

# CTCP Xây dựng Coteccons

Mã giao dịch: CTD

Reuters: CTD.HM

Bloomberg: CTD VN

## Kết quả kinh doanh hồi phục, trích lập dự phòng giảm

**Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2023 của CTD hồi phục lên mức lần lượt 17.700 tỷ đồng (+22% y/y) và 191 tỷ đồng (+824% y/y).** Kết quả dựa trên dự phóng nguồn backlog hồi phục lên mức 17.000 tỷ đồng và giá trị hợp đồng ký mới ước đạt 19.000 tỷ đồng trong năm 2023.

**Mức trích lập khoản phải thu dự báo giảm xuống 172 tỷ trong năm 2023 và 113 tỷ đồng trong 2024.** Khoản phải thu của 16 dự án tồn đọng từ thời BLĐ cũ dự kiến được trích lập 98% vào cuối 2023. Khoản phải thu của dự án Nam Hội An có rủi ro thấp do chủ đầu tư vẫn đang thanh toán đầy đủ theo tiến độ 2-3 lần/tháng. Dòng tiền của CĐT đang tương đối tốt khi du lịch tại Đà Nẵng đang hồi phục mạnh giúp tăng nguồn thu của Casino, khách sạn.

**Biên lợi nhuận của CTD dự báo hồi phục lên 3% trong năm 2023 và 3,5% trong năm 2024.** Chúng tôi kỳ vọng với giá NVL và giá nhân công dự báo ổn định, CTD đang tiếp tục quản lý chặt chẽ hoạt động, giảm nhân sự và các chức vụ quản lý để tiết giảm chi phí hoạt động sẽ giúp CTD giảm chi phí giá vốn. CTD tăng tỷ trọng dự án KCN, hạ tầng trong backlog giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện.

CTD sau quá trình tái cơ cấu đã đạt được thành quả nhất định. Nguồn việc đã hồi phục trở lại với backlog hơn 17.000 tỷ đồng nhờ chính sách “Repeat Sales” hiệu quả và chiến lược đa dạng hóa các dự án tham gia đấu thầu. CTD duy trì được vị thế là chủ thầu có quy mô doanh thu lớn nhất và có tài chính lành mạnh, tỷ trọng vay nợ thấp.

### Định giá và khuyến nghị

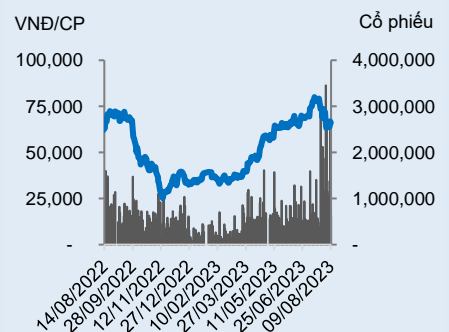
Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền giá mục tiêu cho cổ phiếu CTD là **66.234 đồng/cổ phiếu**. Do giá giao dịch hiện tại của CTD đang cao hơn giá đóng cửa ngày 09/8/2023 là **0,4%**, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu CTD.

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>66.234</b>
Giá thị trường (09/08/2023)	66.000
Lợi nhuận kỳ vọng	+0,4%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	25.200-80.000
Vốn hóa	4.911 Tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	74.414.258
KLGD bình quân 10 ngày	1.811.195
% sở hữu nước ngoài	44,28%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	-0,4

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CTD	87,5%	-15,1%	3,1%	77,4%
VNIndex	18,2%	5,9%	15,5%	13,6%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Đức Hoàng, CFA**

