Ngành: Xây dựng| BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ MUA

CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (HSX: CTD)
TÌM LẠI VỊ THẾ

Giá hiện tại:	62,300
Giá mục tiêu:	78,700
Tỷ suất cổ tức	
Tiềm năng tăng giá	26%

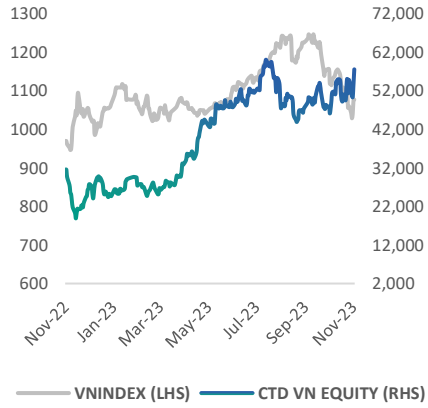
Ngày viết báo cáo:	13/11/2023
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	99.2
Vốn hóa (tỷ VND)	5,705
Thanh khoản bình quân (triệu CP)	1.2
Sỡ hữu nước ngoài	45%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
KUSTOSHEM	17.9%
CT TNHH MTV KD và ĐT Thành Công	14.4%
Nguyễn Bá Dương	4.1%

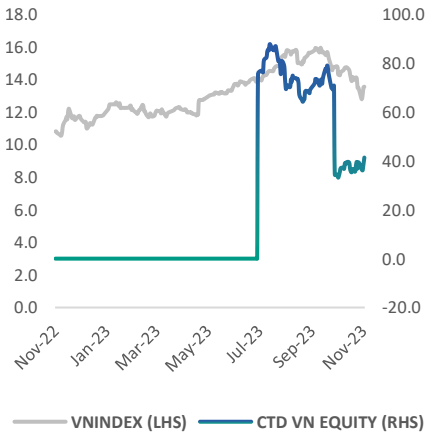
Bộ phận Research:

Vũ Xuân Trường
(Xây dựng, Vật liệu xây dựng, BĐS)
truongvx@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **CTD** với giá trị hợp lý cho FY2024 là **78,700 VNĐ/CP (Upside 26% so với giá đóng cửa ngày 13/11/2023)**, dựa trên hai phương pháp định giá P/B và FCFF với tỷ trọng 50%-50%. Đối với phương pháp P/B, chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu = 0.9x. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu WACC = 14% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn = 2%.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong FY2024, BSC dự báo CTD ghi nhận **DTT đạt 17,027 tỷ VND (+152% yoy, +17% so với năm 2022), LNST-CĐTS đạt 236 tỷ VND (+354% yoy, +1,024% so với năm 2022)**, tương đương EPS fwd = 2,383 VND/CP, P/E fwd = 26x, P/B fwd = 0.7x, dựa trên các giả định sau:

- Doanh thu xây lắp đạt 17,000 tỷ VNĐ (+153% yoy, +17% so với năm 2022);
- Biên lợi nhuận gộp đạt 2.8%, tăng 0.5 điểm % yoy nhờ tăng tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp trong cơ cấu backlog;
- Biên lợi nhuận ròng đạt 1.4%, tăng 0.6 điểm % yoy, nhờ giảm trích lập dự phòng khoản phải thu xuống còn 104 tỷ VNĐ.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong giai đoạn FY2024-FY2026, BSC kỳ vọng lợi nhuận ròng của CTD sẽ tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR = 107%, từ mức nền thấp trong giai đoạn 2020-FY2023, nhờ các yếu tố sau:

1. **CTD sở hữu lượng backlog có giá trị lớn, đạt 20,000 tỷ VNĐ tính đến hết FY2023** trong bối cảnh thị trường xây dựng dân dụng đang gặp nhiều khó khăn.
2. **Biên lợi nhuận gộp dự báo cải thiện lên mức 2.7% vào FY2024 (tăng 0.5 điểm % yoy) và 3.0% vào FY2025 (tăng 0.3 điểm % yoy)** nhờ gia tăng tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp trong cơ cấu backlog.
3. **Giảm trích lập dự phòng khoản phải thu** xuống còn lần lượt 94 tỷ VNĐ và 77 tỷ VNĐ trong FY2024 và FY2025.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết thúc Q1.FY2024, CTD ghi nhận **DTT = 4,124 tỷ VNĐ (+32% yoy), LNST-CĐTS = 67 tỷ VNĐ (cùng kỳ ghi nhận lỗ 3.5 tỷ VNĐ)**, hoàn thành lần lượt 23% và 24% kế hoạch năm, nhờ hoạt động thi công, xây lắp tích cực hơn.

RỦI RO

1. Chi phí trích lập dự phòng khoản phải thu có thể tăng cao hơn kế hoạch
2. Khó khăn của thị trường bất động sản có thể ảnh hưởng đến giá trị backlog kí mới của CTD.

Chỉ số	2022	FY2023	FY2024F	VN-Index
PE (x)	117.3	75.3	26.1	13.2
PB (x)	0.3	0.6	0.7	1.6
PS (x)	0.2	1.4	0.4	1.5
ROE (%)	0.3%	0.6%	2.8%	11.6%
ROA (%)	0.1%	0.3%	1.1%	1.9%

KQKD	2021	2022	FY2023	FY2024F
Doanh thu thuần	9,078	14,537	6,744	17,027
Lợi nhuận gộp	275	487	157	473
LNST-CĐTS	24	21	52	236
EPS	323	280	707	2,383
Tăng trưởng EPS	-92%	-13%	153%	237%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1 NĂM TÀI CHÍNH (FY) 2024

