

## BƯỚC CHUYỂN MÌNH

22/05/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	87,500
Giá hiện tại	71,800
Tiềm năng tăng/giảm	21.9%

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	99.93
Free float (triệu)	48.1%
Vốn hóa (tỷ VND)	7,285
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,776,807
Sở hữu nước ngoài (%)	44.98%
Ngày niêm yết đầu tiên	20/01/2010

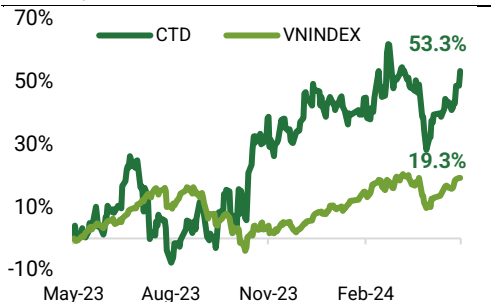
## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Kustoshem Pte Ltd	18.6%
Công Ty TNHH Thành Công	14.9%
The 8th Pte., Ltd.	11.0%
Vinacapital Vietnam Opportunity Fund Ltd.	5.2%
Khác	50.27%

## KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	2,848
BVPS (VND)	85,252
Nợ/VCSH (%)	17.62%
ROA (%)	1.32%
ROE (%)	3.23%
P/E	32.85
P/B	0.86
Tỷ suất cổ tức (%)	-

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



## SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (HSX: CTD) là một trong những nhà thầu xây lắp hàng đầu Việt Nam với đa dạng lĩnh vực xây dựng dự án khu dân cư, công nghiệp, thương mại, khu nghỉ dưỡng và giáo dục.

## KHỐI PHÂN TÍCH

**Nguyễn Cửu Minh Danh** – Chuyên viên  
danhnguyen@phs.vn  
**Nguyễn Nam Sơn** – Trưởng nhóm  
sonnguyennam@phs.vn

- Theo đuổi định hướng chiến lược tiếp cận các sản phẩm xây dựng công nghệ mới cũng như áp dụng các kỹ thuật xây dựng tiên tiến (tòa nhà/hạ tầng công nghiệp xanh theo tiêu chuẩn LEED và LOTUS)
- Nắm bắt tốt cơ hội từ làn sóng đầu tư FDI tại Việt Nam với sự chuyển dịch kịp thời sang lĩnh vực xây dựng hạ tầng công nghiệp trong bối cảnh xây dựng dân dụng gặp nhiều khó khăn.
- Sở hữu được lợi thế cạnh tranh với năng lực xây dựng các công trình xanh, phù hợp với xu thế đầu tư sản xuất ESG hiện nay.
- Biên lợi nhuận gộp được kì vọng tạo đáy.

## Luận điểm đầu tư:

- CTD đang là đơn vị tiên phong trong phát triển các dự án tòa nhà/hạ tầng công nghiệp xanh theo tiêu chuẩn LEED và LOTUS.** CTD hiện đã có 46 dự án đạt chứng chỉ LEED và Lotus (Chiếm 23% số lượng dự án xanh đạt chứng chỉ LEED và LOTUS toàn quốc so sánh với dữ liệu tại thời điểm tháng 09/23).
- Nắm bắt tốt cơ hội từ làn sóng đầu tư FDI tại Việt Nam với sự chuyển dịch kịp thời sang lĩnh vực xây dựng hạ tầng công nghiệp.** Theo CTD, doanh thu đóng góp từ các khách hàng là FDI trong năm 2023 ghi nhận mức tăng trưởng hơn 50%. Trong đó, tỉ trọng đóng góp trong tổng DT 2023 của mảng xây dựng hạ tầng công nghiệp là 35% - tăng mạnh từ mức 14% trong 2022.
- Biên lợi nhuận gộp kì vọng tạo đáy.** Vì tỉ trọng đóng góp của mảng công nghiệp (có biên lợi nhuận tốt hơn) có xu hướng gia tăng trong tương lai, nên chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận gộp của CTD sẽ tiếp tục cải thiện từ mức 3.39% trong 3Q2024 đến mức 3.47% cho năm 2024F và dần tiến về mức 3.77% vào năm 2027F. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp có thể được cải thiện khi CTD hoàn thiện hệ sinh thái xây dựng (Trong 3Q24, CTD đã hoàn tất thương vụ mua lại 02 công ty hoạt động trong lĩnh vực cơ điện M&E và lắp đặt hệ thống nhôm kính).

**Định giá & Khuyến nghị:** Sau khi áp dụng phương pháp định giá DCF, chúng tôi xác định giá trị nội tại hiện nay của CTD là **87,500 VND/cổ phiếu**, cho thấy tiềm năng tăng giá là **21.9%**. Trong mô hình định giá, chúng tôi loại trừ hoạt động kinh doanh bất động sản do đóng góp khá nhỏ so với tổng doanh thu, cũng như do chưa chắc chắn về thời gian thực hiện cũng như hiệu quả kinh doanh của dự án.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro thị trường BĐS trong nước hồi phục chậm, (2) Rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu sẽ làm giảm bớt vốn FDI vào Việt Nam (3) Rủi ro phát sinh thêm các khoản phải thu khó đòi.

Chỉ tiêu tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,078	14,537	6,744	19,476	19,151
LNST (tỷ VND)	24	21	52	283	316
Biên lợi nhuận gộp (%)	3.03%	3.35%	2.32%	3.47%	3.57%
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.27%	0.14%	0.77%	1.46%	1.65%
ROA (%)	0.17%	0.13%	0.93%	1.31%	1.44%
ROE (%)	0.29%	0.25%	2.26%	3.32%	3.53%
Cổ tức tiền mặt (%)	10%	-	-	-	-

# NỘI DUNG

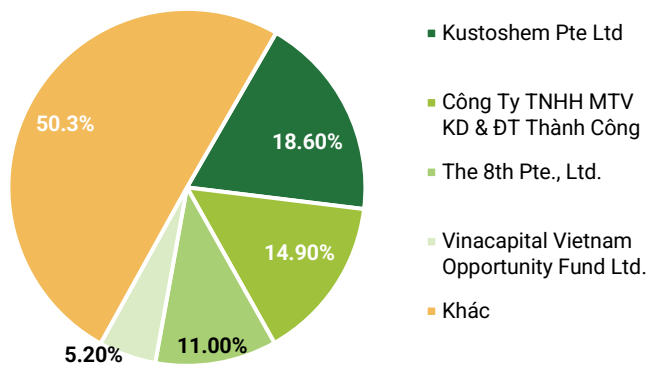
<b>Tổng quan doanh nghiệp .....</b>	<b>3</b>
<b>Bước chuyển mình của nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam.....</b>	<b>4</b>
<b>Cơ hội rộng mở dành cho Coteccons.....</b>	<b>7</b>
<i>Coteccons liên tục thắng lợi với chiến lược “Repeat Sales” .....</i>	<i>7</i>
<i>Xây dựng hạ tầng công nghiệp – Miếng bánh tiềm năng dành cho Coteccons.....</i>	<i>10</i>
<i>Cập nhật kết quả kinh doanh .....</i>	<i>12</i>
<b>Định giá theo các phương pháp.....</b>	<b>13</b>
<i>Các giả định về triển vọng kinh doanh trong ngắn hạn.....</i>	<i>13</i>
<i>Tổng hợp giả định.....</i>	<i>14</i>
<i>Tổng hợp dòng tiền FCFF.....</i>	<i>15</i>
<i>Phân tích độ nhạy.....</i>	<i>16</i>
<i>Phụ lục định giá.....</i>	<i>16</i>
<b>Báo cáo tài chính .....</b>	<b>17</b>

## Tổng quan doanh nghiệp

20 năm kinh nghiệm hoạt động trên thị trường xây dựng kể từ năm 2004, **CTCP Xây dựng Coteccons (HSX: CTD)** được đánh giá là nhà thầu xây lắp hàng đầu tại thị trường Việt Nam với hàng loạt dự án nổi bật trong nhiều lĩnh vực xây dựng nhà ở; công trình thương mại; tổ hợp khách sạn resort và hạ tầng công nghiệp (tổ hợp nhà xưởng, nhà máy).

