

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG COTECCONS (HSX: CTD)

Đình Hải Lương

Chuyên viên phân tích

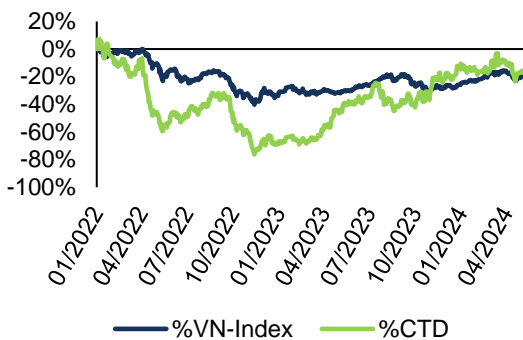
 Email: luongdh@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4312

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Biến động giá VNINDEX và CTD từ 2022


Giá hiện tại:

68.100
Khuyến nghị

Giá mục tiêu:

81.350
MUA

Tăng/(giảm):

+19%

VIẾT TIẾP CÂU CHUYỆN RIÊNG

9T FY24, CTD ghi nhận 14.449 tỷ đồng doanh thu (+16% YoY) và 241 tỷ đồng LNST (gấp ~5 lần so với cùng kỳ), đạt lần lượt 72% và 83% KH FY24. Cho cả năm 2024, CTD đặt kế hoạch 20.000 – 20.500 tỷ doanh thu (~111% YoY) và 288 – 296 tỷ LNST (~402% YoY). Chúng tôi dự phóng CTD sẽ đạt được 20.427 tỷ doanh thu và 290 tỷ LNST, tương đương 102% và 101% KH, dựa trên giả định (1) tỷ lệ ghi nhận backlog ~85% và đóng góp từ các dự án xây dựng công nghiệp ~45% (cao hơn ~10 đpt so với năm 2023), (2) biên lợi nhuận gộp đạt 3,4%, cao hơn ~1,4 đpt YoY khi phản ánh các hợp đồng có giá thầu tốt hơn.

Khuyến nghị: Bằng phương pháp định giá FCFE và FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của CTD là **81.350 VND/cp** (+19% so với giá đóng cửa ngày 09/05/2024) và đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu CTD.

Các luận điểm chính như sau:

- Tăng trưởng doanh thu khả quan nhờ tăng tỷ trọng các dự án xây dựng công nghiệp trong bối cảnh xây dựng dân dụng âm ảm:** Vốn FDI thực hiện tại Việt Nam dự kiến tiếp tục tăng trưởng 5% trong năm 2024, theo IMF. Tỷ trọng các dự án xây dựng công nghiệp trong doanh thu năm 2023 của CTD đạt 35%, cao hơn ~15 đpt so với cùng kỳ nhờ (1) năng lực thi công tốt và (2) áp dụng ESG vào hoạt động xây dựng, trong bối cảnh các chủ đầu tư FDI chú tâm tới hoạt động phát triển bền vững. Giá trị backlog dự phóng đạt 24.665 tỷ đồng vào cuối FY24 (~150% doanh thu năm dương lịch 2023), trong đó đóng góp ~45% đến từ các dự án xây dựng công nghiệp.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện ~1,4 đpt từ mức rất thấp:** 9T FY24, CTD đạt biên lợi nhuận gộp 3,4%, cao hơn ~1,4 đpt so với cùng kỳ ở mức 2%, do (1) các dự án ký với giá thầu thấp giai đoạn 2021 – 2022 đang dần tiến đến giai đoạn kết thúc xây dựng và (2) các dự án xây dựng công nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao hơn các dự án dân dụng dần phản ánh kể từ năm 2023.
- Tình hình tài chính an toàn đảm bảo nguồn vốn thực hiện dự án:** CTD sở hữu lượng tiền mặt lớn ~2.382 tỷ đồng (chiếm 11% tổng tài sản cuối Q3 FY24), tương quan với 1.478 tỷ đồng nợ ngắn hạn và (2) lãi tiền gửi gấp ~1,8 lần chi phí lãi vay do gửi tiết kiệm tại ngân hàng và vay nợ ngắn hạn để chủ động hơn trong việc quản lý dòng tiền giữa các lần thanh toán của chủ đầu tư. 9T FY24, lãi tiền gửi của CTD đạt 117 tỷ đồng, gấp 1,8 lần chi phí lãi vay ở mức 66 tỷ đồng.

Rủi ro đầu tư: CTD có biên LNST khá mỏng (giai đoạn 9T FY24 chỉ đạt 1,6%) và dễ bị tác động bởi (1) đặc trưng ngành xây dựng có biên lợi nhuận gộp thấp và (2) chi phí dự phòng tăng cao nếu ký kết các gói thầu giá thấp và quản trị rủi ro không hiệu quả.