Hình 1: Cập nhật KQKD Q1.FY2024

KQKD (tỷ VND)	Q1.FY2024	%yoy	9T.2022	9T.2023	% yoy
Doanh thu	**4,124**	***32%***	**8,307**	**10,868**	***31%***
Xây lắp	*4,117*	*33%*	*8,292*	*11*	*31%*
Cho thuê thiết bị xây dựng	*4*	*-7%*	*7*	*9*	*52%*
Cho thuê BĐS đầu tư	*3*	*15%*	*7*	*1*	*31%*
Giá vốn hàng bán	(4,024)	*31%*	(7,992)	(10,611)	*33%*
Lợi nhuận gộp	**100**	***205%***	**315**	**257**	***-18%***
Xây lắp	*96*	*238%*	*307*	*246*	*-20%*
Cho thuê thiết bị xây dựng	*3*	*-21%*	*4*	*6*	*74%*
Cho thuê BĐS đầu tư	*1*	*23%*	*5*	*5*	*-1%*
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(83)	*-20%*	(552)	(276)	*-50%*
LN từ CTLDLK	-	-	(16)	(5)	-
Doanh thu tài chính	101	*22%*	312	284	*-9%*
Chi phí tài chính	32	*-27%*	(103)	(100)	*-3%*
Chi phí lãi vay	*24*	*-2%*	*(55)*	*(74)*	*35%*
Lãi/Lỗ HĐKD	**86**	-	**(46)**	**155**	-
Thu nhập khác, ròng	-	-	54	-	-
LNTT	**86**	-	**8**	**155**	***1,838%***
Thuế thu nhập DN	(20)	*2,000%*	(6)	(36)	*500%*
LNST	**67**	-	**2**	**119**	***585%***
CĐTS	-	-	-	-	-
LNST-CĐTS	**67**	-	**2**	**119**	***585%***
Biên lợi nhuận gộp	**2.4%**		**3.8%**	**2.4%**	
Xây lắp	*2.3%*		*3.7%*	*2.3%*	
Cho thuê thiết bị xây dựng	*62.2%*		*49.6%*	*56.7%*	
Cho thuê BĐS đầu tư	*48.1%*		*67.9%*	*51.2%*	
Biên lợi nhuận ròng	**1.6%**		**0.02%**	**1.1%**	

Cập nhật

Kết thúc Q1.FY2024, CTD ghi nhận DTT = 4,124 tỷ VNĐ (+32% yoy), LNST-CĐTS = 67 tỷ VNĐ (cùng kỳ ghi nhận lỗ 3.5 tỷ VNĐ), hoàn thành lần lượt 23% và 24% kế hoạch năm, nhờ hoạt động thi công, xây lắp tích cực hơn.

Biên LNG = 2.4%, tăng 1.3 điểm % so với cùng kỳ nhờ (1) Giá vật liệu xây dựng ổn định hơn, (2) Gia tăng tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp trong backlog từ 14% lên 33% với biên LNG tốt hơn.

Biên LNR = 1.6%, tăng mạnh 1.7 điểm % so với cùng kỳ nhờ giảm trích lập dự phòng phải thu. Cụ thể, trong Q1.FY2024, CTD trích lập 30 tỷ VNĐ, giảm -29% yoy.

Doanh thu tài chính = 101 tỷ VNĐ (+22% yoy) nhờ (1) Lãi tiền gửi tăng +107% yoy, (2) Lãi đầu tư chứng khoán tăng +938% yoy.

Chi phí tài chính = 32 tỷ VNĐ (-27% yoy) nhờ giảm dự phòng cho các khoản đầu tư -89% yoy.

Nguồn: CTD, BSC Research tổng hợp

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong giai đoạn FY2024-FY2026, BSC kỳ vọng **lợi nhuận ròng của CTD sẽ tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR = 107%**, từ mức nền thấp trong giai đoạn 2020-FY2023, nhờ các yếu tố sau:

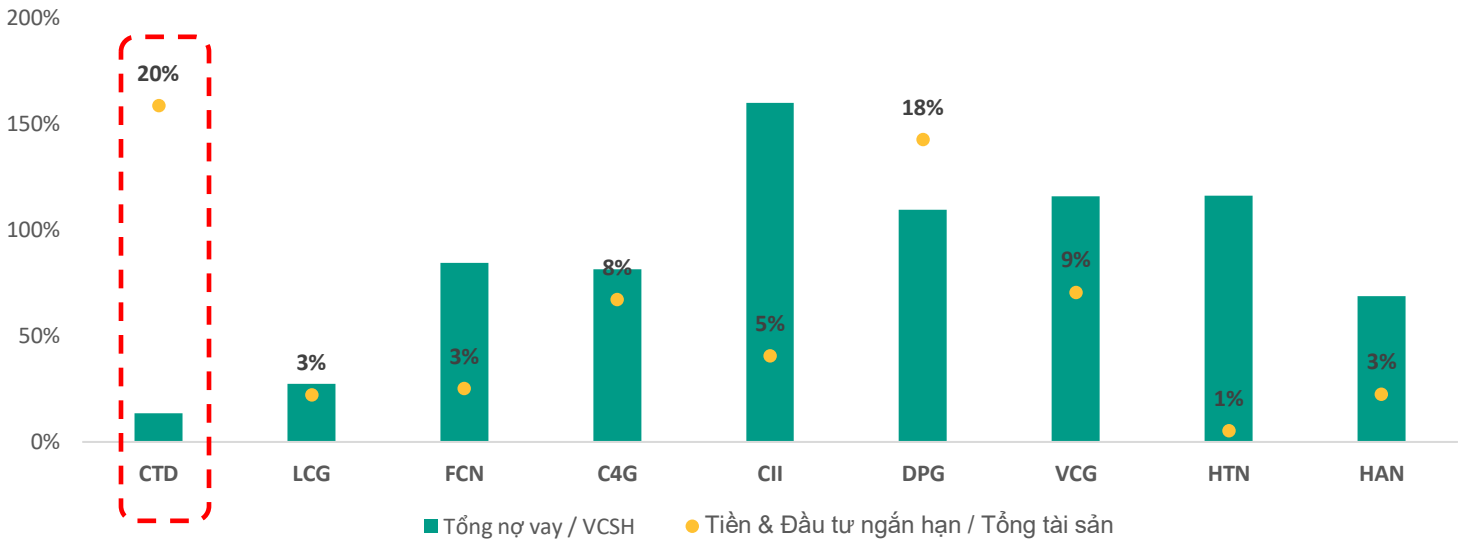
1. CTD sở hữu lượng backlog có giá trị lớn, đạt 20,000 tỷ VNĐ tính đến hết FY2023.

