



Báo cáo lần đầu CTD – MUA

Ngày 19/07/2024

Đỗ Tiến Đạt
(+84 28) 7300 7000 (x1048)
datdt@acbs.com.vn

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

Khuyến nghị

Giá mục tiêu (VND)

Giá hiện tại (VND)

Tỷ lệ tăng giá

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng

Tổng tỷ suất lợi nhuận

MUA

HSX: CTD

Xây dựng

97.000

69.900

38,5%

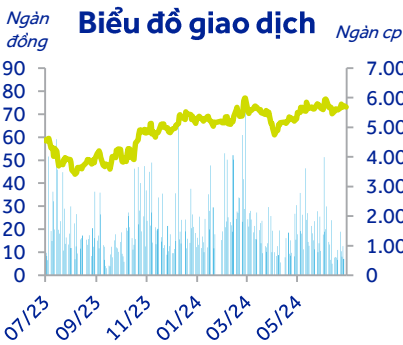
0%

38,5%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	6,3	-0,5	3,8	25,8
Tương đối	-8,1	0,8	2,7	12,7

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Kustocem Pte. Ltd	17,9%
Công ty TNHH MTV Kinh doanh và đầu tư Thành Công	14,4%
The8th Pte. Ltd.	10,6%
KIMC	6,02%

Thông kê

	19/07/2024
Mã Bloomberg	CTD
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	41.625 – 78.100
SL lưu hành (triệu cp)	100
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.305
Vốn hóa (triệu USD)	287
Room khối ngoại còn lại (%)	2,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	66,4
KLGD TB 3 tháng (nghìn cp)	1.300.486
VND/USD	25.452
Index: VNIndex / HNX	1.279,82/244,84

CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (CTD VN): VỮNG VÀNG VƯỢT THỬ THÁCH.

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD VN) – giữ vững vị thế công ty xây dựng hàng đầu Việt Nam. Sau nhiều thay đổi từ nhân sự và chiến lược, Coteccons vẫn giữ vị thế số 1 trong ngành xây dựng cạnh tranh cực kỳ khốc liệt ở Việt Nam. Giá trị hợp đồng thi công đã ký kết (backlogs) gần 25.000 tỷ đồng là một minh chứng. Bên cạnh đó, CTD là một trong số ít các công ty xây dựng ở Việt Nam có thể đáp ứng được các tiêu chuẩn xây dựng khắt khe của các chủ đầu tư lớn trong và ngoài nước đối với việc áp dụng công nghệ xanh, ví dụ như các tiêu chuẩn LEED, LOTUS và ESG.

Ngành xây dựng sẽ cùng ngành bất động (BĐS) dần hồi phục trở lại. Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh bất động sản sẽ chính thức có hiệu lực từ 01/08/2024, sớm hơn 5 tháng so với quy định trước đây. Điều này sẽ hỗ trợ giải quyết các “nút thắt” pháp lý hiện tại, cung cấp khung pháp lý rõ ràng và hiệu quả hơn, giúp cho thị trường bất động sản phát triển bền vững. Từ đó, nguồn cung dự án ở các thành phố lớn như thành phố Hồ Chí Minh và thủ đô Hà Nội được chúng tôi kỳ vọng sẽ phục hồi, đồng thời nhu cầu xây dựng sẽ bắt đầu tăng trở lại từ nửa cuối năm 2024.

Dòng vốn FDI là động lực tăng trưởng, giúp nhu cầu xây dựng nhà xưởng tăng cao. CTD đã nhanh chóng nắm bắt cơ hội gia tăng tỷ trọng công trình ở mảng công nghiệp theo làn sóng FDI. Tính đến hết tháng 3/2024, tỷ trọng xây dựng công nghiệp là 38%, tăng mạnh từ mức 14% trong năm 2022. Điều này sẽ hỗ trợ công ty cải thiện biên lợi nhuận & gia tăng vòng quay tài sản.

Cấu trúc tài sản vững mạnh giúp CTD tăng cơ hội trúng thầu do đáp ứng tiêu chí về năng lực tài chính. CTD là một trong số ít doanh nghiệp xây dựng duy trì tỷ lệ tiền mặt cao trong cơ cấu tài sản, với hơn 2.800 tỷ đồng (+ 67% svck), chiếm hơn 13% tổng tài sản tại thời điểm cuối 2023. Đáng chú ý, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu chỉ 13%, thấp hơn rất nhiều so với trung bình ngành là 132%.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho CTD với định giá hợp lý là 97.000 VND/cp bằng phương pháp DCF. Mức giá này cao hơn 38,5% so với giá hiện tại, tương ứng với P/E 2024 là 36,4x, và P/B là 1,1x.

	2022	2023	2024FY ^(*)	2025FY	2026FY
DT thuần (tỷ đồng)	14.539	16.530	19.495	21.337	25.977
Tăng trưởng	60,0%	14,0%	21,2%	9,4%	21,7%
EBITDA (tỷ đồng)	-142	126	261	331	383
Tăng trưởng	-4,0%	N/A	84,1%	26,6%	15,7%
LNST CT mẹ (tỷ đồng)	21	188	277	283	326
Tăng trưởng	-14,0%	804,0%	308,1%	2,1%	15,1%
EPS (hiệu chỉnh VND)	263	1.814	2.664	2.721	3.133
Tăng trưởng	-13,0%	590,0%	191,2%	2,1%	15,1%
ROE (%)	0,3%	2,3%	3,3%	3,2%	3,5%
ROA (%)	-1,3%	0,1%	1,3%	1,2%	1,3%
Nợ ròng/EBITDA (x)	12,7	-31,9	-10,5	-12,1	-8,7
EV/EBITDA (x)	-37,0	40,7	20,9	16,5	14,3
P/E (lần)	252,3	36,8	36,4	35,7	31,0
P/B (lần)	0,3	0,6	1,1	1,1	1,1
Cổ tức (VND)	0	0	0	N/a	N/a
Suất sinh lợi cổ tức	0%	0%	0%		

