%	+ LN chưa phân phối	61,4	109,7	156,9	180,5
LNST/LNTT	70,7%	67,2%	67,0%	73,0%	Vốn chủ sở hữu	345,4	417,1	477,1	514,2
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Lợi ích cổ đông thiểu số	68,1	87,1	104,4	110,7
Vòng quay tổng tài sản	143,9%	154,6%	155,2%	149,2%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	2.447,5	2.473,8	2.125,1	2.133,9
Đòn bẩy tài chính	527,4%	536,3%	423,6%	353,0%					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F	Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	85,15	103,42	103,42	97,33	<b>Tiền đầu năm</b>	76,5	171,4	241,6	227,8
Số ngày tồn kho	73,39	92,61	89,86	85,29	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	86,6	100,3	88,8	65,0
Số ngày phải trả	48,72	51,86	50,29	51,07	+ Khấu hao	11,3	17,0	18,9	22,3
Thời gian luân chuyển tiền	109,82	144,17	142,99	131,54	+ Điều chỉnh	-36,1	-3,7	13,6	4,1
COGS / Hàng tồn kho	3,03	3,46	4,90	4,30	+ Thay đổi vốn lưu động	-571,4	325,0	80,3	16,2
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	-513,7	438,6	201,7	107,5
CS thanh toán hiện hành	1,22	1,27	1,34	1,32	+ Thanh lý tài sản cố định	0,1	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,70	0,71	0,88	0,85	+ Chi mua sắm TSCĐ	-19,4	-25,2	-21,5	-22,7
CS thanh toán tiền mặt	0,10	0,14	0,17	0,17	+ Tăng (giảm) đầu tư	6,6	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,59	0,46	0,45	0,43	+ Các hđ đầu tư khác	8,7	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	4,22	2,72	2,01	1,78	<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	-4,0	-25,2	-21,5	-22,7
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	3,70	2,30	1,79	1,70	+ Cổ tức đã trả	-7,9	-20,6	-21,6	-22,7
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,52	0,41	0,23	0,08	+ Tăng (giảm) vốn	25,1	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	1,18	1,82	2,00	1,58	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	-315,7	-108,3	23,5
					+ Thay đổi nợ dài hạn	0	-6,8	-64,1	-69,2
					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	637,7	-343,1	-194,0	-68,5
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	119,9	70,2	-13,8	16,3
					<b>Tiền cuối năm</b>	171,4	241,6	227,8	244,1
					<i>triệu đồng</i>				

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu PHC và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu PHC nào.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171  
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.28) 6290 8686  
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang,  
Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 355 3666  
Fax: (84.511) 355 3888