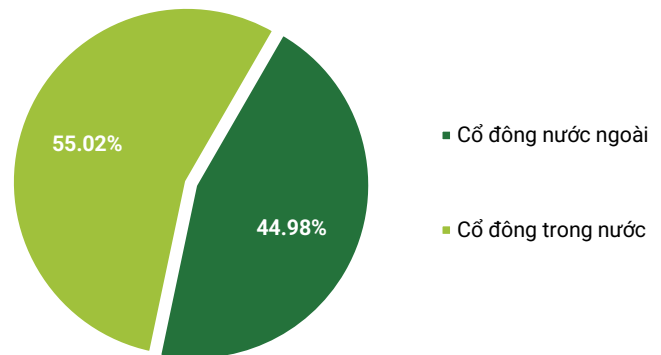
Sau giai đoạn cải tổ giữa ban lãnh đạo và các cổ đông ngoại, Kustoshem Group đã lên nắm quyền vận hành, với đại diện là doanh nghiệp Kustoshem – cũng đang là cổ đông lớn nhất của Coteccons với 17.9% cổ phần. Hiện nay, phân loại theo nhà đầu tư, cổ đông ngoại hiện đang sở 44.98% cổ phần của CTD.

**Hình 1: Cơ cấu sở hữu (Phân loại theo cổ đông)**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

**Hình 2: Cơ cấu sở hữu (Theo phân loại nhà đầu tư)**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

CTD hiện đang hoạt động với hệ sinh thái xây dựng gồm các công ty con và công ty liên kết hoạt động chủ yếu trong các lĩnh vực ngành xây dựng (Cung cấp dịch vụ xây dựng, cơ điện và thiết bị xây dựng) và lĩnh vực bất động sản (cho thuê đang chiếm chủ yếu).

Trong 1Q24, CTD đã hoàn tất thu mua 100% 02 doanh nghiệp mới, hoạt động trong lĩnh vực cơ điện M&E là Công ty TNHH Cơ và Điện UG Việt Nam và hoạt động lắp đặt hệ thống nhôm kính là Công ty TNHH Sinh Nam Metal Việt Nam. Cả 02 đều là doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài và có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng tại Việt Nam:

- Sinh Nam Metal có nhà máy đặt tại khu công nghiệp Việt Nam – Singapore, Thuận An và khu công nghiệp Mỹ Phước 3 đều thuộc tỉnh Bình Dương. Các nhà máy 10.000 m<sup>2</sup> với năng suất 300 m<sup>2</sup> cửa sổ và cửa đi, 100-150 m<sup>2</sup> mặt dựng nhôm kính, 200-300 m<sup>2</sup> panel mỗi ngày. Ngoài các dự án căn hộ chung cư và khách sạn, Sinh Nam Metal từng thi công vách kính trong nhà, cửa đi và kính hệ spider cho sân bay Nội Bài.
- Công ty TNHH Cơ và Điện UG Việt Nam đã có kinh nghiệm hơn 10 năm trong lĩnh vực nhà thầu cơ điện như thi công lắp đặt hệ thống điều hòa không khí, hệ thống điện, hệ thống phòng cháy chữa cháy, v.v.

Với việc chủ động hoàn thiện hệ sinh thái xây dựng của mình, chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ có thể gia tăng thêm được nguồn thu và mở rộng biên lợi nhuận gộp trong thời gian sắp tới.

**Bảng 1: Danh sách công ty con, công ty liên kết của Cotecons**

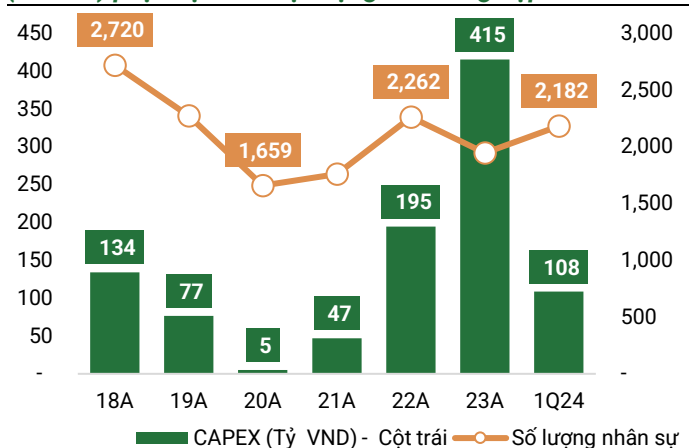
Loại hình	STT	Tên doanh nghiệp	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu (%)	Lĩnh vực kinh doanh
Công ty con	1	Công ty TNHH ĐT Xây dựng Unicons	638.3	100%	Cung cấp dịch vụ xây dựng và lắp đặt thiết bị
	2	Công ty TNHH Covestcons	1,872	100%	Dịch vụ môi giới và kinh doanh BĐS
	3	Công ty CP CTD FutureImpact	15,1	96.7%	Sửa chữa, lắp đặt, cho thuê và bán máy móc thiết bị và phụ tùng máy
	4	Công ty TNHH Solaresco-1	15	96.7%	Cho thuê máy móc, thiết bị năng lượng
	5	Công ty TNHH HED1	2	100%	Dịch vụ spa và các dịch vụ tăng cường sức khoẻ tương tự
	6	Công ty TNHH Cotecons Nest	1	100%	Kinh doanh BĐS
	7	Công ty TNHH Sân Chơi Mới	2	100%	Hoạt động của các công viên vui chơi
	8	Công ty TNHH Cơ và điện UG Việt Nam	19	100%	Cung cấp dịch vụ xây dựng
	9	Công ty TNHH Sinh Nam Metal	280	100%	Cung cấp dịch vụ lắp đặt sản phẩm nhôm kính
Công ty liên kết	1	Công ty CP Đầu tư Hạ tầng FCC	376.8	42.4%	Xây dựng công trình dân dụng và công nghiệp
	2	Công ty CP Thương mại Quảng Trọng	50	36%	Kinh Doanh BĐS

## Bước chuyển mình của nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam

Giai đoạn 2018-2020 được xem là giai đoạn khó khăn nhất của CTD trong 10 năm gần đây – bao gồm lí do chủ quan (cải tổ bộ máy) lẫn khách quan (do hệ quả kéo dài của đại dịch COVID-19 đã tạo nên giai đoạn khó khăn chung của ngành xây dựng.).

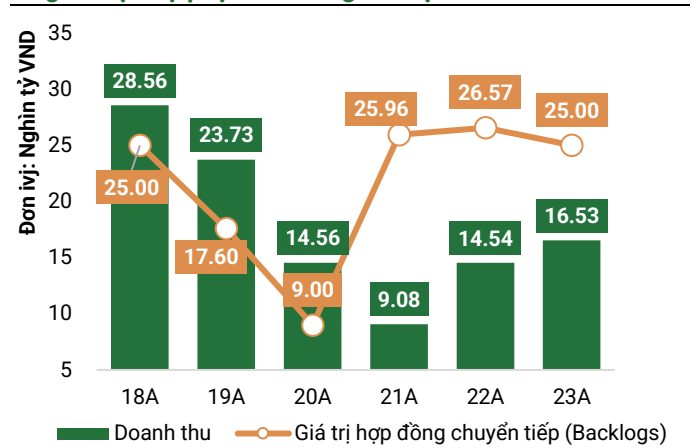
Quy mô nhân sự giảm, giá trị backlogs kìm mới giảm và gần như không có đầu tư mới (cho các thiết bị, máy móc – CAPEX) đã phản ánh khá rõ vào kết quả kinh doanh tụt sút liên tiếp trong 3 năm (2018 – 2021) với doanh thu chỉ đạt 9,077 tỷ VND vào năm 2021, giảm 68.7% so với năm 2018.

