

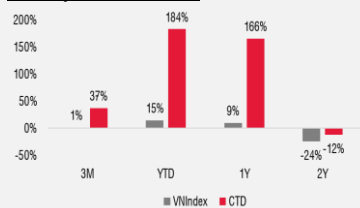
CTCP Xây dựng COTECCONS (CTD: HOSE)

Ngày báo cáo: 09/01/2024
Ngành: XÂY DỰNG
CVPT: Võ Thanh Hằng
Email: hangvt1@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8709

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**
Giá mục tiêu 1Y: **75.600 Đồng**
Giá CP ngày 09/01/2024: 69.800 Đồng
% Tăng giá: **+8,3%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 288
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 7.044
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 99
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 1.614.260
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 71/24,8
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 98,7
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 44,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Xây dựng Cotec (CTD: HOSE) là tập đoàn xây dựng tư nhân hàng đầu tại Việt Nam. CTD tiền thân là Công ty xây dựng của Bộ Xây dựng Việt Nam. Năm 2014, CTD được cổ phần hóa với vốn điều lệ 15,2 tỷ đồng. Qua 11 năm, CTD đã đạt mức tăng trưởng ấn tượng gấp 40 lần từ 300 tỷ đồng lên hơn 12.000 tỷ đồng vào năm 2015.

Lợi nhuận năm 2024 phục hồi mạnh sau tái cơ cấu

Kết quả kinh doanh: Trong quý 1 năm tài chính 2024 (Q1/FY2024), CTD công bố doanh thu đạt 4.124 tỷ đồng (tăng 14,1% so với quý trước và tăng 32,5% svck) và LNTT đạt 86 tỷ đồng (tăng 118,9% so với quý trước, mặc dù công ty ghi nhận lỗ trong Q1/FY2023). Về khả năng sinh lời, CTD đạt biên lợi nhuận gộp là 2,4% và biên lợi nhuận trước thuế là 2,1% trong Q1/FY2024).

Triển vọng công ty:

Trước những điều kiện đầy thách thức, tăng trưởng backlog trong Q1/FY2024 cho thấy khả năng phục hồi mạnh mẽ cho cả năm 2024. Tổng backlog của công ty đạt 24 nghìn tỷ đồng trong đó 40% từ mảng xây dựng khu dân dụng và 20% từ mảng xây dựng công nghiệp. Ngoài ra, CTD đặt mục tiêu hướng tới thị trường quốc tế và biên lợi nhuận ròng dự kiến đạt mức tối đa là 3%.

Cơ cấu bảng cân đối kế toán đặt ra những ưu và nhược điểm cho hoạt động hiện tại. CTD duy trì trạng thái thanh khoản cao đồng thời tăng cường hoạt động tại thị trường bất động sản và hợp tác với chủ đầu tư thông qua nhiều phương thức khác nhau. Với một mức độ rủi ro nhất định liên quan đến thị trường bất động sản dân dụng và các chủ đầu tư, trong kịch bản xác suất thấp có thể xuất hiện một khoản nợ xấu tiềm ẩn mới cần phải xóa. Chất lượng các khoản phải thu đã được cải thiện khi CTD đã gần hoàn tất việc trích lập dự phòng đối với các khoản nợ xấu. Khả năng hoàn nhập dự phòng thấp.

Ước tính: Cho năm 2024, chúng tôi ước tính backlog bình quân cho CTD là 26 nghìn tỷ đồng và doanh thu thuần là 16,25 nghìn tỷ đồng (tăng 12% so với doanh thu thuần năm 2022). Theo đó, chúng tôi ước tính LNTT đạt khoảng 341 tỷ đồng (so với 35 tỷ đồng vào năm 2022), mang lại biên LNTT là 2,1%. Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng trong Q2/FY2024 là 100 tỷ đồng (tăng 60% so với quý trước).

Luận điểm đầu tư: Chúng tôi sử dụng các phương pháp định giá DCF (69.983 đồng) và P/B (81.309 đồng) với trọng số tương đương, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 12 tháng là **75.600 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 8%, theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CTD.

Giá cổ phiếu đã phục hồi mạnh trong năm 2023 sau khi giảm mạnh khoảng 70% trong năm 2022. Bên cạnh sự phục hồi tích cực của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2023, giá cổ phiếu CTD phục hồi mạnh chủ yếu là do khả năng phục hồi lợi nhuận trong năm 2023 và 2024, nhờ tăng trưởng doanh thu cải thiện và hoàn tất việc dự phòng nợ khó đòi sau 2 năm (2021-2022). Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng hiện tại của giá cổ phiếu phản ánh một phần kỳ vọng của thị trường về mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong năm 2024, mặc dù công ty chỉ đang ở quý hai của năm tài chính. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025 sẽ trở về mức bình thường, khoảng 18% svck. Điều này giải thích quan điểm TRUNG LẬP của chúng tôi đối với cổ phiếu.