Thông tin giao dịch
09/05/2024

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Giá hiện tại (VND/cp) | 68.100 |
| Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp) | 77.000 |
| Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp) | 43.500 |
| Số lượng CP niêm yết (cp) | 103.633.261 |
| Số lượng CP lưu hành (cp) | 99.216.718 |
| KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày) | 1.063.984 |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) | 45,20 |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 6.786 |
| EPS Trailing 12 tháng (VND/cp) | 1.647 |
| P/E Trailing 12 tháng | 41,52 |

Tổng quan doanh nghiệp

| | |
|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Tên | CTCP Xây dựng Coteccons |
| Địa chỉ | Tòa nhà Coteccons, 236/6 Điện Biên Phủ, Phường 17, Quận Bình Thạnh, TP. Hồ Chí Minh |
| Hoạt động kinh doanh chính | Thi công xây dựng công trình dân dụng và công nghiệp |
| Chi phí chính | Nguyên vật liệu |
| Rủi ro chính | Biến động BLNG và chi phí dự phòng |

Cơ cấu cổ đông (09/05/2024)
(%)

| | |
|--------------------------------|--------|
| Kustoshem Pte Ltd | 17,89% |
| CT TNHH MTV KD & ĐT Thành Công | 14,40% |
| The8th Pte Ltd | 10,62% |
| VinaCapital Fund | 5,26% |
| Khác | 49,91% |

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T FY24

Kết quả kinh doanh của CTD trong 09 tháng đầu năm tài chính 2024¹ khả quan, chủ yếu đến từ (1) doanh thu tăng do nguồn công việc dồi dào và (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện.

Bảng 1. Kết quả kinh doanh 9T FY24 của CTD ghi nhận sự tăng trưởng mạnh

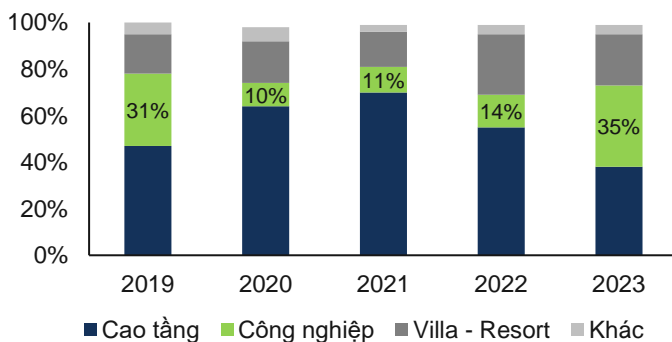
| Đơn vị: Tỷ VND | 9T FY24 (01/07/2023 – 31/03/2024) | 01/07/2022 – 31/03/2023 | % YoY | %KH FY24 |
|--------------------------------|--------------------------------------|----------------------------|-----------------|------------|
| Doanh thu thuần | 14.449 | 12.473 | +16% | 72% |
| Giá vốn hàng bán | 13.959 | 12.213 | +14% | |
| Lợi nhuận gộp | 490 | 260 | +88% | |
| <i>Biên LNG</i> | 3,4% | 2,0% | +1,4 đpt | |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 386 | 358 | +8% | |
| Lợi nhuận thuần từ HĐKD | 104 | -98 | N/A | |
| Doanh thu tài chính | 210 | 238 | -12% | |
| Chi phí tài chính | 75 | 136 | -45% | |
| - Trong đó: Chi phí lãi vay | 67 | 74 | -9% | |
| Lợi nhuận trước thuế | 312 | 53 | +4.886% | |
| Lợi nhuận sau thuế TNDN | 241 | 38 | +5.342% | 83% |

Nguồn: BCTC CTD, FPTIS tổng hợp

Trong đó:

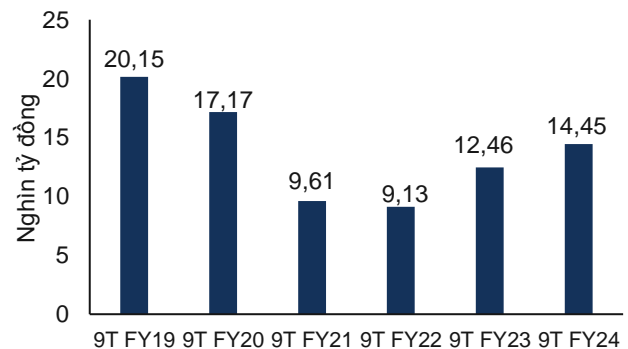
- Doanh thu đạt 14.449 tỷ đồng**, tăng 16% YoY và đạt 72% [KH năm tài chính sửa đổi](#): CTD tăng trưởng doanh thu khá tốt do sở hữu nguồn công việc lớn từ các dự án xây dựng công nghiệp, khi xây dựng dân dụng gặp khó khăn² do thị trường bất động sản dân dụng ảm đạm. Giá trị hợp đồng kí mới 9T FY24 ~19.000 tỷ đồng, giúp CTD đạt được backlog tại đầu năm 2024 là ~24.000 tỷ đồng, gấp 1,45 lần doanh thu xây dựng 12T2023. Cụ thể, tỷ lệ backlog mảng công nghiệp đạt ~35%, từ trung bình ~10% của giai đoạn 2020 – 2022.