**Hình 3: Số lượng nhân viên & Chi phí đầu tư tài sản cố định (CAPEX) phục vụ cho hoạt động doanh nghiệp**



Nguồn: BCTC CTD, PHS tổng hợp

**Hình 4: Giá trị hợp đồng chuyển tiếp và tổng doanh thu CTD đã ghi nhận sự phục hồi sau giai đoạn khó khăn**



Nguồn: PHS tổng hợp, (\*) Doanh thu 2023 được tính dựa trên dữ liệu của 1H23 và 1H24 (niên độ tài chính mới của CTD), để thuận tiện cho việc so sánh

**Hiện nay, sau một thời gian dài cải tổ bộ máy, CTD đang có sự chuyển mình rõ nét để khẳng định lại vị thế của một nhà thầu xây lắp thuộc топ đầu thị trường:**

- Đến cuối quý 1 năm 2024, số lượng nhân sự đã được bổ sung tăng thêm 30% so với năm 2020 đạt 2,182 nhân viên. Đồng thời, trong giai đoạn 21A-23A, CTD đã hồi phục lại các hợp đồng xây dựng với giá trị backlogs bình quân mỗi năm trên 25 nghìn tỷ VND và duy trì KQKD khả quan với tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 22A/23A đạt 60.1%/13.7%.
- **Theo đuổi định hướng chiến lược tiếp cận các sản phẩm xây dựng công nghệ mới cũng như áp dụng các kỹ thuật xây dựng tiên tiến:** yêu cầu CTD tái đầu tư các thiết bị máy móc mới với tổng vốn đầu tư CAPEX năm 2022A và 2023A đạt 609.9 tỷ VND, gần bằng với lũy kế đầu tư CAPEX giai đoạn 2016A-2021A. Trong quý 1/2024, CTD đã tiếp tục đầu tư thêm các thiết bị mới để phục vụ cho công tác xây dựng giai đoạn mới, có giá trị đạt 108 tỷ VND (tương ứng với giá trị bình quân CAPEX mỗi năm giai đoạn 16A-21A là 103.7 tỷ VND).
  - Năm 2022, CTD đã hoàn tất xây dựng công trình Diamon Crown tại Hải Phòng với kỹ thuật xây dựng “Hệ cột Diagrid” – Đây được xem là cột mốc đánh dấu năng lực xây dựng hiện đại của CTD khi kỹ thuật Diagrid được áp dụng đầu tiên tại Việt Nam và trên thế giới, hệ cột diagrid được ví là “chân ái” của những công trình biểu tượng độc đáo giúp phô diễn vẻ đẹp hiện đại và sang trọng.
  - **CTD đang là đơn vị tiên phong trong phát triển các dự án tòa nhà/hạ tầng công nghiệp xanh theo tiêu chuẩn LEED (\*) và LOTUS (\*\*).** Tính đến tháng 09/2023, theo dữ liệu từ Vụ Khoa học Công nghệ và Môi trường (Bộ Xây Dựng) cả nước hiện đang có 305 công trình xanh, trong đó 157 dự án đạt chứng nhận Leed, 107 dự án đạt chứng nhận Edge và 41 dự án đạt chứng nhận Lotus. CTD hiện đã có 46 dự án đạt chứng chỉ LEED và Lotus (Chiếm 23% số lượng dự án xanh đạt chứng chỉ LEED và LOTUS toàn quốc so với T09/23).

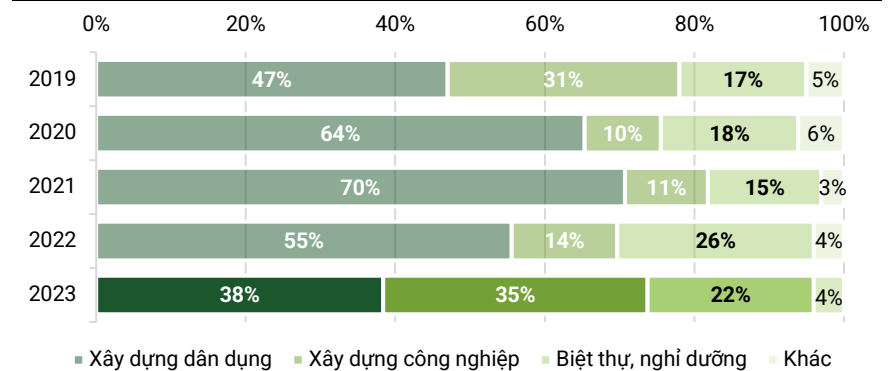
*(\*) LEED: Leadership in Energy & Environmental Design – hệ thống nhận cho các công trình xây dựng xanh được cấp bởi Hội đồng Công trình xanh Hoa Kỳ - USGBC. – là một hệ thống uy tín và được sử dụng phổ biến nhất trên toàn cầu để nâng cao việc bảo vệ môi trường và tiết kiệm năng lượng từ của các công trình xây dựng. Các dự án được chứng nhận LEED có mặt tại hơn 180 quốc gia và vùng lãnh thổ trên toàn cầu. Phạm vi rộng lớn này khẳng định uy tín và hiệu quả của LEED trong việc thúc đẩy xây dựng bền vững.*

*Theo USGBC, LEED cung cấp cho các nhà đầu tư các khung đánh giá về các tiêu chí bền vững và được công nhận toàn cầu để đo lường và quản lý hiệu suất hoạt động của các dự án, phù hợp trong việc theo đuổi mục tiêu ESG của các nhà phát triển. Ngoài ra, các tòa nhà đạt chứng nhận LEED tiêu thụ ít hơn trung bình 25% năng lượng so với các tòa nhà thông thường và giảm các tỷ lệ phát thải nhà kính đi đáng kể.*

*(\*\*) Lotus: Hệ thống đánh giá công trình xanh dành riêng cho thị trường xây dựng tại Việt Nam.*

- **CTD đang nắm bắt tốt cơ hội từ làn sóng đầu tư FDI tại Việt Nam với sự chuyển dịch kịp thời sang lĩnh vực xây dựng hạ tầng công nghiệp trong bối cảnh ngành xây dựng dân dụng gặp nhiều khó khăn, và sở hữu được lợi thế cạnh tranh với năng lực xây dựng các công trình xanh, phù hợp với xu thế đầu tư sản xuất ESG hiện nay.** Danh mục dự án tổ hợp nhà xưởng của CTD ngày càng được mở rộng với tệp khách hàng là những tuổi lớn như Lego, Suntory Pepsico, Foxconn, BW Industrial, Vinfast, v.v.

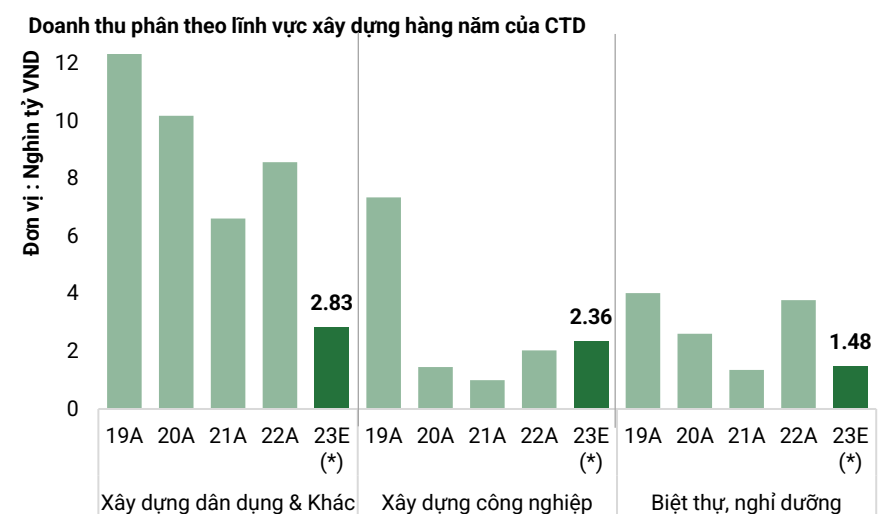
**Hình 5: Cơ cấu doanh thu đã có sự chuyển dịch trong giai đoạn 19A-23A**



Nguồn: CTD, PHS Tổng hợp

- Trong khi lĩnh vực xây dựng dân dụng đang có nhiều sự cạnh tranh vì bị ảnh hưởng từ sự ảm đạm của thị trường bất động sản, CTD đang tập duy trì mảng thương mại, biệt thự nghỉ dưỡng và thể hiện được vị thế trên thị trường khi liên tiếp đạt được những hợp đồng thầu lớn tại các địa phương là trung tâm du lịch Việt Nam như Đà Nẵng, Phú Quốc.

**Hình 6: CTD đang tập trung phát triển năng lực mảng xây dựng hạ tầng công nghiệp và duy trì vị thế với các dự án biệt thự, resort nghỉ dưỡng**



Nguồn: PHS Tổng hợp, (\*): Giá trị 2023A chỉ tính trong từ ngày 01/01/2023 – 31/05/2023 (Niên độ tài chính mới của CTD)

Sau một thời gian xây dựng lại nền móng vững chắc đi cùng với quá trình tái đầu tư và xác định lại chiến lược kinh doanh, giai đoạn 2024-2025 có thể tiếp tục là giai đoạn tăng trưởng của Cotecccons với nhiều cơ hội đang chờ đón doanh nghiệp này, đặc biệt là lĩnh vực xây dựng hạ tầng công nghiệp.