BSC đánh giá khối lượng backlog này là khá ấn tượng do **(1)** Giá trị backlog trung bình trong giai đoạn phát triển nhất của CTD từ 2015-2019 cũng chỉ đạt khoảng 20,600 tỷ VNĐ; **(2)** Kể từ năm 2023, CTD đã thay đổi các tính backlog theo giá trị hợp đồng thực tế thay vì ghi nhận cả giá trị của MOU (biên bản ghi nhớ hợp tác) như giai đoạn trước. Vì vậy, giá trị backlog kể trên còn có thể lớn hơn nếu áp dụng cách ghi nhận như cũ; **(3)** Môi trường cạnh tranh của ngành xây dựng đang rất gay gắt trong bối cảnh thị trường bất động sản mới đang ở đầu chu kỳ phục hồi, nhiều chủ đầu tư vẫn đang gặp khó khăn về dòng tiền.

BSC kỳ vọng khả năng ký kết những gói thầu mới của CTD vẫn sẽ tích cực trong giai đoạn tới nhờ doanh nghiệp:

(1) Sở hữu tình hình tài chính lành mạnh. Tính đến cuối Q1.FY2024, tỷ lệ nợ vay/VCSH của CTD ở mức 14%, thấp nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết mảng xây lắp. Bên cạnh đó, lượng tiền và đầu tư ngắn hạn lớn (đạt 4,079 tỷ VNĐ, chiếm 20% tổng tài sản), giúp CTD có khả năng cung cấp các hợp đồng xây dựng với các điều khoản hỗ trợ chủ đầu tư, cũng như không cần phải phụ thuộc nhiều vào đòn bẩy tài chính để thực hiện dự án.

Hình. CTD sở hữu tình hình tài chính lành mạnh nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết mảng xây lắp.



Nguồn: BCTC công ty, BSC Research

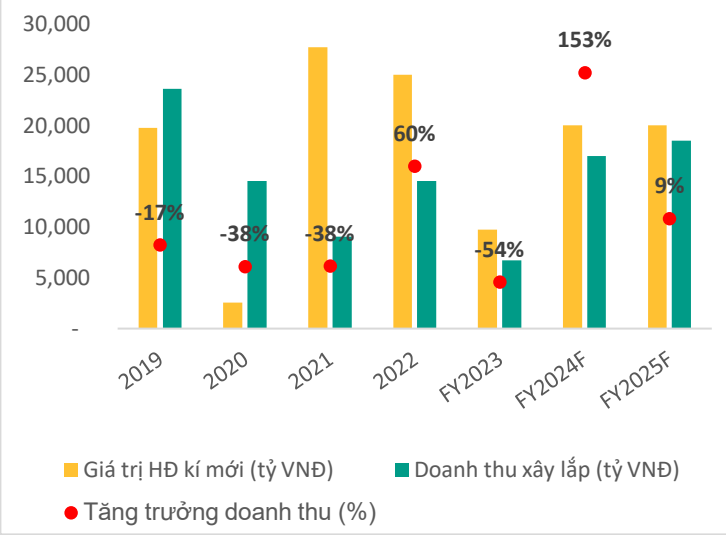
(2) Đẩy mạnh phát triển mảng xây dựng công nghiệp. Tính đến hết Q2.2023, tỷ trọng mảng xây dựng trong cơ cấu backlog của CTD đã tăng lên mức 33% từ mức 14% tại thời điểm cuối năm 2022. Bên cạnh đó, CTD cũng đã có kinh nghiệm làm việc với các chủ đầu tư nước ngoài, trong bối cảnh làn sóng FDI đang tích cực chảy vào Việt Nam. Bằng chứng là, CTD là nhà thầu duy nhất được LEGO lựa chọn cho siêu dự án trị giá 1 tỷ USD, hay trong Q3.2023, CTD cũng đã hợp tác với Foxconn để thực hiện dự án nhà máy tại Bắc Giang với giá trị khoảng 300 tỷ VNĐ.

(3) Đẩy mạnh chiến lược Repeat Sales - bán hàng lặp lại với các khách hàng cũ. Với việc áp dụng chiến lược này, CTD không chỉ duy trì được nguồn khách hàng lớn trong bối cảnh thị trường xây dựng đang cạnh tranh vô cùng khốc liệt, mà còn có thể quản trị rủi ro một cách hiệu quả nhờ hiểu rõ về sức khỏe tài chính và khả năng chi trả của chủ đầu tư thông qua những lần hợp tác trước đây.

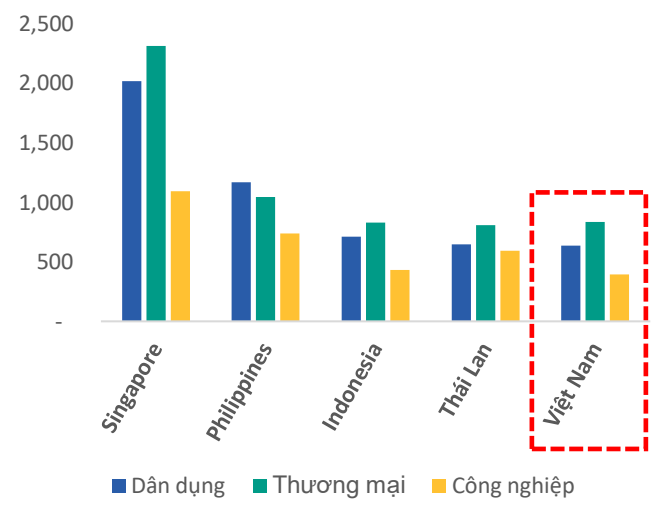
(4) Tích cực tìm kiếm cơ hội đầu tư ra thị trường nước ngoài. BSC cho rằng chủ trương này được thúc đẩy bởi đơn giá xây dựng cao hơn tại các thị trường nước ngoài so với Việt Nam. Cụ thể, theo Arcadis, đơn giá xây dựng tại các quốc gia trong khu vực ASEAN trung bình cao hơn Việt Nam lần lượt 79%, 49%, 80% đối với các loại hình xây dựng dân dụng, thương mại, công nghiệp.

