

**CTCP Xây dựng Coteccons (CTD)**

**Trung lập (Duy trì)**

**XÂY DỰNG**

Giá thị trường	VND61.900
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND77.000/VND49.200
Giá mục tiêu	VND69.300
Giá mục tiêu cũ	VND80.200
Consensus	-17,2%
Tiềm năng tăng giá	12,0%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	12,0%

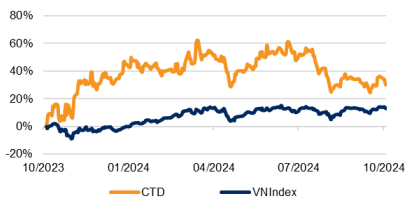
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Trung lập</a>

Thị giá vốn (tr USD)	249,1
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	1,7
Sở hữu NN (tr USD)	5,5
Số CP lưu hành (tr)	99,9
Số CP pha loãng (tr)	99,9

	CTD	Ngành	VNI
P/E trượt	20,0	18,7	14,3
P/B hiện tại	0,7	0,9	1,7
ROA	1,4%	1,4%	6,1%
ROE	3,6%	5,1%	7,3%

\*dữ liệu ngày 10/10/2024

**Diễn biến giá**



Thay đổi giá (%)	1T	3T	12T
CTD	1,5	-15,2	21,1
Tương quan với VNINDEX	2,5	0,0	12,5

**Cơ cấu sở hữu**

Kustoshem	18,6%
Công ty TNHH Đầu tư Thành Công	14,9%
The 8th	11,0%
CT TNHH Quản lý quỹ KIM Việt Nam	7,6%

**Tổng quan công ty**

Coteccons là nhà thầu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam trong nhiều lĩnh vực bao gồm dân dụng, thương mại và công nghiệp, đã hoàn thành hơn 800 dự án lớn trải dài khắp Việt Nam và các nước láng giềng. Là một trong những doanh nghiệp xây dựng tiên phong trong việc thực hiện các dự án xanh tại Việt Nam, CTD là đơn vị ưa thích của các nhà đầu tư FDI và các nhà phát triển bất động sản lớn trong nước.

**Chuyên viên phân tích:**



**Phan Thanh Huyền**

[huyen.phanthanh@vndirect.com.vn](mailto:huyen.phanthanh@vndirect.com.vn)

**Lợi nhuận tăng mạnh, nhưng nợ xấu tiếp tục tăng**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với mức tăng giá 12,0%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 13,6% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 18,6% kể từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu thấp hơn do chúng tôi cập nhật các dự phóng và chuyển giai đoạn định giá sang năm 2024/25-2028/29, và P/B mục tiêu giảm còn 0,8 lần (từ 1,0).
- Mức P/B hiện tại tại 0,7 lần đang thấp hơn so với trung bình ngành (1,4). CTD đang được giao dịch ở P/B dưới 1,0 lần do lo ngại về nợ xấu tiếp tục tăng và triển vọng tăng trưởng của công ty giữa những khó khăn chung của ngành xây dựng.

**Tiêu điểm tài chính**

- Lợi nhuận ròng Q4 giảm 34,3% sv quý trước nhưng tăng 128,8% svck, đạt 69,0 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng cả năm 2023/24 tăng mạnh 358,1% svck lên 310 tỷ đồng, hoàn thành 99,6% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Nợ ngắn hạn đã tăng từ 582 tỷ đồng vào cuối tháng 12/2023 lên 1.519 tỷ đồng vào cuối tháng 6/2024; tuy nhiên, áp lực thanh toán nợ của CTD là không đáng kể, với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu âm ở mức -29,5% tại cuối Q4.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm tài chính 2024/25 và 2025/26 lần lượt tăng trưởng 30,4%/12,4% svck lên 404 tỷ đồng và 454 tỷ đồng.

**Luận điểm đầu tư**

**Backlog đảm bảo tăng trưởng doanh thu năm 2024/25**

Trong năm 2023/24, tổng giá trị hợp đồng ký mới đạt 22.000 tỷ đồng. Tính đến cuối Q4 năm 2023/24, backlog của CTD đạt khoảng 30.000 tỷ đồng, trong đó 20.000 tỷ đồng dự kiến được ghi nhận trong năm 2024/25. Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng ký mới giai đoạn năm tài chính 2024-26 của CTD đạt 44.280 tỷ đồng.

**Xây dựng công nghiệp được hỗ trợ bởi vai trò ngày càng tăng của Việt Nam trong chuỗi cung ứng công nghệ toàn cầu**

Làn sóng FDI đang gia tăng, cùng với những nỗ lực chủ động của Việt Nam trong việc củng cố vai trò của mình trong ngành công nghệ toàn cầu, cho thấy một xu hướng mạnh mẽ trong việc xây dựng các cơ sở sản xuất chất lượng cao trong những năm tới. Kinh nghiệm xây dựng các dự án nhà máy cho các chủ đầu tư lớn sẽ giúp CTD trở thành một trong các ứng cử viên hàng đầu khi các nhà sản xuất nước ngoài khác chính thức gia nhập thị trường Việt Nam trong thời gian tới.

**Xây dựng dân dụng duy trì ổn định nhờ mối quan hệ lâu năm với các chủ đầu tư**

Trong giai đoạn 2024-26, nỗ lực giải quyết các khó khăn pháp lý dự án của cơ quan chính quyền các địa phương sẽ giúp cho càng nhiều dự án được tháo gỡ pháp lý, qua đó nguồn cung căn hộ mới cũng sẽ tăng lên cùng với nhu cầu xây dựng. CTD có ưu thế là khả năng đáp ứng các yêu cầu khắt khe của các chủ đầu tư BĐS hàng đầu. Trong bối cảnh thị trường bất động sản nhà ở chưa hoàn toàn phục hồi, chiến lược lựa chọn các chủ đầu tư có tình hình tài chính mạnh và lịch sử thanh toán đáng tin cậy là yếu tố quan trọng để đảm bảo dòng tiền ổn định của CTD.

**Khoản phải thu khó đòi tiếp tục gia tăng**

Khoản phải thu được phân loại là nợ xấu đã tăng 1,6% so với quý trước và 35,1% từ đầu năm vào Q4 năm 2023/24. Dự phóng cho nợ xấu tăng 6,0% so với quý trước và 15,1% từ đầu năm vào cuối Q4. Chúng tôi kỳ vọng mức trích lập dự phòng sẽ giảm trong những năm tới nhờ vào việc công ty đã áp dụng cách tiếp cận thận trọng hơn trong việc lựa chọn các hợp đồng để thực hiện.

Tổng quan tài chính	T6/23	T6/24	T6/25	T6/26	T6/27
Tăng trưởng DT (% svck)	75,8%	30,8%	12,9%	4,5%	9,5%
Biên LN gộp (%)	2,2%	3,4%	4,1%	4,6%	4,2%
Biên EBITDA (%)	-0,2%	0,8%	2,0%	2,3%	2,1%
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	N/A	358,1%	30,0%	12,4%	8,9%
Nợ vay ròng/VCSH (lần)	-34,7%	-29,5%	-25,9%	-18,9%	-16,0%
P/B (lần)	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7
P/E (lần)	85,7	24,6	18,9	16,8	15,5
ROE (%)	0,8%	3,6%	4,5%	4,6%	4,8%

