

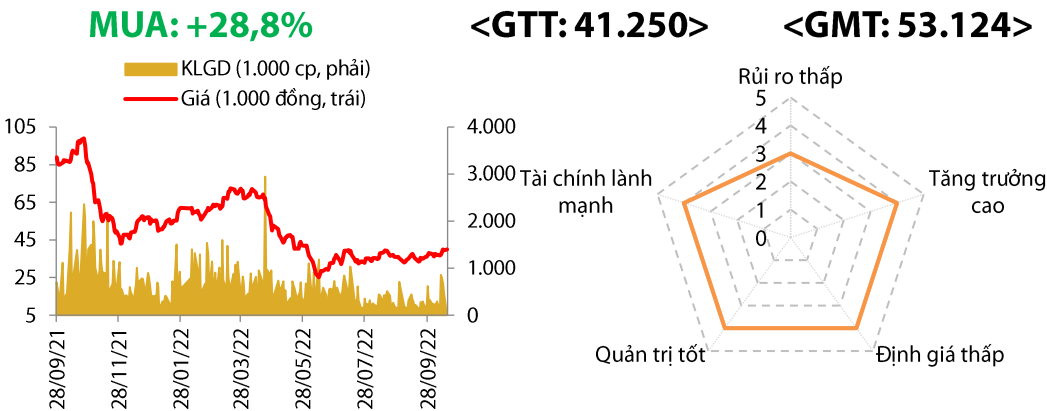
CTCP XÂY DỰNG COTECCONS(CTD: HSX)

Khởi đầu một chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận

Nguyễn Minh Hiếu – hieu1.nm@vdsc.com.vn

FLASHNOTE | Tư Vấn Cá Nhân
(29/03/2023)





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.083
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	74
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	291
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	11
SH NHĐTNN còn lại (%)	0,0%
BQ giá 52 tuần('000 VND)	25.200-99.000

TÀI CHÍNH

	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	14.537	16.854	17.552
LNST (tỷ đồng)	21	127	274
ROA (%)	0,1%	0,7%	1,6%
ROE (%)	0,3%	1,5%	3,3%
EPS (đồng)	263	1.604	3.462
GTSS (đồng)	104.191	105.794	106.841
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	500
P/E (x)	117,5	33,3	15,4
P/B (x)	0,3	0,50	0,50

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nền tảng doanh nghiệp quay trở lại mạnh mẽ, kỳ vọng khó khăn đã chạm đáy trong năm 2022

- Sau giai đoạn mâu thuẫn nội bộ kéo dài khiến nguồn lực doanh nghiệp gặp khủng hoảng gây khó khăn trong vận hành và định hướng phát triển, chúng tôi kỳ vọng việc ổn định nội bộ quản trị trong năm 2022 sẽ là bước tiến quan trọng để CTD quay lại vị thế dẫn đầu ngành xây dựng trong nước kể từ năm 2023 trở đi. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giai đoạn trích lập dự phòng lớn và giá vật tư tăng cao làm lợi nhuận suy giảm đã đạt đỉnh khó khăn trong năm 2022. Năm 2023, sẽ là sự phục hồi trong hiệu quả kinh doanh của CTD.

LNST tăng mạnh trong năm 2023 nhờ nền thấp cùng kỳ và tiếp tục tăng cao trong những năm tới nhờ kỳ vọng ngành BĐS dần phục hồi từ cuối năm 2024

- Trước bối cảnh ngành BĐS còn nhiều khó khăn, chúng tôi cho rằng khối lượng back-logs ký mới 2023 chỉ đạt 14.514 tỷ đồng, giảm 18% svck. Tuy nhiên, kết hợp với giá trị back-log chuyển tiếp từ năm 2022 sang là 17.000 tỷ đồng (không bao gồm giá trị hợp đồng Lego), doanh thu và LNST của CTD vẫn được đảm bảo tăng trưởng trong năm 2023. Cụ thể, doanh thu ước tính đạt 16.854 tỷ đồng (tăng 15,9% svck) và LNST đạt 127 tỷ đồng (tăng 512,9%). Tăng trưởng mạnh trong LNST 2023 còn đến từ việc giá trị trích lập dự phòng dự báo giảm 188 tỷ đồng so với năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng giá trị back-log ký mới sẽ dần tăng trở lại từ năm sau nhờ giả định ngành BĐS dần hồi phục từ cuối năm 2024. Theo đó, LNST của CTD dự báo đạt 274 tỷ đồng, tăng trưởng 116,2% trong năm 2024.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Hiện có ba rủi ro cần lưu ý đối với cổ phiếu CTD là (1) ngành BĐS khó khăn kéo dài làm giảm khối lượng việc làm trong tương lai (2) trích lập dự phòng tăng cao ảnh hưởng đến dòng tiền và (3) giá vật tư xây dựng tăng cao làm giảm biên lợi nhuận.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

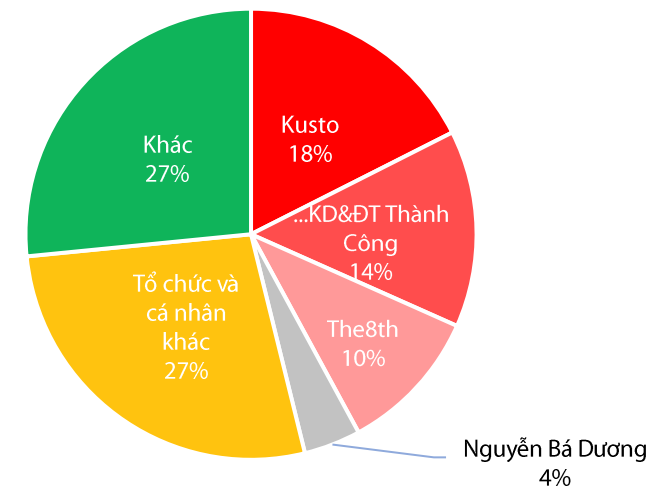
Sơ lược về công ty

- **Giai đoạn khởi đầu (2004-2017):** CTD tiền thân là một bộ phận khối xây lắp của Công ty Kỹ thuật xây dựng và Vật liệu xây dựng – Tổng Công ty Vật liệu xây dựng số 1 và sau đó được tách riêng thành một thực thể độc lập, đồng thời được cổ phần hóa năm 2004. Sau khi thành lập, KQKD của CTD ghi nhận đà tăng trưởng vượt trội khi LNST ghi nhận CAGR 44,2%/năm giai đoạn 2006-2010 (thời điểm niêm yết trên HOSE). Tiếp sau đó, CTD đã đi tới quyết định quan trọng khi ký kết hợp tác chiến lược và phát hành riêng lẻ 10,43 triệu cp (25 triệu USD) ~ 24,72% cổ phần cho Kusto năm 2012. Sau khi hợp tác, CTD tiếp tục ghi nhận đà tăng trưởng vượt trội với CAGR của LNST đạt 49,9%/năm trong giai đoạn 2012-2017.
- **Giai đoạn xung đột lợi ích (2018-2021):** Sau 6 năm đồng hành cùng cổ đông chiến lược Kusto, mối quan hệ hợp tác dần phát sinh những bất đồng từ cuối năm 2017 và đỉnh điểm là giai đoạn 2019-2020 khi nhóm cổ đông lớn Kusto liên tục gây áp lực lên ban điều hành. Hệ quả là cổ đông sáng lập và cũng là cựu chủ tịch HĐQT là ông Nguyễn Bá Dương cùng đội ngũ điều hành liên tiếp rời khỏi CTD từ nửa cuối năm 2020. Trong 4 năm xảy ra xung đột, LNST của CTD giảm 74,9% trong giai đoạn 2018-2021.
- **Giai đoạn kiện toàn nhân sự, tiến tới định hướng phát triển mới (2022 trở đi):** Trải qua thời gian xung đột lợi ích kéo dài, cơ cấu nhân sự ở thời điểm hiện tại cùng đội ngũ điều hành của CTD về cơ bản đã được ổn định. Ban điều hành định hướng theo đuổi chiến lược phát triển 5 năm (giai đoạn 2021-2025) với mục tiêu đa dạng hóa sản phẩm xây dựng, mở rộng lĩnh vực hoạt động, triển khai sản phẩm tài chính hỗ trợ khách hàng. Năm 2023 được coi là năm nền tảng xây dựng và tối ưu hóa đội ngũ nhân sự, tập trung xây dựng hệ thống quản trị rủi ro nhằm giảm thiểu tình trạng trích lập thu hồi công nợ.