Chú thích: FY^(*): năm tài chính

I. Tổng quan doanh nghiệp

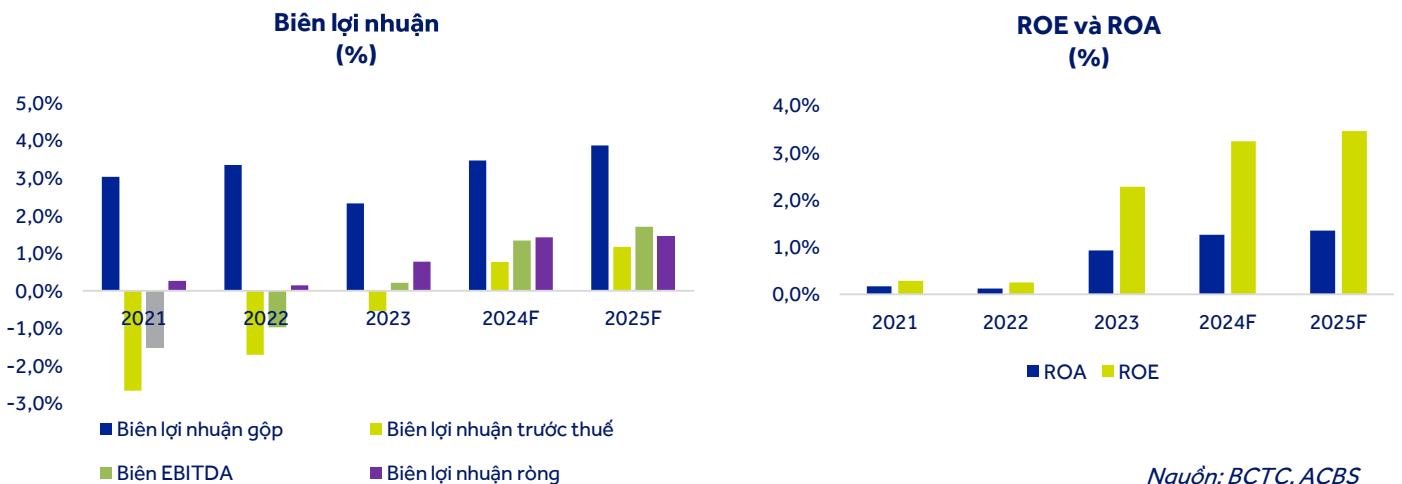
1. Giới thiệu công ty

CTCP Xây dựng Cotecons (CTD) được thành lập vào năm 2004 thông qua việc chuyển đổi từ mô hình hoạt động thành công ty cổ phần, trước đó là Bộ phận Khối Xây lắp thuộc Công ty Kỹ thuật xây dựng và Vật liệu xây dựng - Tổng Công ty Vật liệu xây dựng số 1 - Bộ Xây dựng. Năm 2010, CTD được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE).

Cotecons là một trong những công ty xây dựng hàng đầu tại Việt Nam, với đội ngũ hơn 2.000 kỹ sư và hàng trăm dự án trải dài trên 3 miền Bắc, Trung và Nam. Tổng số lượng dự án đã và đang thi công hiện nay đã lên đến khoảng 700 dự án/gói thầu, không chỉ tại lãnh thổ Việt Nam mà còn mở rộng sang các nước láng giềng như Lào, Campuchia và Myanmar.

Một số dự án nổi bật mà CTD đã tham gia bao gồm Masteri Thảo Điền, Vinhomes Central Park, Landmark 81, Lego, VinFast, Ecopark và Diamond Crown Hải Phòng. Đặc biệt, CTD đã trở thành nhà thầu Việt Nam đầu tiên áp dụng mô hình quản trị theo các tiêu chí ESG vào năm 2021, và có đủ năng lực thi công theo các tiêu chuẩn quốc tế khắt khe như chứng chỉ LEED và Lotus, thu hút sự quan tâm của các công trình có vốn đầu tư nước ngoài cũng như các chủ đầu tư hàng đầu tại thị trường trong nước.

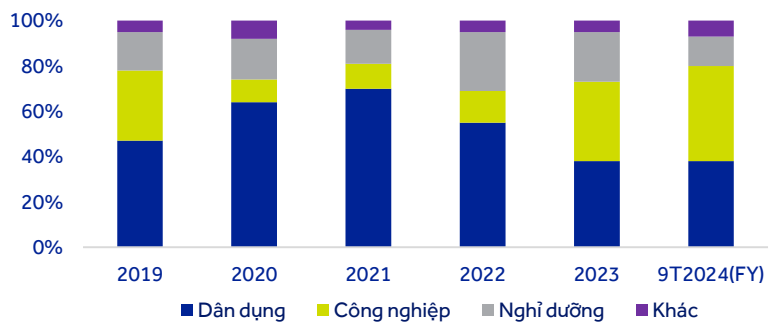
Thông qua các chiến lược kinh doanh đúng đắn sau giai đoạn tái cấu trúc, chúng tôi đánh giá rằng hiệu suất kinh doanh của CTD đang được cải thiện đáng kể. Chỉ số sinh lời được ghi nhận ở mức cao kể từ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp và ròng của CTD chỉ đạt 2,3% và 0,8% trong năm 2022 đã có sự tăng trở lại mức gần 3,5% và 1,4% vào năm 2023 và xu hướng ngày càng phục hồi. Các nguyên nhân chính là: (1) hệ thống quản lý chặt chẽ và hiệu quả, tiết kiệm chi phí, (2) tính hiệu quả của mô hình D&B (tổng thầu thiết kế và thi công), (3) khả năng lựa chọn dự án và khách hàng, (4) hệ sinh thái xây dựng ngày càng hoàn thiện (4) sự phục hồi của thị trường BĐS và (5) gia tăng tỷ trọng xây dựng công nghiệp. Hệ số ROA và ROE đã bắt đầu cho thấy sự phục hồi từ năm 2023, lần lượt là 0,3% và 2,2% nhờ lợi nhuận gia tăng trở lại; so với mức trung bình giai đoạn 2021-2022 lần lượt là 0,2 % và 0,3%.)



II. Triển vọng kinh doanh

Nhờ vào chiến lược "Repeat sales" – bán hàng lặp lại, duy trì tệp khách hàng thân thiết và đáp ứng các yêu cầu kỹ thuật phức tạp và các tiêu chuẩn cao về môi trường, uy tín của CTD trong mảng xây dựng ngày càng được củng cố, giúp CTD có thêm các tệp khách hàng từ FDI. Tỷ trọng của mảng FDI tăng mạnh từ năm 2023 và hiện đang chiếm 38% backlog của CTD. Danh mục khách hàng của Coteccons đa dạng và bao gồm các dự án tiêu biểu như Lego, VinFast, Ecopark và Diamond Crown Hải Phòng... Điều này giúp Coteccons không chỉ đạt được kết quả tích cực mà còn giảm thiểu rủi ro phụ thuộc vào một nhóm khách hàng cụ thể.

Tỷ trọng các mảng xây dựng (%)

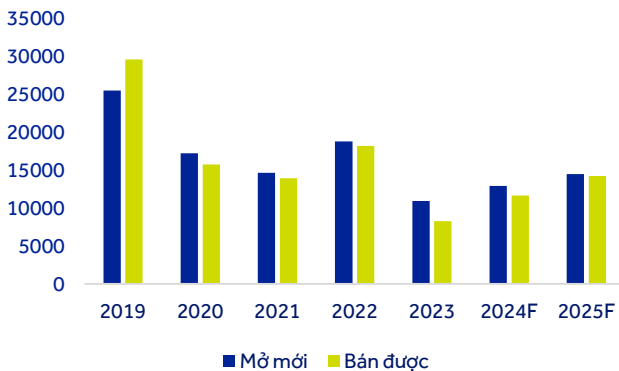


Nguồn: BCTC, ACBS

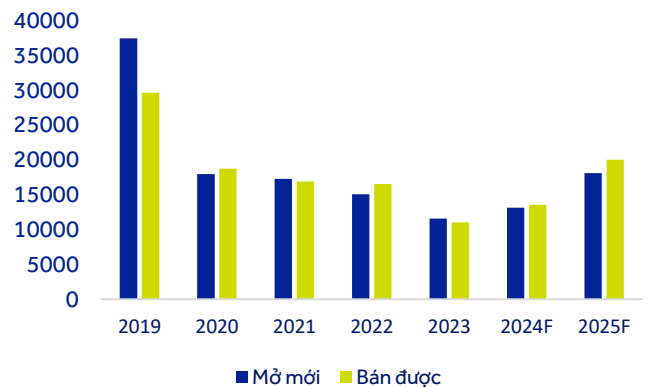
1. Xây dựng dân dụng: kỳ vọng phục hồi cùng thị trường bất động sản.

Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh bất động sản chính thức có hiệu lực từ 1/8/2024, sớm hơn 5 tháng so với quy định trước đây. Điều này được kỳ vọng sẽ giải quyết các "nút thắt" pháp lý hiện tại và cung cấp khung pháp lý rõ ràng và hiệu quả hơn, giúp cho thị trường bất động sản phát triển bền vững. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng rằng nguồn cung các dự án ở các thành phố lớn như Thành phố Hồ Chí Minh và thủ đô Hà Nội, đồng thời nhu cầu xây dựng sẽ bắt đầu tăng trở lại sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2024.

Thị trường căn hộ tại thành phố Hồ Chí Minh (căn hộ)



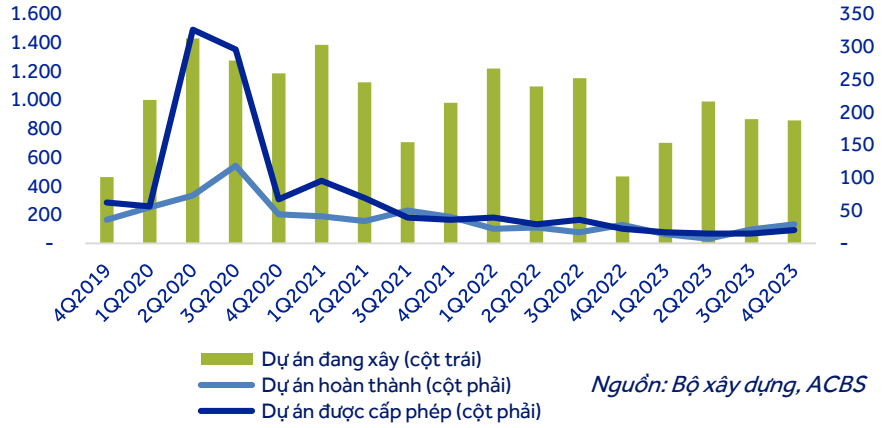
Thị trường căn hộ tại Hà Nội (căn hộ)



Nguồn: CBRE, ACBS

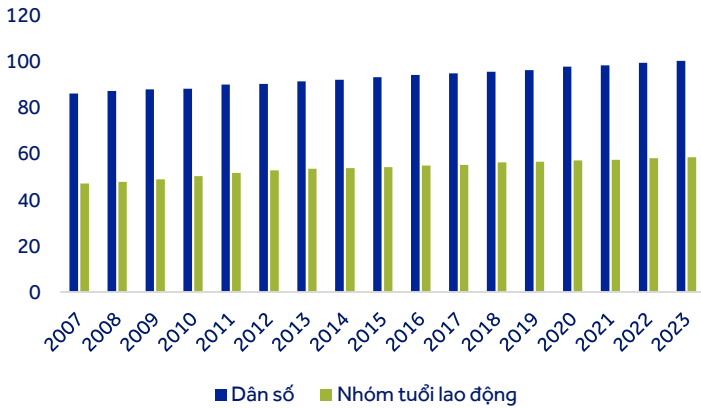
Chúng tôi nhận thấy rằng những khó khăn của thị trường bất động sản đã qua đi khi số lượng dự án đăng ký vào cấp mới đang có những dấu hiệu phục hồi từ đây.

Số dự án được cấp phép được kỳ vọng đã tạo đáy từ 1Q2023 (căn hộ)

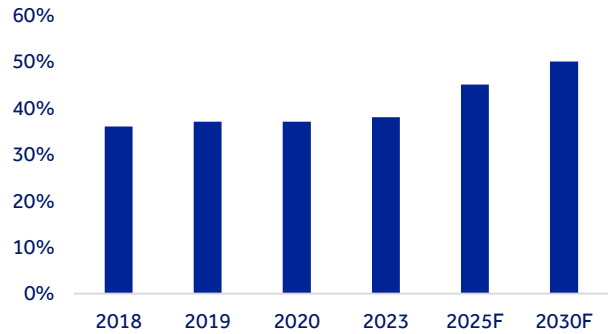


Nhu cầu ở thật và tốc độ đô thị hóa cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu xây dựng được triển khai mạnh mẽ. Hiện tại, dân số của Việt Nam đã vượt qua con số 100 triệu người, và tốc độ gia tăng dân số ước tính vẫn duy trì ở mức khoảng 1% mỗi năm. Đồng thời, tốc độ đô thị hóa tại Việt Nam tiếp tục diễn ra mạnh mẽ, với tỷ lệ dân số thành thị vào năm 2023 đạt khoảng 38,1%. Con số này dự kiến sẽ tiếp tục tăng cao, đặc biệt khi Bộ Xây dựng đã đề ra mục tiêu tỷ lệ đô thị hóa đạt 45% vào năm 2025 và hơn 50% vào năm 2030.

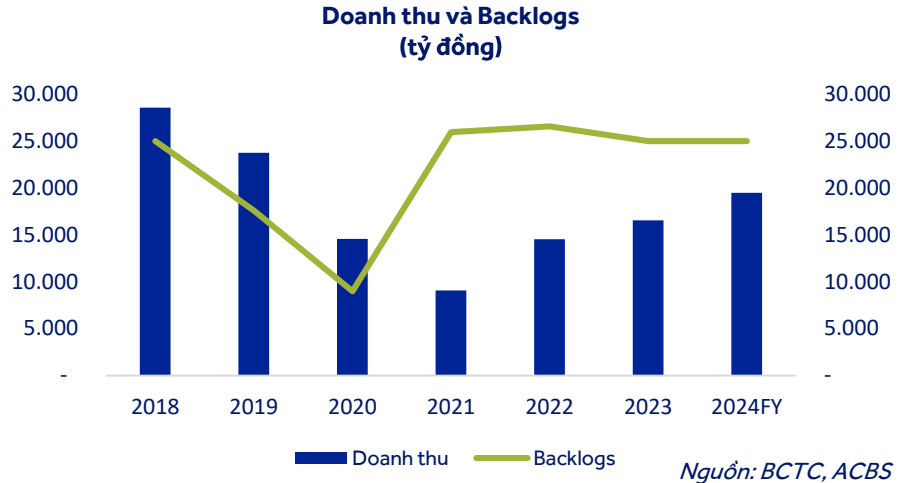
Dân số Việt Nam (triệu người)



Tỷ lệ đô thị hóa (%)



Trong bối cảnh toàn thị trường bất động sản và xây dựng đang được kỳ vọng phục hồi, CTD đã khẳng định vị thế của mình bằng việc liên tiếp giành được các hợp đồng lớn. Tính từ đầu năm 2023 đến nay, chúng tôi ước tính rằng CTD đã giành được hàng loạt gói thầu có giá trị lớn, tổng giá trị backlog ký mới trên 25.000 tỷ đồng. Điều này sẽ giúp Coteccons đảm bảo khối lượng công việc thi công và duy trì kết quả kinh doanh tích cực trong giai đoạn 2024F-2025F.



2. Xây dựng công nghiệp: tăng trưởng mạnh mẽ.

Số liệu tăng trưởng FDI đăng ký & giải ngân trong năm 2023 & 6T2024 đang cho thấy Việt Nam đang đạt được những kết quả tích cực trong việc thu hút vốn đầu tư FDI. Điều này được cho là nhờ:

+ Vị trí thuận tiện của Việt Nam đang hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển “Trung Quốc +1” của các tập đoàn đa quốc gia. Chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong vài năm tới, và các tập đoàn quốc tế sẽ tiếp tục đa dạng hóa cơ sở sản xuất để giảm rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng đã xảy ra trong đại dịch COVID-19. Căng thẳng giữa Trung Quốc và Đài Loan cũng là động lực thúc đẩy nhiều nhà sản xuất Đài Loan di dời hoặc mở rộng cơ sở sản xuất sang Việt Nam.