(84 24) 3928.8080 ext.212

hoangnd@bvsc.com.vn

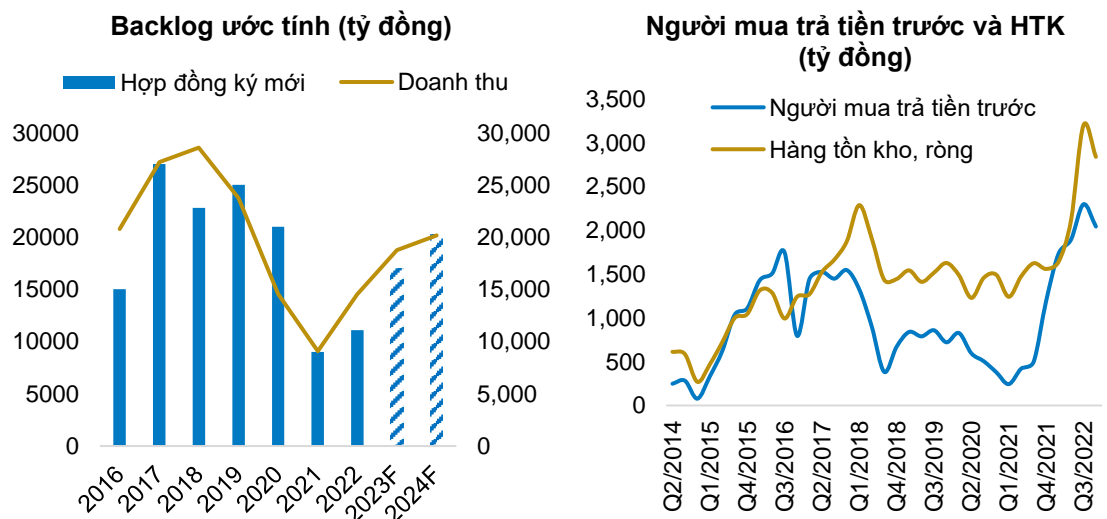
## Dự phóng KQKD 2023

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2023 của CTD hồi phục lên mức lần lượt **17.700 tỷ đồng (+22% y/y)** và **191 tỷ đồng (+824% y/y)**. Kết quả dựa trên dự phóng nguồn backlog hồi phục lên mức 17.000 tỷ đồng và giá trị hợp đồng ký mới ước đạt 19.000 tỷ đồng trong năm 2023. Giá trị hợp đồng ký mới của CTD tăng lên một phần nhờ chính sách Repeat Sales có hiệu quả. Một số chủ đầu tư đã làm việc với CTD như Vinfast, Vinhomes, Ecopark, Tesa, Lê Phong... khi có dự án mới đã mời CTD tiếp tục tham gia hoặc trực tiếp chỉ định thầu.

Tính đến hết Q2/2023, theo chia sẻ của CTD, tổng backlog còn lại trong thời gian tới đang khoảng 20.000 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp dự báo tăng lên 3% nhờ CTD tránh ký các hợp đồng cố định về giá và quản lý chặt chẽ hoạt động, giảm nhân sự và các chức vụ quản lý. Doanh thu tài chính ròng dự báo đạt 203 tỷ đồng, trong đó, lãi đầu tư chứng khoán ước đạt 12 tỷ đồng trong bối cảnh TTCK hồi phục.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu	9.078	14.537	17.700
Doanh thu tài chính	277	381	358
Chi phí tài chính	-13	-163	-87
Chi phí bán hàng và quản lý DN (SG&A)	-516	-735	-615
LNST	24	21	191
Giá trị backlog	11.080	17.000	18.300
Trích lập dự phòng khoản phải thu	167	388	172
Biên gộp	3,0%	3,3%	3,0%
Biên ròng	0,3%	0,1%	1,1%



Nguồn: CTD, BVSC tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng nguồn việc của CTD tiếp tục tăng trưởng trong tương lai khi CTD tập trung chiến lược đa dạng hóa các dự án nhận thầu. CTD sẵn sàng nhận thầu các dự án trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp, hạ tầng giao thông. CTD sẽ tập trung nhiều hơn vào các dự án quy mô lớn thay vì số lượng để đảm bảo chất lượng của chủ đầu tư giúp tránh rủi ro thu hồi công nợ.