Rủi ro:

- Yếu tố hỗ trợ tăng giá chính đến từ tốc độ tăng trưởng của tổng backlog vượt kỳ vọng của chúng tôi.
- Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) chậm giải quyết các nghĩa vụ liên quan đến giao dịch liên quan đến các đơn vị có quan hệ với hội đồng quản trị tiền nhiệm. (2) nợ xấu mới phát sinh trong giai đoạn 2024-2025.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	FY23	FY24F	FY25F
Doanh thu thuần	14.620	9.087	14.540	6.748	16.250	17.387
Tăng trưởng DTT	-38,4%	-37,8%	60,0%	-53,6%	140,8%	7,0%
Lợi nhuận gộp	856	269	487	157	406	435
Biên lợi nhuận gộp	5,9%	3,0%	3,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Thu nhập tài chính	228	277	381	179	305	336
Chi phí tài chính	0	-13	-163	-67	-102	-109
SG&A	-656	-516	-735	-193	-325	-313
Thu nhập ròng khác	27	52	88	0	57	57
LNTT	428	38	35	69	341	405
Lợi nhuận ròng	335	24	21	52	259	307
Tăng trưởng LN ròng	-52,9%	-92,7%	-14,4%	151,1%	395,7%	18,8%
EPS (VND)	4.439	328	282	711	3.524	4.187

Nguồn: CTD, SSI dự phóng; lưu ý: năm 2023 là năm chuyển đổi niên độ tài chính nên chỉ kéo dài từ tháng 1 - tháng 6/2023; niên độ tài chính 2024 từ tháng 7/2023-tháng 6/2024.

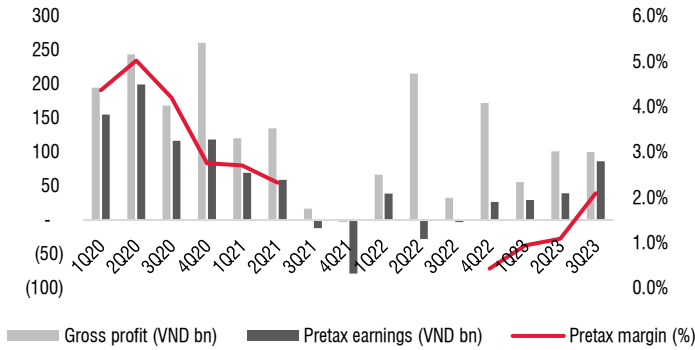
KQKD Q1/FY2024

	1Q FY24	1Q FY23	YoY	4Q FY23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận		
							1Q FY24	1Q FY23	4Q FY23
Doanh thu thuần	4.124	3.113	32,5%	3.615	14,1%	23%			
Lợi nhuận gộp	100	33	204,9%	101	-0,8%		2,4%	1,1%	2,8%
Lợi nhuận hoạt động	110	-2	n/a	64	72,6%		2,7%	n/a	1,8%
EBIT	110	22	412,1%	65	70,4%		2,7%	0,7%	1,8%
EBITDA	110	49	125,6%	89	23,9%		2,7%	1,6%	2,5%
Lợi nhuận trước thuế	86	-3	n/a	39	118,9%	31%	2,1%	n/a	1,1%
Lợi nhuận ròng	67	-4	n/a	30	121,1%		1,6%	n/a	0,8%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	67	-4	n/a	30	121,1%		1,6%	n/a	0,8%