Biểu đồ 1. Xây dựng công nghiệp chiếm tỷ trọng lớn hơn trong backlog của CTD



Nguồn: CTD

Biểu đồ 2. Doanh thu xây dựng 9T FY24 ghi nhận sự tăng trưởng khả quan



Nguồn: CTD

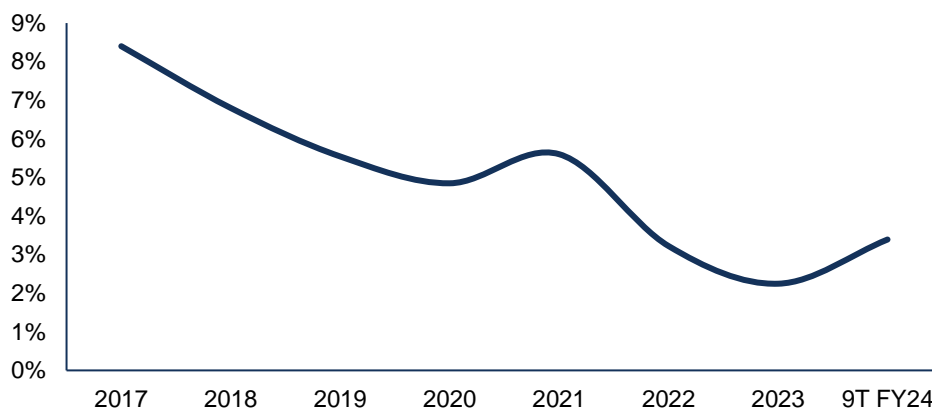
¹ Từ năm 2023, CTD thay đổi niên độ năm tài chính. Năm tài chính mới bắt đầu từ 01/07/2023 – 30/06/2024.

² Nhóm này đạt tăng trưởng doanh thu -23% trong năm 2023.

Chúng tôi đánh giá, CTD dành được các hợp đồng xây dựng công nghiệp lớn với lợi thế là một trong số ít những nhà thầu áp dụng tiêu chuẩn ESG vào hoạt động xây dựng, trong bối cảnh các chủ đầu tư FDI chú tâm tới hoạt động phát triển bền vững (xem [Phụ lục](#)). Nhờ đó, doanh nghiệp đã thắng được nhiều hợp đồng xây dựng lớn như tổng thầu xây dựng nhà máy Lego tại Bình Dương (tổng mức đầu tư 1,3 tỷ USD) và Suntory Pepsico tại Long An (tổng mức đầu tư 300 triệu USD). Với dự án Lego, hiện CTD đã thực hiện 50% sản lượng và ghi nhận 30% doanh thu giai đoạn 1 (ước tính ~2.400 tỷ đồng). Chúng tôi ước tính, doanh nghiệp sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu ~1.500 tỷ đồng trong FY24 và 2.500 tỷ đồng trong 6T FY25 khi hoàn thành xây dựng giai đoạn 1 nhà máy vào T12/2024.

- Lợi nhuận gộp** đạt 490 tỷ đồng, tăng 88% YoY. Biên lợi nhuận gộp CTD đạt 3,4%, cải thiện 1,4 đpt so với cùng kỳ từ mức 2%. Tuy vậy, mức biên gộp hiện tại còn là khá khiêm tốn so với mức 5-7% của nhóm các doanh nghiệp xây dựng dân dụng. Theo CTD, doanh nghiệp đã chịu nhiều khó khăn trong giai đoạn 2020 - 2021 như (1) các công trường phải dừng hoạt động do đại dịch COVID-19, (2) biến động thị trường bất động sản làm ảnh hưởng danh tiếng, (3) kí kết các điều khoản thanh toán bất lợi trong hợp đồng xây dựng với các nhà thầu phụ/nhà cung cấp, (4) đơn giá VLXD tăng đột biến. Tuy vậy, các dự án với giá thầu kém thuận lợi đang dần tiến đến giai đoạn kết thúc xây dựng sau 3-4 năm. Chúng tôi cho rằng, BLNG của CTD đã tạo đáy trong năm 2023 sẽ dần được cải thiện do (1) doanh nghiệp đã qua giai đoạn khó khăn về nguồn công việc và (2) các dự án xây dựng công nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao hơn các dự án dân dụng dần phản ánh kể từ năm 2023.