## Cơ hội rộng mở dành cho Coteccons

### Coteccons liên tục thắng lợi với chiến lược “Repeat Sales”

“Repeat sales” là một trong 03 trụ cột chiến lược mà Coteccons đang hướng tới. Chiến lược này đòi hỏi các nhà thầu xây dựng phải đáp ứng được năng lực thi công và duy trì được chất lượng thi công trong xuyên suốt thời gian thực hiện dự án, và dành được sự tin tưởng của các chủ đầu tư. Điều này sẽ tạo tiền đề cho việc thực hiện các dự án tiếp theo với các chủ đầu tư này trong tương lai. 03 trụ cột Chiến lược kinh doanh CTD sẽ tập trung vào: (i) Repeat sales; (ii) Tìm cơ hội từ các đại dự án; (iii) Phát triển HĐKD mới như xây dựng hạ tầng giao thông hoặc tham gia lĩnh vực kinh doanh BDS.

Ngoài lợi ích từ việc có được khách hàng thân thiết và nguồn dự án thường xuyên, theo CTD chiến lược Repeat Sales là một phương pháp quản trị rủi ro hiệu quả khi cả chủ đầu tư và chủ thầu đều hiểu rõ năng lực của nhau như là năng lực thi công, sức khỏe tài chính, khả năng chi trả, v.v.

**Coteccons đang thực hiện rất thành công chiến lược kinh doanh này trong giai đoạn 2022A-2023A, khi hàng loạt các dự án trúng thầu mới đến từ các chủ đầu tư trong giai đoạn trước đó. (Danh sách chi tiết Bảng 2)**

**Bảng 2: Danh sách dự án “Repeat sales” của CTD giai đoạn 2023-4M24:**

STT	Chủ đầu tư	Dự án “Repeat Sales”			Dự án được thực hiện trước đó		
		Tên dự án	Thời gian khởi công/trúng thầu	Loại hình xây dựng	Dự án thực hiện trước đó	Thời gian khởi công/trúng thầu	Loại hình xây dựng
1	CTCP Prodezi Long An	Đường giao thông Lương Hòa – Bình Chánh	04/2024	Hạ tầng giao thông	Khu đô thị LA Home	01/2024	Dân dụng
2	Công ty TNHH Xây Dựng Tự Lập	Dự án Khu nhà ở đô thị Văn Lang Skylake (Giai đoạn 02)	01/2024	Dân dụng	Dự án Khu nhà ở đô thị Văn Lang Skylake (Giai đoạn 01)	01/2023	Dân dụng
3	Hải Phòng Invest & Doji Group	Golden Crown – Hải Phòng	01/2024	Dân dụng	Diamon Crown – Hải Phòng	05/2022	Dân dụng
4	Công ty TNHH KN Cam Ranh	Khu Phức hợp Nghỉ dưỡng và Giải trí KN Paradise giai đoạn 2	07/2023	Biệt thự - Nghỉ dưỡng	hu Phức Hợp Nghỉ Dưỡng Và Giải Trí KN Paradise giai đoạn 1	06/2022	Biệt thự - Nghỉ dưỡng
5	Tập đoàn Trung Thủy	Dự án Nam Ô	06/2023	Biệt thự - Nghỉ dưỡng	Lancaster Legacy	05/2021	Dân dụng
6	Tập đoàn Tân Á Đại Thành	Khu đô thị cao cấp Đại Thành – Meyhomes Phú Quốc giai đoạn 1	07/2023	Biệt thự - Nghỉ dưỡng	Meyhomes Capital Phú Quốc giai đoạn 1	04/2022	Biệt thự - Nghỉ dưỡng
					Khu du lịch sinh thái Bãi Lữ, Nghệ An – Meyresort Bãi Lữ	12/2021	Biệt thự - Nghỉ dưỡng
7	Tập đoàn Vingroup	02 phân xưởng mới của Vinfast	03/2024	Hạ tầng công nghiệp	Nhà máy sản xuất ô tô Vinfast	10/2017	Hạ tầng công nghiệp
8	BW Industrial	BW Industry Yên Phong CN14.1	01/2024	Hạ tầng công nghiệp	BWID Nhơn Trạch	10/2021	Hạ tầng công nghiệp
					BWID Hải An	10/2021	Hạ tầng công nghiệp
9	Tập đoàn KCN Việt Nam	KCN Hồ Nai giai đoạn 2	10/2023	Hạ tầng công nghiệp	Nhà xưởng KCN Deep C – Hải Phòng giai đoạn 1	05/2022	Hạ tầng công nghiệp
10	Công Ty TNHH Giày Apache Việt Nam	Nhà máy sản xuất giày Apache giai đoạn 02	03/2023	Hạ tầng công nghiệp	Nhà máy sản xuất giày Apache giai đoạn 01	05/2021	Hạ tầng công nghiệp



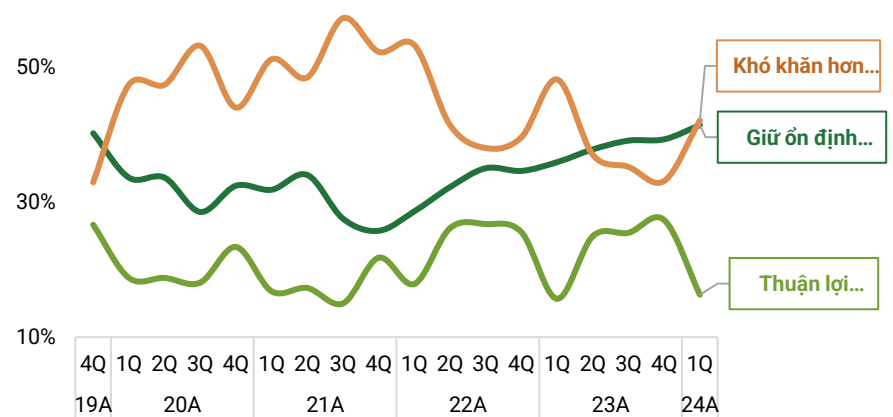
Nguồn: Các trang thông tin đại chúng của tập đoàn Cottecons, PHS Tổng hợp

Theo dữ liệu từ tổng cục thống kê về hoạt động các doanh nghiệp xây dựng được điều tra từ 6,405 doanh nghiệp ngành xây dựng của 63 tỉnh thành tại Việt Nam. **Hoạt động SXKD của ngành xây dựng trong quý 1/2024 được các doanh nghiệp đánh giá là khó khăn hơn quý IV/2023** với 16.3% doanh nghiệp nhận định hoạt động SXKD thuận lợi hơn so với quý trước, 41.5% doanh nghiệp nhận định hoạt động giữ ổn định và 42.2% doanh nghiệp nhận định hoạt động SXKD khó khăn hơn.

Trong giai đoạn 1Q23 – 1Q24, ngành xây dựng nói chung đang bị ảnh hưởng từ các yếu tố sau:

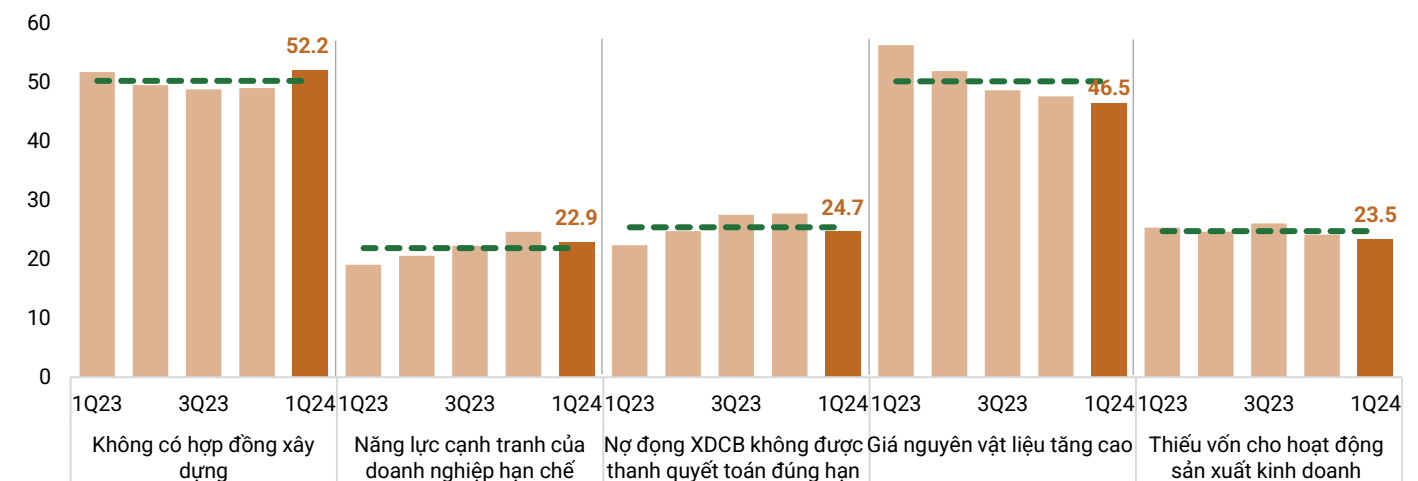
- Thiếu hụt hợp đồng mới cho các doanh nghiệp xây dựng; ảnh hưởng đến khả năng duy trì dòng tiền hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng.
- Nợ tồn đọng và không được thanh quyết toán đúng hạn.
- Yêu cầu về năng lực thi công ngày càng cao hơn.
- Khó khăn với tình trạng giá nguyên vật liệu tăng cao.