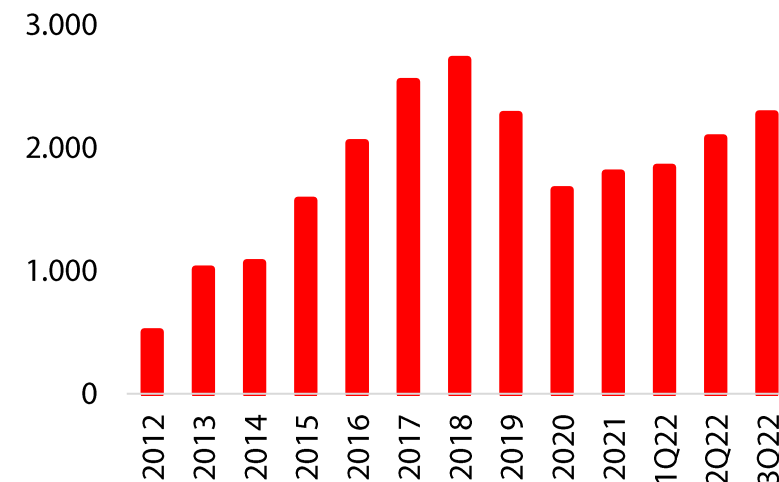
Cơ cấu cổ đông

- Sau khi cổ đông sáng lập rời khỏi công ty vào tháng 10/2020, CTD được điều hành và chi phối bởi “nhóm” cổ đông lớn liên quan đến Kusto. Nhóm nhân sự cũ ra đi khiến thời gian đầu CTD gặp khủng hoảng khi thiếu nhân sự có chuyên môn xây dựng ở vị trí chủ chốt tại HĐQT và CEO. Điều này dẫn tới những hoài nghi về năng lực điều hành thi công, khối lượng backlogs ký kết của CTD trong tương lai. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này đã được đẩy lùi bởi cơ cấu nhân sự đã được kiện toàn cùng với năng lực thi công dự án vẫn được đánh giá cao. Bên cạnh đó, khối lượng việc làm tăng mạnh trở lại năm 2022 sau 3 năm suy giảm trước đó.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của CTD



Hình 2: Số lượng nhân sự của CTD



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

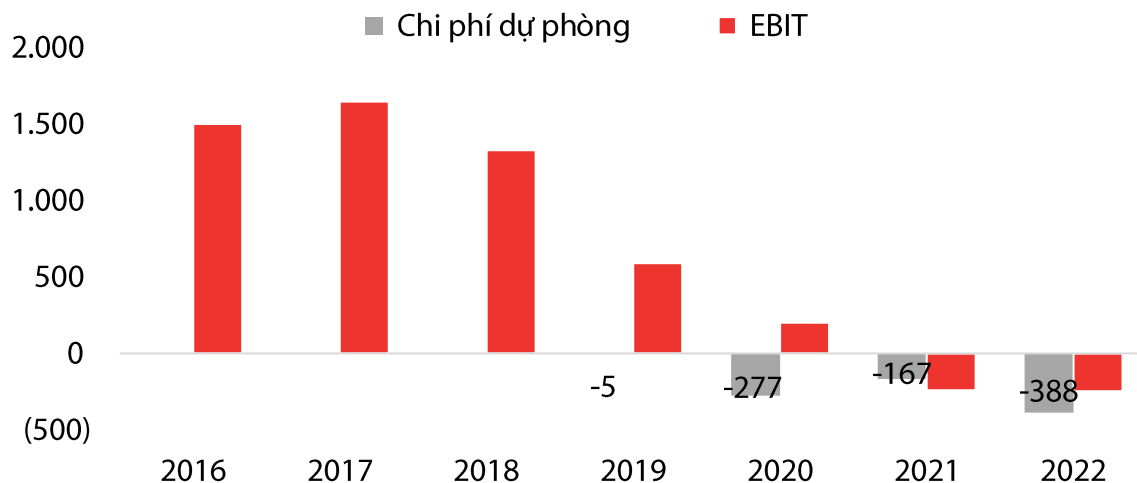
Hoạt động kinh doanh

- LNST của CTD liên tục ghi nhận kết quả kém khả quan sau khi đạt đỉnh từ năm 2017. Đặc biệt trong 2 năm 2021 & 2022, công ty đã trải qua giai đoạn khó khăn đồng thời của ngành và nội bộ doanh nghiệp khiến công ty ghi nhận lỗ thuần ở hoạt động kinh doanh (EBIT). Trong đó nguyên nhân trọng yếu đến từ tác động bất thường ở chi phí trích lập dự phòng bên cạnh biên lợi nhuận gộp giảm còn 3%-4%. Trong 3 năm liên tiếp từ 2020-2022, CTD phải trích lập chi phí dự phòng lớn cho công nợ quá hạn từ các dự án ở trước năm 2021.

Tình hình tài chính

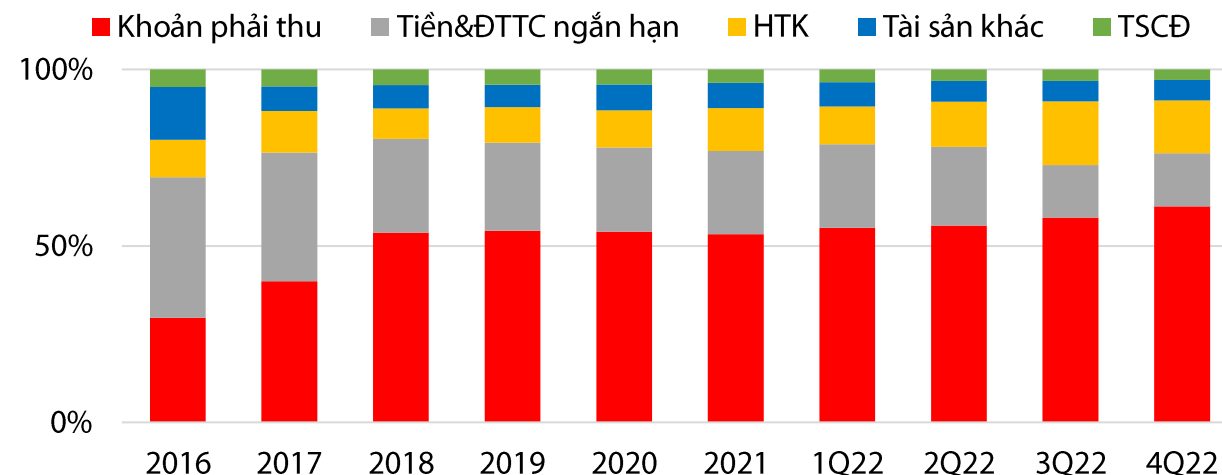
- Quy mô khoản phải thu đã tăng mạnh và chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản (53,8%) của CTD kể từ năm 2018. Tính đến cuối năm 2022, khoản phải thu tiếp tục tăng cao và đạt 11.231 tỷ đồng, chiếm 61,2% tổng tài sản. Trong đó phải thu khách hàng là 10.927 tỷ đồng, tăng mạnh so với 7.159 tỷ đồng cùng kỳ. Hàng tồn kho cũng tăng cao lên 2.838 tỷ đồng so với mức 1.692 tỷ đồng cùng kỳ. Việc gia tăng quy mô phải thu, tồn kho và sự suy giảm của LNST đã khiến lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của CTD ghi nhận kết quả âm 1.626 tỷ đồng trong năm 2022.
- Việc công nợ và HTK tăng cao khiến tiền & tương đương tiền của CTD có sự suy giảm trong thời gian gần đây, đạt 2.845 tỷ đồng, giảm một nửa so với năm 2017. Tuy nhiên, nếu so với ngành thì năng lực tài chính hiện tại của CTD vẫn rất tốt.

Hình 3: Chi phí dự phòng làm giảm lợi nhuận (tỷ đồng)



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cơ cấu tài sản của CTD (%)



Nguồn: Wichart, CTCK Rồng Việt

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Đánh giá tổng thể

Tổng quan

- CTD là một công ty thuần xây dựng với trên 99% doanh thu đến từ các hợp đồng xây dựng, trong đó chủ yếu là xây dựng dân dụng, do đó HĐKD của CTD có tính chu kỳ.
- Ở giai đoạn khởi đầu, CTD là nhà thầu xây dựng số 1, chuyên thi công xây dựng các dự án lớn trên cả nước. Đáng chú ý, CTD chủ yếu thi công xây dựng cho số ít chủ đầu tư lớn như Vingroup, SunGroup, Ecopark, Doji Land... và trở thành nhà thầu xây dựng nội địa hàng đầu với doanh số đỉnh điểm đạt 1,25 tỷ USD/năm.
- Cơ cấu sở hữu của CTD chủ yếu là nhà đầu tư tổ chức (72,5% năm 2021) và hiện đã kín room ngoại (49%). Hiện tại CTD chịu kiểm soát và điều hành từ nhóm cổ đông ngoại Kusto và không có nhóm cổ đông đối trọng.

Thế mạnh

- Thương hiệu Coteccons được thị trường đánh giá cao với lợi thế cạnh tranh tương đối rõ ràng nhờ (1) đội ngũ quản lý thi công chất lượng, trên 15 năm kinh nghiệm, từng thi công nhiều dự án lớn có độ khó cao, cùng tốc độ thi công nhanh (2) nguồn lực tài chính lành mạnh, ít vay nợ giúp giảm thiểu rủi ro tài chính và (3) có quan hệ hợp tác chặt chẽ với các chủ đầu tư lớn cả trong và ngoài nước, đặc biệt là các doanh nghiệp FDI.
- Những lo ngại về năng lực cạnh tranh đấu thầu, dựa vào mối quan hệ của ban điều hành cũ để thắng thầu phần nào đã được kiểm chứng không quá quan ngại. Hiện giá trị hợp đồng ký mới của CTD tiếp tục tăng cao, trong đó có những siêu dự án với độ khó về thi công như Diamond Crown của Doji Land là một minh chứng rõ ràng cho năng lực của CTD.