Biểu đồ 3. Biên lợi nhuận gộp CTD (*) liên tục giảm từ 2017 - 2023



Nguồn: CTD

(*) Các năm quá khứ đã được điều chỉnh theo năm tài chính mới

- Chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 386 tỷ đồng**, tăng nhẹ 8% YoY, do tăng trích lập dự phòng những dự án không thực hiện quản trị rủi ro kĩ từ giai đoạn trước 2022. Theo CTD, hiện doanh nghiệp chưa phải trích lập dự án nào thực hiện gần đây.
- Doanh thu tài chính đạt 210 tỷ đồng (-12% YoY)**, trong đó 56% đến từ lãi tiền gửi ngân hàng, đạt ~117 tỷ đồng. Doanh thu tài chính giảm chủ yếu do giảm khoản lãi ghi nhận đầu tư trái phiếu. Theo BCTC 2023Q2, CTD đã giảm lượng trái phiếu nắm giữ, từ 566 tỷ đồng tại 31/12/2022 còn ~94 tỷ đồng vào 30/6/2023.
- Chi phí tài chính đạt 75 tỷ đồng (-45% YoY)**, chủ yếu đến từ (1) chi phí lãi vay giảm và (2) hoàn nhập dự phòng giảm giá các khoản đầu tư. CTD có tiềm lực tài chính tốt do (1) sở hữu lượng tiền mặt lớn ~2.382 tỷ đồng (chiếm 11% tổng tài sản tại thời điểm 31/03/2024), tương quan với 1.478 tỷ đồng nợ ngắn hạn và (2) lãi tiền gửi gấp ~1,8 lần chi phí lãi vay. 9T FY24, lãi tiền gửi của CTD đạt 117 tỷ đồng, gấp 1,8 lần chi phí lãi vay ở mức 66 tỷ đồng.

II. TRIỂN VỌNG VÀ TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

1. Triển vọng và dự phóng kết quả kinh doanh 2024F

1.1. Triển vọng kinh doanh ngắn hạn

Chúng tôi cho rằng, nhờ những lợi thế về (1) có năng lực thi công tốt, (2) lượng tiền mặt lớn đảm bảo nguồn vốn thực hiện dự án và (3) đầu tư vào ESG trong hoạt động xây dựng, CTD sẽ “viết tiếp câu chuyện riêng” so với các doanh nghiệp xây dựng dân dụng khi thị trường bất động sản chỉ được kỳ vọng phục hồi nhẹ trong năm 2024. Cụ thể hơn, chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ kí thêm được 2.000 tỷ đồng trong Q4 FY24 và 25.200 tỷ đồng trong FY25, dựa trên những luận điểm sau:

- Với mảng xây dựng dân dụng, hiện CTD đang áp dụng chiến lược repeat-sales nhằm giảm thiểu rủi ro trích lập dự phòng nợ xấu bằng cách hợp tác với các khách hàng cũ có nền tảng tài chính tốt như Ecopark, Vinhomes, Doji... Cụ thể hơn, CTD đang áp dụng bao thanh toán với các dự án thuộc chủ đầu tư Vinhomes: Ngân hàng thanh toán tiền cho CTD, sau đó chủ đầu tư trả tiền và các chi phí phát sinh khác liên quan cho ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ ghi nhận 11.200 tỷ đồng cho mảng kinh doanh này trong FY24.
- Với mảng xây dựng công nghiệp, chúng tôi cho rằng CTD sẽ tiếp tục ký kết được các dự án mới (ước đạt ~10.500 tỷ đồng) nhờ (1) nhu cầu xây dựng công nghiệp tăng khi nguồn vốn FDI thực hiện tại Việt Nam năm 2024 kỳ vọng tăng trưởng 5% YoY (theo dự báo của IMF), (2) kinh nghiệm thực hiện nhiều dự án công nghiệp lớn, (3) cơ cấu tài chính an toàn và (4) áp dụng ESG đang được các chủ đầu tư FDI đặc biệt quan tâm.

1.2. Dự phóng kết quả kinh doanh FY24F

Vào ngày 25/04/2024, HĐQT CTD đã thông qua kế hoạch tăng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm tài chính 2024, cụ thể như sau:

Bảng 2. CTD thay đổi kế hoạch kinh doanh năm tài chính 2024

| Chỉ tiêu tài chính (Đvt: Tỷ đồng) | Ban đầu | Sửa đổi | Thực hiện cùng kỳ năm trước | KH/TH |
|--------------------------------------|---------|-----------------|--------------------------------|-------|
| Doanh thu | 17.793 | 20.000 – 20.500 | 16.094 | 124% |
| Lợi nhuận sau thuế | 274 | 288 – 296 | 68 | 423% |

Nguồn: CTD

Chúng tôi cho rằng, việc đạt được kế hoạch mới về doanh thu và lợi nhuận là hoàn toàn có cơ sở khi doanh nghiệp đạt lần lượt 72% và 83% kế hoạch năm sau 9T FY24. Cho cả năm tài chính 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của CTD cho FY24 lần lượt là 20.427 tỷ đồng và 290 tỷ đồng (~102% và 101% KH năm). Dự phóng này dựa trên các giả định chính sau:

- Doanh thu FY24 tăng trưởng 27% YoY, tương đương tỷ lệ ghi nhận backlog ~85%. Giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2024 dự kiến đạt 21.000 tỷ đồng, trong đó kỳ vọng ~45% đóng góp từ các dự án công nghiệp (tăng ~10 đpt so với năm 2023).
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến cải thiện ở mức 3,6% trong FY24 khi bắt đầu phản ánh các dự án xây dựng có lợi nhuận tốt hơn ký kết từ 2023.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 573 tỷ đồng, trong đó ước tính chi phí dự phòng đạt 230 tỷ đồng (+15% YoY), cao hơn ~27% kế hoạch doanh nghiệp công bố. Chi phí QLDN còn lại (sau khi loại dự phòng) chiếm khoảng 1,7% doanh thu, dựa theo trung bình quá khứ.