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan công ty

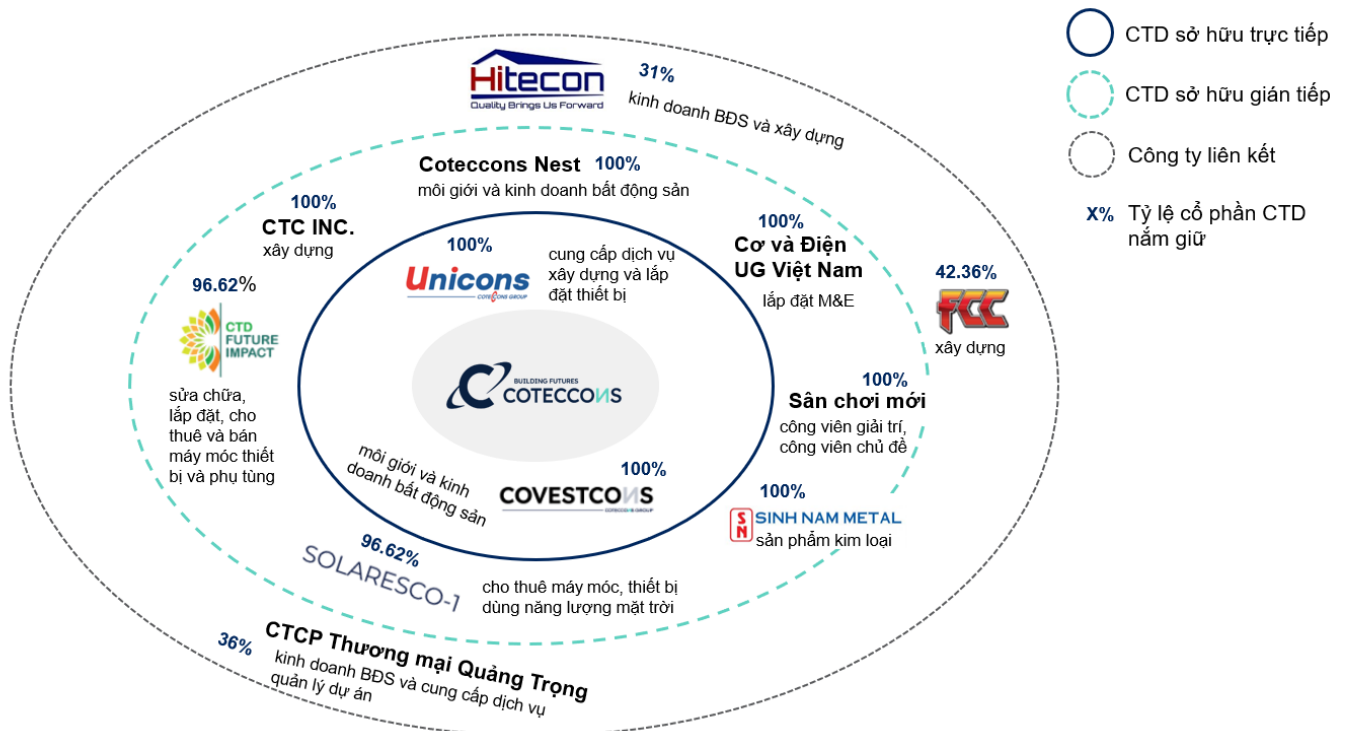
Được thành lập vào năm 2004, CTCP Xây dựng Coteccons đã trở thành doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực xây dựng nhà ở, thương mại, và gần đây là công nghiệp. Công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) vào năm 2010 với mã chứng khoán CTD. Sau cuộc xung đột nội bộ trong giai đoạn 2017-2020 và ban lãnh đạo mới lên nắm quyền, CTD tái khẳng định vị thế đầu ngành với việc trúng gói thầu xây dựng nhà máy sản xuất đồ chơi LEGO vào năm 2022 – nhà máy trung hòa carbon đầu tiên trên thế giới của Tập đoàn LEGO với các yêu cầu khắt khe về mặt kỹ thuật và việc kiểm soát tác động đến môi trường.

Là người nhà thầu xây dựng tiên phong tại thị trường Việt Nam áp dụng quản lý ESG để xây dựng các dự án xanh, CTD rất được ưa chuộng bởi các nhà đầu tư FDI và các nhà phát triển bất động sản (BDS) lớn trong nước. Tính đến cuối tháng 4 năm 2024, Coteccons và Unicons đã thực hiện 46 dự án đạt chứng nhận LEED hoặc LOTUS.

CTD đã chứng minh năng lực và uy tín thông qua hơn 800 dự án trải khắp Việt Nam và các nước láng giềng (Lào, Campuchia, Myanmar). Với việc áp dụng BIM (mô hình thông tin xây dựng) hoặc sử dụng phương pháp fast-track, một phiên bản tối ưu hóa của D&B (thiết kế và xây dựng), CTD liên tục cải tiến và sáng tạo các phương pháp để nâng cao chất lượng xây dựng và tận dụng quy trình thực hiện. CTD có năng lực thực hiện các dự án phức tạp đúng hạn hoặc trước thời hạn theo kế hoạch, trong khi vẫn đảm bảo chất lượng dự án, điều này giúp xây dựng mối quan hệ lâu dài của công ty với các doanh nghiệp BĐS lớn.

Tính đến cuối Q4 năm 2023/24, CTD sở hữu 11 công ty thành viên và có ba công ty liên kết. Trong đó, 2 công ty được sở hữu trực tiếp là Unicons và Covestcons: Unicons cung cấp dịch vụ xây dựng và lắp đặt thiết bị cho các dự án quy mô vừa và nhỏ (trong khi công ty mẹ Coteccons tập trung vào các đại dự án). Hoạt động chính của Covestcon là môi giới, kinh doanh bất động sản và tìm kiếm các cơ hội đầu tư nhằm đa dạng hóa các nguồn thu nhập của tập đoàn.

Hình 1: Hệ sinh thái Coteccons



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD Q4: KQKD tích cực khép lại năm tài chính 2023/24

Hình 2: So sánh KQKD Q4 và cả năm 2023/24

(Tỷ đồng)	Q4 năm 2023/24	% svck	% sv quý trước	2023/24	% svck	sv dự phòng
<b>Doanh thu</b>	<b>6.595</b>	<b>82,5%</b>	<b>41,4%</b>	<b>21.045</b>	<b>30,8%</b>	<b>113,3%</b>
Xây dựng	6.583	82,5%	41,3%	21.012	30,8%	113,4%
Cho thuê thiết bị	5	28,6%	127,9%	16	12,5%	88,3%
Cho thuê văn phòng	5	44,3%	25,5%	16	36,3%	111,0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>222</b>	<b>120,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>713</b>	<b>97,2%</b>	<b>106,2%</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	3,4%	0,6 đ %	-1,4 đ %	3,4%	1,1 đ %	
<i>Biên LN gộp mảng xây dựng (%)</i>	3,2%	0,5 đ %	-1,4 đ %	3,3%	1,2 đ %	
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(195)</b>	<b>61,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>(581)</b>	<b>21,3%</b>	<b>112,5%</b>
<i>% Chi phí BH&amp;QLDN/Doanh thu</i>	3,0%	-0,4 đ %	-0,9 đ %	2,8%	-0,2 đ %	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>69</b>	<b>-26,5%</b>	<b>66,8%</b>	<b>280</b>	<b>-15,8%</b>	<b>89,6%</b>
Lãi tiền gửi	23	-65,4%	-19,7%	140	-7,5%	56,8%
Lãi cho vay, đầu tư trái phiếu	6	-45,4%	47,0%	47	-58,2%	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(30)</b>	<b>-14,1%</b>	<b>167,3%</b>	<b>(105)</b>	<b>-38,4%</b>	<b>118,8%</b>
Chi phí lãi vay	(25)	-1,4%	21,8%	(92)	-7,9%	110,2%
Trích lập/hoàn nhập dự phòng	(3)	187,9%	N/A	11	N/A	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>75</b>	<b>90,0%</b>	<b>-45,1%</b>	<b>387</b>	<b>318,0%</b>	<b>93,0%</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>69</b>	<b>128,8%</b>	<b>-34,3%</b>	<b>310</b>	<b>358,1%</b>	<b>99,6%</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	1,0%	0,2 đ %	-1,2 đ %	1,5%	1,1 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORT

### Doanh thu tăng mạnh nhờ thực hiện các hợp đồng xây dựng đúng tiến độ

Doanh thu Q4 năm 2023/24 của Coteccons đạt 6.595 tỷ đồng, tăng 41,4% sv quý trước và 82,5% svck, nhờ đà phục hồi mạnh mẽ của doanh thu xây dựng (chiếm 99,9% tổng doanh thu).

Doanh thu cả năm 2023/24 tăng 30,8% svck lên 21.045 tỷ đồng, hoàn thành 113,3% dự phòng của chúng tôi, chủ yếu đến từ các dự án nhà máy sản xuất đồ chơi LEGO (Bình Dương), tổ hợp sản xuất xe điện VinFast ở Hải Phòng (giai đoạn 3), Vinhomes Grand Park (TP.HCM), Vinhomes Ocean Park 2 (Hưng Yên), Lancaster Legacy (TP.HCM), Diamond Crown (Hải Phòng), và Ecopark Sky Forest Residence (Hưng Yên).

### Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ

Biên lợi nhuận (LN) gộp hoạt động xây dựng tăng 0,5 điểm % svck lên 3,2% trong Q4, và tăng 1,2 điểm % lên 3,3% trong năm 2023/24, nhờ vào: 1) các dự án được ký kết và chốt giá vào thời điểm giá nguyên vật liệu xây dựng đã giảm đáng kể so với giai đoạn 2021-22; 2) các dự án được thực hiện từ sau năm 2022 có biên LN gộp cao hơn do không phải chịu chi phí phát sinh như trong giai đoạn giãn cách vì Covid-19. Biên LN gộp Q4 giảm 1,4 điểm % sv quý trước, chủ yếu chịu ảnh hưởng bởi biến động giá nguyên vật liệu xây dựng.