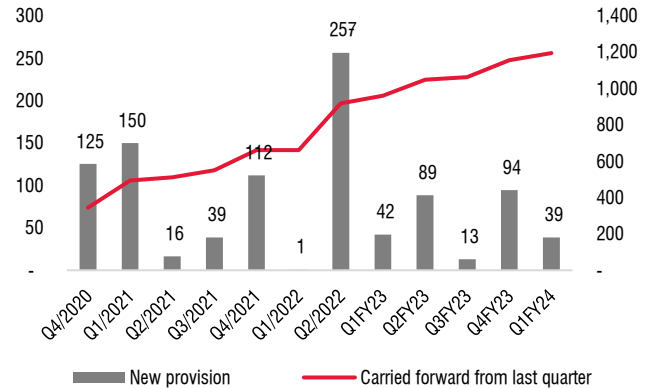
Nguồn: CTD, SSI

Trong Q1/FY2024, CTD công bố doanh thu đạt 4.124 tỷ đồng (tăng 14,1% so với quý trước và tăng 32,5% svck) và LNTT đạt 86 tỷ đồng (tăng 118,9% so với quý trước, mặc dù công ty ghi nhận lỗ trong Q1/FY2023), theo đó, CTD đã lần lượt hoàn thành 23% và 31% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế cho cả năm FY2024 được đặt ra tại ĐHCĐ. Hiện tại CTD đã ghi nhận lũy kế 2 nghìn tỷ đồng doanh thu từ dự án LEGO (dự án có giá trị hợp đồng đã ký giai đoạn 1 là 10 nghìn tỷ đồng, tương đương 400 triệu USD). Ngoài sự phục hồi về doanh thu, CTD còn ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về LNTT trong Q1/FY2024, chủ yếu do dự phòng nợ khó đòi giảm. Cụ thể, trong quý, CTD đã phân bổ 39 tỷ đồng cho dự phòng nợ khó đòi (giảm 7% svck và giảm 58,5% so với quý trước), theo đó, chi phí dự phòng lũy kế cho các khoản phải thu đạt khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng (trong đó 30% đến từ khoản phải thu liên quan đến chủ đầu tư Tân Hoàng Minh). Theo kế hoạch kinh doanh năm tài chính 2024, công ty có kế hoạch xóa 50 tỷ đồng nợ xấu phải thu trong các quý còn lại của năm.

Biểu đồ 1: Các chỉ số lợi nhuận theo quý của CTD



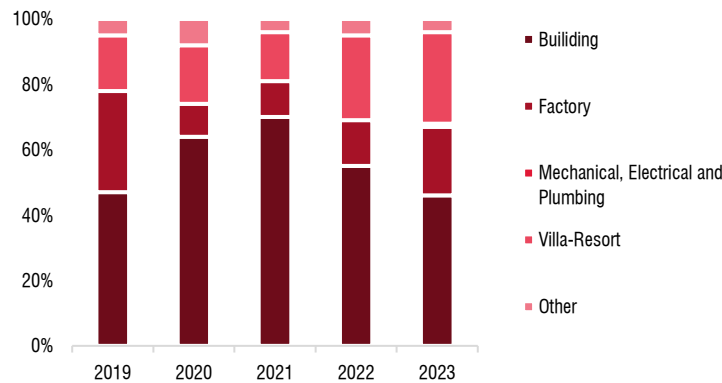
Biểu đồ 2: Dự phòng nợ khó đòi của CTD theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: CTD, SSI

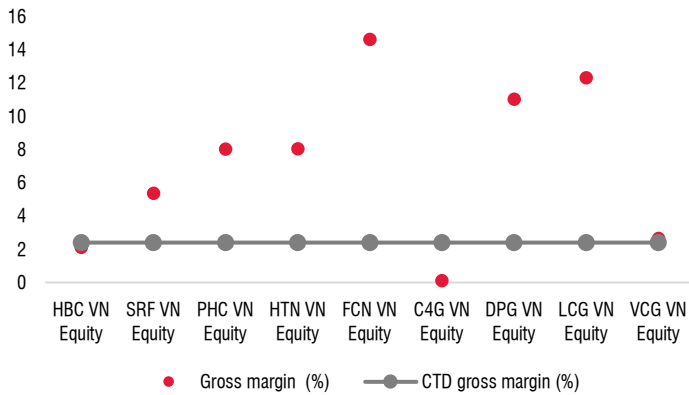
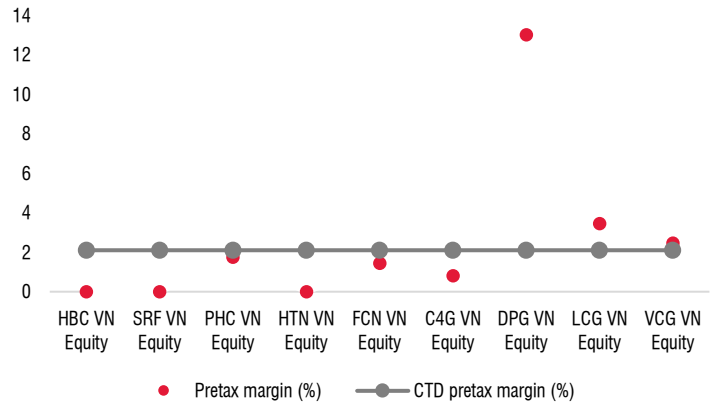
Về khả năng sinh lời, CTD đạt biên lợi nhuận gộp là 2,4% và biên lợi nhuận trước thuế là 2,1% trong Q1/FY2024. Theo CTD, các chỉ số này đã cải thiện đáng kể so với năm trước chủ yếu là do doanh thu phục hồi khi tỷ trọng các dự án xây dựng công nghiệp cao hơn (từ khoảng 15% đến 20%) vốn có biên lợi nhuận cao hơn so với các dự án xây dựng dân dụng.

Biểu đồ 3: Cơ cấu backlog của CTD



Nguồn: CTD, SSI

Khi so sánh với các công ty xây dựng trong nước khác, biên lợi nhuận trước thuế của CTD trong Q1/FY2024 khá tích cực, mặc dù biên lợi nhuận gộp thấp hơn. Điều này có thể 1 phần do chi phí tài chính thấp từ hệ số đòn bẩy của công ty ở mức thấp, cụ thể, số dư nợ của công ty ở mức 1,13 nghìn tỷ đồng (trên tổng tài sản là 20 nghìn tỷ đồng), thấp hơn số dư tiền mặt là 2,5 nghìn tỷ đồng.