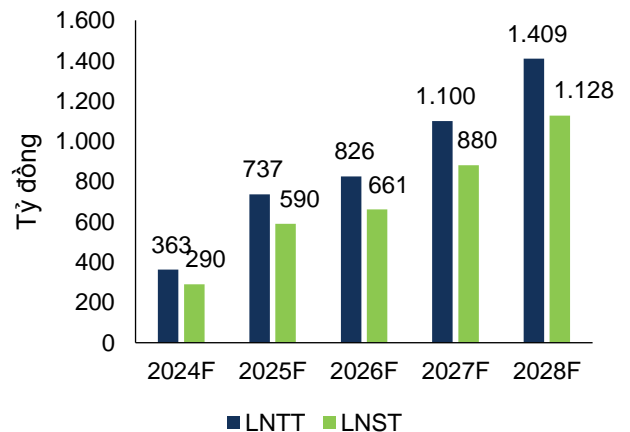
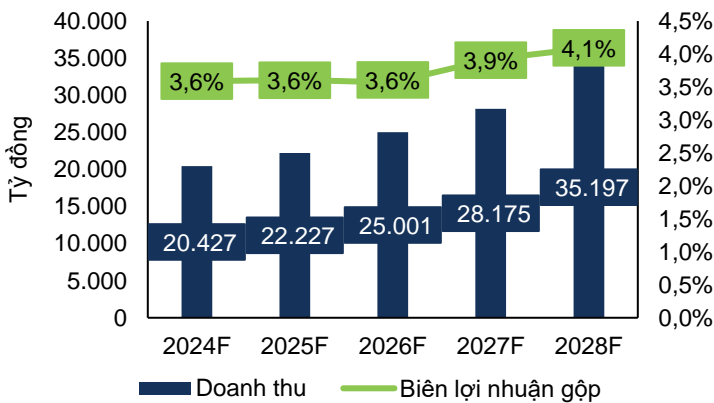
Bảng 3. Dự phóng kết quả kinh doanh CTD FY24F

| Đơn vị: Tỷ VND | FY24F (01/07/2023 – 30/06/2024) | 01/07/2022 – 30/06/2023 | % YoY | %KH |
|-------------------------------------|------------------------------------|----------------------------|--------------|-------------|
| Doanh thu thuần | 20.427 | 16.088 | +27% | 102% |
| Giá vốn hàng bán | 19.694 | 15.727 | +25% | |
| Lợi nhuận gộp | 733 | 361 | +103% | |
| <i>Biên LNG</i> | 3,6% | 2,2% | +1,4 đpt | |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 573 | 479 | +19% | |
| Lợi nhuận/(lỗ) thuần từ HĐKD | 160 | -118 | N/A | |
| Doanh thu tài chính | 278 | 332 | -16% | |
| Chi phí tài chính | 162 | 170 | -4% | |
| - Trong đó: Chi phí lãi vay | 73 | 99 | -26% | |
| Lợi nhuận trước thuế | 363 | 92 | +294% | |
| Lợi nhuận sau thuế TNDN | 290 | 68 | +326% | 100% |

Nguồn: FPT S dự phóng

2. Dự phóng kết quả kinh doanh FY25F – FY28F

Chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của CTD giai đoạn FY25F – FY28F với các thông tin như sau:

Biểu đồ 4. Doanh thu và BLNG dự phóng CTD FY24F – FY28F
Biểu đồ 5. LNTT và LNST CTD FY24F – FY28F

Nguồn: FPT S dự phóng
Nguồn: FPT S dự phóng

Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình giai đoạn 2024F – 2028F là 14,5%, phản ánh vị thế đầu ngành của doanh nghiệp về năng lực xây dựng và tình hình tài chính an toàn. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp sẽ tăng dần từ mức 3,6% trong FY24F và đạt mức 4,1% vào năm 2028, thấp hơn ~3 đpt so với biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2015 – 2019.

Chúng tôi dự phóng dựa trên giả định (1) CTD sẽ duy trì tỷ lệ nợ vay ngắn hạn tương đương 20% vốn lưu động nhằm sử dụng dòng tiền linh hoạt hơn giữa các lần thanh toán của chủ đầu tư và (2) CTD vẫn duy trì được chi phí nợ ngắn hạn thấp hơn lãi tiền gửi trung bình như hiện tại.