## Trích lập dự phòng giảm, khoản phải thu Nam Hội An rủi ro thấp

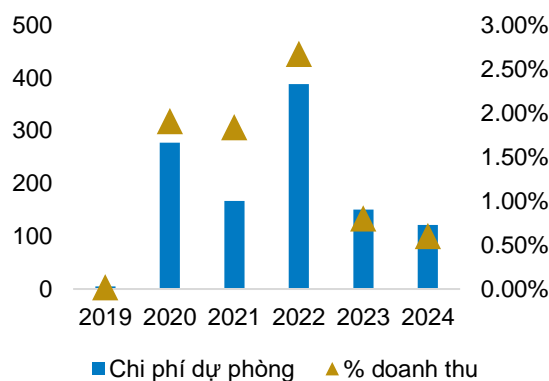
Chúng tôi dự báo CTD sẽ giảm mức trích lập xuống 172 tỷ trong năm 2023 và 113 tỷ đồng trong 2024. Khoản phải thu của 16 dự án tồn đọng từ thời BLĐ cũ dự kiến được trích lập 98% vào cuối 2023. Trong đó, khoản trích lập lớn nhất là đối với Công ty TNHH Ngôi Sao Việt (công ty con của Tân Hoàng Minh) với tổng mức trích lập 484 tỷ đồng cho dự án D'Capitale.

Trong quá trình tái cơ cấu, CTD đã minh bạch hóa và đánh giá lại các khoản phải thu và thực hiện trích lập dần các khoản nợ khó đòi này. Chúng tôi đang nhận thấy sự minh bạch của CTD và lựa chọn chủ đầu tư kỹ càng hơn. Ngoài ra, CTD sẽ tập trung ký kết các hợp đồng mới theo mô hình fast-track. Đây là mô hình giúp đẩy nhanh tiến độ của dự án giúp giảm rủi ro việc đội vốn của dự án giúp giảm khả năng chủ đầu tư mất khả năng thanh toán và đảm bảo trả tiền đúng hạn cho nhà thầu.

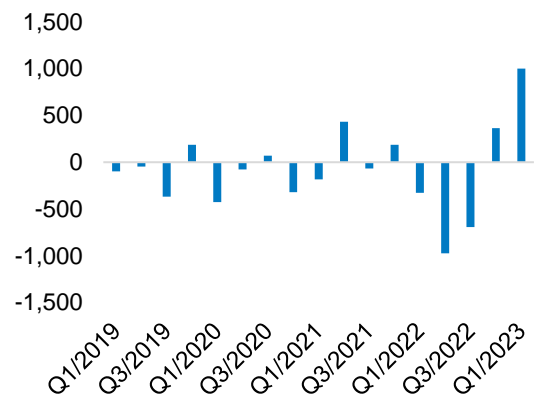
Phải thu khách hàng ngắn hạn	2022	Q2/2023
CTCP Đầu tư KCN Vinhomes	322	1.013
Công ty TNHH Phát triển Nam Hội An	975	620
Khác	9.628	9.956
<b>Tổng cộng</b>	<b>10.925</b>	<b>11.589</b>

Rủi ro khoản phải thu đối với dự án Nam Hội An trị giá 620 tỷ đồng thấp do chủ đầu tư vẫn đang thanh toán đầy đủ theo tiến độ 2-3 lần/tháng. Trong 1H2023, chủ đầu tư dự án Nam Hội An đã thanh toán 335 tỷ đồng. Dòng tiền chủ đầu tư đang tương đối tốt khi du lịch tại Đà Nẵng hồi phục.