**Hình 7: Tỷ lệ doanh nghiệp đánh giá tình hình kinh doanh ngành xây dựng tại Việt Nam so với quý trước đó**



Nguồn: Tổng cục thống kê, PHS tổng hợp

**Hình 8: Các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam. (Đơn vị: % - Thể hiện tỷ lệ % các doanh nghiệp phản ánh về các tiêu chí ảnh hưởng kinh doanh được khảo sát)**



Nguồn: Tổng cục thống kê, PHS tổng hợp



Tính từ đầu năm 2023A đến cuối tháng 02/2024, CTD đã dành được hàng loạt các gói thầu lớn có giá trị lớn với tổng giá trị thầu đạt trên 18 nghìn tỷ VND. Trong đó giai đoạn 1H23, CTD đã trúng được 3.3 nghìn tỷ VND, và trong 8 tháng đầu năm 2024 (niên độ báo cáo tài chính mới của CTD – tính từ 01/07/2023 – 28/02/2024) CTD tiếp tục ghi nhận trúng thầu hàng loạt các dự án mới với tổng giá trị lên đến 15,000 tỷ đồng.

Trong bối cảnh toàn thị trường đang phải đối mặt với nhiều khó khăn, liên tiếp dành được các hợp đồng lớn đã chứng minh được năng lực thi công và sự tín nhiệm của thị trường dành cho nhà thầu Cottecons. **Điều này sẽ cho phép Cottecons đảm bảo được khối lượng công việc thi công và duy trì được kết quả kinh doanh tích cực trong giai đoạn 2024F-2025F.**

**Bảng 3: Các dự án khởi công/ trúng thầu được công bố của CTD giai đoạn 2023A đến hiện tại**

Loại hình dự án/ Thời gian	1H2023	2H2023	1H2024
Dự án dân dụng	KĐT Văn Lang Sky Lake - GD1	Tiến bộ Plaza	KĐT Văn Lang Sky Lake - GD2
		The Emerald	KĐT LA Home
		TTTM Go Bạc Liêu	TTC Plaza Đà Nẵng
			Midori Park The Ten
			Golden Crown Hai Phong
			Imperia Smart City - Sola Park
			Aeton Park - Guamualand
Hạ tầng công nghiệp	Nhà máy giấy Apache GD 02	KCN Hồ Nai giai đoạn 02	BW Industry Yên Phong CN14.1
	Nhà máy Behn Meyer Việt Nam	Nhà máy Heneiken Đà Nẵng	Nhà máy thép Việt Ý
	Nhà máy Foxconn Bắc Giang		Xưởng nhà máy Vinfast
			Nhà máy Stronkin
			Nhà máy Suntory Pepsico
			Nhà máy Pandora
Biệt thự, resort	Meyhomes Capital Phú Quốc	KN Paraside - Phân kỳ 16,17	Dự án Mandarin Oriental
	KN Paraside - Phân kỳ 8,9,10		
	Dự án Nam Ô		
Dự án khác	Bệnh viện Hạnh Phúc		Trường học Nguyễn Thị Một
			Đường Lương Hòa Bình Chánh

Nguồn: Các trang thông tin đại chúng của tập đoàn Cottecons, PHS Tổng hợp

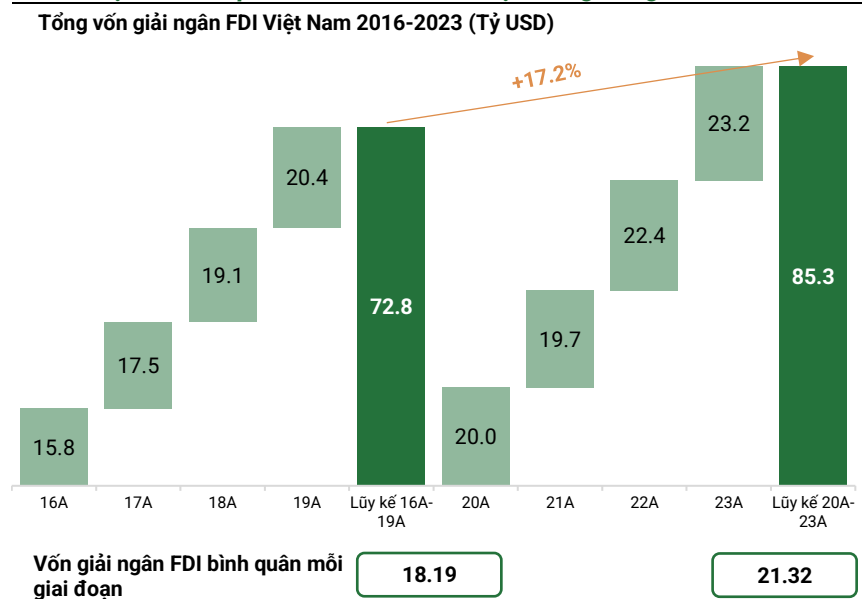
## Xây dựng hạ tầng công nghiệp – Miếng bánh tiềm năng dành cho Coteccons

Tuy có giai đoạn ngắn bị hụt lại, nhưng nhìn chung Việt Nam vẫn đang duy trì được sức hút nhất định với nhà đầu tư nước ngoài. Tính đến hết tháng 04/2024, vốn FDI thực hiện 4 tháng đạt 6.28 tỷ USD (+7.4% YoY) – đây cũng là mức cao nhất trong 5 năm.

Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu liên tiếp phải đối mặt với các sự kiện bất định như (i) Sự bùng nổ của các cuộc chiến tranh thương mại toàn cầu; (ii) dư âm hậu COVID-19; (iii) ảnh hưởng từ các cuộc xung đột địa chính trị và (iv) nguy cơ tiềm tàng về suy thoái kinh tế cũng như phát sinh nợ xấu trong môi trường mặt bằng lãi suất cao, v.v., việc liên tục đón nhận dòng vốn FDI thực hiện kỷ lục được xem là sự thành công lớn của nền kinh tế Việt Nam vốn đang có độ mở rất lớn.

Theo thống kê, vốn FDI thực hiện giai đoạn 20A-23A đạt 85.3 tỷ USD tăng trưởng mạnh 17.2% so với lũy kế giai đoạn 16A-19A trước đó, đạt 72.8 tỷ USD.

### Hình 9: Dòng vốn giải ngân FDI liên tục tăng cao là dẫn chứng cho thấy Việt Nam là địa điểm hấp dẫn để đầu tư trên thị trường thế giới



Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư Việt Nam, PHS tổng hợp

Theo quan điểm và phân tích vĩ mô, chúng tôi tin rằng Việt Nam, tuy có sự chậm lại về tốc độ thu hút FDI so với một số nước trong khu vực Châu Á (như Indonesia, Ấn Độ), vẫn là điểm đến ưu tiên của dòng FDI với các yếu tố trọng yếu như sau:

- Về địa chính trị, chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc đang nóng lại sẽ góp phần làm giảm khả năng cạnh tranh của các sản phẩm sản xuất tại Trung Quốc. Vì vậy, Việt Nam vẫn là quốc gia được hưởng lợi lớn với chiến lược Trung Quốc +1 (vì vị trí địa lý gần Trung Quốc nhất, nơi cung cấp nguyên vật liệu đầu vào, lực lượng lao động với chi phí hợp lý và hạ tầng cải thiện – đặc biệt là hạ tầng hàng không).