Do đó, biên LN gộp tổng hợp trong Q4 giảm 1,4 điểm % sv quý trước, nhưng tăng 0,6 điểm % svck. Biên LN gộp tổng hợp tăng 1,1 điểm % svck trong cả năm 2023/24, đạt 3,4%.

### Doanh thu tài chính giảm do giảm quy mô đầu tư tài chính

Doanh thu tài chính giảm 26,5% svck còn 69,5 tỷ đồng trong Q4. Doanh thu tài chính cả năm 2023/24 giảm 15,8% svck còn 280 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu từ lãi tiền gửi thấp hơn (giảm 7,5% svck còn 140 tỷ đồng) và đóng góp từ lãi đầu tư TPDN thấp hơn (giảm 58,2% svck còn 46,6 tỷ đồng).

Giai đoạn 2021-2022, lợi nhuận ròng của CTD chủ yếu dựa vào thu nhập tài chính ròng, vì hoạt động kinh doanh cốt lõi bị ảnh hưởng bởi thời gian giãn cách

vào năm 2021 và chi phí vật liệu tăng mạnh vào năm 2022. Tuy nhiên, trong các quý gần đây, trong khi thu nhập tài chính giảm (do lãi suất tiền gửi thấp hơn, và đóng góp đầu tư trái phiếu doanh nghiệp thấp hơn), doanh thu xây dựng đã tăng trở lại và thúc đẩy lợi nhuận ròng. Điều này phản ánh rằng công ty đã quay trở lại hoạt động bình thường và có thể tạo ra dòng tiền bền vững từ mảng kinh doanh chính.

### Chi phí BH&QLDN tăng mạnh do tăng chi phí nhân công và dự phòng

Chi phí BH&QLDN trong Q4 tăng 7,8% sv quý trước và 61,8% svck lên 195 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí dự phòng tăng 25,8% svck lên 69,8 tỷ đồng và chi phí nhân công tăng 171,8% svck lên 55,4 tỷ đồng. Chi phí BH&QLDN cả năm tăng 21,3% svck lên 580 tỷ đồng.

Kết quả, lợi nhuận ròng Q4 giảm 34,3% sv quý trước nhưng tăng 128,8% svck, đạt 69,0 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng cả năm 2023/24 tăng mạnh 358,1% svck lên 310 tỷ đồng, hoàn thành 99,6% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Các khoản mục đáng chú ý trong bảng CĐKT

Hình 3: Phân tích bảng CĐKT

	Q4-22/23	Q1-23/24	Q2-23/24	Q3-23/24	Q4-23/24
<b>Các chỉ tiêu trong Bảng CĐKT</b>					
Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	4.063	4.079	4.611	3.338	4.078
Phải thu ngắn hạn từ khách hàng	11.590	10.689	11.670	11.365	12.246
Hàng tồn kho	3.148	2.928	2.603	2.924	3.126
Phải thu khó đòi (Nợ xấu)	1.574	1.577	1.660	2.207	2.243
Dự phòng cho nợ xấu	1.064	1.105	1.178	1.279	1.355
Dự phòng phải thu khác	92	90	80	77	79
Trả trước của khách hàng	2.934	2.882	2.471	2.247	2.387
Chi phí phải trả ngắn hạn	2.023	3.069	2.752	2.388	3.123
Vay nợ ngắn hạn	697	636	582	1.479	1.519
Vay nợ dài hạn	498	497	496	23	21
Phải trả người bán ngắn hạn	5.196	4.381	5.770	5.033	6.161
<b>Các chỉ tiêu chính</b>					
Số ngày phải thu	232	211	250	225	207
Số ngày tồn kho	60	65	60	55	54
Vòng quay tiền	200	195	187	186	159
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	38,7%	40,6%	38,8%	40,7%	37,6%
Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu	-34,7%	-35,3%	-42,0%	-21,6%	-29,5%

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

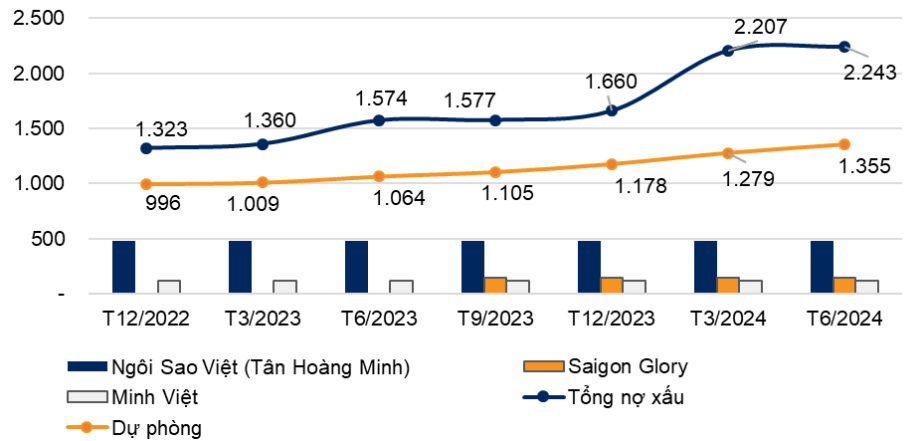
### Khoản phải thu khó đòi tiếp tục gia tăng

Khoản phải thu được phân loại là nợ xấu đã tăng 1,6% so với quý trước và 35,1% từ đầu năm, đạt 2.243 tỷ đồng vào Q4 năm 2023/24. Trong đó bao gồm các khoản nợ xấu lớn từ các khách hàng như Tân Hoàng Minh, Minh Việt, Saigon Glory, vẫn không thay đổi so với quý trước, lần lượt ở mức 484 tỷ đồng, 122 tỷ đồng và 143 tỷ đồng.

Dự phòng cho nợ xấu tăng 6,0% so với quý trước và 15,1% từ đầu năm, đạt 1.355 tỷ đồng vào cuối Q4. Nợ của ba dự án kể trên đã trích lập dự phòng 100%.

Mức trích lập dự phòng được kỳ vọng sẽ giảm trong những năm tới nhờ vào việc công ty đã áp dụng cách tiếp cận thận trọng hơn trong việc lựa chọn các hợp đồng để thực hiện, từ đó giảm thiểu rủi ro hình thành nợ khó đòi, cũng như việc thu hồi lại được phần nào các khoản phải thu.

**Hình 4: Các khoản phải thu khó đòi và nợ đã được trích lập dự phòng 100% (Tỷ đồng)**



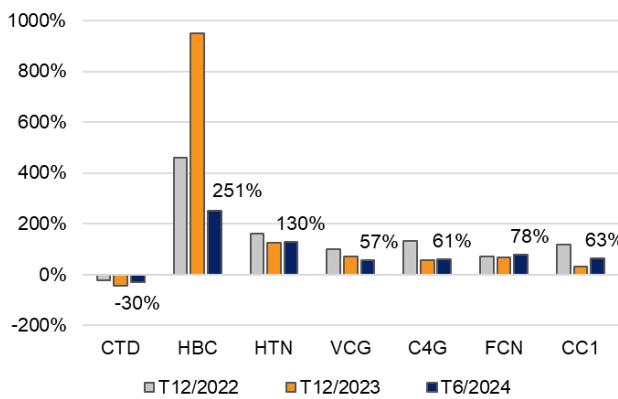
Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

**Áp lực đáo hạn nợ vay được giảm bớt nhờ vị thế tiền mặt mạnh**

Tổng nợ vay tại thời điểm cuối tháng 6/2024 đạt 1.540 tỷ đồng, tăng 42,9% kể từ đầu năm và 28,9% svck, dẫn đến tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu tăng 20,5 điểm % so với đầu năm và 15,6 điểm % svck. Nợ đến hạn trong vòng 12 tháng tới đã tăng từ 582 tỷ đồng vào cuối tháng 12/2023 lên 1.519 tỷ đồng vào cuối tháng 6/2024; tuy nhiên, áp lực thanh toán nợ của CTD là không đáng kể, với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu âm ở mức -29,5% tại cuối Q4.