Quản trị

- Sau sự ra đi của cổ đông sáng lập Nguyễn Bá Dương và một số thành viên quản lý giàu kinh nghiệm, hiện HĐQT và ban điều hành (BDH) của CTD được thay thế bởi nhóm cổ đông tài chính Kusto. Sau 2 năm điều hành, chúng tôi thấy rằng BDH mới là những người am hiểu CTD, làm việc có kế hoạch, hành động quyết liệt, có chiến lược kinh doanh linh hoạt và tiếp tục duy trì văn hóa vốn có của doanh nghiệp.
- Chúng tôi không cho rằng cách quản lý nhân sự từ nhóm cổ đông Kusto sẽ lặp lại sai lầm tương tự như sự vụ Beton 6, Descon trong quá khứ. BDH mới là những người am hiểu CTD, hiểu ngành, kỹ năng quản lý tài chính chuyên nghiệp và thực tế đã đồng hành cùng CTD trong nhiều năm, họ có chiến lược rõ ràng và triển khai quyết liệt chiến lược đó.

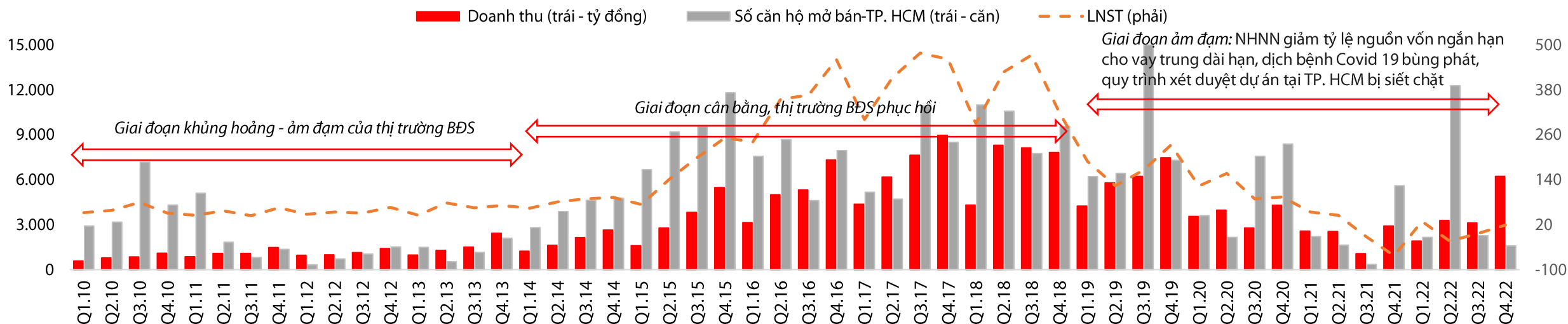
Định giá

Trải qua 6 quý liên tiếp lỗ ròng ở lợi nhuận hoạt động cùng diễn biến không thuận lợi của thị trường chứng khoán, hiện CTD đang giao dịch ở mức định giá gần 0,36 lần P/B - khá hấp dẫn cho doanh nghiệp có vị thế dẫn đầu ngành xây dựng trong nước. Chúng tôi kỳ vọng với nguồn lực nội tại đã trở lại bình thường sau giai đoạn tái cấu trúc, cùng với đà hồi phục của lợi nhuận trong những năm tới sẽ là động lực tích cực giúp cho cổ phiếu được thị trường định giá lại. Trong quá khứ, ở chu kỳ hồi phục, CTD được định giá ở mức cao với mức trung bình P/B là 1,5 lần (hình 11).

Nguồn: CTCK Rồng Việt

NHỮNG LO NGẠI XẤU NHẤT VỚI CTD ĐANG DẪN QUA ĐI

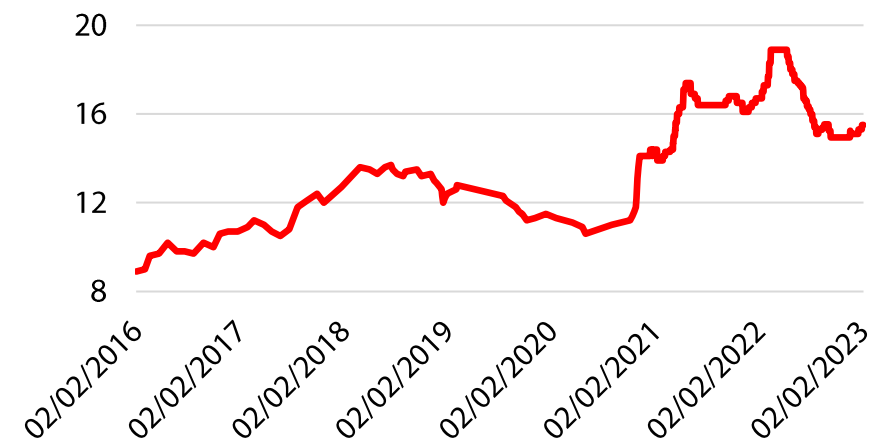
Hình 5: Tương quan KQKD của CTD với ngành BĐS



Hoạt động kinh doanh của CTD đang ở giai đoạn xấu nhất của chu kỳ BĐS và giá vật tư xây dựng tăng cao...

- Là doanh nghiệp thuần xây dựng, với thế mạnh xây dựng chung cư cao tầng, hoạt động kinh doanh của CTD có tương quan chặt chẽ với sự phát triển của ngành BĐS. CTD có KQKD tăng trưởng cao trong giai đoạn 2014-2018 khi thị trường BĐS phục hồi với LNST trung bình đạt 1.116 tỷ đồng/năm gấp gần 5 lần so với giai đoạn 2010-2013 khi thị trường BĐS khủng hoảng.
- Giai đoạn 2019-2022, giữa bối cảnh thị trường BĐS ảm đạm, dịch bệnh Covid-19 lây lan diện rộng, mâu thuẫn nội bộ CTD và giá vật tư xây dựng tăng cao, biên LNG của CTD giảm mạnh còn 4% so với 7-8% ở cả 2 giai đoạn trước đó khiến LNST trung bình giai đoạn trên giảm mạnh còn 272 tỷ đồng. Đặc biệt, LNST của CTD còn ghi nhận giá trị âm tại một số quý ở năm 2021-2022.

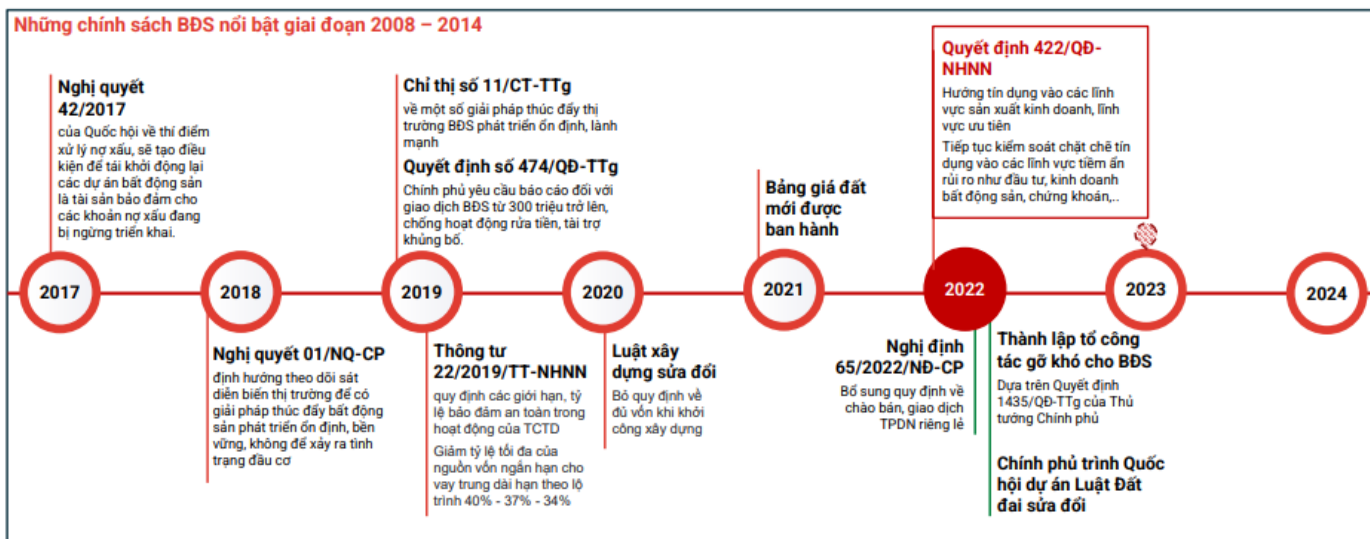
Hình 6: Giá thép Hòa Phát (nghìn VND đồng)