BSC dự báo giá trị hợp đồng kí mới hàng năm của CTD duy trì ở mức 20,000 tỷ VNĐ trong giai đoạn FY2024-FY2026. Qua đó, cùng với backlog 20,000 tỷ VNĐ sẵn có, giúp cho doanh thu xây lắp của CTD trong FY2024 đạt 17,000 tỷ VNĐ (+153% yoy, tăng +17% so với năm 2022), và trong FY2025 đạt 18,500 tỷ VNĐ (+9% yoy).

Hình. Giá trị hợp đồng kí mới kỳ vọng duy trì ở mức 20,000 tỷ VNĐ trong giai đoạn FY2024-FY2026.



Hình. Đơn giá xây dựng (USD/m2) trung bình các quốc gia trong khu vực ASEAN cao hơn so với Việt Nam, đặc biệt ở loại hình xây dựng dân dụng và công nghiệp.



Nguồn: CTD, Arcadis, BSC Research dự báo

2. Biên lợi nhuận gộp dần cải thiện hơn so với FY2023 chủ yếu nhờ gia tăng tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp.

BSC dự phóng biên lợi nhuận gộp của CTD cải thiện lên mức 2.7% vào FY2024 (tăng 0.5 điểm % yoy) và 3.0% vào FY2025 (tăng 0.3 điểm % yoy) nhờ:

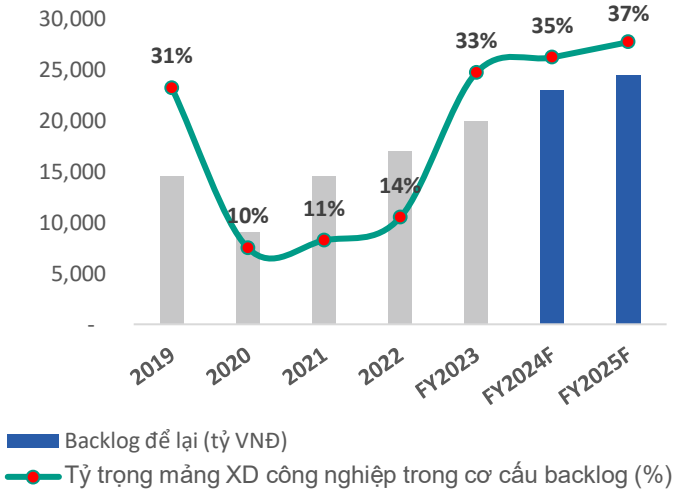
(1) Gia tăng tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp trong cơ cấu backlog. Như đã đề cập ở mục 1, tỷ trọng của mảng xây dựng công nghiệp hiện chiếm tới 33% cơ cấu backlog của CTD, và dự báo sẽ duy trì ở mức >35% trong các năm tới. Theo ước tính của BSC, trong điều kiện thị trường lý tưởng, biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng công nghiệp có thể cao hơn 2-3 điểm % so với mảng xây dựng dân dụng, và 4-5 điểm % so với mảng xây dựng hạ tầng nhờ **(i)** Kĩ thuật thi công đơn giản hơn, **(ii)** Giá trị thầu tốt hơn do các chủ đầu tư FDI thường quan tâm nhiều về năng lực của nhà thầu hơn là đặt nặng yếu tố về giá;

(2) Tối ưu hóa chi phí nguyên vật liệu nhờ hình thành chuỗi cung ứng với các nhà thầu phụ và đối tác cung cấp. BSC cho rằng việc tối ưu hóa chuỗi cung ứng sẽ mang lại kết quả tích cực cho tất cả các bên tham gia, bao gồm Nhà thầu chính, Nhà thầu phụ, cũng như Đơn vị cung cấp nguyên vật liệu;

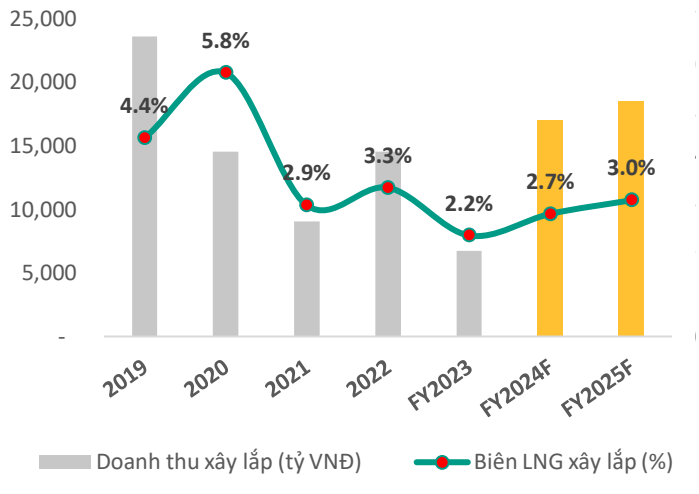
(3) Thị trường BĐS kỳ vọng phục hồi trong 2024-2025 sau hàng loạt chính sách hỗ trợ của Chính phủ.