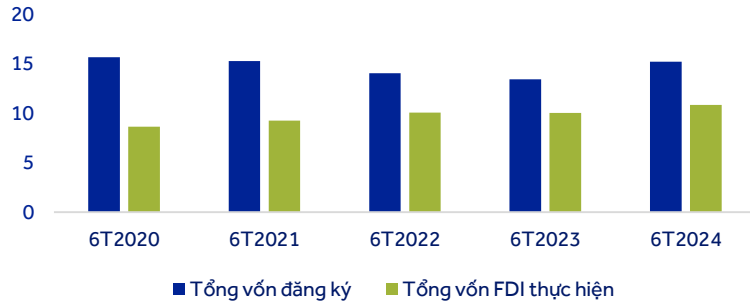
+ Việt Nam đã trở thành thành viên của nhiều hiệp định thương mại quốc tế, bao gồm CPTPP và EVFTA, và đã xây dựng quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với các cường quốc kinh tế. Hiện tại, Việt Nam đã ký kết 16 hiệp định thương mại tự do (FTA) và đang tiến hành đàm phán với 3 FTA khác (Việt Nam – EFTA, ASEAN - Canada và Việt Nam – UAE). Đáng chú ý, trong khu vực ASEAN, chỉ có Việt Nam và Singapore đã ký kết CPTPP và FTA với EU. Việt Nam đã nâng tầm quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ và Nhật Bản trong năm 2023, và với Úc vào tháng 3/2024.

+ Chi phí nhân công của Việt Nam cạnh tranh so với các nước trong khu vực Đông Nam Á. Tiền lương của công nhân sản xuất hàng tháng tại Việt Nam vào năm 2023 được ước tính là 273 USD/tháng, thấp hơn so với Ấn Độ, Indonesia và Thái Lan, và tương đương chưa đến 1/2 của Trung Quốc và 2/3 của Malaysia.

+ Giá thuê đất khu công nghiệp chỉ khoảng 150 USD/ tháng, bằng trung bình giá cho thuê tại các nước trong khu vực. Bên cạnh đó, Singapore có chi phí thuê kho cao nhất trong khu vực với mức trung bình là 16,5 USD/m²/tháng. Việt Nam có giá thuê kho tương đương Malaysia, Thái Lan và Philippines, khoảng 5 USD/m²/tháng, thấp hơn Ấn Độ và Indonesia (6 USD/m²/tháng) nhưng cao hơn Myanmar (3,4 USD/m²/tháng) và Campuchia (2,5 USD/m²/tháng).

Với những luận điểm trên, chúng tôi kỳ vọng rằng ngành công nghiệp sẽ hưởng lợi lớn khi lượng FDI liên tục gia tăng. Trong nửa đầu năm 2024, FDI đăng ký đạt 15,2 tỷ USD (+13,1% so với cùng kỳ năm trước) và FDI giải ngân đạt 10,8 tỷ USD (+8,2% so với cùng kỳ năm trước). Từ đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xây dựng nhà xưởng và nhà máy sẽ tiếp tục tăng cao.

Tổng vốn FDI đăng ký và thực hiện (tỷ đô)



Nguồn: GSO

Tổng hợp các dự án nổi bật CTD thực hiện từ 2023 đến nay

	Dân dụng	Công nghiệp	Resort	Dự án khác
1H2023	KĐT Văn Lang Sky Lake - GĐ1	Nhà máy giày Apache GĐ 02 Nhà máy Behn Meyer Việt Nam Nhà máy Foxconn Bắc Giang.	Meyhomes Capital Phú Quốc KN Paraside - phân kỳ 8,9,10 Dự án Nam Ô.	Bệnh viện Hạnh Phúc.
2H2023	The Emerald Tiến bộ Plaza TTTT Go Bạc Liêu	KCN Hồ Nai giai đoạn 02 Nhà máy Heneiken Đà Nẵng BW Industry Yên Phong CN14.1	KN Paraside - Phân kỳ 16,17.	
1H2024	KĐT LA Home TTC Plaza Đà Nẵng Midori Park The Ten Golden Crown Hai Phong Aeton Park - Guamualand KĐT Văn Lang Sky Lake - GĐ2 Imperia Smart City - Sola Park	Nhà máy Stronkin Xưởng nhà máy Vinfast Nhà máy thép Việt Ý Nhà máy Suntory Pepsico Nhà máy Pandora.	Dự án Mandarin Oriental.	Trường học Nguyễn Thị Một Đường Lương Hòa Bình Chánh.

Nguồn: CTD, ACBS

3. Xây dựng hạ tầng và bất động sản: cơ hội mới.

Trong năm 2022, Coteccons đã đạt được những bước tiến đáng kể trong chiến lược đa dạng hóa. Điển hình là mô hình Finance & Build trong hợp tác phát triển dự án **The Emerald 68** với Tập đoàn Lê Phong. Mô hình kinh doanh này không chỉ giúp CTD đa dạng hóa nguồn thu nhập mà còn mang lại biên lợi nhuận gộp khoảng 15%, cao hơn đáng kể so với mảng xây dựng dân dụng truyền thống của CTD (2%-5%).

Gần đây, liên danh CTCP BEHS và Công ty TNHH Covestcons (công ty con CTD) đã trở thành nhà đầu tư duy nhất nộp hồ sơ đăng ký dự án khu dân cư Thanh Phú, Long An với tổng vốn đầu tư lên đến 12.600 tỷ đồng. Về tiến độ, nhà đầu tư dự kiến hoàn thiện các thủ tục pháp lý, tiến hành đền bù, giải phóng mặt bằng và hỗ trợ tái định cư trong giai đoạn 2024 – 2025.

Bên cạnh đó, CTD đang từng bước đặt mục tiêu tham gia vào các dự án xây dựng hạ tầng, nhằm hoàn thiện chuỗi giá trị và trở thành trụ cột kinh doanh chính trong tương lai. Năm 2023, CTD đã tham gia liên doanh Hoa Lư để đấu thầu cho các hạng mục thành phần trong dự án Sân bay quốc tế Long Thành. Liên doanh Hoa Lư – một tập hợp của Coteccons và các nhà thầu lừng danh: Hòa Bình, Delta, An Phong,

Dự án The Emerald 68



Vị trí: Thuận An, Bình Dương.

Tổng vốn đầu tư: 2.000 tỷ đồng.

Diện tích: 0,8 ha; mật độ xây dựng: 60%.

Sản phẩm: 770 căn hộ chung cư, 15 căn nhà phố thương mại.

Chủ đầu tư: Lê Phong và Coteccons.