Nguồn: VSA

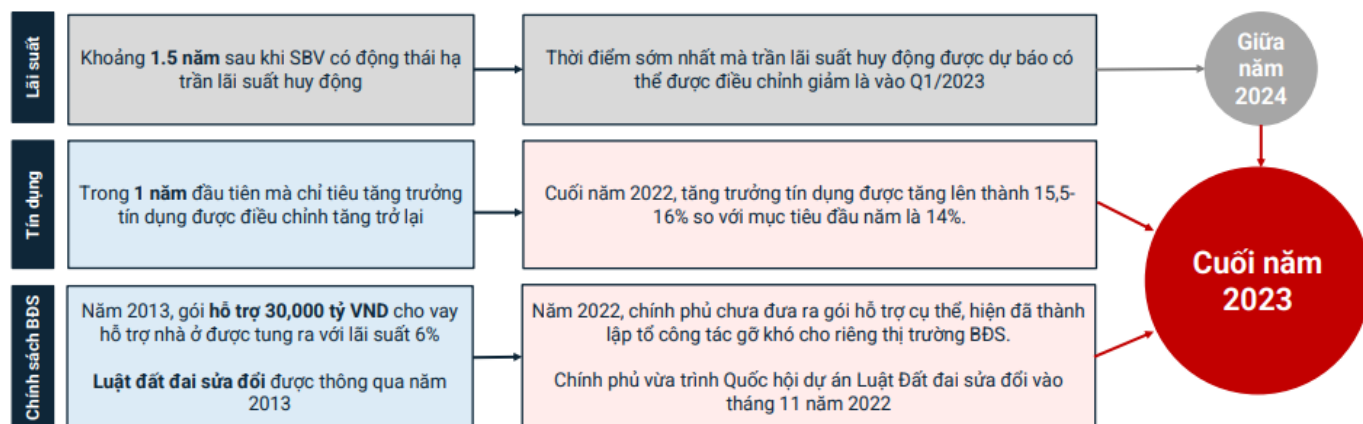
NHỮNG LO NGẠI XẤU NHẤT VỚI CTD ĐANG DẪN QUA ĐI

Hình 7: Dự báo khoảng thời gian ngành BĐS đảo chiều vào năm 2024



2008 - 2014

Bối cảnh hiện nay



Nguồn: VRES

...nhưng sớm hồi phục nhờ kỳ vọng thị trường BĐS sẽ đảo chiều tích cực kể từ năm 2024

- Theo nghiên cứu của VRES, thông thường mất khoảng 2 năm để những chính sách phục hồi cho thị trường BĐS được ban hành sau những động thái thắt chặt tín dụng vào thị trường BĐS.
- Năm 2022, Chính Phủ và NHNN đã ban hành những chính sách nhằm thắt chặt nguồn tín dụng vào ngành BĐS khiến các doanh nghiệp BĐS và xây dựng gặp rơi vào thế khó. Trong khi trước đó các doanh nghiệp BĐS đã trải qua 2 năm sụt giảm doanh số do dịch bệnh bùng phát.
- Theo VRAS, một vài dấu hiệu tích cực đã xuất hiện như luật đất đai sửa đổi, Chính phủ lập tổ công tác gỡ khó cho thị trường BĐS hay nghị định 65 sửa đổi (hiện tại là ND08). Tổ chức này kỳ vọng đợt điều chỉnh giảm lãi suất huy động sẽ sớm xảy ra trong năm 2023 và giúp thị trường BĐS dần hồi phục từ năm 2024 trở đi.
- Ngoài ra, chúng tôi cho rằng việc ND08/2023/NĐ-CP được ban hành giúp các doanh nghiệp BĐS bớt khó khăn hơn và chủ động trong việc tái cấu trúc nguồn vốn. Chi tiết tại báo cáo thị trường TPDN: [Áp lực trên con đường dài](#)
- Giá vật tư xây dựng như thép – vật liệu đầu vào chính của ngành xây dựng, gần đây đã giảm đáng kể. Điều này sẽ hỗ trợ đà hồi phục của biên LNG của CTD trong thời gian tới. Hơn nữa công ty cho biết đã ký hợp đồng hợp tác với các nhà cung cấp vật liệu xây dựng lớn và theo sát công tác mua hàng nhằm giảm thiểu rủi ro khi giá vật tư xây dựng tăng cao.

NHỮNG LO NGẠI XẤU NHẤT VỚI CTD ĐANG DẪN QUA ĐI

Hình 8: Giai đoạn tranh chấp giữa Kusto và nhóm cổ đông sáng lập liên quan đến ông Nguyễn Bá Dương

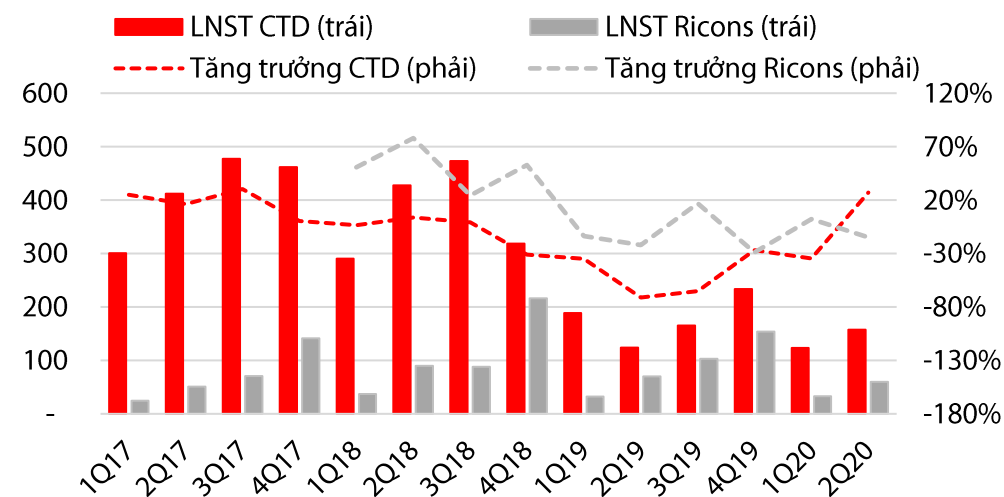


Nguồn: Chứng khoán Rồng Việt

Nhân sự ổn định sau giai đoạn sóng gió từ mâu thuẫn nội bộ

- Năm 2019-2022 là giai đoạn khủng hoảng chưa từng có đối với CTD khi ngành khó khăn, mâu thuẫn nội bộ quản trị kéo dài. Hơn nữa, nội tại của CTD đã có những bất ổn kéo dài như giá trị khoản phải thu tăng cao, dòng tiền hoạt động yếu, biên lợi nhuận gộp suy giảm... trước khi BDH cũ rời đi.
- Sau khi BDH cũ rời đi, bộ máy của CTD thiếu vắng những nhân sự có chuyên môn ở cả HĐQT và BDH khiến backlog ký mới và hiệu quả kinh doanh liên tục sụt giảm kéo dài từ 2019 đến nửa đầu năm 2022. BDH mới chịu áp lực ổn định nhân sự nội bộ, giải quyết tồn đọng của người tiền nhiệm để lại và đưa ra chiến lược phù hợp với tình hình mới.
- Ở thời điểm hiện tại, cơ cấu nhân sự của CTD về cơ bản đã được ổn định từ cấp cao nhất là BDH cho tới đội ngũ kỹ sư, giám sát công trình. Chúng tôi quan sát những nhân sự chủ chốt hiện tại đều có chuyên môn cao, gắn bó am hiểu CTD trong một thời gian dài và rất quyết liệt trong công việc.

Hình 9: So sánh KQKD của CTD và Ricons



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

NHỮNG LO NGẠI XẤU NHẤT VỚI CTD ĐANG DẪN QUA ĐI

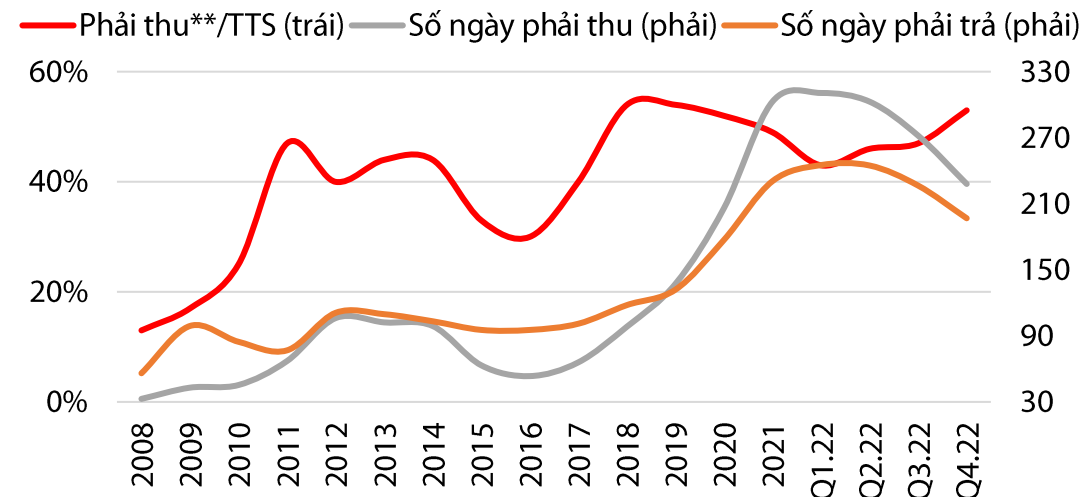
Công nợ phải thu cần phải theo dõi, chất lượng tài sản lành mạnh hơn