- Các tập đoàn công nghệ, sản xuất điện tử lớn toàn cầu (FDI Chất lượng cao) đang tích cực công bố kế hoạch và thực hiện mở rộng quy mô tại Việt Nam, với mục tiêu chính là để hình thành các hệ sinh thái công nghiệp hỗ trợ - đây cũng là lợi thế sẵn có của Việt Nam khi Samsung và Apple đều đã có nhiều khoản đầu tư lớn tại Việt Nam.
- Uy tín đã được khẳng định: trong chính sách hướng nam của Hàn Quốc, Việt Nam được xác định là vị trí trọng tâm về địa điểm đầu tư. Theo Bộ KHĐT, nhiều Biên bản ghi nhớ (MOU) giữa doanh nghiệp hai nước đã và đang được triển khai kể từ sau chuyến thăm chính thức của Tổng thống Hàn Quốc đến Việt Nam tháng 6/2023.

Thực tế gần đây, khi Mỹ công bố áp một loạt các khoản thuế nhập khẩu vào hàng hóa Trung Quốc, thì chiến lược Trung Quốc+1 càng được các công ty đẩy mạnh, không chỉ các công ty ngoài Trung Quốc. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, đầu tư của Trung Quốc vào Việt Nam đang có chiều hướng gia tăng nhanh chóng từ các doanh nghiệp sản xuất mặt hàng truyền thống như dệt may, đồ gia dụng, đồ gỗ... trong quá khứ cho tới lĩnh vực điện tử trong năm 2024.

**Vì vậy, với kinh nghiệm và năng lực thi công đã được kiểm chứng, cũng như không có đối thủ cạnh tranh lớn trong khu vực phía Nam Việt Nam, chúng tôi kì vọng rằng mảng xây dựng hạ tầng khu công nghiệp sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của Coteccons.**

**Cụ thể, những lợi thế cạnh tranh chính của CTD trong mảng này như sau:**

- **Đơn vị đi đầu trong xây dựng các dự án xanh** - đóng góp tới 23% số lượng dự án được cấp chứng nhận LEED, LOTUS tại Việt Nam (so sánh với dữ liệu toàn quốc vào tháng 09/2023)
  - Phát triển xanh, bền vững đang là chiến lược phát triển của các tập đoàn toàn cầu, vì vậy việc xây dựng nhà máy theo tiêu chuẩn xanh cũng sẽ là xu hướng tất yếu.
  - Kinh nghiệm xây dựng nhà máy trung hòa carbon đầu tiên trên thế giới của Tập đoàn LEGO tại Việt Nam với các yêu cầu khắt khe về mặt kỹ thuật và việc kiểm soát tác động đến môi trường sẽ là lợi thế của CTD trong việc tìm kiếm các khách hàng mới.
  - Điều này đã được dẫn chứng rõ qua các công trình công nghiệp theo tiêu chuẩn LEED mà CTD liên tiếp trúng thầu và thi công trong thời gian qua, bao gồm: Nhà máy Apache (Tiền Giang); Nhà xưởng BW Industry Yên Phong CN14.1 (Bắc Ninh); Nhà máy Suntory Pepsico (Long An); Nhà máy Pandora (Bình Dương).
- **Kinh nghiệm xây dựng đa dạng lĩnh vực có thể giúp CTD hiểu rõ được nhu cầu của từng tệp khách hàng trong quá trình thi công.** Các hạ tầng công nghiệp Coteccons đã thi công tại các lĩnh vực như: Sản xuất xe điện (Vinfast), Sản xuất giày dép (Apache), Sản xuất thực phẩm (Heineken, Suntory Pepsico), Sản xuất thép (Khu liên hợp Hòa Phát Dung Quất), Sản xuất sản phẩm điện tử (Foxconn), v.v.

## Cập nhật kết quả kinh doanh

Trong 2023, CTD thực hiện việc thay đổi năm tài chính, từ 1/7 năm trước đến 30/6 năm sau. Vì vậy năm tài chính 2023 của CTD chỉ có 06 tháng (từ 01/01/2023 đến 30/06/2023). Để tiện cho việc so sánh, chúng tôi sẽ tạm lấy khoản thời gian từ 01/07/2022 đến 31/03/2023 để làm so sánh với kết quả kinh doanh quý 1-2-3/2024 (từ ngày 01/07/2023 đến 31/03/2024) theo năm tài chính mới của CTD.

**Bảng 4: Kết quả kinh doanh của CTD trong 9M24**

Đơn vị: tỷ VND	Q3-4/2022-1/23	Q3-4/2023-1/24	% YoY	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>12,473</b>	<b>14,450</b>	<b>15.8%</b>	
Hoạt động Xây dựng	12,456	14,428		Doanh thu hoạt động Xây dựng ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào tăng trưởng từ mảng Xây dựng công nghiệp. Theo CTD, doanh thu đóng góp từ các khách hàng là FDI trong năm 2023 ghi nhận mức tăng trưởng hơn 50%. Trong đó, tỉ trọng đóng góp trong tổng DT 2023 là 35%.
Cho thuê BDS Đầu tư	8	10		
Cho Thuê Thiết bị Xây dựng	10	11		
Khác	-	1		
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(12,213)</b>	<b>(13,960)</b>	<b>14.3%</b>	
Hoạt động Xây dựng	12,205	13,499		<p>Vi biên lợi nhuận của mảng Xây dựng công nghiệp hiện đang tốt hơn mảng Xây dựng dân dụng nên việc tăng tỉ trọng đóng góp mảng Công nghiệp cũng đã góp phần cải thiện biên LNG của CTD từ 2.09% lên mức 3.39% trong 3Q24 (theo niên độ mới).</p> <p>Bên cạnh đó các dự án ký với giá trúng thầu thấp ở giai đoạn 2021-2022 cũng đang dần tiến đến giai đoạn cuối (1 dự án cần ~ 3 năm để hoàn thành).</p> <p>BLNG có thể tăng thêm khi CTD hoàn thiện hệ sinh thái xây dựng (Trong 3Q24, CTD đã hoàn tất thương vụ mua lại 02 công ty hoạt động trong lĩnh vực cơ điện M&amp;E và lắp đặt hệ thống nhôm kính).</p>
Cho thuê BDS Đầu tư	5	5		
Cho Thuê Thiết bị Xây dựng	5	5		
Khác		1		
<b>Lãi gộp</b>	<b>260</b>	<b>490</b>	<b>88.3%</b>	
Thu nhập tài chính	238	210	-11.5%	<p>Chúng tôi vẫn nhận thấy áp lực trích lập dự phòng nợ xấu của CTD sẽ vẫn được tiến hành, dự báo hết hết giai đoạn cuối 2024 và đầu 2025 (để ghi nhận hết các dự án kí mới trong giai đoạn 2021-2022).</p> <p>Trong giai đoạn 3Q24, CTD đã tiến hành trích lập 181 tỷ (+26%) so với mức 143 tỷ của giai đoạn Q3-4/2022-1/23</p>
Chi phí tài chính	(135)	(75)	-44.8%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(74)	(67)	-10.1%	
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	(19)	(0)	-99.9%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(358)	(386)	7.7%	
<b>Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>(14)</b>	<b>240</b>	<b>1799.4%</b>	
Thu nhập khác	70	76	9.2%	Thu nhập khác tăng do CTD có ghi nhận lợi thế thương mại
Chi phí khác	(3)	(5)	66.2%	
Thu nhập khác, ròng	67	72	6.8%	
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>53</b>	<b>312</b>	<b>486.9%</b>	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(16)	(71)		
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>37</b>	<b>241</b>	<b>543.1%</b>	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	0		
<b>Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>37</b>	<b>241</b>	<b>542.7%</b>	
<b>Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)</b>	<b>507</b>	<b>2,765</b>	<b>445.4%</b>	

Nguồn: CTD, PHS tổng hợp phân tích

**Cập nhật riêng về quý 3 – 2024 (01/01/2024-31/03/2024):** Do tính chất vụ mùa nên dòng tiền kinh doanh của CTD ghi nhận âm trong bối cảnh nợ vay tăng mạnh. Trong 3Q24, CTD ghi nhận OCF -677 tỷ đồng và nợ vay ngắn hạn tăng mạnh từ mức 582 tỷ quý trước lên mức 1.478,8 tỷ quý này (một phần do ghi nhận ~430 tỷ trái phiếu sắp tới đáo hạn dưới 1 năm).