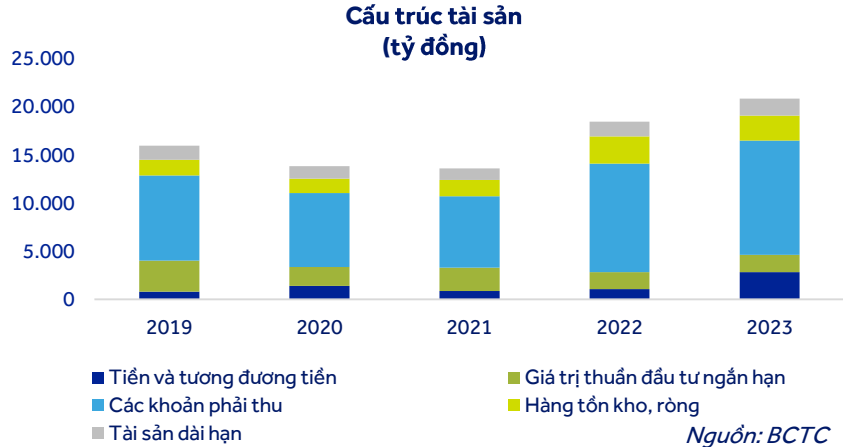
Central Cons... không chỉ là một liên danh được lập ra để tham gia đấu thầu dự án sân bay Long Thành, mà còn là biểu hiện cho những cố gắng của Coteccons trong việc gây dựng mối quan hệ tương hỗ giữa các nhà thầu, vốn từng xem nhau là đối thủ.

III. Tài chính và kinh doanh

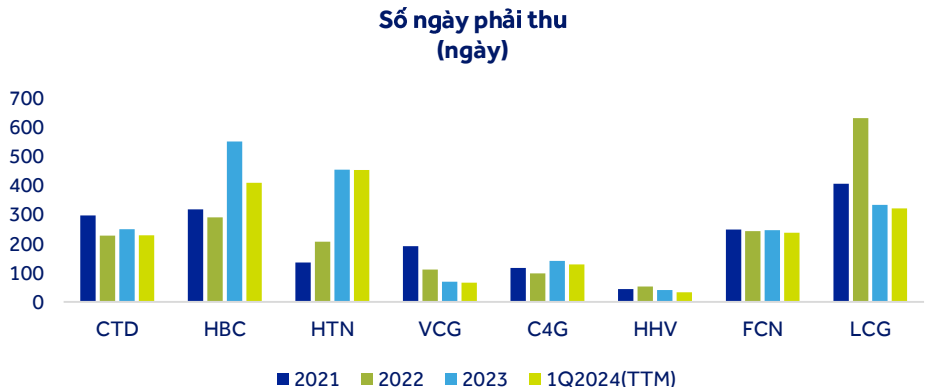
1. Cấu trúc tài chính vững mạnh

CTD là một trong số ít doanh nghiệp xây dựng luôn duy trì được tỷ lệ tiền mặt cao trong cơ cấu tài sản. Với nguồn tài chính lành mạnh và khả năng quản lý dòng tiền hiệu quả, Coteccons đã tích lũy được một lượng tiền mặt lớn, đảm bảo tính thanh khoản cao và tiến độ dự án. Tính đến cuối năm 2023, tiền mặt chiếm khoảng 13% tổng tài sản, tương đương hơn 2.800 tỷ đồng, tăng 67% so với cùng kỳ năm trước.

Do đặc thù ngành xây dựng, khoản phải thu khách hàng ngắn hạn của CTD chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tài sản, chiếm 55% tổng tài sản. Cuối năm 2023, khoản phải thu này ghi nhận mức hơn 11.800 tỷ đồng, tăng 5,4% svck, chủ yếu đến từ CTCP Đầu Tư Khu Công Nghiệp Vinhomes và Công ty TNHH Phát triển Nam Hội An. Chúng tôi kỳ vọng rằng, với sự ấm dần lên của thị trường bất động sản, chất lượng các khoản phải thu của CTD sẽ ngày càng được cải thiện.



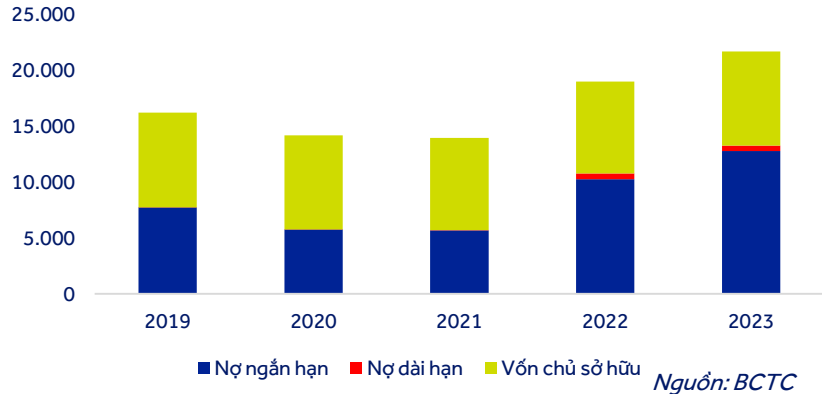
Khả năng thanh toán của nhà đầu tư dự án đóng vai trò quan trọng, ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền của các nhà thầu xây dựng. Trong bối cảnh thị trường bất động sản đang trầm lắng, việc huy động vốn từ các nguồn như ngân hàng và trái phiếu doanh nghiệp trở nên khó khăn hơn, khiến dòng vốn của các doanh nghiệp bất động sản bị thu hẹp. Điều này dẫn đến việc trì hoãn thanh toán cho nhà thầu. **Trong khi các nhà thầu dân dụng khác chứng kiến số ngày phải thu tăng mạnh, CTD liên tục cải thiện số ngày phải thu nhờ vào công tác quản trị hiệu quả, chiến lược bán hàng lặp lại và tập trung vào xây dựng công nghiệp.**



Nguồn: BCTC, ACBS

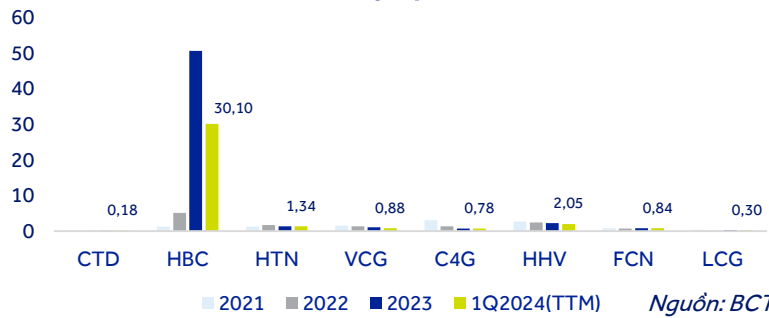
CTD có cấu trúc vốn lành mạnh với các khoản nợ phải chịu lãi suất chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ, giúp công ty ít chịu áp lực từ chi phí lãi vay trong bối cảnh lãi suất sẽ tăng trở lại. Cấu trúc vốn của CTD duy trì ở mức thận trọng, chủ yếu sử dụng nợ vay ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn lưu động (công ty không có nợ vay dài hạn cho đến năm 2022). Tính đến hết 1Q2024, tổng nợ vay của CTD chỉ khoảng 1.500 tỷ đồng, tương đương 7,1% tổng tài sản, chủ yếu đến từ các khoản vay ngắn hạn để phục vụ sản xuất kinh doanh với lãi suất không quá 9,5%/năm.