- Tính đến hết năm 2022, khoản phải thu ngắn hạn của CTD (bao gồm trích lập dự phòng) đạt 11.231 tỷ đồng, chiếm 55,3% TTS. Trong đó có 432 tỷ đồng là các khoản cho vay ngắn hạn và 144 tỷ đồng là khoản tiền hợp tác xây dựng dự án căn hộ cao cấp The Emerald 68 với tập đoàn Lê Phong (tổng vốn đầu tư hơn 2.000 tỷ đồng). Nếu loại trừ 2 khoản này, khoản phải thu chiếm 53% TTS của CTD.
- Theo chia sẻ của kế toán trưởng tại AGM 2022, trong hơn 7.000 tỷ đồng nợ phải thu ngắn hạn khách hàng tại thời điểm cuối năm 2021, giá trị nợ cảnh báo (nợ quá hạn) từ các năm trước để lại chiếm 14% ~ 1.000 tỷ đồng. Tính đến Q4/2022, CTD đã trích lập 1.048 tỷ đồng (riêng năm 2022 trích lập 388 tỷ đồng). Như vậy, CTD đã trích lập xong toàn bộ nợ quá hạn từ giai đoạn trước. Chúng tôi cho rằng giá trị trích lập dự phòng đã đạt đỉnh trong năm 2022 và sau đó sẽ giảm dần. Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng CTD chỉ trích lập 200 tỷ đồng chi phí dự phòng và sang năm 2024 giá trị trích lập giảm còn 80 tỷ đồng.
- Đáng lưu ý, công nợ phải thu và HTK tăng cao khiến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ghi nhận âm 1.626 tỷ đồng trong năm 2022 (loại trừ khoản cho vay và góp vốn thì dòng tiền âm 1.272 tỷ đồng) cho dù khoản phải trả có tăng cao. Tuy nhiên, số ngày phải thu đã giảm đáng kể, trong khi tốc độ ghi nhận doanh thu cũng rất tích cực, cùng công nợ phải trả cũng được CTD tận dụng tối đa.

Gia tăng nợ vay nhưng vẫn giữ ở mức an toàn và rủi ro ở mô hình hoạt động mới

- Sau nhiều năm không sử dụng nợ vay, CTD bắt đầu tài trợ vốn lưu động bằng các khoản vay ngắn hạn do BLĐ mới áp dụng mô hình hoạt động - “Tài chính và Xây dựng”. Mô hình này kéo dài thời gian thanh toán cho khách hàng nhằm hỗ trợ khách hàng giải quyết các vấn đề về dòng tiền. Điều này tạo rủi ro về sức khỏe tài chính của doanh nghiệp khi công ty có thể phải gia tăng nợ vay ngắn hạn nhưng đồng thời CTD có thể tiếp cận được thêm nhiều khách hơn trong bối cảnh ngành BĐS có nhiều khó khăn.
- CTD đã phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu có lãi suất 9,5%/năm trong Q1/2022. Khoản này tương đương với phần cho vay 500 tỷ đồng (Q4/2022 còn 350 tỷ đồng) đối tác Quốc Lộc Phát lãi suất là 11%/năm. Nếu 2 khoản này được cản trừ cho nhau thì nợ dài hạn của CTD là không đáng kể.

Hình 10: Diễn biến công nợ của CTD



Nguồn: CTD, ** phải thu đã loại bỏ cho vay ngắn hạn và hợp tác xây dựng. Doanh thu dồn 4 quý.

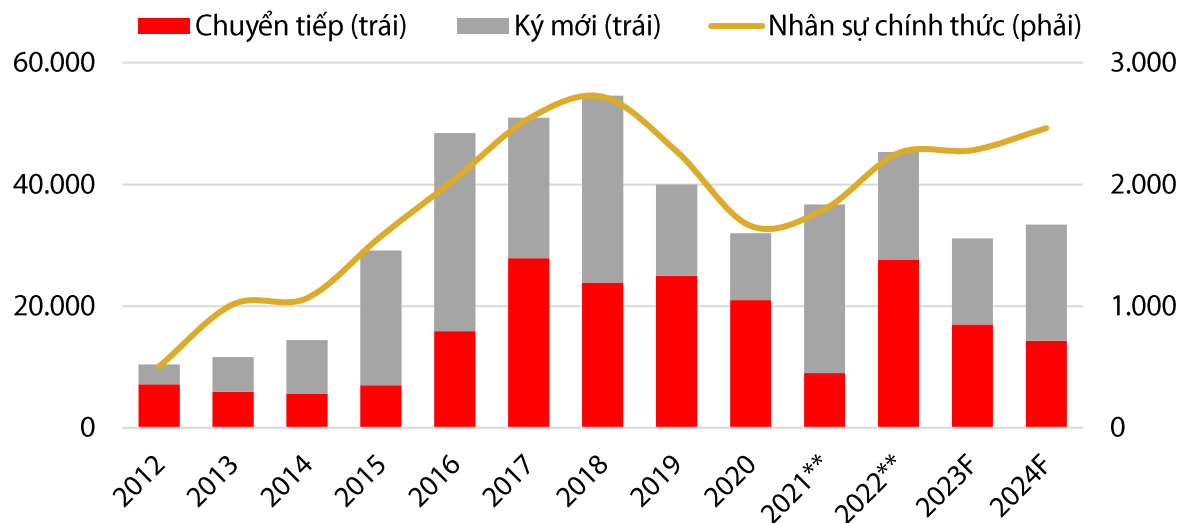
Bảng 1: Các tài sản đáng chú ý của CTD năm 2022 (tỷ đồng)

Các tài sản đáng chú ý	Chủ đầu tư	Giá trị	Trích lập
Phải thu KH ngắn hạn		10.927	
Dự án nghỉ dưỡng Nam Hội An	CTTNHH Nam Hội An	975	0
Nợ xấu khác	Các CĐT khác	717	390
Phải thu KH khác	Các CĐT khác	10.210	0
Phải thu về cho vay ngắn hạn		432	
Metropole Thủ Thiêm	CTCP Quốc Lộc Phát	350	0
Cho vay khác	Công ty khác	82	0
Tổng cộng		11.359	390

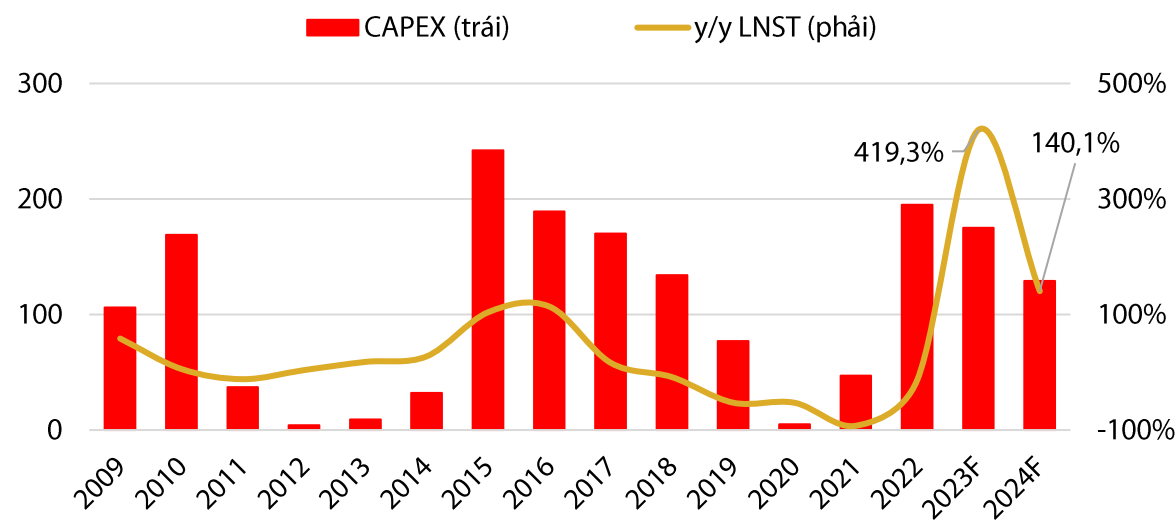
Nguồn: CTD

KQKD BƯỚC SANG CHU KỲ PHỤC HỒI VÀ TĂNG TRƯỞNG TỪ NĂM 2023 TRỞ ĐI

Hình 11: Giá trị back-logs và nguồn nhân sự của CTD (tỷ đồng)



Hình 12: CAPEX hàng năm của CTD (tỷ đồng)



Nguồn: CTD

Nhân sự gia tăng trong bối cảnh back-logs ký mới 2022 tăng mạnh sau 3 năm liên tiếp suy giảm trước đó

- Cơ cấu nhân sự của CTD đã trở lại mạnh mẽ để có thể thi công kịp thời khi quy mô backlogs đang tăng cao trở lại. Năm 2022, back-logs ký mới của CTD đạt khoảng 17.700 tỷ đồng, tăng mạnh trở lại sau hơn 2 năm giá trị hợp đồng ký mới liên tiếp sụt giảm. Chúng tôi lưu ý, số liệu giá trị hợp đồng ký mới năm 2021 và giá trị hợp đồng chuyển tiếp năm 2022 của CTD là khá cao nhưng thực tế số lượng hợp được thi công là thấp, các dự án phải lùi thời gian thi công hoặc thậm chí không thể thi công do Covid 19 bùng phát và ngành BĐS đối mặt với nhiều khó khăn. Với các dự án không thể thi công, chúng tôi đánh giá khối lượng back-logs này là nhỏ so với tổng giá trị của CTD nhận được. Phía doanh nghiệp cho biết, hiện tại khối lượng back-logs chuyển tiếp thực hiện trong năm 2023 là 17.000 tỷ đồng (lưu ý giá trị chuyển tiếp này không bao gồm giá trị dự án Lego) và kỳ vọng sẽ ký kết được một số hợp đồng thi công tại một số dự án FDI trong năm 2023. Chúng tôi ước tính giá trị back-logs ký mới trong năm 2023 đạt 14.514 tỷ đồng, giảm 18% so với năm 2022, do ngành BĐS còn nhiều khó khăn. Tuy nhiên sẽ dần phục hồi từ năm 2024 và tăng trưởng mạnh kể từ 2025 với giả định ngành BĐS sẽ dần phục hồi từ cuối năm 2024.
- Cơ cấu nhân sự của CTD đã ổn định trở lại trong năm 2022 với hơn 2.000 kỹ sư xây dựng, giám sát công trình. Ngoài ra, việc đẩy mạnh chi 195 tỷ đồng đầu tư máy móc thiết bị trong năm 2022 sau nhiều năm sụt giảm sẽ là tiền đề để CTD phục hồi và đà tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2023 trở đi.