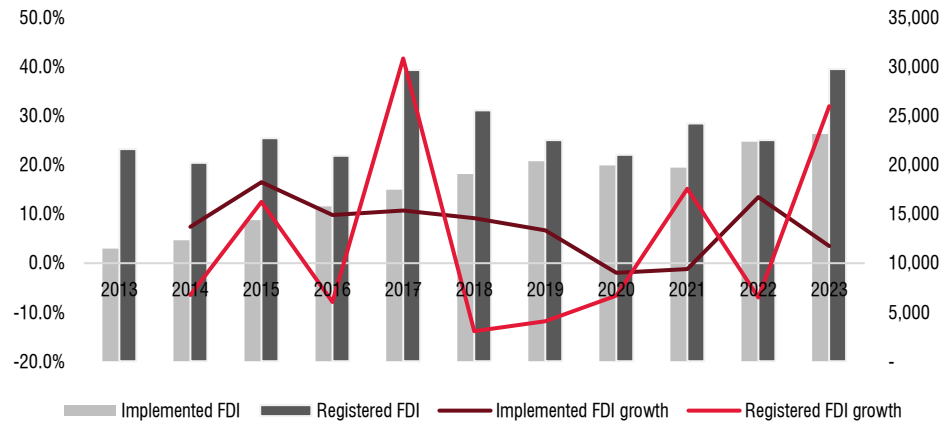
Biểu đồ 4: Biên lợi nhuận gộp của các công ty xây dựng trong Q1/FY2024**Biểu đồ 5: Biên lợi nhuận trước thuế của các công ty xây dựng trong Q1/FY2024**

Nguồn: Bloomberg, SSI tổng hợp

Triển vọng công ty

Trước những điều kiện đầy thách thức, tăng trưởng backlog trong Q1/FY2024 cho thấy khả năng phục hồi mạnh mẽ cho cả năm 2024. Trong Q1/FY2024, tổng backlog của công ty đạt 24 nghìn tỷ đồng, tăng 20% so với đầu niên độ tài chính cuối tháng 6/2023). Trong đó, mảng xây dựng dân dụng chiếm 40% backlog và mảng xây dựng công nghiệp chiếm khoảng 20%.

- Mảng xây dựng dân dụng** vẫn đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu khi chiếm khoảng 40% tổng doanh thu. Liên quan đến một dự án mới đáng chú ý, CTD mới đây công bố đấu thầu thành công dự án khu đô thị - TTC Plaza Đà Nẵng (TTC Land). Giá trị chính xác của hợp đồng này vẫn chưa được công bố. Điều đáng chú ý là dự án Emerald 68 (dự án nhà ở với tổng vốn đầu tư khoảng 1.645 nghìn tỷ đồng) đã được khởi động vào tháng 11.
- Đối với mảng xây dựng công nghiệp**, dự án LEGO vẫn là dự án lớn nhất hiện tại. Do tỷ lệ bàn giao đạt 30% vào cuối tháng 11/2023, chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ ghi nhận phần doanh số bán hàng còn lại vào doanh thu trong năm 2024 và Q1/FY2025, khoảng 7 nghìn tỷ đồng (300 triệu USD). Ngoài ra, công ty con của CTD (Unicons) đã trúng thầu dự án mở rộng nhà máy Heineken Đà Nẵng vào tháng 12. Giá trị của hợp đồng cũng chưa được tiết lộ. Ngoài ra, CTD gần đây đã công bố kế hoạch mua lại một công ty máy móc và thiết bị, do đó, chúng tôi cho rằng công ty sẽ theo đuổi các thương vụ thu mua khác trong tương lai, phù hợp với trọng tâm chiến lược của họ là xây dựng công nghiệp.

Biểu đồ 6: Tăng trưởng FDI đăng ký và thực hiện ở Việt Nam trong giai đoạn 2014-2023 (tỷ đồng)