Cấu trúc nguồn vốn (tỷ đồng)



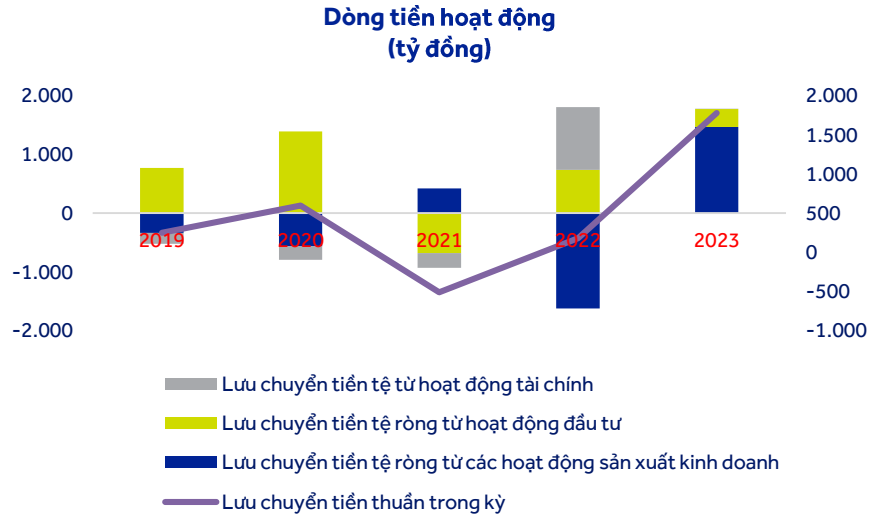
Tỷ lệ đòn bẩy duy trì ở mức thấp giúp Coteccons có lợi thế vượt trội so với các đối thủ trong ngành. Vào cuối năm 2023, CTD có tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu chỉ đạt 0,13 lần, thấp hơn đáng kể so với một số nhà thầu khác trong mảng xây dựng dân dụng và công nghiệp (HBC ở mức 50,2 lần) hoặc xây dựng công nghiệp và hạ tầng (VCG ở mức 1,1 lần).

Tỷ lệ nợ vay/Vốn chủ sở hữu (lần)



Dòng tiền của CTD đang có những dấu hiệu cải thiện rõ rệt. Năm 2022, dòng tiền thuần đã chuyển sang trạng thái dương, đạt 180 tỷ đồng, so với mức âm 596 tỷ đồng của năm 2021, nhờ vào quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp thành công và chiến lược kinh doanh phù hợp.

Tuy nhiên, do tính chất mùa vụ, dòng tiền kinh doanh của CTD ghi nhận âm trong quý 3/2024 (01/01/2024-31/03/2024), trong bối cảnh nợ vay tăng mạnh. Cụ thể, trong quý 3/2024, CTD ghi nhận dòng tiền hoạt động âm 677 tỷ đồng và nợ vay ngắn hạn tăng mạnh từ 582 tỷ đồng quý trước lên 1.478,8 tỷ đồng, chủ yếu do ghi nhận khoảng 430 tỷ đồng trái phiếu đến hạn. Ngoài ra, CTD cũng ghi nhận giá trị bất động sản đầu tư đạt hơn 329 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức hơn 50 tỷ đồng cùng kỳ năm trước, và khoản đặt cọc 224,5 tỷ đồng 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, Quận 1, TP.HCM.



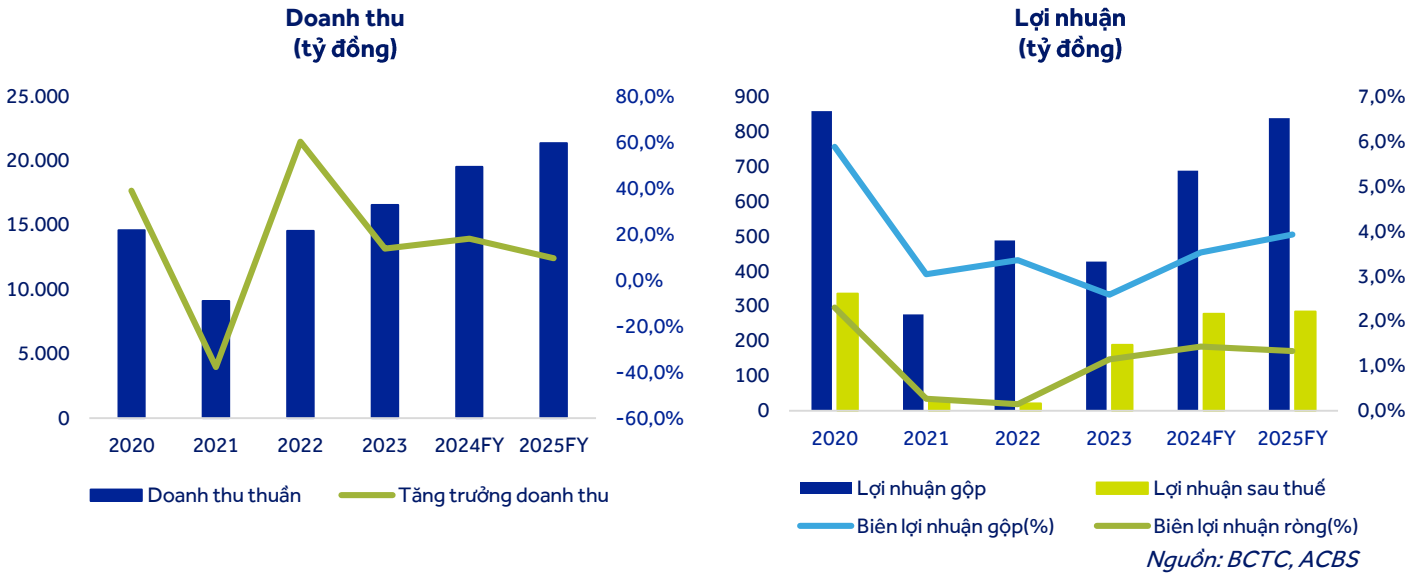
2. Kết quả kinh doanh

Trong 2023, CTD thực hiện việc thay đổi năm tài chính, từ đầu tháng 7 năm trước đến cuối tháng 6 năm sau. Do đó, năm tài chính 2023 của CTD chỉ có 06 tháng (từ 01/01/2023 đến 30/06/2023). Để phù hợp so sánh, chúng tôi sẽ dùng khoảng 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.

BCTC hợp nhất quý 3 theo năm tài chính (1/1/2024 - 31/3/2024), CTD ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực. CTD ghi nhận doanh thu gần 4.700 tỷ đồng (+49% svck). Đóng góp chính vào doanh thu là mảng xây dựng (99% tổng doanh thu) với 4.659 tỷ đồng (+49% svck), chủ yếu đến từ các dự án xây dựng nhà máy sản xuất đồ chơi LEGO, tổ hợp sản xuất xe điện VinFast ở Hải Phòng (giai đoạn 3) và Ecopark Sky Forest Residences. Sau khi khấu trừ giá vốn, CTD thu về gần 221 tỷ lãi gộp, cao gấp 4 lần con số cùng kỳ năm ngoái là 55,6 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp tăng 3,0% so với cùng kỳ từ 1,7% lên 4,7% trong quý 3, nhờ đóng góp lớn hơn của các dự án xây dựng công nghiệp (có biên lợi nhuận gộp cao hơn) trong tỷ trọng doanh thu.