KQKD BƯỚC SANG CHU KỲ PHỤC HỒI VÀ TĂNG TRƯỞNG TỪ NĂM 2023 TRỞ ĐI

Bảng 2: Danh mục dự án thi công của CTD

STT	Danh sách các dự án	Chủ đầu tư	Quy mô/Sản phẩm	Tiến độ hiện tại
1	Nhà máy Vinfest 3	Vingroup		
2	The Origami Vinhomes Grand Park	Vingroup	6 tòa tháp với gói thầu hơn 1.200 tỷ đồng.	Khởi công 18/08/2022, dự kiến bàn giao sau 21 tháng thi công
3	Sky Forest Residences	CTCP Tập Đoàn Ecopark	2.3ha	Đang xây dựng, dự kiến hoàn thành vào năm 2024
4	Khu Đô Thị Sinh Thái Dream City	Vingroup	175 căn thấp tầng	Đang xây dựng, đã mở bán, dự kiến hoàn thành năm 2024
5	Vinhomes Smart City	Vingroup		
6	Nhà máy LEGO	Công ty TNHH LEGO		Khởi công vào tháng 11/2022
7	Diamond Crown Hải Phòng	DOJI Land	Khách sạn 45 tầng và tháp căn hộ 39 tầng	Đang xây dựng, dự kiến hoàn thành cất nóc tháng 6/2023
8	Nhà máy giày Apache" - Tiền Giang	CT TNHH Giày Apache Việt Nam	14ha	Khởi công năm 2023, giá trị hợp đồng hơn 600 tỷ đồng
9	Hyatt Regency Hồ Tràm	IFF Holdings	9,01ha, 63 căn biệt thự	Đang xây dựng, dự kiến bàn giao vào Q2/2023
10	Khách sạn HIIVE Bình Dương VSIP II	CT TNHH Đầu tư Tân Thiên Khánh	10 tầng nổi diện tích 11.000 m2	Khởi công vào 25/12/2022, dự kiến thi công trong 12 tháng
11	Khu biệt thự Bãi Trào	CT.TNHH Xây Dựng Nam Đảo (Sun Group)	238 căn biệt thự	Đang thi công, dự kiến hoàn thành trong 11 tháng 2023

Danh mục dự án tập trung ở các chủ đầu tư có năng lực tài chính, không bị siết bởi quy định pháp lý

Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

- Danh sách dự án CTD làm tổng thầu thi công cho đến thời điểm hiện tại đều nằm ngoài tác động siết chặt các dự án bất động sản của chính phủ. Hơn nữa chủ đầu tư các dự án này ít chịu áp lực bởi trái phiếu đáo hạn và có tiềm lực tài chính tốt hơn so với mặt bằng chung nên hạn chế rủi ro phát sinh nợ xấu. Điều này khiến CTD khác biệt so với ngành khi dự án của các chủ đầu tư như Vạn Thịnh Phát và các công ty liên quan cùng với các dự án của các chủ đầu tư như lớn khác đang chịu áp lực bởi trái phiếu đáo hạn... có tổng thầu là các đối thủ khác trong ngành.
- Nhờ năng lực thi công vượt trội đã được kiểm chứng qua các dự án mang tính biểu tượng như Landmark 81, nhà máy Vinfest, Diamond Crown.... CTD cũng trúng thầu dự án Lego – một dự án FDI tiêu biểu trong vài năm trở lại đây. Dựa trên nền tảng này, chúng tôi kỳ vọng CTD có khả năng trúng thầu các dự án từ chủ đầu tư FDI trong tương lai cũng như các dự án công nghiệp như sân bay Long Thành. Dự án này dự kiến sẽ hoàn thành công tác lựa chọn nhà thầu xây dựng trong Q3/2023 và đưa vào hoạt động trong năm 2026. Việc trúng thầu các dự án này sẽ là một hướng đi tốt để giảm thiểu rủi ro trong bối cảnh ngành BĐS còn gặp khó khăn trong ngắn hạn. Chúng tôi thấy rằng CTD có khoảng cách lợi thế so với các doanh nghiệp cùng ngành để cạnh tranh vị trí tổng thầu cho các dự án. Lưu ý rằng, trong dự báo giá trị back-logs ký mới, chúng tôi chưa đưa dự án sân bay Long Thành vào giả định bởi hiện vẫn chưa có thông tin rõ ràng về điều kiện đấu thầu dự án này.

KQKD BƯỚC SANG CHU KỲ PHỤC HỒI VÀ TĂNG TRƯỞNG TỪ NĂM 2023 TRỞ ĐI

Bảng 3: Đánh giá các tài sản đáng chú ý của CTD (tỷ đồng)

Các tài sản đáng chú ý	Giá trị	Trích lập	Đánh giá
Chứng khoán đầu tư			
TCB, FPT và khác	249	61	Trích lập khi giá cổ phiếu giảm
Trái phiếu	567	0	Danh mục có tính an toàn cao
Phải thu khách hàng			
Nghỉ dưỡng Nam Hội An	975	0	Không phát sinh nợ xấu
Phải thu KH khác	10.210	0	Chưa có thông tin chi tiết
Nợ xấu			
Nhiều dự án	717	390	Trích lập thêm 327 tỷ đồng trong trường hợp xấu
Thu cho vay ngắn hạn			
Metropole Thủ Thiêm	350	0	Không có rủi ro phát sinh nợ xấu
CT TNHH Linktek Việt Nam	61	0	Mới phát sinh trong Q4/2022
Công ty khác	21	0	

Bảng 4: Chi tiết nợ xấu của CTD (tỷ đồng)

	4Q20	4Q21	2Q22	3Q22	4Q22
Nợ xấu	1.025	1.131	1.025	1.146	1.323
Dự án D'. Capitale - BĐS Ngôi Sao Việt	484	484	484	484	484
CTCP đầu tư Minh Việt	122	122	122	122	122
CT TNHH Xây dựng SXTM Tài nguyên	60				
Các dự án khác	359	526	420	540	717
Dự Phòng	(459)	(626)	(865)	(961)	(996)
Dự án D'. Capitale - BĐS Ngôi Sao Việt		(242)	(484)	(484)	(484)
CTCP đầu tư Minh Việt	(122)	(122)	(122)	(122)	(122)
CT TNHH Xây dựng SXTM Tài nguyên	(60)	-	-	-	-
Các dự án khác	(277)	(262)	(259)	(355)	(390)
Dự Phòng nợ xấu trong kỳ		(151)	(239)	(96)	(35)
Giá trị nợ xấu còn lại chưa trích lập	566	506	160	185	327

Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Chất lượng tài sản cải thiện, nợ xấu dần được xóa bỏ

- Trong năm 2022, CTD đã đẩy mạnh trích lập dự phòng 388 tỷ đồng, tăng mạnh so với kế hoạch là 95 tỷ đồng. Trong đó giá trị trích lập chủ yếu đến từ dự án D'.Capitale (242 tỷ đồng) vốn đã phát sinh nợ xấu từ cuối năm 2020. Chúng tôi cho rằng danh mục dự án hiện tại đang thi công đến từ các chủ đầu tư có năng lực tài chính, do đó rủi ro phát sinh nợ xấu mới sẽ khá thấp bất chấp bối cảnh ngành được dự báo có nhiều khó khăn. Trong năm 2023, chúng tôi dự báo **giá trị trích lập dự phòng nợ xấu của CTD vẫn cao** nhưng sẽ giảm đáng kể so với năm 2022. Theo đó, giá trị trích lập dự phòng trong năm 2023 là 200 tỷ đồng và 2024 giảm còn 80 tỷ đồng. Kể từ năm 2025 trở đi, giá trị trích lập năm giảm xuống còn 50 tỷ đồng. Điều này giúp KQKD của CTD phục hồi tích cực trở lại ngay trong năm 2023 này.
- Bên cạnh đó, những dự án nhận thầu mới như Lego, Diamond Crown, Văn Lang Skylake... kỳ vọng có biên lợi nhuận tốt hơn (hợp đồng thầu được ký kết trong thời điểm giá vật liệu xây dựng duy trì ở mức cao nên chịu rủi ro giá vật liệu xây dựng tăng ít hơn giai đoạn trước) và sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2023. Cụ thể hơn, dự án Lego hiện là dự án có quy mô lớn nhất của CTD (ước tính giá trị back-log trên 8.000 tỷ đồng), hiện đang có tiến độ thi công nhanh nhằm đưa dự án đi vào hoạt động vào tháng 8/2024. Như vậy với dư địa tăng của giá vật liệu xây dựng không cao như 2 năm trước đó (hình 4) sẽ giúp biên lợi nhuận của CTD dần cải thiện trong năm 2023. Chúng tôi ước tính, biên lợi nhuận gộp của CTD cải thiện 3,9% trong năm 2023 từ 3,3% trong năm 2022 và tiếp tục tăng lên 4,3% trong năm 2024.