3. Triển vọng nhờ đầu tư/mở rộng kinh doanh

Trong năm tài chính 2024, CTD thực hiện nhiều hoạt động nhằm mở rộng lĩnh vực và hoạt động kinh doanh, như đầu tư bất động sản, mua lại 100% 2 công ty trong lĩnh vực xây dựng và định hướng mở rộng sang thị trường nước ngoài.

3.1. Đầu tư bất động sản

Trên BCTC Q3 FY24 xuất hiện 2 khoản tiền thuê đất ~165 tỷ đồng và tiền đặt cọc mua căn hộ ~224 tỷ đồng. Đây là 1 khoản đầu tư của Covestcons (công ty con của CTD) tại dự án 230 Nguyễn Trãi, phường Nguyễn Cư Trinh, Q1, TP.HCM. Về hình thức, Covestcons mua lại căn hộ và đưa lại cho chủ đầu tư vận hành, sau đó sẽ bán ra tại thời điểm hợp lý. Theo chúng tôi tìm hiểu, dự án này sẽ được bàn giao vào tháng 12/2024. Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ ghi nhận doanh thu cho thuê bất động sản từ dự án này trong Q1 FY25 và sẽ đưa vào dự phóng mảng kinh doanh này khi có các thông tin cụ thể hơn.

3.2. Mua lại 02 công ty trong lĩnh vực cơ điện MEP và nhôm kính facade

Đầu tháng 12, CTD mua lại 2 công ty Sinh Nam và UG M&E, hoạt động chính trong lĩnh vực nhôm kính facade và cơ điện MEP. Hai công ty này đã từng hợp tác với CTD ở các dự án xây dựng phân khúc cao cấp. Theo doanh nghiệp, việc mua lại 02 công ty này nhằm mục đích (1) hoàn thiện chuỗi cung ứng để tiến ra thị trường nước ngoài và (2) kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp khi biên lợi nhuận gộp hiện tại ở mức khá thấp (chỉ khoảng 2,5 – 3,5%). Cụ thể hơn, mảng nhôm kính biên lợi nhuận gộp khoảng 15-18% và mảng cơ điện biên lợi nhuận gộp khoảng 6%. Kết quả kinh doanh của 2 công ty con này được ghi nhận từ Q3 FY24.

3.3. Đầu tư ra thị trường nước ngoài

Doanh nghiệp đang nghiên cứu đầu tư ra thị trường nước ngoài theo hướng (1) hợp tác với các chủ đầu tư Việt Nam muốn sang nước ngoài và (2) tiến tới các thị trường lân cận Việt Nam. Hiện CTD đã có 1 vài bước chuẩn bị cho kế hoạch này, như thành lập công ty con vào T10/2023 và công bố nghị quyết thành lập văn phòng đại diện tại Indonesia vào T4/2024. Chúng tôi sẽ cập nhật và đưa vào mô hình dự phóng về mảng kinh doanh này khi có những thông tin cụ thể hơn.

III. RỦI RO ĐẦU TƯ

CTD có biên lợi nhuận sau thuế khá mỏng (giai đoạn 9T FY24 chỉ đạt 1,6%) và dễ bị tác động bởi (1) đặc trưng ngành xây dựng có biên lợi nhuận gộp thấp và (2) chi phí dự phòng tăng cao do việc ký kết các gói thầu giá thấp và quản trị rủi ro không hiệu quả. Chúng tôi dự phóng việc giảm 0,5 đpt biên lợi nhuận gộp khiến lợi nhuận sau thuế FY24 giảm ~ 82 tỷ đồng (tương đương ~28% LNST FY24F).

- **Về biên lợi nhuận gộp:** BLNG 9T FY24 của CTD đạt 3,6% (cao hơn 1,4 đpt so với giai đoạn T7/2022 - T6/2023). Chúng tôi cho rằng rủi ro sụt giảm biên lợi nhuận gộp của CTD là thấp, bất chấp thực trạng cạnh tranh về giá gay gắt trong ngành xây dựng nhờ (1) năng lực xây dựng cao, (2) các hợp đồng giá thầu thấp dần hoàn thành trong năm 2023 – 2024 và (3) chuyển sang các dự án xây dựng công nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao hơn.
- **Về chi phí dự phòng:** Doanh nghiệp dự kiến chi phí dự phòng năm dương lịch 2024 đạt 90 tỷ đồng. Tuy vậy, theo BCTC, hết 3 tháng đầu năm 2024 chi phí dự phòng đã đạt 94 tỷ đồng. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng doanh nghiệp tiếp tục ghi nhận ~49 tỷ đồng chi phí dự phòng trong Q4 FY24 từ các dự án ký kết trước năm 2021. Chúng tôi cho rằng rủi ro phải trích lập dự phòng cho các dự án hiện tại là thấp, khi (1) CTD có các điều khoản thanh toán chặt chẽ hơn (VD áp dụng nghiệp vụ bao thanh toán) và (2) doanh nghiệp chủ yếu thực hiện hợp đồng repeat-sales với các chủ đầu tư lớn có nền tảng tài chính tốt như VHM, Ecopark...