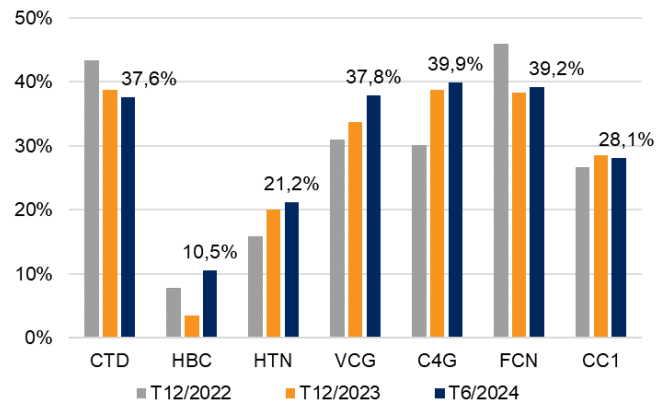
**Tình hình tài chính của CTD khỏe mạnh hơn so với các đối thủ trong ngành**

**Hình 5: Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu (%)**



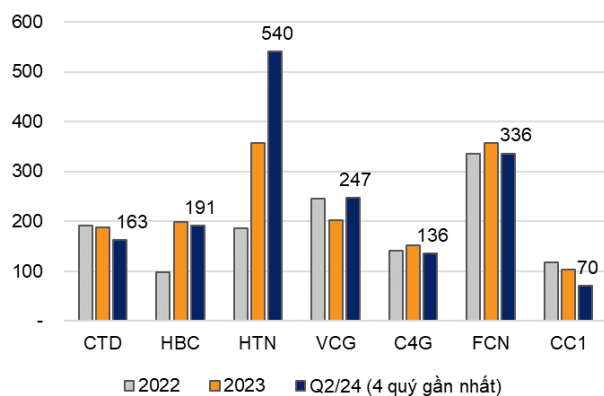
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản (%)**



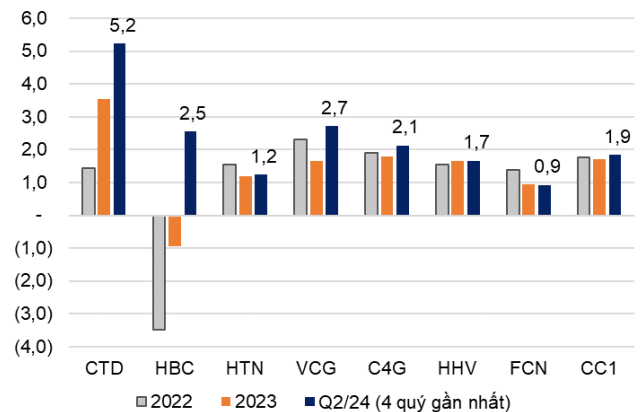
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Vòng quay tiền (ngày/năm)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Hệ số bao phủ lãi vay (lần)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng kinh doanh giai đoạn 2024-26: Duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận

### Thay đổi dự phóng KQKD giai đoạn 2024-26

Hình 9: Thay đổi dự phóng năm tài chính 2024/25 và cập nhật dự phóng năm 2025/26

Đơn vị: Tỷ đồng	2023/24	Cũ 2024/25	Mới				Ghi chú về thay đổi dự phóng
			2024/25	% svck	2025/26	% svck	
<b>Doanh thu</b>	<b>21.045</b>	<b>21.461</b>	<b>23.751</b>	<b>12,9%</b>	<b>24.822</b>	<b>4,5%</b>	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu năm tài chính 2024/25 tăng 10,7% so dự báo trước đây, nhờ vào giá trị các hợp đồng mới được ký kết trong năm 2023/24 đã vượt mức kỳ vọng của chúng tôi (20.000 tỷ đồng), đạt 22.000 tỷ đồng. Chúng tôi tăng doanh thu mảng xây dựng dân dụng và công nghiệp lần lượt 17,6% và 4,2%, dựa trên những quan sát và cập nhật của chúng tôi về tình hình thực hiện dự án của công ty.
Dịch vụ xây dựng	21.012	21.419	23.713	12,9%	24.781	4,5%	
Xây dựng dân dụng	10.926	10.572	12.429	13,8%	11.613	-6,6%	
Xây dựng công nghiệp	9.875	10.406	10.843	9,8%	12.916	19,1%	
Xây dựng hạ tầng	210	441	441	109,8%	253	-42,6%	
Cho thuê thiết bị	16	22	17	10,0%	17	0,0%	
Cho thuê văn phòng	15	20	18	20,0%	20	10,0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>713</b>	<b>879</b>	<b>980</b>	<b>37,5%</b>	<b>1.140</b>	<b>16,3%</b>	
Biên lợi nhuận gộp (%)	3,39%	4,10%	4,12%	0,7 đ %	4,59%	0,5 đ %	
Chi phí BH&QLDN	(581)	(620)	(609)	4,8%	(628)	3,2%	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	2,76%	2,90%	2,56%	-0,2 đ %	2,53%	0,0 đ %	
EBIT	132	420	355	169,6%	499	40,7%	
Doanh thu tài chính	280	310	274	-2,0%	261	-5,0%	
Chi phí lãi vay	(92)	(85)	(109)	18,7%	(126)	15,9%	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng chi phí lãi vay năm 2024/25 tăng 28%, do tổng nợ vay tại thời điểm cuối năm 2023/24 (1.540 tỷ đồng) đạt đã vượt kỳ vọng của chúng tôi (1.195 tỷ đồng).
Lợi nhuận trước thuế	387	486	505	30,5%	567	12,4%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>310</b>	<b>363</b>	<b>404</b>	<b>30,4%</b>	<b>454</b>	<b>12,4%</b>	
Biên lợi nhuận ròng (%)	1,47%	1,69%	1,70%	0,2 đ %	1,83%	0,1 đ %	
<b>EPS</b>	<b>3.320</b>	<b>3.506</b>	<b>3.883</b>	<b>17,0%</b>	<b>4.365</b>	<b>12,4%</b>	

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng ký mới giai đoạn năm tài chính 2024-26 của CTD đạt 44.280 tỷ đồng. Tính đến cuối Q4 năm 2023/24, backlog của CTD đạt khoảng 30.000 tỷ đồng. Với doanh thu dự kiến đạt 23.751 tỷ đồng vào năm 2024/25 và 24.882 tỷ đồng vào năm 2025/26, giá trị backlog ước tính tại thời điểm cuối năm 2025/26 là 25.786 tỷ đồng.

### Backlog đảm bảo tăng trưởng doanh thu năm 2024/25

Tính đến cuối Q4 năm 2023/24, backlog của CTD đạt khoảng 30.000 tỷ đồng, trong đó 20.000 tỷ đồng dự kiến được ghi nhận trong năm 2024/25. Cơ cấu backlog bao gồm: 1) bất động sản công nghiệp, chiếm khoảng 50%, chủ yếu được thúc đẩy bởi các hợp đồng với doanh nghiệp FDI; 2) bất động sản nhà ở, chiếm 45%, được hỗ trợ bởi việc bán hàng lại (repeat-sales) cho các chủ đầu tư lớn, từ đó đảm bảo dòng doanh thu ổn định; và 3) còn lại (bất động sản du lịch và nghỉ dưỡng, xây dựng hạ tầng), chiếm 5%.

Trong năm 2023/24, tổng giá trị hợp đồng ký mới đạt 22.000 tỷ đồng. Trong đó, 41 dự án có được thông qua chiến lược "bán hàng lại" của CTD, do công ty đấu thầu thắng hoặc được trao thầu trực tiếp từ các chủ đầu tư mà công ty đã hợp tác trước đó.

### Xây dựng công nghiệp được hỗ trợ bởi vai trò ngày càng tăng của Việt Nam trong chuỗi cung ứng công nghệ toàn cầu

#### Sự gia nhập mạnh mẽ của Việt Nam vào chuỗi cung ứng công nghệ

Việt Nam đã khẳng định vị thế của mình là một trong các điểm đến hàng đầu cho các nhà sản xuất công nghệ toàn cầu, điều này được chứng minh qua các khoản đầu tư lớn từ các tập đoàn đa quốc gia như Samsung, Intel, Amkor và

Marvell. Những công ty này được thu hút bởi chi phí lao động cạnh tranh, có lượng lao động tay nghề cao và vị trí địa lý chiến lược của Việt Nam trong các chuỗi cung ứng toàn cầu quan trọng. Chính phủ Việt Nam đã thúc đẩy môi trường đầu tư thông qua việc triển khai các chính sách, bao gồm ưu đãi thuế<sup>1</sup>, phát triển cơ sở hạ tầng và chính sách hỗ trợ cho các ngành công nghiệp công nghệ cao như sản xuất thiết bị bán dẫn và điện tử. Do đó, nhu cầu xây dựng nhà máy dự kiến sẽ tăng đáng kể, với sự tăng trưởng này sẽ được thúc đẩy không chỉ bởi các nhà đầu tư nước ngoài muốn tận dụng lợi thế cạnh tranh của Việt Nam mà còn bởi các doanh nghiệp trong nước muốn gia nhập chuỗi cung ứng toàn cầu. Làn sóng FDI đang gia tăng, cùng với những nỗ lực chủ động của Việt Nam trong việc củng cố vai trò của mình trong ngành công nghệ toàn cầu, cho thấy một xu hướng mạnh mẽ trong việc xây dựng các cơ sở sản xuất chất lượng cao trong những năm tới.