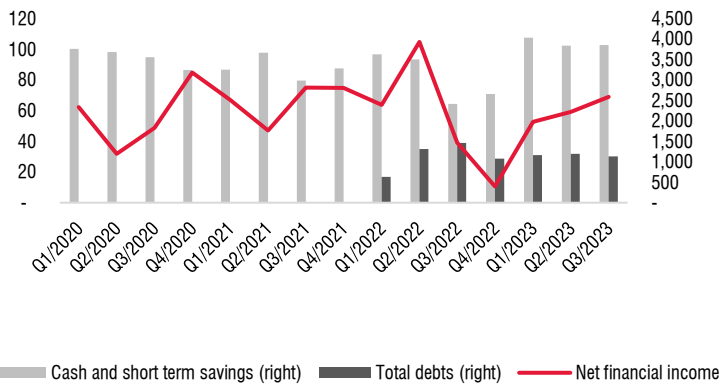
Nguồn: Tổng cục thống kê, SSI tổng hợp

- Ngoài thị trường trong nước, CTD còn đặt mục tiêu vươn ra thị trường quốc tế (như thị trường Đông Nam Á, Ả Rập Saudi, Ukraine). Biên lợi nhuận ròng của thị trường này dự kiến tối đa khoảng 3%, so với biên lợi nhuận hiện tại của thị trường trong nước là khoảng 2-2,5% (trong đó biên lợi nhuận ròng chung ước tính khoảng 1,5% cho mảng xây dựng dân dụng và khoảng 3% cho mảng xây dựng công nghiệp). Việc mở rộng là cần thiết để đảm bảo tăng trưởng, đặc biệt là trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trên thị trường xây dựng trong nước. Do thị trường quốc tế vẫn chưa đóng góp đáng kể vào giá trị backlog và doanh thu, chúng tôi sẽ theo dõi và cập nhật khi có những thay đổi đáng kể trong cơ cấu doanh thu của CTD.

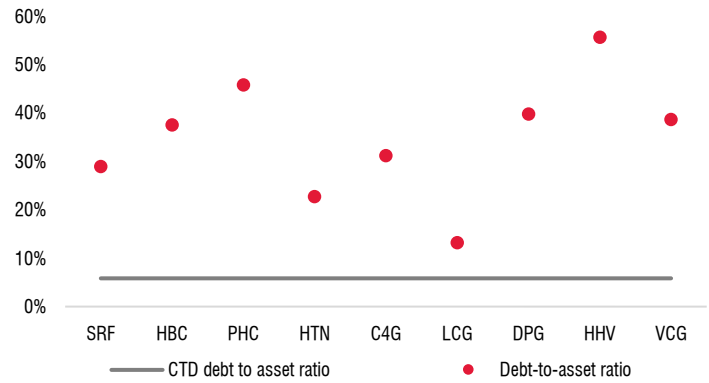
Cấu trúc bảng cân đối kế toán đặt ra cả ưu và nhược điểm đối với hoạt động hiện tại của công ty

- CTD sở hữu lượng đáng kể tài sản có thanh khoản cao nhưng rủi ro liên quan đến các khoản hợp tác với chủ nhà đầu tư với các nhà phát triển bất động sản đang tăng lên.**
 - Vị thế tiền mặt cao (3,8 nghìn tỷ đồng) mang lại cho CTD lợi thế cạnh tranh nhờ khả năng thanh toán tốt và ít phụ thuộc vào vốn vay.
 - Các khoản hợp tác kinh doanh với các chủ đầu tư bất động sản hiện tại tiềm ẩn rủi ro và cũng có thể dẫn đến việc tăng nợ của CTD trong tương lai. Theo đó, CTD đã ký kết hợp đồng cho vay và hợp tác với các chủ đầu tư bất động sản với tổng giá trị trên 1 nghìn tỷ đồng (chiếm khoảng 5% tổng tài sản), cụ thể:
 - Dự án Emerald 68 (8.000 m2 tại tỉnh Bình Dương) của chủ đầu tư Lê Phong với tổng vốn đầu tư khoảng 2 nghìn tỷ đồng.* CTD hiện đang tài trợ 140 tỷ đồng và sẽ nhận 49% lợi nhuận hình thành trong tương lai của dự án (tương đương lãi suất khoảng 12-15%, dự kiến ghi nhận vào năm 2026).
 - Chủ đầu tư Quốc Lộc Phát của Dự án Metropole Thủ Thiêm (diện tích 7,6 ha tọa lạc tại TP.HCM, tổng vốn đầu tư khoảng 7.500 tỷ đồng).* Khoản cho vay trị giá 350 tỷ đồng với lãi suất cho vay 11%.

Biểu đồ 7: Tình hình tài chính của CTD (tỷ đồng)



Biểu đồ 8: Hệ số nợ/tài sản của các doanh nghiệp xây dựng



Nguồn: CTD, SSI

- **Chất lượng các khoản phải thu được cải thiện do CTD đã gần hoàn tất việc trích lập đáng kể dự phòng nợ xấu. Khả năng hoàn nhập dự phòng thấp.**
 - Công ty có kế hoạch trích lập 90 tỷ đồng dự phòng cho năm 2024, thấp hơn so với mức dự phòng 150 tỷ đồng và 450 tỷ đồng đã ghi nhận trong năm 2021 và 2022. Khả năng ghi nhận hoàn nhập dự phòng của công ty là tương đối thấp khi các chủ đầu tư của các dự án này vẫn đang gặp khó khăn trong khả năng thanh toán hay đang vướng phải những vấn đề pháp lý nghiêm trọng.
 - Nhắc lại, CTD đã trích lập dự phòng phải thu khó đòi phát sinh trong giai đoạn 2017-2019 tại 16 dự án kể từ Q4/2020. Đến nay giá trị trích lập lũy kế đã lên tới 1.200 tỷ đồng, tương ứng với gần 100% nợ khó đòi cho các dự án này.
 - Ở kịch bản xấu nhất khi các đối tác là các đơn vị phát triển bất động sản gặp khó khăn trong vấn đề thanh toán công nợ, giá trị dự phòng bổ sung có thể đạt 300-500 tỷ đồng trong 2-3 năm tới.