Trong dài hạn, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp của CTD có thể đạt mức 4%, thấp hơn 3 điểm % so với mức trung bình giai đoạn tăng trưởng mạnh của CTD từ 2015 - 2019, để **(1)** Phản ánh mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt của ngành xây dựng và **(2)** Thể hiện quan điểm thận trọng của chúng tôi trong việc định giá cổ phiếu này.

Hình. Tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp trong cơ cấu backlog tăng lên mức 33% kể từ cuối FY2023.



Hình. … Sẽ giúp cho biên LNG xây lắp của CTD được cải thiện lên mức 2.7% vào FY2024 và 3.0% vào FY2025.



Nguồn: CTD, BSC Research dự báo

3. Giảm trích lập dự phòng khoản phải thu.

Trong quá trình tái cơ cấu, kể từ năm 2020, CTD đã tiến hành đánh giá lại các khoản phải thu và thực hiện trích lập đối với các khoản nợ có tính rủi ro cao. Tính đến hết Q1.FY2024, CTD đã trích lập khoảng 930 tỷ VNĐ, trong đó chủ yếu bao gồm các khoản nợ lớn của Tân Hoàng Minh, CTCP Đầu tư Minh Việt và Vạn Thịnh Phát. Theo kế hoạch của công ty, khoản phải thu của 16 dự án tồn đọng từ thời BLĐ cũ dự kiến sẽ được trích lập đến 98% vào cuối năm 2023.

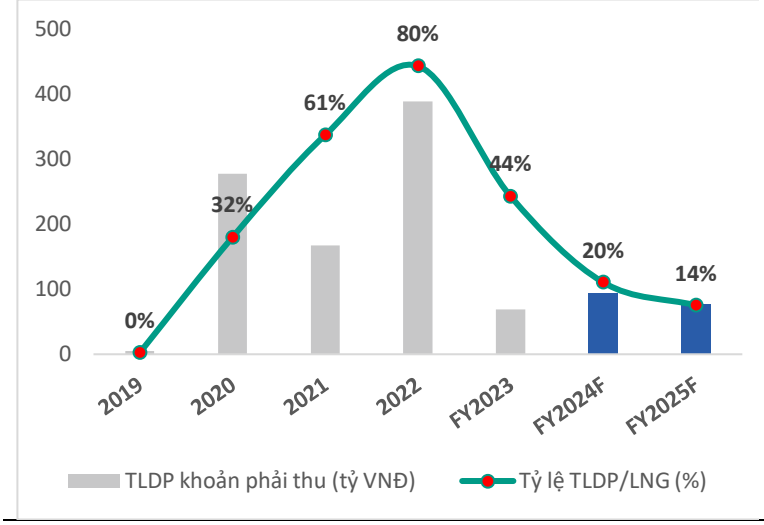
BSC đánh giá khả năng phải trích lập các khoản phải thu đối với các dự án mới mà CTD triển khai trong giai đoạn sắp tới là thấp nhờ **(1)** Quy trình lựa chọn nhà thầu minh bạch và kỹ càng của công ty, **(2)** CTD tập trung ký kết hợp đồng mới theo mô hình fast-track giúp giảm thiểu rủi ro và đảm bảo tiến độ thanh toán cho nhà thầu.

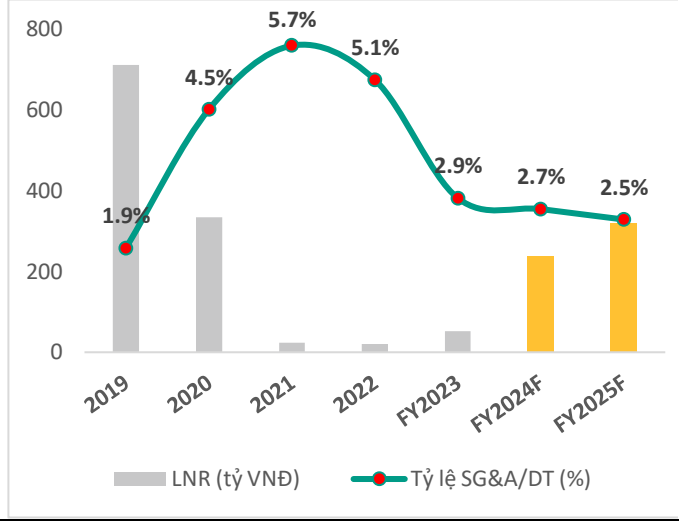
BSC thận trọng dự báo mức trích lập dự phòng của CTD trong năm FY2024 và FY 2025 giảm còn lần lượt 94 tỷ VNĐ và 77 tỷ VNĐ dựa trên **(1)** Kế hoạch trích lập dự phòng cho các dự án thuộc giai đoạn trước mà công ty đã công bố, **(2)** Tỷ lệ trích lập dự phòng cho backlog ghi nhận mới chiếm khoảng 0.2% doanh thu xây lắp, tương đương với trung bình giai đoạn ổn định 2015-2019 của CTD. Qua đó, **lợi nhuận ròng của CTD sẽ tăng +354% yoy trong FY2024 (tăng +1,024% so với năm 2022) và tăng +35% yoy trong FY2025.**

Nếu loại bỏ các khoản trích lập dự phòng, lợi nhuận ròng của CTD sẽ tăng +196% yoy trong FY2024 (tăng +22% so với năm 2022) và tăng +22% yoy trong FY2025.

Hình. Trích lập dự phòng của CTD dự báo giảm còn 94 tỷ VNĐ và 77 tỷ VNĐ vào FY2024 và FY2025 …

Hình … Giúp cho lợi nhuận ròng FY2024 tăng +354% yoy (tăng +1,024% so với năm 2022), FY2025 tăng +35% yoy.