*Nhiều nhà sản xuất công nghệ trên thế giới dự định đầu tư mở rộng hoạt động sản xuất tại Việt Nam*

Vào tháng 6/2024, Amkor (Hàn Quốc) đã tăng vốn đầu tư vào Việt Nam thêm 1,1 tỷ USD, sau khi khánh thành nhà máy Amkor Technology Vietnam tại KCN Yên Phong II-C (Bắc Ninh) vào tháng 10/2023 với tổng mức đầu tư 1,6 tỷ USD.

Signetics (công ty con của Tập đoàn Young Poong, một trong những tập đoàn lớn nhất tại Hàn Quốc) sẽ xây dựng một nhà máy sản xuất các sản phẩm quan trọng được sử dụng trong sản xuất chip nhớ, GPU, TV, v.v., với mức đầu tư 100 triệu USD. Nhà máy dự kiến sẽ chính thức đi vào hoạt động vào tháng 10/2025 và sẽ cung cấp nguyên liệu đầu vào cho các tập đoàn điện tử lớn như Samsung, SK và các công ty khác.

Marvell Technology (Mỹ) sẽ tiếp tục đầu tư vào Việt Nam, với mục tiêu biến Marvell Vietnam thành trung tâm thiết kế vi mạch lớn thứ ba trên toàn cầu trong vòng 2-3 năm tới, sau các trung tâm ở Mỹ và Ấn Độ.

*Việt Nam khởi tạo môi trường thúc đẩy ngành công nghiệp bán dẫn*

Vào ngày 21/09, Thủ tướng Phạm Minh Chính đã ký Quyết định số 1018/QĐ-TTg về “Chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030 và tầm nhìn 2050”. Trong chiến lược này, giai đoạn 1 (2024 - 2030) nhắm đến mục tiêu thành lập ít nhất 100 công ty thiết kế, một nhà máy sản xuất chip bán dẫn quy mô nhỏ, và mười nhà máy đóng gói và kiểm tra sản phẩm bán dẫn; cũng như phát triển các sản phẩm bán dẫn chuyên biệt trong nhiều lĩnh vực. Doanh thu của ngành công nghiệp bán dẫn tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ vượt 25 tỷ USD mỗi năm, với giá trị gia tăng tại Việt Nam đạt từ 10% đến 15%; doanh thu của ngành công nghiệp điện tử tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ vượt 225 tỷ USD mỗi năm, cũng với giá trị gia tăng tại Việt Nam đạt từ 10% đến 15%. Lực lượng lao động của ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam được kỳ vọng sẽ vượt quá 50.000 kỹ sư và cử nhân.

Ngành công nghiệp bán dẫn dự kiến sẽ tạo ra 1.000 tỷ USD doanh thu trên toàn cầu vào năm 2030, theo dự báo của Gartner. Việc ban hành chiến lược này đánh dấu sự khởi đầu của hành trình chinh phục thị trường và thể hiện quyết

<sup>1</sup> Việc áp dụng thuế suất thuế tối thiểu toàn cầu (GMT) dự kiến sẽ làm vô hiệu các ưu đãi thuế hiện tại của Việt Nam đối với các dự án quy mô lớn. Bù lại, Bộ KH&ĐT đang hoàn thiện dự thảo Nghị định thành lập Quỹ Hỗ trợ đầu tư Việt Nam. Quỹ này, chủ yếu được tài trợ bởi nguồn thu từ GMT, sẽ hỗ trợ tài chính cho các dự án công nghệ cao để giúp bù đắp chi phí và duy trì lợi thế cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu hút đầu tư nước ngoài.

tâm trở thành một trong những trung tâm sản xuất bán dẫn hàng đầu thế giới của Việt Nam.

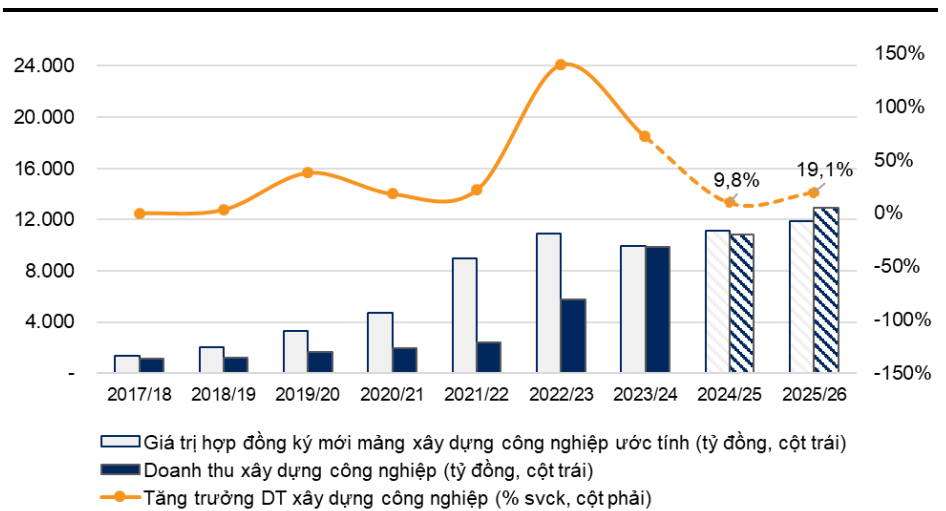
**CTD chứng minh năng lực thông qua các dự án xây dựng nhà máy lớn**

Trong năm 2023/24, CTD và Unicons đã khởi công xây dựng các dự án nhà máy Suntory PepsiCo vào tháng 4/2024 (tại KCN Hữu Thạnh – Long An, dự án có tổng vốn đầu tư 300 triệu USD), nhà máy sản xuất trang sức Pandora vào tháng 5 (tại KCN VSIP III – Bình Dương, có tổng mức đầu tư 150 triệu USD), dự án Logos Yên Phong IIA (Bắc Ninh) là tổ hợp kho bãi, nhà xưởng và văn phòng cho thuê vào tháng 6, và KCN Sembcorp Logistics Park Thủy Nguyên (Hải Phòng) cũng vào tháng 6.

Kinh nghiệm xây dựng các dự án nhà máy cho các chủ đầu tư lớn sẽ giúp CTD trở thành một trong các ứng cử viên hàng đầu khi các nhà sản xuất nước ngoài khác chính thức gia nhập thị trường Việt Nam trong thời gian tới.

Chúng tôi dự báo CTD sẽ ghi nhận doanh thu xây dựng công nghiệp ở mức 10.843 tỷ đồng trong năm 2024/25 và 12.916 tỷ đồng trong năm 2025/26, lần lượt tăng trưởng 9,8%/19,1% svck.

**Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng công nghiệp sẽ chiếm 46%/52% tổng doanh thu của CTD năm 2024/25 và 2025/26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Mảng xây dựng dân dụng duy trì ổn định nhờ mối quan hệ lâu năm với các chủ đầu tư lớn**

**Nguồn cung nhà ở trong tương lai phục hồi cùng các hoạt động xây dựng**

Nhờ nỗ lực giải quyết các khó khăn pháp lý dự án của cơ quan chính quyền các địa phương, số lượng giấy phép xây dựng đã phục hồi trong các quý gần đây. Theo dữ liệu từ Bộ Xây dựng, 19 dự án (~10.230 căn hộ) đã được cấp phép trong Q2/24, so với 19 dự án (~9.774 căn hộ) trong quý Q1/24 và 15 dự án (~3.239 căn hộ) trong Q2/23.