KQKD BƯỚC SANG CHU KỲ PHỤC HỒI VÀ TĂNG TRƯỞNG TỪ NĂM 2023 TRỞ ĐI

Bảng 5: Dự phóng KQKD của CTD (tỷ đồng)

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	9.078	14.537	16.854	17.552
svck	16,1%	4,8%	14,8%	21,3%
Tổng back-logs	34.000	45.400	31.514	32.822
svck	6,3%	33,5%	-30,6%	4,1%
Lợi nhuận gộp	275	487	659	750
svck	-67,9%	76,9%	35,4%	13,9%
Biên LNG	3,0%	3,3%	3,9%	4,3%
Chi phí hoạt động	(516)	(735)	(571)	(484)
svck	-21,3%	42,3%	-22,3%	-15,3%
% Doanh thu	5,7%	5,1%	3,4%	2,8%
Chi phí dự phòng	(167)	(388)	(200)	(80)
EBIT	(241)	(248)	88	267
Biên EBIT			0,5%	1,5%
LNST	24	21	127	274
svck	-92,8%	-13,7%	512,9%	116,2%
Biên LN ròng	0,3%	0,1%	0,8%	1,6%
EPS	303	263	1.604	3.468

Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Ngắn hạn lợi nhuận tăng cao nhờ nền thấp cùng kỳ, dài hạn là sự trở lại vị thế dẫn đầu với chu kỳ tăng trưởng mới

- Sau giai đoạn suy giảm lợi nhuận mạnh mẽ (2019-2022), đặc biệt là trong 2 năm 2021-2022, hoạt động kinh doanh thuần (lợi nhuận hoạt động – EBIT) của CTD đã có 6 quý liên tiếp ghi nhận lỗ với nguyên nhân đến từ áp lực trích lập dự phòng cao và chi phí vật liệu xây dựng tăng mạnh kéo biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức thấp chưa từng có. Năm 2022, EBIT của CTD ghi nhận lỗ kỷ lục -248 tỷ đồng. Tuy nhiên, nhờ việc chuyển nhượng công ty con và lãi tiền gửi giúp CTD ghi nhận LNST 21 tỷ đồng.
- Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá vật liệu xây dựng sẽ không tăng mạnh như 2 năm trước đó và thực tế giá thép xây dựng (chiếm khoảng 40% chi phí vật liệu xây dựng) đã giảm mạnh so với mức đỉnh vào giữa năm 2022. Đồng thời, việc đẩy nhanh tiến độ hoàn thành hầu hết các back-logs cũ có biên thấp (được ký vào thời điểm mặt bằng giá vật tư xây dựng thấp và xây dựng tại thời điểm giá vật tư xây dựng tăng cao) trong năm 2022 sẽ làm giảm áp lực lên biên lợi nhuận của năm 2023. Cho năm 2023, công ty sẽ ghi nhận tỷ trọng doanh thu cao từ các back-logs đã ký vào thời điểm giá vật tư xây dựng ở mức cao và kỳ vọng giá vật liệu tiếp tục xu hướng giảm như hiện tại sẽ góp phần cải thiện biên lợi nhuận của CTD.
- Chúng tôi ước tính CTD bắt đầu ghi nhận lãi từ lợi nhuận hoạt động từ năm 2023 trở đi. Cụ thể năm 2023, LNST của CTD ước tính tăng 512,9% svck, đạt 127 tỷ đồng. Tuy nhiên chúng tôi đặc biệt lưu ý về khả năng CTD có thể ghi nhận chi phí trích lập dự phòng cao trong một quý khiến LNST của quý đó kém khả quan. Sang năm 2024, LNST của CTD tiếp tục duy trì đà tăng trưởng 3 chữ số, bất chấp bối cảnh ngành vẫn còn nhiều khó khăn, LNST ước tính của CTD đạt 274 tỷ đồng, +116,2% svck.
- Kể từ năm 2022, CTD đã lấy lại vị thế nhà thầu xây dựng số 1 với doanh thu cao nhất ngành. Chúng tôi kỳ vọng, giai đoạn 2023-2024 là giai đoạn nền tảng để CTD không chỉ là trở thành nhà thầu số 1 về doanh thu mà còn dẫn đầu về hiệu quả hoạt động sau năm 2025. Đồng thời, chúng tôi dự báo, từ năm 2025 trở đi CTD bắt đầu chi trả cổ tức bằng tiền cao, từ 20-30%.

Quan điểm và định giá

Bảng 6: Các kịch bản và giá mục tiêu của CTD

Trường hợp	Trích lập dự phòng nợ quá hạn		BVPS	Giá mục tiêu			Tiềm năng tăng giá		
	Tỷ lệ	Giá trị		PB=0,3	PB=0,5	PB=0,7	PB=0,3	PB=0,5	PB=0,7
1	1,8%	200	105.794	31.738	52.897	74.056	-23,1%	28,2%	79,5%
2	3,8%	419	102.836	30.851	51.418	71.985	-25,2%	24,6%	74,5%
3	5,8%	637	96.918	29.075	48.459	67.843	-29,5%	17,5%	64,5%
4	7,8%	856	88.042	26.413	44.021	61.629	-36,0%	6,7%	49,4%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Trải qua giai đoạn khó khăn kéo dài đồng thời cả ở nội bộ quản trị và ngành BĐS trầm lắng. KQKD của CTD trong giai đoạn này chứng kiến đà suy giảm mạnh, đặc biệt LNST ghi nhận kết quả âm tại một số quý. Kết hợp với diễn biến hoảng loạn bao trùm toàn thị trường, giá cổ phiếu CTD đã giảm về mức định giá thấp chưa từng có. Định giá P/B của CTD ghi nhận mức thấp nhất 0,23x và hiện đang giao dịch tại 0,3x . Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá rất hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn.
- Chúng tôi thấy rằng, giai đoạn khó khăn nhất đối với CTD đang dần qua đi. Hiện diễn biến nội bộ quản trị của doanh nghiệp đã được ổn định cùng khối lượng back-logs hồi phục ngay trong thời điểm ngành BĐS đang đối mặt với nhiều khó khăn và giá vật liệu xây dựng ổn định là những tín hiệu khả quan cho CTD. Hơn nữa, những back-logs từ trước 2021 với biên thấp đã được triển khai và bàn giao trong năm 2022 sẽ không tạo áp lực lên năm 2023. Cụ thể, CTD sẽ ghi nhận những dự án mới có biên cao hơn như Lego, Diamond Crown, Văn Lang Skylake... qua đó sẽ hỗ trợ đà phục hồi biên lợi nhuận của CTD, giúp KQKD tăng trưởng trở lại sau giai đoạn suy giảm kéo dài.
- Đối với giá trị trích lập dự phòng, sau 3 năm trích lập dự phòng lớn khiến KQKD của CTD suy giảm mạnh, chúng tôi kỳ vọng năm 2023 là năm cuối cùng ghi nhận giá trị trích lập dự phòng lớn. Theo kịch bản cơ sở, giá trị trích lập dự phòng năm 2023 của CTD là 200 tỷ đồng, tương đương với tỷ lệ trích lập là 1,8% giá trị khoản phải thu ngắn hạn khách hàng tại thời điểm Q4/2022 (10.927 tỷ đồng), giá trị trích lập này đã giảm 188 tỷ so với năm 2022.

Quan điểm và định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/B và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để xác định giá cổ phiếu CTD.

- Phương pháp P/B: Với giả định giá trị trích lập dự phòng là 200 tỷ đồng, giá trị sổ sách của CTD trong năm 2023 là 105.794 đồng/cp. Ngoài ra, với dự báo KQKD duy trì mức tăng trưởng cao từ năm 2023 trở đi nhờ giảm trích lập dự phòng cũng như kỳ vọng chu kỳ tăng trưởng mới của ngành bất động sản từ nửa cuối năm 2024, chúng tôi thận trọng sử dụng P/B 2023 là 0,5 lần cho cổ phiếu CTD. Theo đó giá trị ước tính hợp lý của CTD theo **phương pháp P/B là 52.897 đồng/cp**.
- Phương pháp FCFF: Chi phí vốn bình quân WACC là 15,6%, phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,5% và exit EV/EBITDA là 4,5 lần. Ước tính giá trị hợp lý của CTD theo **phương pháp FCFF là 53.330 đồng/cp**.