Nguồn: CTD, BSC Research dự báo

Các dự án đã trích lập dự phòng của CTD

TT	Dự án	Chủ đầu tư	Khoản trích lập dự phòng (tỷ VNĐ)
1	D'Capitale	Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt	484
2	Tricon Towers	CTCP Đầu tư Minh Việt	122
3	Alpha Hill	Vạn Thịnh Phát	34
4	IFC Tower One	Vạn Thịnh Phát	8
5	Kenton Node	Công ty TNHH XDSXTM Tài nguyên	60
6	Khác		341

Nguồn: CTD,BSC Research tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong FY2024, BSC dự báo CTD ghi nhận DTT đạt 17,027 tỷ VND (+152% yoy, +17% so với năm 2022), LNST-CĐTS đạt 236 tỷ VND (+354% yoy, +1,024% so với năm 2022), tương đương EPS fwd = 2,383 VND/CP, P/E fwd = 26x, P/B fwd = 0.7x, dựa trên các giả định sau:

- **Doanh thu xây lắp đạt 17,000 tỷ VNĐ (+153% yoy, +17% so với năm 2022)**, nhờ ghi nhận 50% giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ FY2023 (20,000 tỷ VNĐ), và 35% giá trị hợp đồng ký mới (20,000 tỷ VNĐ);
- **Biên lợi nhuận gộp đạt 2.8%, tăng 0.5 điểm % yoy** nhờ **(1)** Tăng tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp trong cơ cấu backlog, **(2)** Tối ưu hóa chi phí nguyên vật liệu nhờ hình thành chuỗi cung ứng với các nhà thầu phụ và đối tác cung cấp, **(3)** Thị trường BĐS kỳ vọng phục hồi trong 2024-2025 sau hàng loạt chính sách hỗ trợ của Chính phủ;
- **Biên lợi nhuận ròng đạt 1.4%, tăng 0.6 điểm % yoy,** nhờ giảm trích lập dự phòng khoản phải thu xuống còn 94 tỷ VNĐ.

Kế hoạch của CTD cho FY2024: DTT = 17,793 tỷ VNĐ, LNST = 274 tỷ VNĐ. So với kế hoạch mà CTD đưa ra, thì dự báo của BSC thận trọng hơn do chúng tôi chưa có đầy đủ thông tin về tiến độ ghi nhận doanh thu từ backlog của CTD. Tuy nhiên giá trị backlog lớn chuyển tiếp từ FY2023 là cơ sở để BSC dự phóng KQKD khả quan cho CTD trong FY2024.

Hình 1: Dự báo Kết quả kinh doanh năm tài chính 2024.

KQKD	2021	2022	FY2023	FY2024F
Doanh thu thuần	**9,078**	**14,537**	**6,744**	**17,027**
Hợp đồng xây dựng	*9,054*	*14,519*	*6,731*	*17,000*
Cho thuê thiết bị xây dựng	*1*	*10*	*7*	*14*
Cho thuê văn phòng	*9*	*10*	*6*	*12*
Khác	*14*	*-*	*-*	*1*

Lãi gộp	**275**	**487**	**157**	**473**
Hợp đồng xây dựng	*262*	*477*	*150*	*459*
Cho thuê thiết bị xây dựng	*0*	*7*	*4*	*7*
Cho thuê văn phòng	*4*	*4*	*3*	*7*
Khác	*10*	-	-	-
Thu nhập tài chính	277	381	179	397
Chi phí tài chính	(13)	(163)	(67)	(106)
Trong đó: Chi phí lãi vay	*(1)*	*(79)*	*(50)*	*(106)*
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	(30)	(24)	(7)	-
Chi phí BH	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(516)	(735)	(193)	(452)
Lãi từ HĐKD	(7)	(53)	69	312
Thu nhập khác, ròng	45	88	-	-
LNTT	38	35	**69**	**312**
Thuế TNDN	(14)	(14)	(17)	(76)
LNST	**24**	**21**	**52**	**236**
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-
LNST Công ty mẹ	24	21	**52**	**236**
Biên lợi nhuận gộp	**3.0%**	**3.3%**	**2.3%**	**2.8%**
Hợp đồng xây dựng	*2.9%*	*3.3%*	*2.2%*	*2.7%*
Cho thuê thiết bị xây dựng	*-242.1%*	*48.2%*	*53.3%*	*53.3%*
Cho thuê văn phòng	*86.3%*	*63.5%*	*52.6%*	*52.6%*
Khác	*66.3%*	*100%*	-	-
Biên lợi nhuận ròng	**0.3%**	**0.1%**	**0.8%**	**1.4%**