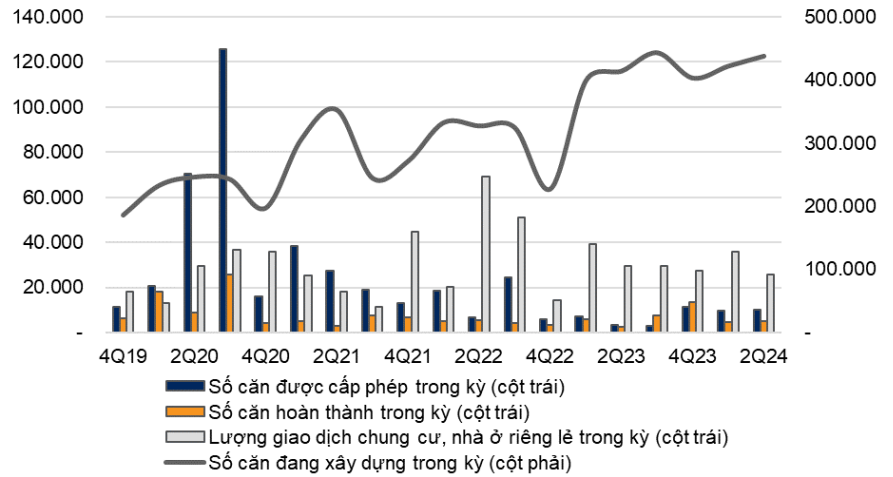
Hoạt động xây dựng cũng được cải thiện, với 998 dự án (~437.153 căn hộ) đang được thi công tính đến cuối Q2/24. Số căn hộ hoàn thành đạt 19 dự án (~9.711 căn hộ) trong Q2/24, so với 21 dự án (~8.333 căn hộ) trong quý Q2/23.

Trong giai đoạn 2024-26, khi có càng nhiều dự án được tháo gỡ pháp lý, dự kiến nguồn cung căn hộ mới cũng sẽ tăng lên cùng với nhu cầu xây dựng. Ngoài ra, các luật bất động sản sửa đổi (Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở 2023, Luật



Kinh doanh Bất động sản 2023) sẽ có các tác động trái chiều lên thị trường và mang lại lợi thế cho các chủ đầu tư có tiềm lực tài chính mạnh, khả năng thực hiện dự án tốt và đáp ứng tốt các yêu cầu về pháp lý. Trong bối cảnh này, CTD có ưu thế là nhà thầu xây dựng đầu ngành, có khả năng đáp ứng các yêu cầu khắt khe của các chủ đầu tư bất động sản hàng đầu.

**Hình 11: Số căn hộ được cấp phép xây dựng và số các căn đang được xây dựng đã phục hồi trong các quý gần đây**

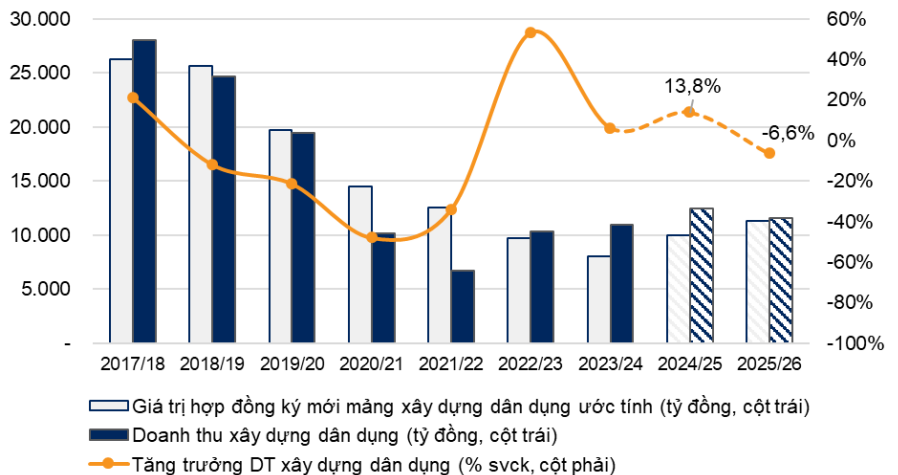


Nguồn: MOC, VNDIRECT RESEARCH

**CTD duy trì khối lượng công việc ổn định thông qua các dự án với các chủ đầu tư quen thuộc**

Trong năm 2023/24, CTD và Unicons đã khởi công xây dựng các dự án Golden Crown (DojiLand, 1ha, Hải Phòng) và Eaton Park (Gamuda Land, 3,7ha, TP.HCM) vào tháng 12/2023, TTC Plaza (TTC Land, 12,2ha, Đà Nẵng) vào tháng 1/2024, Legend City (CTCP Thép Việt Đức, 60ha, Vĩnh Phúc) và Imperia Smart City – The Sola Park (MIK Group, 14,3ha, Hà Nội) vào tháng 4, Sunset Village (Sun Group, Phú Quốc) vào tháng 8,...

**Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng dân dụng sẽ chiếm 52%/47% tổng doanh thu của CTD năm 2024/25 và 2025/26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong bối cảnh thị trường bất động sản nhà ở chưa hoàn toàn phục hồi, việc lựa chọn các chủ đầu tư có tình hình tài chính mạnh và lịch sử thanh toán đáng tin cậy là yếu tố quan trọng để đảm bảo dòng tiền ổn định cho các nhà thầu.

Chiến lược của CTD đã giúp công ty vượt qua những điều kiện khó khăn của thị trường, tạo tiền đề để đẩy mạnh doanh thu xây dựng nhà ở khi thị trường sôi động trở lại.

Chúng tôi dự báo doanh thu xây dựng dân dụng của CTD sẽ đạt 12.429 tỷ đồng trong năm 2024/25, tăng 13,8% svck. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính doanh thu mảng này sẽ giảm 6,6% svck trong năm 2025/26, đạt 11.613 tỷ đồng, do cơ cấu hợp đồng trong backlog dịch chuyển sang tỷ trọng dự án công nghiệp lớn hơn.

### **Từng bước chinh phục mảng xây dựng hạ tầng**

CTD đang thực hiện các hạng mục hạ tầng tại các dự án bất động sản nhà ở hoặc các dự án xây dựng riêng lẻ, như dự án khu đô thị Legend City (Vĩnh Phúc) và đường Lương Hòa – Bình Chánh (Long An). Ngoài ra, CTD còn đảm nhận một hạng mục xây dựng hạ tầng trong dự án LEGO.

### **Mở rộng ra thị trường quốc tế**

CTD đang là tổng thầu triển khai dự án nhà máy CKD của VinFast tại Ấn Độ (dự án có tổng mức đầu tư là 500 triệu USD cho giai đoạn đầu, dự kiến triển khai trong vòng 5 năm), tuy nhiên giá trị hợp đồng chưa được công bố. Công ty cũng đang tích cực tham gia đấu thầu một số dự án quốc tế khác.

Theo ban lãnh đạo, CTD đã bắt đầu ghi nhận doanh thu từ thị trường quốc tế trong Q4, nhưng vẫn chiếm tỷ lệ nhỏ so với doanh thu trong nước.

Là một phần trong chiến lược “go global”, CTD đang áp dụng cách tiếp cận chậm mà chắc, ban đầu tập trung vào việc cung cấp dịch vụ cho các chủ đầu tư Việt Nam đang thực hiện các dự án ở nước ngoài.

## Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu là 69.300 đồng/CP

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa hai phương pháp với tỷ trọng tương đương là định giá từng phần (SOTP) và định giá P/B. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 13,6% so với báo cáo trước dựa trên cơ sở:

- Phương pháp DCF: Chúng tôi cập nhật các dự phóng KQKD và chuyển giai đoạn dự phóng trong mô hình DCF 5 năm sang năm tài chính 2024/25 – 2028/29. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu WACC bằng 10,4% với mức lãi suất phi rủi ro bằng 2,79% (dựa trên lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tại ngày 30/06) và phần bù rủi ro thị trường bằng 7,78%.
- Chúng tôi áp dụng hệ số P/B mục tiêu bằng 0,8 lần trên giá trị sổ sách ước tính cho năm tài chính 2024/25, bằng với mức P/B trung bình một năm của CTD và thấp hơn so với P/B trung bình một năm của ngành (tại 1,4 lần).

CTD đang được giao dịch ở mức P/B dưới 1,0 lần do lo ngại về các khoản nợ xấu tiếp tục tăng và về khả năng thu hồi các khoản phải thu này của công ty. Tâm lý nhà đầu tư duy trì thận trọng, mặc dù CTD đã trích lập dự phòng đầy đủ cho các khoản nợ này theo hướng dẫn của Bộ Tài chính. Định giá thấp cũng có thể phản ánh những lo ngại về triển vọng tăng trưởng, đặc biệt trong bối cảnh ngành xây dựng gặp nhiều thách thức như thị trường BĐS chậm lại và sự cạnh tranh gia tăng giữa các nhà thầu. Việc thu hồi được các khoản phải thu, trong khi duy trì khả năng sinh lời và sức khỏe tài chính mạnh, sẽ là các yếu tố then chốt để điều chỉnh kỳ vọng của nhà đầu tư đối với cổ phiếu này. Xem hình 20 để thấy sự thay đổi trong định giá của chúng tôi dựa trên các hệ số P/B mục tiêu khác nhau.