Ước tính: Năm 2024, chúng tôi ước tính backlog trung bình của CTD là 26 nghìn tỷ đồng, so với giá trị hiện tại là 24 nghìn tỷ đồng. Các dự án nổi bật có đóng góp doanh thu đáng kể trong năm 2024 ở mảng xây dựng công nghiệp là dự án LEGO, dự án mở rộng nhà máy Heineken Đà Nẵng, trong khi các dự án ở mảng xây dựng dân dụng bao gồm dự án Golden Crown Residences (Doji Land), dự án Sky Forest Residency Ecopark – CT6, dự án Emerald 68, dự án Khu đô thị Legacy (tập đoàn Trung Thủy) và Vincom Grand park Q9.

Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần năm FY2024 tăng 12% so với năm 2022, đạt 16,25 nghìn tỷ đồng (chúng tôi so sánh với năm 2022 vì năm tài chính 2023 là năm chuyển đổi niên độ tài chính chỉ có 6 tháng). Theo đó, chúng tôi ước tính LNTT đạt 341 tỷ đồng (so với 35 tỷ đồng vào năm 2022), tương đương biên lợi nhuận trước thuế là 2,1%. Ngoài backlog và doanh thu tăng trưởng, lợi nhuận phục hồi mạnh còn nhờ dự phòng nợ xấu giảm đáng kể trong những năm tới.

Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng Q2/FY2024 đạt 100 tỷ đồng (tăng 60% so với quý trước).

Tỷ đồng	2020	2021	2022	FY23	FY24F	FY25F
Doanh thu thuần	14.620	9.087	14.540	6.748	16.250	17.387
<i>Tăng trưởng DTT</i>	-38,4%	-37,8%	60,0%	-53,6%	140,8%	7,0%
Lợi nhuận gộp	856	269	487	157	406	435
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	5,9%	3,0%	3,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Thu nhập tài chính	228	277	381	179	305	336
Chi phí tài chính	0	-13	-163	-67	-102	-109
SG&A	-656	-516	-735	-193	-325	-313
Thu nhập ròng khác	27	52	88	0	57	57
LNTT	428	38	35	69	341	405
Lợi nhuận ròng	335	24	21	52	259	307
<i>Tăng trưởng LN ròng</i>	-52,9%	-92,7%	-14,4%	151,1%	395,7%	18,8%
EPS (VND)	4.439	328	282	711	3.524	4.187

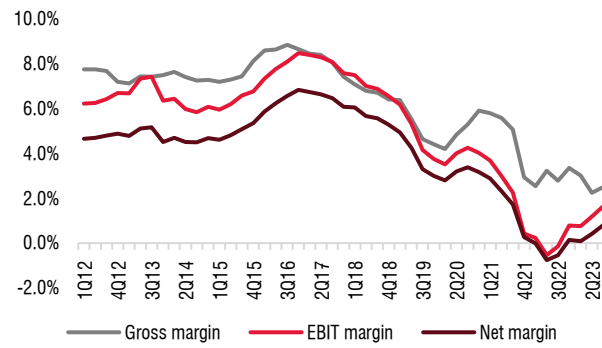
Nguồn: CTD, SSI dự phóng; lưu ý: năm 2023 là năm chuyển đổi niên độ tài chính nên chỉ kéo dài từ tháng 1- tháng 6/2023.

Luận điểm đầu tư

Trong bối cảnh cạnh tranh trong ngành gay gắt và nhu cầu thấp trong lĩnh vực xây dựng dân dụng, việc duy trì được tăng trưởng backlog là dấu hiệu tích cực cho thấy lợi nhuận của CTD đang phục hồi. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận của ngành xây dựng đang bị thu hẹp, khi biên lợi nhuận ròng giảm từ mức 4-6% trong giai đoạn 2012-2016 xuống còn khoảng 2% trong các năm trở lại đây. Chúng tôi cho rằng sự suy giảm này khó có thể đảo ngược do cạnh tranh và tính chất phân mảnh cao. Khả năng sinh lời tổng thể thấp khiến việc đầu tư vào các cổ phiếu xây dựng kém hấp dẫn hơn so với các ngành khác và các phương thức đầu tư khác có rủi ro thấp hơn. Vì vậy mà nhóm cổ phiếu này thường giao dịch ở mức P/B thấp hơn 1, và CTD cũng không ngoại lệ.