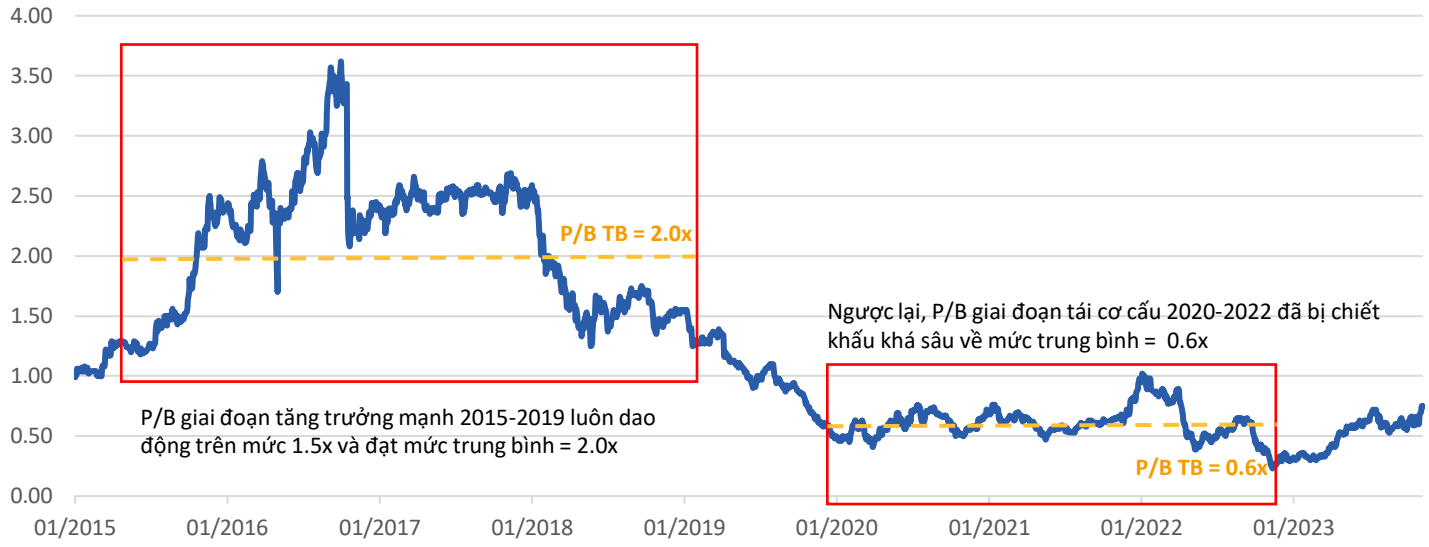
Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Trong giai đoạn cơ cấu lại bộ máy lãnh đạo 2020-2022**, định giá của CTD đã bị chiết khấu xuống mức nền rất thấp với P/B trung bình chỉ đạt mức 0.6x.** Với các luận điểm về tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận mạnh trở lại của CTD như đã trình bày ở trên, cùng với việc chiến lược kinh doanh dưới thời ban lãnh đạo mới dần được định hình và cho thấy kết quả tích cực, chúng tôi vẫn cho rằng CTD xứng đáng có một mức định giá tốt hơn.

Mặc dù vậy, BSC cũng cho rằng **CTD khó có thể đạt được mức nền lợi nhuận cao như giai đoạn tăng trưởng mạnh trong quá khứ 2015-2019 (P/B trung bình = 2.0x)** do **(1)** Môi trường cạnh tranh của ngành xây dựng ngày càng căm go hơn khiến cho giá thầu và biên lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp trong ngành bị thu hẹp, **(2)** Việc thay đổi chủ sở hữu khiến cho CTD không có được lợi thế về mối quan hệ với một số chủ đầu tư, **(3)** Thị trường xây dựng công nghiệp tại Việt Nam còn khá eo hẹp do các nhà đầu tư lớn thường cũng sẽ có công ty xây lắp riêng để thực hiện công trình cho mình. Vì vậy, khả năng duy trì thị phần mảng xây dựng công nghiệp của CTD sau khi kết thúc dự án nhà máy LEGO, sẽ phải cần thời gian để kiểm chứng. Do đó, CTD cũng sẽ khó có thể đạt được mức định giá cao như giai đoạn trước.

Hình. Tỷ lệ P/B của CTD



Nguồn: BCTC công ty, BSC Research

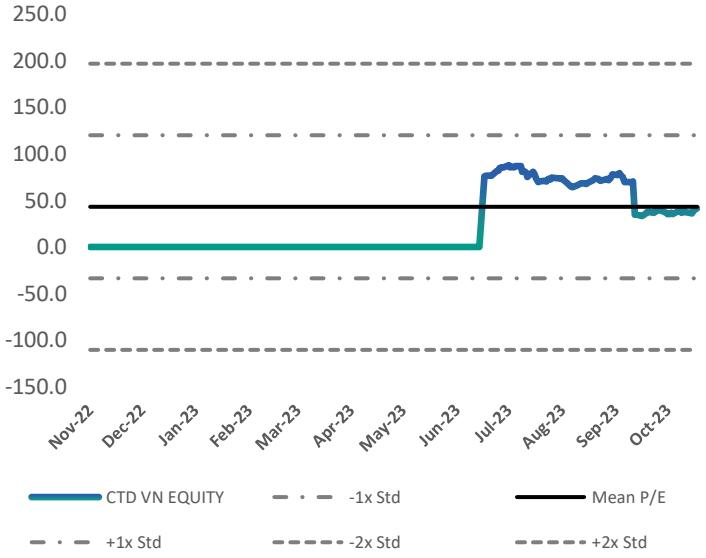
Tổng hợp lại, BSC thận trọng cho rằng mức định giá với **P/B mục tiêu = 0.9x** là phù hợp đối với CTD ở thời điểm hiện tại. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **CTD** với giá trị hợp lý cho FY2024 là **78,700 VNĐ/CP (Upside 26% so với giá đóng cửa ngày 13/11/2023),** dựa trên hai phương pháp định giá P/B và FCFF với tỷ trọng 50%-50%. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu WACC = 14% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn = 2%.

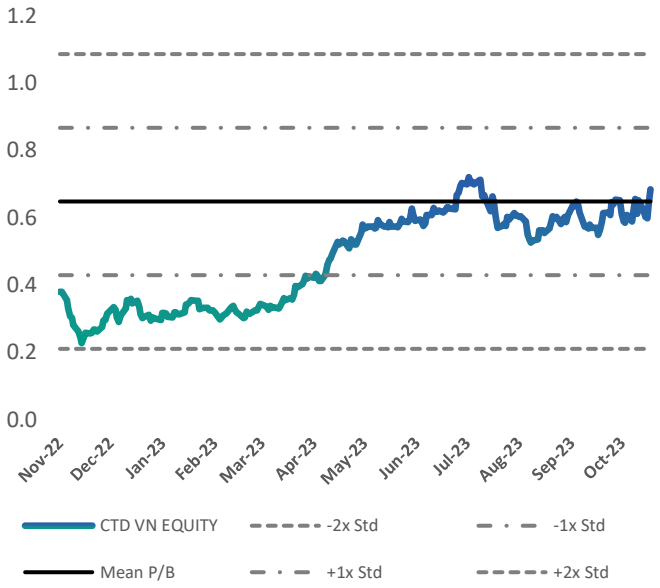
Hình. Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Định giá
P/B	
BVPS FWD FY2024	85,748
P/B mục tiêu	0.9
Định giá	**77,200 VNĐ/CP**
Tỷ trọng	50%
FCFF	
Giá trị hiện tại của FCFF	5,188
(+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn	4,021
(-) Nợ vay	1,242
Giá trị VCSH	7,967
Số lượng cổ phiếu lưu hành	99,216,719
Định giá	**80,300 VNĐ/CP**
Tỷ trọng	50%
Giá mục tiêu trung bình	**78,700 VNĐ/CP**
Upside (so với giá đóng cửa ngày 13/11/2023)	**26%**