Bên cạnh đó, CTD cũng ghi nhận giá trị đột biến tại mục bất động sản đầu tư với hơn 329 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm ngoái chỉ hơn 50 tỷ và khoản 224.5 tỷ đồng đặt cọc cho các bất động sản thuộc Dự án Khu phức hợp Thương mại – Dịch vụ – Văn phòng – Officetel – Căn hộ tại khu đất số 230 Nguyễn Trãi, Q1. TPHCM.

## Định giá theo các phương pháp

Chúng tôi quyết định chỉ sử dụng phương pháp DCF để định giá doanh nghiệp CTD vì CTD hiện đang vừa vượt qua giai đoạn kinh doanh khó khăn nhất, doanh nghiệp cũng vừa trải qua giai đoạn cải tổ mạnh (nên việc so sánh với giai đoạn trước đó có thể không chính xác) và doanh nghiệp cũng cần thêm nhiều thời gian để có thể cải thiện thêm biên lợi nhuận cũng như ROE trong bối cảnh thị trường dân dụng chỉ được kì vọng phục hồi nhẹ trong giai đoạn 2024 – 2025.

### Các giả định về triển vọng kinh doanh trong ngắn hạn

#### 1. Về Doanh thu:

Trong 3 quý đầu niên độ năm 2024, theo CTD, tổng giá trị kí mới rơi vào khoảng 19.000 tỷ đồng và giúp tổng giá trị backlog còn lại của CTD hiện nay rơi vào khoảng 24.000 tỷ đồng. Theo thống kê của chúng tôi, nếu tính trung bình từ giai đoạn 10 năm gần đây (2014 – 2024) thì giá trị kí mới trung bình của CTD rơi vào khoảng 20.000 tỷ 1 năm.

Do đó, trong bối cảnh **1)** dòng vốn FDI công nghệ cao vẫn tiếp tục đổ vào mạnh Việt Nam (kỳ vọng tăng trưởng 5% YoY, ngang với giai đoạn 2020-2023), đặc biệt là trong tương lai là miền Nam Việt Nam khi sân bay Long Thành đưa vào vận hành (giúp thiết lập cầu hàng không vận chuyển trang thiết bị linh kiện điện tử), **2)** kinh nghiệm và năng lực thi công đã được chứng minh, **3)** năng lực thi công tòa nhà/hạ tầng công nghiệp xanh theo tiêu chuẩn LEED và LOTUS và **4)** là số ít nhà thầu xây dựng áp dụng tiêu chuẩn ESG vào hoạt động xây dựng, chúng tôi cho rằng hoạt động xây dựng công nghiệp sẽ giúp CTD duy trì và bù đắp lại sự thiếu hụt giá trị đóng góp của các gói thầu xây dựng dân dụng trong tương lai gần.

Qua đó, chúng tôi kì vọng CTD vẫn có thể tiếp tục duy trì khả năng kí mới hằng năm rơi vào khoảng 20.000 tỷ trong giai đoạn 3 năm tiếp theo (2025 – 2027).

#### 2. Biên Lợi nhuận gộp & vòng quay vốn lưu động

Vì tỉ trọng đóng của hoạt động công nghiệp (có biên lợi nhuận tốt hơn) có xu hướng gia tăng trong tương lai, nên chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận gộp của CTD sẽ tiếp tục cải thiện từ mức 3.39% trong 3Q2024 đến mức 3.47% cho năm 2024F và dần tiến về mức 3.77% vào năm 2027F.

Cũng vì tỉ trọng đóng góp của hoạt động công nghiệp tăng, chúng tôi kì vọng CTD sẽ tiếp tục cải thiện tích cực số ngày phải thu và hàng tồn kho trong tương lai do nhận định các doanh nghiệp FDI sẽ có tình hình tài chính tốt hơn các doanh nghiệp Bất động sản trong nước trong giai đoạn này.

Theo báo cáo 3Q24, CTD đã ghi nhận việc cải thiện mạnh số ngày phải thu của từ mức ~ 280 – 290 trong năm 2021-2022 xuống còn khoản 226 ngày cho 3Q24.

### 3. Chi phí dự phòng:

Chúng tôi nhận định bắt đầu từ cuối 2024, những dự án CTD thực hiện kí kết trong giai đoạn 2021 – 2022 sẽ bắt đầu kết thúc, qua đó cũng sẽ giúp xác định được giai đoạn đỉnh điểm của việc trích lập dự phòng. Kể từ sau giai đoạn 2021 – 2022, CTD bắt đầu siết chặt việc quản lý rủi ro bên cạnh áp dụng chiến lược repeat sales vì vậy, chúng tôi kì vọng CTD sẽ thực hiện trích lập ít hơn từ sau năm 2025. Tuy nhiên, để đảm bảo tính an toàn và vì tình hình thị trường bất động sản dân dụng còn nhiều ẩn số, chúng tôi vẫn duy trì tỉ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp (đã bao gồm trích lập dự phòng)/ tổng doanh thu vẫn quanh mức 2.7% cho giai đoạn 2024 – 2027.

## Tổng hợp giả định

**Bảng 5: Dự phóng Kết quả kinh doanh của CTD 2024F-2027F (đơn vị: tỷ đồng)**

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A*	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,078</b>	<b>14,537</b>	<b>6,744</b>	<b>19,476</b>	<b>19,151</b>	<b>22,675</b>	<b>28,281</b>
Giá vốn hàng bán	(8,803)	(14,050)	(6,588)	(18,800)	(18,467)	(21,844)	(27,216)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>275</b>	<b>487</b>	<b>157</b>	<b>675</b>	<b>683</b>	<b>831</b>	<b>1,065</b>
Chi phí bán hàng	-	-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Chi phí QLDN	(516)	(735)	(193)	(526)	(517)	(612)	(764)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD (EBIT)</b>	<b>(241)</b>	<b>(248)</b>	<b>(36)</b>	<b>149</b>	<b>166</b>	<b>219</b>	<b>302</b>
Lợi nhuận tài chính	277	381	179	203	208	247	269
Chi phí tài chính	(13)	(163)	(67)	(29)	(10)	(13)	(16)
Lãi/lỗ từ CT liên doanh/ liên kết	(30)	(24)	(7)	(14)	(14)	(16)	(20)
Lãi/lỗ khác	45	88	0	45	44	30	37
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>69</b>	<b>354</b>	<b>395</b>	<b>466</b>	<b>571</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>52</b>	<b>283</b>	<b>316</b>	<b>373</b>	<b>456</b>
LNST của cổ đông Công ty mẹ	24	21	52	282	314	371	454

Nguồn: PHS dự phóng

**Bảng 6: Tổng hợp các giả định về tăng trưởng, khả năng sinh lời và vòng quay vốn lưu động**

Các chỉ số chính (%)	2021A	2022A	2023A*	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Giả định tăng trưởng</b>							
Doanh thu	-37.64%	60.14%	13.70%	188.77%	-1.67%	18.40%	24.72%
Lợi nhuận sau thuế	-92.79%	-13.77%	803.83%	1.46%	1.65%	1.64%	1.61%
<b>Khả năng sinh lời</b>							
Biên lợi nhuận gộp	3.03%	3.35%	2.32%	3.47%	3.57%	3.67%	3.77%
Biên EBIT	-2.66%	-1.71%	-0.54%	0.77%	0.87%	0.97%	1.07%
Biên EBITDA	-1.50%	-0.98%	0.93%	1.34%	1.46%	1.49%	1.47%
Lợi nhuận sau thuế	0.27%	0.14%	0.77%	1.46%	1.65%	1.64%	1.61%
ROA	0.17%	0.13%	0.93%	1.31%	1.44%	1.67%	1.92%
ROE	0.29%	0.25%	2.26%	3.13%	3.33%	3.79%	4.45%
<b>Số ngày vốn lưu động</b>							
Phải thu	288	274	632	226	206	176	146
Hàng tồn kho	70	74	144	73	72	71	70
Phải trả	130	135	288	135	128	121	114

Nguồn: PHS dự phóng

Sau khi áp dụng phương pháp, chúng tôi xác định giá trị nội tại hiện nay của CTD là **87,500 VND/cổ phiếu**, cho thấy tiềm năng tăng giá là **21.9%**. Trong mô hình định giá, chúng tôi loại trừ hoạt động kinh doanh bất động sản do đóng góp tương đối nhỏ so với tổng doanh thu, cũng như do chưa chắc chắn về thời gian thực hiện cũng như hiệu quả kinh doanh của dự án.