Hình 13: Tổng hợp định giá (đơn vị: Đồng)

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu	Tỷ trọng (%)	Giá trị theo tỷ trọng
SOTP	69.018	50%	34.509
P/B	69.419	50%	34.710
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>69.300</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Định giá DCF – Dòng tiền tự do doanh nghiệp (đơn vị: Tỷ đồng)

	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
<b>EBIT</b>	<b>349,5</b>	<b>496,0</b>	<b>481,3</b>	<b>508,5</b>	<b>650,5</b>
Khấu hao TSCĐ hữu hình	117,3	78,8	89,4	98,3	107,7
Khấu hao TSCĐ vô hình	5,3	3,4	5,7	6,0	6,3
Thay đổi vốn lưu động	(40,3)	402,6	226,3	350,9	277,4
Đầu tư tài sản cố định	(5,5)	(20,8)	(35,2)	(59,1)	(83,1)
Chi phí thuế	(100,9)	(113,4)	(123,5)	(120,7)	(135,0)
<b>FCFF</b>	<b>325,5</b>	<b>846,6</b>	<b>644,0</b>	<b>783,9</b>	<b>823,9</b>
<b>Giá trị cuối cùng</b>					<b>6.545,2</b>
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	<b>294,7</b>	<b>694,3</b>	<b>478,3</b>	<b>527,2</b>	<b>501,8</b>
<b>Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3.986,6</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Giá định chi phí vốn

Beta (lần)	1,6
Market premium	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Chi phí vốn	13,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Giá trị vốn (tỷ đồng)	7.153
Nợ vay (tỷ đồng)	1.540
Chi phí vốn	6,4%
Thuế	20,0%
WACC	10,4%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng DCF với các giả định về WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn**

Tăng trưởng dài hạn (%)	Giả định	Chi phí vốn (%)						
		Giả định						
		11,9%	11,4%	10,9%	10,4%	9,9%	9,4%	8,9%
1,0%		56.186	57.415	58.769	60.266	61.931	63.794	65.891
2,0%		59.048	60.560	62.242	64.123	66.241	68.645	71.396
3,0%		62.552	64.452	66.591	69.018	71.796	75.006	78.759
4,0%		66.941	69.392	72.197	75.438	79.227	83.714	89.112
5,0%		72.597	75.870	79.695	84.225	89.675	96.357	104.742

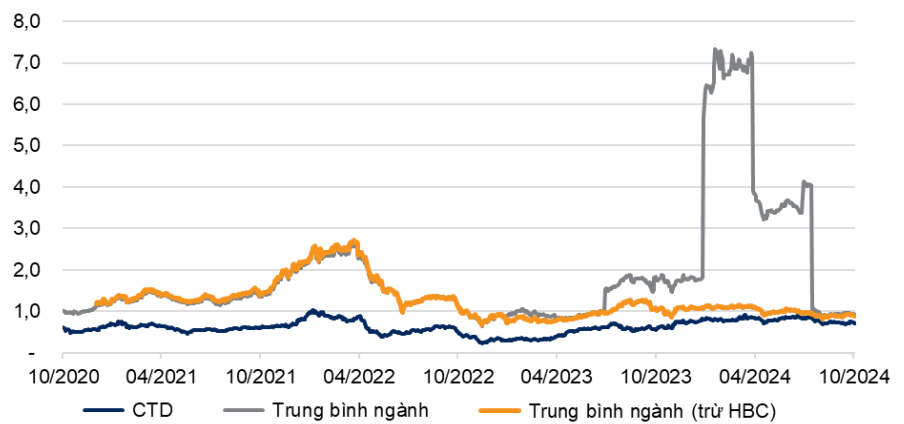
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Định giá P/B**

Giá trị sổ sách ước tính năm tài chính 2024/25					86.774
P/B (lần)	Hiện tại	TB 1 năm	TB 3 năm	TB 5 năm	
CTD	0,7	0,8	0,6	0,6	
Trung bình ngành	1,4	1,4	1,6	1,5	
<b>P/B mục tiêu (lần)</b>					<b>0,8</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>					<b>69.419</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 19: Lịch sử mức P/B được giao dịch của CTD và trung bình các DN trong ngành (lần)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 20: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng P/B**

P/B mục tiêu cho năm tài chính 2023/24 (lần)								
Giả định								
0,60	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	1,00
52.064	56.403	60.742	65.080	69.419	73.758	78.096	82.435	86.774

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 10/10/2024)

Công ty	Mã chứng khoán	Vốn hóa	P/E (lần)	P/B (lần)	Tăng trưởng DT (% svck)	Tăng trưởng LNR (% svck)	Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)	ROA (%)	D/E (lần)
		Triệu USD	Trượt 12T	Hiện tại	Trượt 12T	Trượt 12T	CAGR (%)	Trượt 12T	Trượt 12T	
<b>CTCP Xây dựng Coteccons</b>	<b>CTD</b>	<b>249</b>	<b>20,0</b>	<b>0,7</b>	<b>30,8</b>	<b>358,1</b>	<b>353,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>
<b>Xây dựng dân dụng</b>										
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	HBC	71	2,3	24,6	(24,5)	Thoát lỗ	58,8	(181,3)	(6,6)	50,5
CTCP Hưng Thịnh Incons	HTN	29	15,4	0,5	(62,5)	Thoát lỗ	1,9	3,2	0,6	1,3
CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải	TCD	68	19,4	0,5	(34,2)	326,3	(65,1)	2,4	1,0	0,6
<i>Trung bình</i>			12,4	8,5	(40,4)	N/A	(1,5)	(58,6)	(1,7)	17,5
<i>Trung vị</i>			15,4	0,5	(34,2)	N/A	1,9	2,4	0,6	1,3
<b>Xây dựng hạ tầng</b>										
CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	VCG	443	13,6	1,4	(0,0)	125,9	(48,5)	11,3	2,8	1,1
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G	127	21,5	0,8	11,2	13,2	(45,0)	4,2	1,5	0,8
Tổng Công ty Xây dựng số 1 - CTCP	CC1	208	22,1	1,3	32,9	27,9	(5,6)	5,7	1,4	1,0
<i>Trung bình</i>			17,6	1,0	14,7	55,7	(23,1)	6,4	1,7	1,3
<i>Trung vị</i>			17,6	1,1	11,2	27,9	(25,3)	5,1	1,4	1,5

Nguồn: BLOOMBERG, DSTOCK, VNDIRECT RESEARCH

## Độ nhạy đối với luận điểm đầu tư

**Tiềm năng tăng giá** đến từ việc giá trị hợp đồng xây dựng ký mới cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ vào:

- 1) thị trường bất động sản nhà ở sôi động trở lại nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi;
- 2) xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất sang Việt Nam diễn ra mạnh mẽ hơn kỳ vọng của chúng tôi

**Rủi ro giảm giá:**

- 1) tiến độ thực hiện dự án bị chậm so với dự kiến;
- 2) dòng vốn đầu tư nước ngoài chuyển sang các nước khác có các chính sách ưu đãi tốt hơn về thuế khi Việt Nam bắt đầu áp dụng Thuế tối thiểu toàn cầu

**Báo cáo Kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)	06-20	06-21	06-22	06-23	06-24	06-25	06-26
Doanh thu thuần	21.221	12.152	9.152	16.088	21.045	23.751	24.822
Giá vốn hàng bán	(20.192)	(11.479)	(8.850)	(15.727)	(20.333)	(22.772)	(23.682)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.029</b>	<b>673</b>	<b>302</b>	<b>361</b>	<b>713</b>	<b>980</b>	<b>1.140</b>
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(417)	(718)	(723)	(479)	(581)	(608)	(628)
Chi phí bán hàng	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>EBIT</b>	<b>613</b>	<b>(71)</b>	<b>(449)</b>	<b>(137)</b>	<b>132</b>	<b>355</b>	<b>499</b>
Khấu hao	110	105	105	105	44	117	79
<b>EBITDA</b>	<b>723</b>	<b>34</b>	<b>(344)</b>	<b>(33)</b>	<b>175</b>	<b>472</b>	<b>578</b>
Lãi tiền gửi và cho vay	235	184	175	263	187	220	211
Chi phí tài chính	(30)	28	(71)	(170)	(105)	(209)	(281)
Thu nhập khác	25	26	52	68	80	84	88
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	1	(27)	(29)	(20)	(0)	(16)	(12)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>852</b>	<b>203</b>	<b>(79)</b>	<b>92</b>	<b>387</b>	<b>505</b>	<b>567</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(173)	(49)	10	(25)	(77)	(101)	(113)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>679</b>	<b>153</b>	<b>(70)</b>	<b>68</b>	<b>310</b>	<b>402</b>	<b>452</b>
Lợi nhuận ròng điều chỉnh	679	153	(70)	68	310	402	452