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình. Stock P/E **Hình. Stock P/B**





Nguồn: CTD, BSC Research

V. RỦI RO

1. Chi phí trích lập dự phòng khoản phải thu có thể tăng cao hơn kỳ vọng.

2. Khó khăn của thị trường bất động sản kéo dài có thể ảnh hưởng đến giá trị backlog kí mới, qua đó ảnh hưởng đến dự báo doanh thu và lợi nhuận của CTD.

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2021	2022	FY2023	FY2024
Doanh thu thuần	**9,078**	**14,537**	**6,744**	**17,027**
Giá vốn hàng bán	(8,803)	(14,050)	(6,588)	(16,554)
Lợi nhuận gộp	275	487	157	473
Chi phí bán hàng	-	-	(0)	0
Chi phí QLDN	(516)	(735)	(193)	(452)
Lãi/Lỗ HĐKD	**(271)**	**(272)**	**(43)**	**21**
Doanh thu tài chính	277	381	179	397
Chi phí tài chính	(13)	(163)	(67)	(106)
Chi phí lãi vay	(1)	(79)	(50)	(106)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	(30)	(24)	(7)	-
Lãi/lỗ khác	45	88	0	-
Lợi nhuận trước thuế	38	35	69	312
Thuế thu nhập DN	(14)	(14)	(17)	(75)
LN sau thuế	**24**	**21**	**52**	**237**
CĐTS	0	0	(0)	1
LNST-CĐTS	24	21	52	236
EPS	323	280	707	2,383

LCTT (tỷ VND)	2021	2022	FY2023	FY2024
Lỗ/LNTT	**38**	**35**	**69**	**312**
Khấu hao và phân bổ	105	106	51	126
Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu động	252	388	61	245
LCTT từ HĐKD	**421**	**(1,627)**	**931**	**(57)**
Tiền chi mua TSCĐ	(47)	(195)	(40)	(26)
LCTT từ HĐ Đầu tư	**(681)**	**733**	**(235)**	**161**
Tiền chi trả cổ tức	(74)	-	-	-
Tiền từ vay ròng	-	1,074	117	47
LCTT từ HĐTC	**(253)**	**1,073**	**122**	**47**
Dòng tiền đầu kỳ	1,397	885	1,064	1,883
Tiền trong kỳ	(512)	180	818	151
Dòng tiền cuối kỳ	**885**	**1,064**	**1,883**	**2,033**

CĐKT (tỷ VND)	2021	2022	FY2023	FY2024
Tiền và TĐ tiền	885	1,064	1,883	2,034
Đầu tư ngắn hạn	2,401	1,778	2,180	1,987
Phải thu ngắn hạn	7,425	11,235	12,079	12,715
Tồn kho	1,692	2,838	3,148	3,264
TS ngắn hạn khác	349	549	593	682
TS ngắn hạn	12,751	17,465	19,883	20,682
TS cố định	531	560	523	425
TS dở dang dài hạn	185	25	33	33
ĐT dài hạn	335	311	304	304
TS dài hạn khác	82	165	182	229
TS dài hạn	1,174	1,502	1,491	1,536
Tổng TS	**13,925**	**18,967**	**21,375**	**22,218**
Phải trả người bán	3,133	5,189	5,196	5,689
Vay ngắn hạn	2	553	697	725
Nợ ngắn hạn khác	2,540	4,485	6,710	6,775
Tổng Nợ ngắn hạn	5,675	10,227	12,603	13,188
Vay dài hạn	-	524	498	518
Nợ dài hạn khác	3	2	3	4
Tổng Nợ dài hạn	3	527	500	521
Tổng Nợ	**5,677**	**10,753**	**13,103**	**13,709**
Vốn góp	793	788	788	1,036
Thặng dư vốn CP	3,039	3,019	2,958	2,958
LN để lại	315	336	388	377
Vốn chủ khác	4,046	4,070	4,136	4,136
CĐTS	55	1	1	1
Tổng Vốn CSH	8,248	8,214	8,272	8,508
Tổng nguồn vốn	**13,925**	**18,967**	**21,375**	**22,218**
Số lượng CP lưu hành (tr)	74	74	74	99

Chỉ số (%)	2021	2022	FY2023	FY2024
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	2.25	1.71	1.58	1.57
Hệ số TT nhanh	3.21	1.74	1.50	1.54
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	0.41	0.57	0.61	0.62
Hệ số Nợ/VCSH	0.69	1.31	1.58	1.61
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	59	166	71	67
Số ngày phải thu	227	609	250	235
Số ngày phải trả	108	288	120	120
CCC	178	487	201	182
Tỉ suất lợi nhuận				
LN gộp	3.03%	3.35%	2.32%	2.78%
LNST	0.27%	0.14%	0.78%	1.39%
ROE	0.29%	0.25%	0.63%	2.78%
ROA	0.17%	0.11%	0.25%	1.06%
Định giá				
P/E	338.8	117.3	75.3	26.1
P/B	1.0	0.3	0.6	0.7
P/S	0.9	0.2	1.4	0.4
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-38%	60%	-54%	152%
Tăng trưởng LNTT	-91%	-9%	98%	353%
Tăng trưởng EPS	-92%	-13%	153%	237%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>