#### WACC & Chi phí vốn chủ (CAPM)

<b>WACC</b>	<b>12.71%</b>
Tỷ lệ nợ (%)	10.00%
Chi phí vốn vay	9.28%
<b>Chi phí vốn chủ (CAPM)</b>	<b>13.30%</b>
Risk free rate	4.50%
Beta	1.10
Country Risk premium	8.00%

Giả định mức tăng trưởng vĩnh viễn sau 2027: 1%

#### Tổng hợp dòng tiền FCFF

Dòng tiền FCFF (tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F
LNST cho cổ đông công ty mẹ	282	314	371	454
Tăng: khấu hao	111	114	119	114
Giảm: Capex	(337)	(50)	(50)	(50)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(675)	1,382	(244)	99
Tăng: chi phí lãi vay*(1-tax)	23	8	11	13
<b>Tổng</b>	<b>-597</b>	<b>1,768</b>	<b>207</b>	<b>630</b>
Giảm: do chiết khấu về thời điểm 21/05/24	-234			
<b>Dòng tiền FCFF</b>	<b>-363</b>	<b>1,768</b>	<b>207</b>	<b>630</b>
Tốc độ tăng trưởng	1.00%			
WACC mục tiêu	12.71%			
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>(337)</b>	<b>1,458</b>	<b>151</b>	<b>409</b>



**Tổng hợp định giá**

Tổng giá trị hiện tại của FCFF	1,681
Terminal Value	5,430
Giá trị hiện tại của Terminal Value	3,974
<b>Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)</b>	<b>5,655</b>
+ Tiền mặt	4,611
- Nợ	1,195
- Lợi ích cổ đông thiểu số (dự phóng x2 số cuối 3Q2024)	4
<b>Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)</b>	<b>9,067</b>
Tổng số cổ phiếu (triệu cổ)	103.63
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>87,490</b>

**Phân tích độ nhạy**

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VND)						
WACC	Tăng trưởng dài hạn					
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	11.7%	88,350	90,290	92,410	94,730	97,290
	12.2%	86,150	87,920	89,840	91,940	94,250
	12.7%	84,130	85,740	<b>87,490</b>	89,400	91,490
	13.2%	82,240	83,730	85,330	87,070	88,960
	13.7%	80,500	81,860	83,330	84,920	86,650

**Phụ lục định giá**
**Hình 10: Định giá P/B của CTD trong 10 năm qua (2014 - 2024)**


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,078</b>	<b>14,537</b>	<b>6,744</b>	<b>19,476</b>	<b>19,151</b>	<b>22,675</b>
Giá vốn hàng bán	(8,803)	(14,050)	(6,588)	(18,800)	(18,467)	(21,844)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>275</b>	<b>487</b>	<b>157</b>	<b>675</b>	<b>683</b>	<b>831</b>
Chi phí bán hàng	-	-	(0)	(0)	(0)	(0)
Chi phí QLDN	(516)	(735)	(193)	(526)	(517)	(612)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>(241)</b>	<b>(248)</b>	<b>(36)</b>	<b>149</b>	<b>166</b>	<b>219</b>
Lợi nhuận tài chính	277	381	179	203	208	247
Chi phí tài chính	(13)	(163)	(67)	(29)	(10)	(13)
Lãi/lỗ từ CTDLK	(30)	(24)	(7)	(14)	(14)	(16)
Thu nhập khác	45	88	0	45	44	30
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>69</b>	<b>354</b>	<b>395</b>	<b>466</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>52</b>	<b>283</b>	<b>316</b>	<b>373</b>
LNST của cổ đông Công ty mẹ	24	21	52	282	314	371
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>12,751</b>	<b>17,465</b>	<b>19,884</b>	<b>20,149</b>	<b>20,170</b>	<b>21,143</b>
Tiền và tương đương tiền	885	1,064	2,842	1,738	3,055	3,282
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,401	1,778	1,768	1,768	1,768	1,768
Phải thu ngắn hạn	7,159	10,927	11,670	12,059	10,810	10,938
Hàng tồn kho	1,692	2,838	2,603	3,760	3,643	4,249
Tài sản ngắn hạn khác	614	858	1,001	824	894	906
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>1,174</b>	<b>1,502</b>	<b>1,491</b>	<b>1,787</b>	<b>1,726</b>	<b>1,655</b>
Tài sản cố định	531	560	523	474	421	362
Bất động sản đầu tư	41	38	50	329	327	324
Chi phí xây dựng dở dang	185	25	33	33	33	33
Đầu tư tài chính dài hạn	335	311	304	304	304	304
Tài sản dài hạn khác	82	569	581	575	578	576
Lợi thế thương mại	0	0	0	72	64	57
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>13,925</b>	<b>18,967</b>	<b>21,375</b>	<b>21,936</b>	<b>21,896</b>	<b>22,799</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>5,677</b>	<b>10,753</b>	<b>13,103</b>	<b>13,133</b>	<b>12,777</b>	<b>13,307</b>
Nợ ngắn hạn	5,675	10,227	12,603	13,076	12,693	13,200
Nợ dài hạn	3	527	500	56	83	107
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8,869</b>	<b>8,812</b>	<b>8,803</b>	<b>9,334</b>	<b>9,650</b>	<b>10,023</b>
Vốn góp	793	788	788	1,036	1,036	1,036
Thặng dư vốn	3,039	3,019	2,958	2,958	2,958	2,958
Quỹ và Vốn khác	4,046	4,070	4,136	4,136	4,136	4,136
Lợi nhuận giữ lại	315	336	388	670	985	1,356
Lợi ích cổ đông thiểu số	55	1	1	2	4	5
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13,925</b>	<b>18,967</b>	<b>21,375</b>	<b>21,936</b>	<b>21,896</b>	<b>22,799</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	421	(1,627)	1,467	(282)	1,810	246
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(681)	733	307	(406)	(53)	(48)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(253)	1,073	4	(415)	(440)	29
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(512)	180	1,778	(1,104)	1,317	227
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1,397	885	1,064	2,842	1,738	3,055
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	885	1,064	2,842	1,738	3,055	3,282
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>						
Doanh thu	-37.64%	60.14%	13.70%	188.77%	-1.67%	18.40%
Lợi nhuận sau thuế	-92.79%	-13.77%	803.83%	1.46%	1.65%	1.64%
Tổng tài sản	-1.64%	36.21%	14.16%	2.62%	-0.18%	4.12%
Tổng vốn chủ sở hữu	-1.80%	-0.41%	2.36%	6.43%	3.59%	4.09%
<b>Khả năng sinh lời</b>						
Tỷ suất lãi gộp	3.03%	3.35%	2.32%	3.47%	3.57%	3.67%
Tỷ suất EBIT	-2.66%	-1.71%	-0.54%	0.77%	0.87%	0.97%
Tỷ suất EBITDA	-1.50%	-0.98%	0.93%	1.34%	1.46%	1.49%
Tỷ suất lãi ròng	0.27%	0.14%	0.77%	1.46%	1.65%	1.64%
ROA	0.17%	0.13%	0.93%	1.31%	1.44%	1.67%
ROE	0.29%	0.25%	2.26%	3.32%	3.53%	4.01%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
Số ngày phải thu	288	274	632	226	206	176
Số ngày tồn kho	70	74	144	73	72	71
Số ngày phải trả	130	135	288	135	128	121
<b>Khả năng thanh toán</b>						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.25	1.71	1.58	1.54	1.59	1.60
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.95	1.43	1.37	1.25	1.30	1.28
<b>Cấu trúc tài chính</b>						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.00	0.06	0.06	0.02	0.00	0.01
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.00	0.13	0.14	0.06	0.01	0.01
Vay ngắn hạn/VCSH	0.00	0.07	0.08	0.05	0.00	0.00
Vay dài hạn/VCSH	0.00	0.06	0.06	0.01	0.01	0.01

(Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng)

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Cửu Minh Danh, Chuyên viên phân tích** và **Nguyễn Nam Sơn, Trưởng nhóm Phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

**Fax:** (84-28) 5 413 5472

**Call Center:** (84-28) 5 413 5488

**Web:** www.phs.vn

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú,

Quận 7, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 5 413 5478

**Fax:** (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060

**Fax:** (+84-28) 3 535 2912

### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung

Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 6 250 9999

**Fax:** (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,

Quận 3, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068

**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

### Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác,

Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 3 933 4566

**Fax:** (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận

Tân Bình, Tp.HCM.

**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401

**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng,

Hải Phòng

**Phone:** (+84-22) 384 1810

**Fax:** (+84-22) 384 1801