Trích lập dự phòng của CTD dự báo giảm dần



Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh đã dương trở lại



Nguồn: CTD

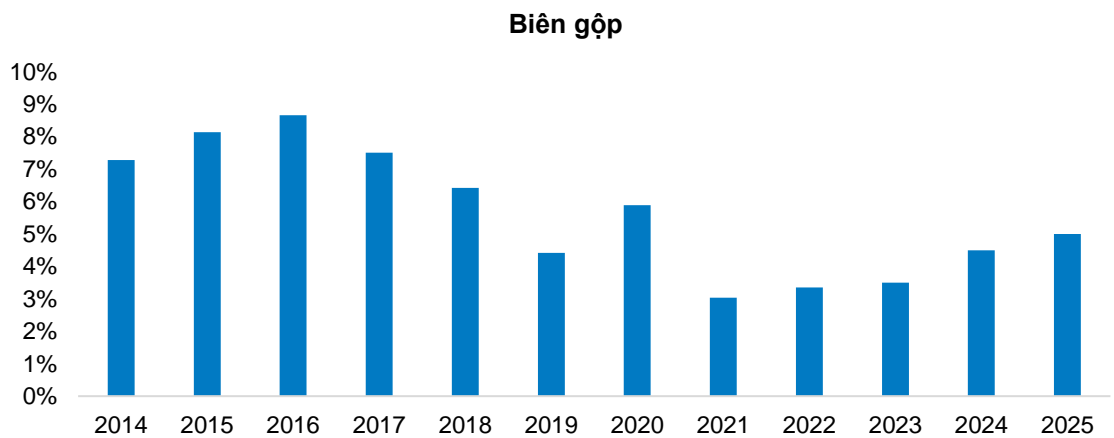
Chủ đầu tư (tỷ đồng)	Dự phòng khoản phải thu	Dự án
Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt	484	D'Capitale
Công ty CP Đầu tư Minh Việt	122	Tricon Towers
Công ty TNHH Xây dựng sản xuất Thương mại Tài Nguyên	60	Kenton Node
Vạn Thịnh Phát	34	Alpha Hill
Vạn Thịnh Phát	8	IFC Tower One
Các khách hàng khác	341	
<b>Tổng trích lập</b>	<b>1.049</b>	

## Biên lợi nhuận dự báo hồi phục

**Biên lợi nhuận của CTD dự báo hồi phục lên 3,5% trong năm 2023 và 4% trong năm 2024.**

Chúng tôi kỳ vọng với giá NVL và giá nhân công dự báo ổn định, CTD đang tiếp tục quản lý chặt chẽ hoạt động, giảm nhân sự và các chức vụ quản lý để tiết giảm chi phí hoạt động sẽ giúp CTD giảm chi phí giá vốn.

CTD tăng tỷ trọng dự án KCN, hạ tầng trong backlog giúp biên lợi nhuận gộp cũng sẽ hồi phục. Biên lợi nhuận gộp của các dự án KCN ước tính ở mức 8% - 11%, cao hơn so với các dự án thấp tầng (5% - 6%) và dự án cao tầng (7% - 9%). Biên lợi nhuận gộp trung bình của CTD trong quá khứ biến động trong khoảng 5%-9% (trừ những năm ảnh hưởng Covid-19). Chúng tôi ước tính biên gộp trong dài hạn của CTD khoảng 5% để đảm bảo thận trọng và phản ánh áp lực cạnh tranh trong ngành xây dựng hiện tại.



Nguồn: BVSC tổng hợp

Backlog	2019	2020	2021	2022
Công trình dân dụng	47%	64%	70%	55%
Nhà xưởng	31%	10%	11%	14%
Villa - Resort	17%	18%	15%	26%
Khác	5%	6%	3%	4%
Tổng cộng (tỷ đồng)	23.733	14.558	9.078	14.537

## Định giá

Chúng tôi định giá CTD dựa trên phương pháp chính là phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để đánh giá lợi nhuận của CTD trong tương lai.