Đáng chú ý, CTD ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng mạnh đạt 105 tỷ đồng (+375% svck). Trong đó, lợi nhuận HĐKD không cốt lõi được ghi nhận ở mức 58,4 tỷ đồng khi CTD mua lại 1 công ty hoạt động trong mảng cơ điện (M&E) và 1 công ty chuyên thiết kế, lắp đặt hệ thống nhôm kính. Chúng tôi đánh giá thương vụ trên sẽ giúp CTD dẫn hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng, từ đó sẽ ngày càng cải thiện được biên lợi nhuận.

Lũy kế 9 tháng đầu niên độ, doanh thu thuần của CTD đạt 14.450 tỷ đồng, (+16% svck) và lãi sau thuế đạt 241 tỷ đồng (+543% svck), hoàn thành 82% và 88% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cả năm. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, giá trị hợp đồng chưa ghi nhận doanh thu (backlog) tính đến thời điểm hiện tại đạt hơn 25.000 tỷ đồng, cao gấp 1,4 lần tổng doanh thu xây dựng trong năm 2022. Chúng tôi đánh giá rằng lượng backlog này sẽ tạo nền tảng tăng trưởng doanh thu vững chắc cho CTD trong những năm tới. Với lượng backlog dồi dào, chúng tôi ước tính trong năm tài chính 2024, CTD sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 19.495 tỷ đồng (+22.2% svck) và 277 tỷ đồng (+308% svck).



IV. Dự phóng và định giá

1. Backlog

Dựa trên thống kê của chúng tôi, trong giai đoạn 10 năm từ 2014 đến 2024, giá trị kí mới trung bình của CTD đạt khoảng 20.000 tỷ đồng mỗi năm. Chúng tôi kỳ vọng rằng CTD sẽ tiếp tục duy trì khả năng kí mới trung bình khoảng 21.000 tỷ đồng trong giai đoạn 3 năm tiếp theo (2025 – 2027) dựa trên:

- + Thị trường bất động sản hồi phục:** Các luật quan trọng đã giúp khơi thông vấn đề pháp lý của nhiều dự án đang tồn đọng, hỗ trợ thị trường bất động sản hồi phục, dẫn đến tăng cung cấp căn hộ và nhu cầu xây dựng được phục hồi.
- + Vốn FDI tiếp tục gia tăng vào Việt Nam:** Dòng vốn FDI công nghệ cao tiếp tục đổ vào Việt Nam với kỳ vọng tăng trưởng 5% YoY, tạo điều kiện cho việc gia tăng các gói thầu xây dựng công nghiệp.
- + Chiến lược repeat sales:** CTD đáp ứng được các tiêu chuẩn LEED, LOTUS và ESG, giúp họ có thêm nhiều gói thầu dân dụng và xây dựng công nghiệp.

2. Biên lợi nhuận gộp và vòng xoay khoản phải thu

Với tỷ trọng ngày càng gia tăng của hoạt động xây dựng công nghiệp (với biên lợi nhuận cao hơn so với xây dựng dân dụng), chúng tôi kỳ vọng rằng biên lợi nhuận gộp của CTD sẽ tiếp tục cải thiện từ mức 3,4% trong quý 3 năm 2024 lên mức 3,8% kể từ cuối năm tài chính 2024.

Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng CTD sẽ tiếp tục cải thiện chỉ số số ngày phải thu và hàng tồn kho trong tương lai. Với tỷ trọng ngày càng cao của xây dựng công nghiệp, các doanh nghiệp xây dựng khu công nghiệp chắc chắn cần đẩy nhanh tiến độ xây dựng và thanh toán để đưa nhà máy vào vận hành, từ đó sẽ giúp số ngày khoản phải thu ngày càng được thu hẹp. Tính đến cuối Q3/2024, CTD đã ghi nhận một cải thiện mạnh mẽ trong số ngày phải thu, từ mức khoảng 280 – 290 ngày trong năm 2021-2022 xuống còn 228 ngày tại Q3/2024. Dựa trên backlog mà chúng tôi thu thập được, con số dự kiến sẽ tiếp tục giảm dần đến 180 ngày vào năm 2027F.

3. Trích lập dự phòng

Trước đây, Cotecons không dành sự quan tâm đặc biệt đến việc trích lập dự phòng. Kể từ năm 2021 trở đi với chính sách minh bạch nhằm đảm bảo an toàn cho CTD và nhà đầu tư, tất cả các khoản tài chính có khả năng rủi ro đều được các bộ phận kiểm toán đánh giá để đưa vào trích lập dự phòng. Việc trích lập dự phòng đã ảnh hưởng đến lợi nhuận trong năm. Tuy nhiên, trong tương lai, khi thu hồi công nợ tốt, CTD có thể tăng lợi nhuận đột biến bởi sẽ được hoàn nhập khoản dự phòng. Dù vậy, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng. Trong khi tiếp tục quan sát và đánh giá tình hình phục hồi của thị trường bất động sản, tỉ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp (đã bao gồm trích lập dự phòng) so với tổng doanh thu chúng tôi vẫn dự phóng được duy trì ở mức 2,9% trong giai đoạn từ 2024 đến 2027.

Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị với định giá hợp lý là 97.000 VND/cổ phiếu bằng phương pháp DCF. Theo nguyên tắc thận trọng, trong mô hình định giá, chúng tôi chưa ước tính giá trị từ hoạt động kinh doanh bất động sản do đóng góp chưa nhiều so với tổng doanh thu, cũng như cần thời gian để đánh giá sự hồi phục của thị trường bất động sản cũng như hiệu quả kinh doanh của dự án.

	2024FY	2025FY	2026FY	2027FY
Doanh thu thuần	19.495	21.337	25.977	26.537
<i>Tăng trưởng</i>	<i>21,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>21,7%</i>	<i>2,0%</i>
Lợi nhuận gộp	686	836	1.017	1.039
<i>Biên LNG</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,9%</i>
EBIT	150	217	264	270
EBITDA	261	331	383	383
LNTT	347	354	408	373
<i>Tăng trưởng</i>	<i>42%</i>	<i>2%</i>	<i>15%</i>	<i>-9%</i>
LNST	277	283	326	298
<i>Tăng trưởng</i>	<i>308,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>15,1%</i>	<i>-8,6%</i>
Biên LNST cho CT mẹ	1,4%	1,3%	1,3%	1,1%

	2024F	2025F	2026F	2027F
LNST cho cổ đông công ty mẹ	276	282	325	297
Tăng: khấu hao	111	114	119	114
Giảm: Capex	-337	-50	-50	-50
(tăng) / giảm vốn lưu động	-353	930	-1094	704
Tăng: chi phí lãi vay*(1-tax)	71	68	58	110
Dòng tiền FCFF	-107	1.344	-642	1.174
Giá trị hiện tại của FCFF	-100	1.082	-446	703