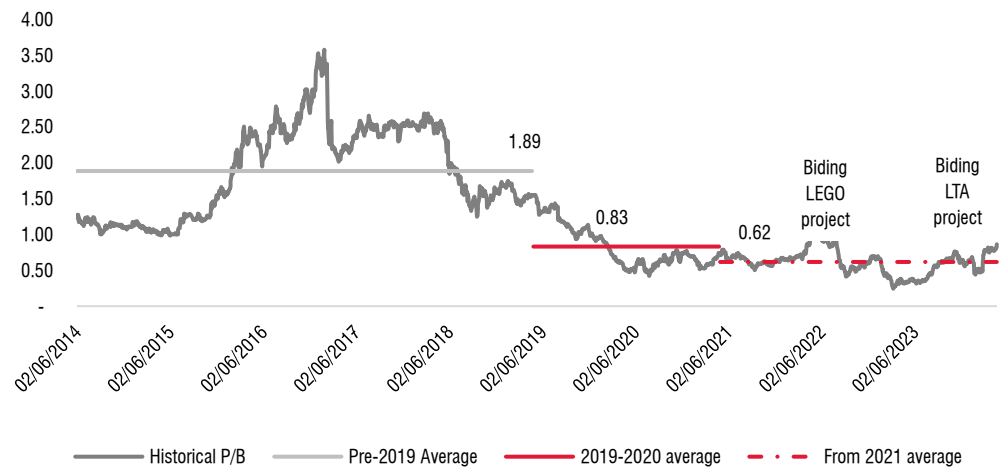
Định giá

Chúng tôi ước tính EPS và BVPS năm 2024 lần lượt là 3.524 đồng và 116.156 đồng, CTD đang giao dịch ở mức P/E là 20x và P/B là 0,6x. Dựa trên mức định giá của các công ty cùng ngành và kèm theo chiết khấu cho những rủi ro không được định lượng trong ước tính, chúng tôi cho rằng mức P/B 0,7x là khá hợp lý, tương ứng với giá hợp lý là 81.309 đồng.

Biểu đồ 9: Biên lợi nhuận gộp, EBIT và LN ròng của CTD

CP	P/B TTM
LLM	0,84
FCN	0,89
HBC	6,81
PHC	0,54
C47	0,62
SCI	0,65
C32	0,44
Bình quân	1,5x
Bình quân (trừ HBC)	0,6x

Nguồn: CTD, Bloomberg, SSI dự báo

Biểu đồ 10: P/B TTM của CTD từ năm 2014

Nguồn: Bloomberg, SSI ước tính

Phương pháp DCF

Triệu đồng	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EBIT	114.000	118.907	442.692	516.121	588.204
<i>Thuế DN hiện hành (%)</i>	<i>40,3%</i>	<i>24,0%</i>	<i>24,0%</i>	<i>24,0%</i>	<i>24,0%</i>
Cộng: Khấu hao	25.891	50.553	57.272	62.934	65.479
Trừ: CAPEX	-75.583	-40.090	-50.000	-50.000	-50.000
Trừ: Thay đổi WC	1.155.799	-1.033.619	-212.191	259.200	277.344
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	-986.279	1.214.582	655.725	245.771	284.924
Giá trị cuối					2.189.476
Giá trị hiện tại	-945.862	1.040.215	501.518	167.866	173.793
Giá trị hiện tại cuối cùng					1.335.493
Tổng giá trị doanh nghiệp					5.168.927
Giá trị doanh nghiệp					5.168.927
Giá mục tiêu					69.983

Nguồn: CTD, SSI ước tính

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/B và DCF với trọng số tương đương và đưa ra mức giá mục tiêu 12 tháng là **75.600 đồng/cổ phiếu**, tương đương tiềm năng tăng giá là 8%, theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CTD.

Phương pháp	Định giá (VND)	Tỷ trọng
DCF	69.983	50%
P/B	81.309	50%
Giá mục tiêu (12T)	75.646	

Nguồn: SSI; Lưu ý: Giá mục tiêu được làm tròn xuống thành 75.600 đồng.

Giá cổ phiếu đã phục hồi mạnh trong năm 2023 sau khi giảm mạnh khoảng 70% trong năm 2022. Bên cạnh sự phục hồi tích cực của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2023, giá cổ phiếu CTD phục hồi mạnh chủ yếu là do khả năng phục hồi lợi nhuận trong năm 2023 và 2024, nhờ tăng trưởng doanh thu cải thiện và hoàn tất việc dự phòng nợ khó đòi sau 2 năm (2021-2022). Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng hiện tại của giá cổ phiếu phản ánh một phần kỳ vọng của thị trường về mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong năm 2024, mặc dù công ty chỉ đang ở quý hai của năm tài chính. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025 sẽ trở về mức bình thường, khoảng 18% svck. Điều này giải thích quan điểm TRUNG LẬP của chúng tôi đối với cổ phiếu.