### Định giá theo phương pháp DCF

Kết quả (tỷ đồng)	
WACC	15,2%
Tăng trưởng năm cuối	2%
<b>Giá trị doanh nghiệp (Enterprise Value)</b>	<b>4.942</b>
+ Tiền và tương đương tiền	1.064
- Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.077
- Cổ đông thiểu số không kiểm soát	1
<b>Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.929</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (CP)	74.414.258
<b>Giá mục tiêu của cổ phiếu (đồng/cp)</b>	<b>66.234</b>

Dự phóng FCFF (đơn vị: tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>LNST</b>	<b>191</b>	<b>301</b>	<b>410</b>	<b>610</b>	<b>657</b>	<b>704</b>
+ Khấu hao	112	119	121	127	55	61
+ Lãi vay sau thuế	70	69	68	66	36	31
- Thay đổi vốn lưu động	884	322	-355	-127	-40	-16
- CAPEX	-65	-70	-73	-76	-81	-83
<b>FCFF</b>	<b>1.192</b>	<b>741</b>	<b>171</b>	<b>600</b>	<b>628</b>	<b>696</b>
Hệ số chiết khấu	1	1	2	2	2	2
<b>Giá trị hiện tại (PV) của FCF</b>	<b>1.035</b>	<b>558</b>	<b>112</b>	<b>340</b>	<b>309</b>	<b>297</b>

## Khuyến nghị

CTD sau quá trình tái cơ cấu đã đạt được thành quả nhất định. Nguồn việc đã hồi phục trở lại với backlog hơn 17.000 tỷ đồng nhờ duy trì được uy tín giúp chiến lược “Repeat Sales” hiệu quả và CTD đa dạng hóa các dự án tham gia đấu thầu. CTD duy trì được vị thế là chủ thầu có quy mô doanh thu lớn nhất và có tài chính lành mạnh, tỷ trọng vay nợ thấp. KQKD năm 2023 hồi phục lên mức lần lượt 17.700 tỷ đồng (+22% y/y) và 191 tỷ đồng (+824% y/y) nhờ biên lợi nhuận hồi phục và giảm trích lập dự phòng xuống mức 172 tỷ đồng

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền giá mục tiêu cho cổ phiếu CTD là **66.234 đồng/cổ phiếu**. Do giá giao dịch hiện tại của CTD đang cao hơn giá đóng cửa ngày 09/8/2023 là **0,4%**, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu CTD.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VNĐ)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>9.078</b>	<b>14.537</b>	<b>17.700</b>	<b>18.895</b>
Giá vốn	-8.803	-14.050	-17.169	-18.234
Lợi nhuận gộp	275	487	531	661
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-516	-735	-615	-587
Doanh thu tài chính	277	381	358	325
Chi phí tài chính	-13	-163	-87	-86
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>191</b>	<b>301</b>

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VNĐ)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	885	1.064	2.250	2.911
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.425	11.231	11.003	10.959
Hàng tồn kho	1.692	2.838	2.467	2.620
Tài sản cố định	531	560	513	466
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.925</b>	<b>18.965</b>	<b>19.560</b>	<b>20.333</b>
Nợ ngắn hạn	5.675	10.224	10.629	11.105
Nợ dài hạn	3	527	526	521
Vốn chủ sở hữu	8.248	8.214	8.406	8.707
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13.925</b>	<b>18.965</b>	<b>19.560</b>	<b>20.333</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-38%	60%	22%	7%
Tăng trưởng LNST	-93%	-14%	824%	57%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	3%	3%	3%	4%
Lợi nhuận thuần biên	0%	0%	1%	2%
ROA	0%	0%	1%	2%
ROE	0%	0%	2%	4%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản	41%	57%	57%	57%
Tổng nợ/Tổng VCSH	69%	131%	133%	134%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	303	263	2.428	3.818
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	111.666	111.211	113.804	117.881

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

**Tôi**, chuyên viên **Nguyễn Đức Hoàng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

**Hệ thống khuyến nghị của BVSC** được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>OUTPERFORM</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
<b>NEUTRAL</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
<b>UNDERPERFORM</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

## LIÊN HỆ

### Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

#### Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính, Dầu khí

khanhld@bvsc.com.vn

#### Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

hoalt@bvsc.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng

thaotp@bvsc.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng

anhnhm@bvsc.com.vn

#### Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản

manhtd@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường

hoanh@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Xây dựng, Vật liệu xây dựng

hoangnd@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng

tramnhb@bvsc.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán

phuonglh@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn

#### Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản

minhtnn@bvsc.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888