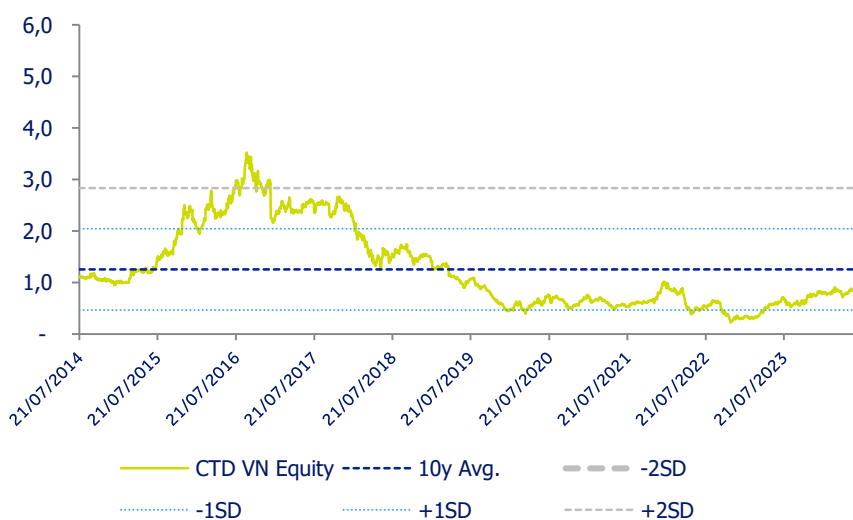
Lãi suất phi rủi ro	4,5%
Phần bù rủi ro VCSH	9,5%
Beta	1,31
Chi phí VCSH	16,91%
Tỷ trọng VCSH	90%
Tỷ trọng nợ	10%
Tốc độ tăng trưởng	2%
WACC	15,96%

Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	1.240
Giá trị của năm cuối mô hình	8.574
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	5.955
Giá trị doanh nghiệp	7.195
Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	4.063
Trừ: Vay nợ ròng	1.195
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	4
Giá trị vốn chủ sở hữu	10.059
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	103,63
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (VNĐ/cp)	97.060

Phụ lục: Phân tích độ nhạy

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VNĐ/cp)						
Tăng trưởng dài hạn						
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
WACC	97.060					
14,0%	104.130	107.020	110.170	113.580	117.310	
15,0%	98.030	100.490	103.140	106.000	109.100	
16,0%	92.750	94.860	97.060	99.550	102.170	
17,0%	88.150	89.970	91.920	94.010	96.240	
18,0%	84.090	85.690	87.380	89.190	91.110	

Diễn biến định giá PB của CTD trong 10 năm: 2014-2024



DỰ PHÓNG KQKD	Giá hiện tại: VND	69.900	Giá mục tiêu: VND	97.060	Vốn hóa: tỷ VND	7.300
(Đơn vị: tỷ đồng)		2022	2023	2024FY	2025FY	2026FY
Doanh thu thuần		14.537	16.528	19.495	21.337	25.977
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>		-38,0%	60,0%	9,4%	21,7%	21,5%
GVHB trừ khấu hao		(14.050)	-16.102	(18.809)	(20.501)	(24.960)
Lợi nhuận gộp		487	426	686	836	1.017
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>		3,3%	2,6%	3,5%	3,9%	3,9%
Chi phí bán hàng và QLDN		(735)	(398)	(565)	(619)	(753)
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>		-5,1%	-2,4%	-2,9%	-2,9%	-2,9%
Lợi nhuận từ các công ty LDLK		(24)	0	(14)	(15)	(19)
EBITDA		-141	90	261	330	382
<i>Tỷ suất EBITDA</i>		-1,0%	0,5%	1,3%	1,6%	1,5%
Lợi nhuận từ HĐKD		(54)	238	275	354	408
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>		-0,4%	1,4%	1,4%	1,7%	1,6%
Thu nhập tài chính		381	348	227	238	235
Chi phí tài chính		(163)	(130)	(89)	(86)	(73)
Thu nhập khác		88	10	72	-	-
Lợi nhuận trước thuế		35	244	347	354	408
Lợi nhuận sau thuế		21	188	277	283	326
Lợi ích cổ đông thiểu số		0	0	1	1	2
Lợi nhuận sau thuế của CĐ CT mẹ		21	188	276	282	325
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>		0,1%	1,1%	1,4%	1,3%	1,2%
Tiền & các khoản tương đương tiền		1.064	1.883	1.469	2.577	2.525
SL cổ phiếu lưu hành (triệu CP)		78,8	103,6	103,6	103,6	103,6
EPS (VND)		280	662	2.664	2.721	3.133
EPS hiệu chỉnh (VND)		49	662	2.664	2.721	3.133

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2022	2023	2024FY	2025FY	2026FY
Thay đổi vốn lưu động	-1.612	1.353	-353	930	-1.094
Capex	-143	-415	-337	-50	-50
Các khoản mục dòng tiền khác	-402	-121	836	499	282
Dòng tiền tự do	180	1.778	-414	1.108	-52
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
Thay đổi nợ ròng	1.473	-1.103	123	-1.273	697
Nợ ròng cuối năm	-1.766	-2.868	-2.746	-4.018	-3.322
Vốn CSH	8.214	8.272	8.797	9.081	9.407
Giá trị sổ sách/cp (VND)	104.197	104.930	84.888	87.622	90.771
Nợ ròng/VCSH	-21,5%	-34,7%	-31,2%	-44,2%	-35,3%
Nợ ròng/EBITDA (x)	12,7	-31,9	-10,5	-12,1	-8,7
Tổng tài sản	18.967	21.375	22.304	23.527	25.867

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2022	2023	2024FY	2025FY	2026FY
ROE	0,3%	2,3%	3,3%	3,2%	3,5%
ROA	0,1%	0,9%	1,3%	1,2%	1,3%
ROIC	-1,3%	0,1%	2,9%	2,9%	3,2%
WACC	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
EVA	-17,2%	-15,8%	-13,0%	-13,0%	-12,7%
P/E (x)	252,3	40,3	36,4	35,7	31,0
EV/EBITDA (x)	-37,0	40,7	20,9	16,5	14,3
EV/FCF (x)	30,4	3,1	-13,2	4,9	-104,8
P/B (x)	0,6	0,9	1,1	1,1	1,1
P/S (x)	0,4	0,5	5,0	4,5	3,7
EV/sales (x)	0,4	0,4	6,1	5,3	5,0
Suất sinh lợi cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Quyền Giám Đốc Phòng Phân Tích

Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)
trangdm@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 7300 7000 (x1043)
trucptt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Tài chính

Cao Việt Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1049)
hungcv@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 7300 7000 (x1042)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng
(+84 28) 7300 7000 (x1044)

hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu Xây dựng, Hóa chất

Trần Nhật Trung
(+84 28) 7300 7000 (x1045)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Ngành Điện, nước

Phạm Đức Toàn
(+84 28) 7300 7000 (x1051)

toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô & TT Tiền tệ

Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 7300 7000 (x1046)

minhtvh@acbs.com.vn

CVPT – Xây dựng

Đỗ Tiến Đạt
(+84 28) 7300 7000 (x1048)

datdt@acbs.com.vn

CVPT – Logistics

Nguyễn Thế Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1047)

hungnt@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu
(+84 28) 7300 7000 (x1052)

huvvp@acbs.com.vn

NVPT – Dữ liệu thị trường

Mai Duy Anh
(+84 28) 7300 7000 (x1110)

anhmd@acbs.com.vn

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huongctk@acbs.com.vn
groupis@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh
(+84 28) 7300 6879 (x1088)
huynhntn@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh
(+84 28) 7300 6879 (x1120)
thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức), cao hơn 20%, $E(R) \geq 20\%$

KHẢ QUAN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) thấp hơn 20%, và cao hơn 10%, $10\% \leq E(R) < 20\%$

TRUNG LẬP: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -10%, và thấp hơn 10%, $-10\% \leq E(R) < 10\%$

KÉM KHẢ QUAN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20%, và thấp hơn -10%, $-20\% \leq E(R) < -10\%$

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20%, và thấp hơn -10%, $E(R) < -20\%$

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2023). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích. Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.