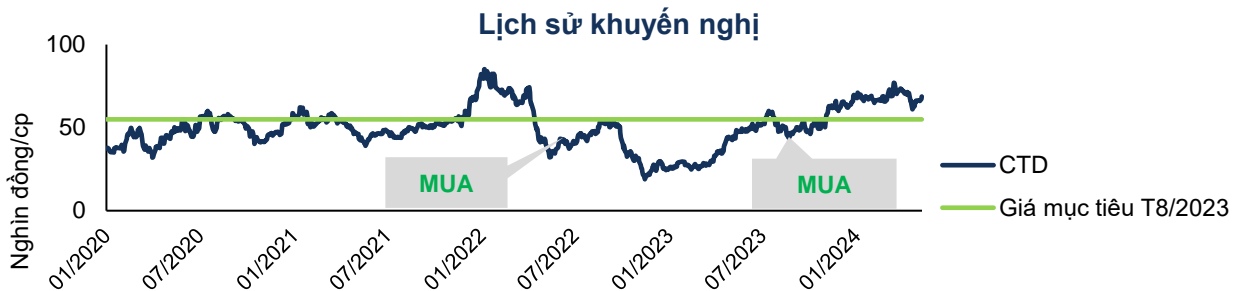
IV. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Bằng phương pháp FCFE và FCFF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu CTD là **81.350 VND/cp** (+19% so với giá đóng cửa ngày 09/05/2024) và khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTD.

1. Kết quả định giá

| STT | Phương pháp định giá | Kết quả | Hệ số |
|-------------------------------------------|-------------------------------------|---------------|-------|
| 1 | Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE) | 80.700 | 50% |
| 2 | Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) | 82.000 | 50% |
| Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp) | | 81.350 | |

2. Lịch sử khuyến nghị



3. Giả định mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

| Giả định mô hình | Giá trị | Giả định mô hình | Giá trị |
|-------------------------------|---------|---------------------------|---------|
| Chi phí sử dụng VCSH | 14,83% | Hệ số beta không đòn bẩy | 1,16x |
| Chi phí nợ sau thuế | 7,7% | Phần bù rủi ro thị trường | 10,37% |
| Chi phí sử dụng vốn bình quân | 14,49% | Tăng trưởng dài hạn | 2,00% |
| Lãi suất phi rủi ro 5 năm | 2,45% | Thời gian dự phóng | 5 năm |

4. Kết quả định giá chiết khấu dòng tiền

| Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Tỷ VND) | Giá trị |
|------------------------------------------------|---------------|
| Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu | 3.940 |
| (+) Tiền và đầu tư tài chính | 4.063 |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số | 0,5 |
| Giá trị vốn chủ sở hữu | 8.003 |
| Số lượng cổ phiếu CTD (triệu cp) | 99,2 |
| Giá mục tiêu (VNĐ/cp) | 80.700 |

| Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Tỷ VND) | Giá trị |
|--------------------------------------------------|---------------|
| Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp | 5.268 |
| (+) Tiền và đầu tư tài chính | 4.063 |
| (-) Vay nợ | 1.195 |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số | 0,5 |
| Giá trị vốn chủ sở hữu | 8.136 |
| Số lượng cổ phiếu CTD (triệu cp) | 99,2 |
| Giá mục tiêu (VNĐ/cp) | 82.000 |

V. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| HĐKD | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------------------|--------------|------------|------------|------------|
| Doanh thu thuần | 16.088 | 20.427 | 22.227 | 25.001 |
| - Giá vốn hàng bán | (15.727) | (19.694) | (21.427) | (24.099) |
| Lợi nhuận gộp | 361 | 733 | 801 | 902 |
| - Chi phí quản lí DN | (479) | (573) | (373) | (420) |
| Lợi nhuận HĐKD | (118) | 160 | 427 | 482 |
| - Doanh thu tài chính | 261 | 189 | 238 | 263 |
| - Lợi nhuận khác | 48 | 86 | 94 | 106 |
| LN trước thuế, lãi vay | 192 | 435 | 759 | 850 |
| - Chi phí lãi vay | (99) | (73) | (22) | (24) |
| Lợi nhuận trước thuế | 92 | 363 | 737 | 826 |
| - Thuế TNDN | (25) | (73) | (147) | (165) |
| Lợi nhuận sau thuế | 68 | 290 | 590 | 661 |
| EPS (đ) | 0 | 3.346 | 6.182 | 6.299 |

| Khả năng sinh lợi | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 2,2% | 3,6% | 3,6% | 3,6% |
| Tỷ suất LNST | 0,4% | 1,4% | 2,7% | 2,6% |
| ROE DuPont | 0,8% | 3,4% | 6,7% | 7,0% |
| ROA DuPont | 0,4% | 1,3% | 2,4% | 2,5% |
| Tỷ suất EBIT/doanh thu | 1,2% | 2,1% | 3,4% | 3,4% |
| LNST/LNTT | 48,2% | 83,3% | 97,1% | 97,2% |
| LNTT / EBIT | 73,1% | 80,0% | 80,0% | 80,0% |
| Vòng quay tổng tài sản | 0,8x | 0,9x | 0,9x | 0,9x |
| Đòn bẩy tài chính | 2,3x | 2,7x | 2,8x | 2,8x |