Rủi ro:

- Yêu tố hỗ trợ tăng giá chính đến từ tốc độ tăng trưởng của tổng backlog vượt kỳ vọng của chúng tôi.
- Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) chậm giải quyết các nghĩa vụ liên quan đến giao dịch liên quan đến các đơn vị có quan hệ với hội đồng quản trị tiền nhiệm. (2) nợ xấu mới phát sinh trong giai đoạn 2024-2025.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.064	1.883	2.318	2.251
+ Đầu tư ngắn hạn	1.778	2.180	2.205	2.205
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	11.235	12.079	10.205	10.919
+ Hàng tồn kho	2.838	3.148	5.025	5.712
+ Tài sản ngắn hạn khác	549	593	614	657
Tổng tài sản ngắn hạn	17.465	19.884	20.367	21.744
+ Các khoản phải thu dài hạn	403	399	451	483
+ GTCL Tài sản cố định	560	523	373	362
+ Bất động sản đầu tư	38	50	32	29
+ Tài sản dài hạn dở dang	25	33	33	33
+ Đầu tư dài hạn	311	304	304	304
+ Tài sản dài hạn khác	165	182	186	198
Tổng tài sản dài hạn	1.502	1.491	1.377	1.409
Tổng tài sản	18.967	21.375	19.313	20.378
+ Nợ ngắn hạn	10.227	12.603	10.186	10.899
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>553</i>	<i>697</i>	<i>624</i>	<i>667</i>
+ Nợ dài hạn	527	500	597	638
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>524</i>	<i>498</i>	<i>591</i>	<i>632</i>
Tổng nợ phải trả	10.753	13.103	10.782	11.537
+ Vốn góp	788	788	788	788
+ Thặng dư vốn cổ phần	3.019	2.958	2.958	2.958
+ Lợi nhuận chưa phân phối	336	388	647	957
+ Quý khác	4.070	4.137	4.137	4.137
Vốn chủ sở hữu	8.214	8.272	8.530	8.841
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	18.967	21.375	19.313	20.378
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-325	931	466	-103
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-663	-235	-50	-50
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	632	122	20	85
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-356	818	436	-67
Tiền đầu kỳ	885	1.064	1.883	2.318
Tiền cuối kỳ	529	1.883	2.318	2.251
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,71	1,58	1,74	1,73
Hệ số thanh toán nhanh	1,38	1,28	1,45	1,41
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,28	0,32	0,44	0,41
Nợ ròng / EBITDA	-3,11	-1,99	-1,79	-1,77
Khả năng thanh toán lãi vay	1,44	2,37	4,34	4,74
Ngày phải thu	227	609	243,7	219,6
Ngày phải trả	108,1	287,7	113,9	104,6
Ngày tồn kho	58,8	165,8	64,3	56
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,43	0,39	0,44	0,43
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,57	0,61	0,56	0,57
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,31	1,58	1,26	1,3
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,13	0,14	0,14	0,15
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,07	0,08	0,07	0,08

Nguồn: CTD, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	14.540	6.748	16.250	17.387
Giá vốn hàng bán	-14.050	-6.588	-15.844	-16.953
Lợi nhuận gộp	487	157	406	435
Doanh thu hoạt động tài chính	381	179	305	339
Chi phí tài chính	-163	-67	-102	-109
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-735	-193	-325	-313
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	-54	69	284	352
Thu nhập khác	88	0	57	57
Lợi nhuận trước thuế	35	69	341	408
Lợi nhuận ròng	21	52	259	310
Lợi nhuận chia cho cổ đông	21	52	259	310
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	282	711	3.524	4.225
Giá trị sổ sách (VND)	111.846	112.633	116.156	120.382
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	114	119	443	518
EBITDA	140	169	500	581
Tăng trưởng				
Doanh thu	60,0%	-53,6%	140,8%	7,0%
EBITDA	-2,7%	21,1%	195,0%	16,1%
EBIT	190,3%	4,3%	272,3%	16,9%
Lợi nhuận ròng	-14,4%	151,1%	395,7%	19,9%
Vốn chủ sở hữu	-0,4%	0,7%	3,1%	3,6%
Vốn điều lệ	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	36,2%	12,7%	-10,4%	5,6%
Định giá				
P/E	244	96,7	19,5	16,3
P/B	0,3	0,6	0,6	0,6
Giá/Doanh thu	0,3	0,7	0,3	0,3
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	19,3	15,9	5,4	4,6
EV/Doanh thu	0,2	0,4	0,2	0,2
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	-2,4%	-0,9%	1,3%	1,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	0,1%	0,8%	1,6%	1,8%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	5,1%	2,9%	2,0%	1,8%
ROE	0,3%	0,6%	3,1%	3,6%
ROA	0,1%	0,3%	1,3%	1,6%
ROIC	0,8%	1,0%	3,5%	4,0%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Xây dựng

Võ Thanh Hằng

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

Hangvt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietltt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043