**Bảng Cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)	06-20	06-21	06-22	06-23	06-24	06-25	06-26
Tiền và tương đương tiền	226	652	913	1.883	2.210	3.146	3.014
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.456	3.015	2.784	2.180	1.868	1.600	1.371
Phải thu ngắn hạn	8.518	6.963	9.231	12.079	12.024	14.981	13.957
Hàng tồn kho	1.228	1.474	2.112	3.148	3.126	3.222	3.125
Tài sản ngắn hạn khác	221	321	430	593	1.228	1.294	1.358
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>13.648</b>	<b>12.425</b>	<b>15.471</b>	<b>19.884</b>	<b>20.456</b>	<b>24.243</b>	<b>22.825</b>
Tài sản cố định	1.165	1.074	935	860	880	832	789
Đầu tư dài hạn	48	42	39	50	331	387	454
Tài sản dài hạn khác	136	89	111	581	1.202	1.402	1.521
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.997</b>	<b>13.630</b>	<b>16.556</b>	<b>21.375</b>	<b>22.869</b>	<b>26.864</b>	<b>25.589</b>

Nợ vay ngắn hạn	-	-	789	697	1.519	2.375	2.482
Phải trả ngắn hạn	3.288	2.797	2.695	5.196	6.161	8.149	8.401
Nợ ngắn hạn khác	3.240	2.482	4.346	6.710	6.543	7.102	4.617
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>6.528</b>	<b>5.279</b>	<b>7.829</b>	<b>12.603</b>	<b>14.223</b>	<b>17.626</b>	<b>15.500</b>
Nợ vay dài hạn	-	-	525	498	21	39	36
Nợ dài hạn khác	48	5	2	3	33	207	167
Vốn cổ phần	793	793	793	788	1.036	1.036	1.036
LNST chưa phân phối	312	390	321	388	698	1.100	1.553
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.421</b>	<b>8.346</b>	<b>8.199</b>	<b>8.272</b>	<b>8.591</b>	<b>8.991</b>	<b>9.885</b>
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	54	54	1	1	1	1	1
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>14.997</b>	<b>13.630</b>	<b>16.556</b>	<b>21.375</b>	<b>22.869</b>	<b>26.864</b>	<b>25.589</b>

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ đồng)	06-20	06-21	06-22	06-23	06-24	06-25	06-26
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>852</b>	<b>203</b>	<b>(79)</b>	<b>92</b>	<b>387</b>	<b>505</b>	<b>567</b>
Khấu hao và hao mòn	110	105	105	105	44	123	82
Thuế TNDN đã trả	(141)	(174)	(40)	(35)	(80)	(101)	(113)
Các điều chỉnh khác	(63)	362	224	155	240	(733)	(700)
Thay đổi vốn lưu động	(1.459)	(309)	(1.335)	287	(566)	40	(403)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>(702)</b>	<b>186</b>	<b>(1.126)</b>	<b>603</b>	<b>24</b>	<b>(166)</b>	<b>(567)</b>
Đầu tư TSCĐ	(12)	(8)	(150)	(128)	(551)	(6)	(21)
Thanh lý TSCĐ	19	1	2	0	24	0	0
Khác	285	235	261	329	314	(261)	(240)
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	103	421	38	281	453	751	75
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>395</b>	<b>648</b>	<b>151</b>	<b>482</b>	<b>240</b>	<b>484</b>	<b>(186)</b>
Phát hành cổ phiếu	0	(178)	178	6	7	0	0
Mua lại cổ phiếu	(4)	0	(178)	0	0	0	0
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	0	0	1.311	(121)	57	619	623
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
Trả cổ tức	(229)	(229)	(74)	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(233)</b>	<b>(407)</b>	<b>1.237</b>	<b>(117)</b>	<b>63</b>	<b>618</b>	<b>621</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	750	226	652	913	1.883	2.210	3.146
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(540)	426	261	969	328	935	(132)
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>226</b>	<b>652</b>	<b>913</b>	<b>1.883</b>	<b>2.210</b>	<b>3.146</b>	<b>3.014</b>

**Các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu về định giá</b>	<b>06-20</b>	<b>06-21</b>	<b>06-22</b>	<b>06-23</b>	<b>06-24</b>	<b>06-25</b>	<b>06-26</b>
EPS (đồng)	8.566	1.932	(883)	857	2.987	3.883	4.365
P/E	8,58	38,05	(83,25)	85,75	24,61	18,93	16,84
PEG 1 năm	(22,26)	(49,13)	57,13	N/A	9,90	63,12	135,76
EV/EBIT	0,39	(1,71)	(1,43)	(8,79)	35,91	13,67	10,64
EV/EBITDA	0,33	3,62	(1,87)	(36,91)	26,98	10,27	9,19
P/S	2,33	3,94	4,17	3,21	3,33	2,92	2,79
P/B	5,88	5,73	4,66	6,25	8,16	7,71	7,01
Tỷ suất cổ tức	4,69%	5,33%	1,93%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,35	1,55	(1,13)	-	-	-	-

**Chỉ tiêu về tăng trưởng**

Doanh thu (svck)	-18,34%	-42,74%	-24,69%	75,79%	30,81%	12,86%	4,51%
Lợi nhuận gộp (svck)	-28,58%	-34,57%	-55,07%	19,48%	97,18%	37,50%	16,31%
Lợi nhuận ròng (svck)	-38,55%	-77,45%	-145,70%	N/A	358,14%	29,99%	12,40%
EPS (svck)	-38,55%	-77,45%	-145,70%	N/A	248,49%	29,99%	12,40%

**Chỉ tiêu về khả năng sinh lời**

Biên lợi nhuận gộp	4,85%	5,54%	3,30%	2,25%	3,39%	4,12%	4,59%
Biên EBITDA	3,41%	0,28%	-3,76%	-0,20%	0,83%	1,99%	2,33%
Biên LN thuần từ HĐKD	3,90%	1,45%	-1,43%	0,15%	1,46%	1,77%	1,93%
Biên lợi nhuận ròng	3,20%	1,26%	-0,76%	0,42%	1,47%	1,69%	1,82%
ROAA	4,44%	1,07%	-0,46%	0,36%	1,40%	1,62%	1,72%
ROAE	8,26%	1,83%	-0,85%	0,82%	3,67%	4,58%	4,79%

**Chỉ tiêu về sử dụng đòn bẩy**

EBIT/Lãi vay	N/A	(75,26)	(14,90)	(1,38)	1,44	3,27	3,97
EBITDA/(Lãi vay+CAPEX)	60,21	3,68	(1,91)	(0,14)	0,27	4,14	3,94
Nợ vay/Vốn	-	-	0,14	0,13	0,15	0,21	0,20
Nợ vay/VCSH	-	-	0,16	0,14	0,18	0,27	0,25
Nợ vay ròng/VCSH	(0,44)	(0,44)	(0,29)	(0,35)	(0,30)	(0,26)	(0,19)

**Chỉ tiêu về tính thanh khoản**

Vòng quay tài sản	1,39	0,85	0,61	0,85	0,95	0,96	0,95
Vòng quay khoản phải thu	2,79	1,59	1,15	1,58	1,77	1,73	1,68
Số ngày phải thu	66,39	117,28	164,46	119,24	105,41	107,38	109,98
Vòng quay khoản phải trả	11,15	7,99	6,67	8,15	7,41	6,64	6,00
Số ngày phải trả	32,74	45,69	54,76	44,76	49,25	54,98	60,84
Vòng quay hàng tồn kho	16,08	9,00	5,11	6,12	6,71	7,48	7,82
Số ngày hàng tồn kho	22,70	40,57	71,50	59,67	54,41	48,78	46,66
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,09	2,35	1,98	1,58	1,44	1,38	1,47
Chỉ số thanh toán nhanh	1,90	2,07	1,71	1,33	1,22	1,19	1,27

**KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

<b>HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT</b>	
<b>Khuyến nghị cổ phiếu</b>	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.
Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.	
<b>Khuyến nghị ngành</b>	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích**

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

**Steven Woo – Trưởng phòng**

Email: [le.canthu@vndirect.com.vn](mailto:le.canthu@vndirect.com.vn)

**Phan Thanh Huyền – Chuyên viên Phân tích**

Email: [huyen.phanthanh@vndirect.com.vn](mailto:huyen.phanthanh@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>