| Chỉ số TK/đòn bẩy TC | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------------|------|-------|-------|-------|
| Thanh toán hiện hành | 1,6x | 1,4x | 1,4x | 1,5x |
| Thanh toán nhanh | 1,3x | 1,2x | 1,2x | 1,2x |
| Thanh toán tiền mặt | 0,3x | 0,3x | 0,3x | 0,4x |
| Nợ / Tài sản | 0,6x | 0,6x | 0,6x | 0,7x |
| Nợ / VCSH | 1,6x | 1,8x | 1,8x | 1,9x |
| Nợ ngắn hạn / VCSH | 1,5x | 1,8x | 1,8x | 1,9x |
| Nợ dài hạn / VCSH | 0,1x | 0,0x | 0,0x | 0,0x |
| Khả năng TT lãi vay | 1,9x | 6,0x | 34,2x | 35,5x |

| CĐKT | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tài sản | | | | |
| + Tiền và đầu tư ngắn hạn | 4.063 | 4.889 | 5.427 | 7.085 |
| + Các khoản phải thu | 12.079 | 12.256 | 13.336 | 13.751 |
| + Hàng tồn kho | 3.148 | 3.942 | 4.289 | 4.824 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 593 | 743 | 808 | 909 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 19.884 | 21.831 | 23.861 | 26.569 |
| + Nguyên giá TSCĐHH | 1.346 | 1.346 | 1.346 | 1.346 |
| + Khấu hao lũy kế | (773) | (883) | (984) | (1.085) |
| + Giá trị còn lại TSCĐHH | 573 | 464 | 362 | 262 |
| + Đầu tư tài chính dài hạn | 304 | 304 | 304 | 304 |
| + Tài sản dài hạn khác | 581 | 1.103 | 1.089 | 925 |
| Tổng tài sản dài hạn | 1.491 | 1.903 | 1.788 | 1.523 |
| Tổng tài sản | 21.375 | 23.734 | 25.649 | 28.093 |
| Nợ & Vốn chủ sở hữu | 21.375 | 23.734 | 25.649 | 28.093 |
| + Vay và nợ ngắn hạn | 697 | 293 | 319 | 103 |
| + Các khoản phải trả | 11.830 | 14.770 | 16.070 | 18.075 |
| + Quỹ khen thưởng | 76 | 79 | 94 | 118 |
| Nợ ngắn hạn | 12.603 | 15.143 | 16.483 | 18.295 |
| + Vay và nợ dài hạn | 498 | 22 | 21 | 21 |
| + Phải trả dài hạn khác | 3 | 3 | 3 | 4 |
| Nợ dài hạn | 500 | 25 | 25 | 25 |
| Tổng nợ | 13.103 | 15.168 | 16.508 | 18.320 |
| + Thặng dư | 788 | 867 | 954 | 1.049 |
| + Vốn điều lệ | 2.958 | 2.880 | 2.880 | 2.880 |
| + LN chưa phân phối | 388 | 593 | 1.067 | 1.573 |
| Vốn chủ sở hữu | 8.272 | 8.566 | 9.141 | 9.772 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Tổng cộng nguồn vốn | 21.375 | 23.734 | 25.648 | 28.092 |
| Hiệu quả vận hành | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
| Số ngày phải thu | 241,74 | 217,42 | 210,13 | 197,73 |
| Số ngày tồn kho | 61,04 | 65,71 | 70,11 | 69,01 |
| Số ngày phải trả | 218,08 | 246,50 | 262,68 | 258,57 |
| Thời gian luân chuyển tiền | 7,4x | 6,3x | 5,4x | 5,6x |
| COGS / Hàng tồn kho | 241,74 | 217,42 | 210,13 | 197,73 |

(*). Năm 2023 được điều chỉnh theo năm tài chính mới, kéo dài từ 01/07/2022 – 30/06/2023.

VI. PHỤ LỤC

1. Một số dự án FDI của CTD áp dụng các tiêu chuẩn xây dựng xanh (*quay lại*)

| STT | Dự án | Chủ đầu tư | Tổng mức đầu tư | Chứng chỉ xây dựng yêu cầu |
|-----|-----------------------------------------------|------------------------------------------|-----------------|----------------------------|
| 1 | Nhà máy LEGO | Công ty TNHH LEGO Manufacturing Việt Nam | 1,3 tỷ USD | LEED Gold |
| 2 | Suntory PepsiCo | Suntory PepsiCo | 300 triệu USD | LEED Platinum |
| 3 | Dự án phát triển công nghiệp Yên Phong CN14.1 | BW Industrial | N/A | LEED Gold |

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 10 cổ phiếu CTD, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888