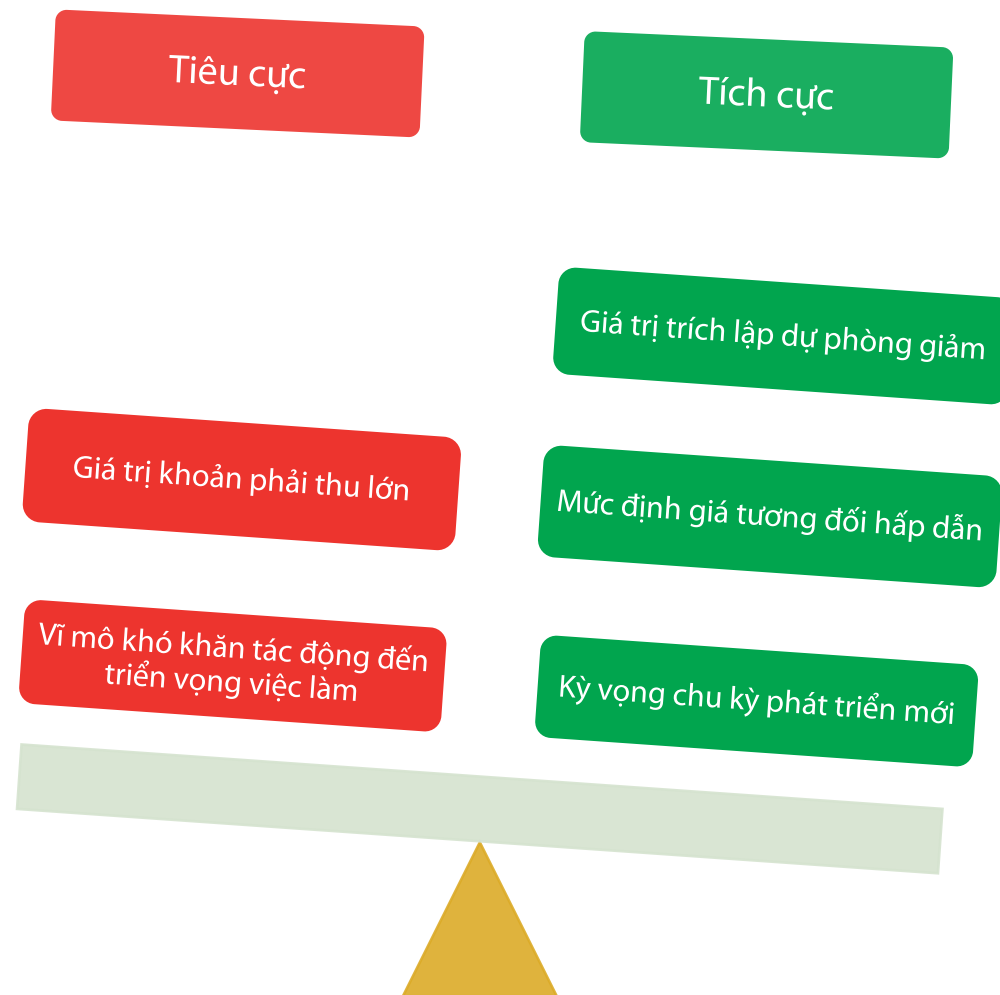
Với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, **giá trị hợp lý của CTD là 53.124 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá là **28,8%** ở mức giá đóng cửa ngày 29/03/2023.

Rủi ro đầu tư

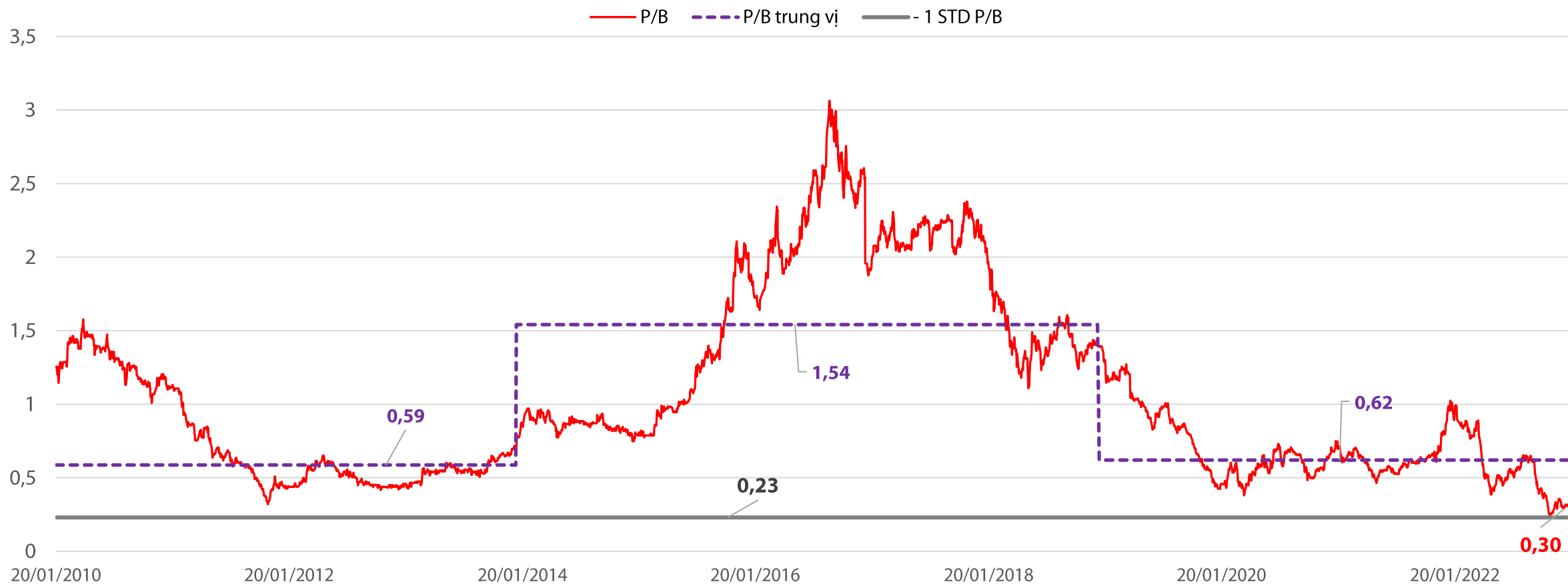
Rủi ro vĩ mô. Mặt bằng lãi suất và tỷ giá cao cùng chính sách thắt chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS kéo dài sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu phát triển dự án mới và nhu cầu mua nhà của người dân, trong khi tỷ giá tăng cao làm giảm dòng vốn đầu tư FDI tới Việt Nam. Tất cả điều này tác động đến khối lượng việc làm của CTD.

Rủi ro giá vật liệu xây dựng tăng cao. Giá vật xây dựng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá vốn của doanh nghiệp xây dựng, do đó khi giá vật liệu tăng cao sẽ làm giảm biên lợi nhuận của CTD.

Phát sinh dự phòng khoản phải thu. Giá trị trích lập khoản phải thu nếu còn phát sinh ngoài kế hoạch sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền của CTD cũng như mức định giá của doanh nghiệp.



Hình 11: Biến động định giá P/B của CTD



Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán Rồng Việt

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vds.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vds.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

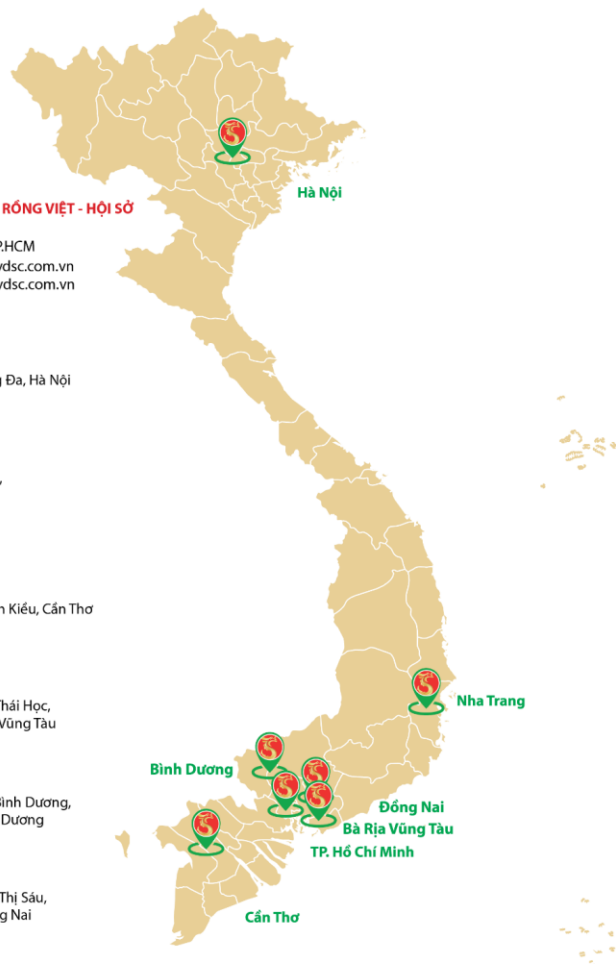
Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Chứng khoán Rồng Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Chứng khoán Rồng Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Chứng khoán Rồng Việt.**

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Trần Hà Xuân Vũ

Trưởng phòng

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1512)

Nguyễn Huy Phương

Phó phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Nguyễn Đại Hiệp

Chuyên viên cao cấp

hiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1331)

Phạm Thu Hà Phương

Chuyên viên

phuong1.pth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1372)

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (2226)

Đinh Vinh Hiển

Chuyên viên

hien.dv@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006