

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD)

Giảm chi phí dự phòng giúp thúc đẩy lợi nhuận

08/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyễn
nguyenn1@kbsec.com.vn

Thu nhập từ hoạt động kinh doanh quay lại mức dương trong Q1 FY2024 nhờ cải thiện biên lãi gộp và chi phí dự phòng giảm

Kết thúc Q1 FY2024, CTD ghi nhận doanh thu 4,124 tỷ VND (+33% YoY), LNST 67 tỷ VND nhờ (1) biên lãi gộp tăng lên 2.4% do bắt đầu ghi nhận doanh thu dự án Lego (mảng Công nghiệp) và (2) chi phí dự phòng nợ xấu giảm 29% YoY. Thu nhập từ hoạt động kinh doanh (loại trừ thu nhập tài chính ròng) cũng đã quay trở lại mức dương

Mảng công nghiệp làm động lực tăng trưởng trong tương lai

Chúng tôi cho rằng biên lãi gộp sẽ có xu hướng cải thiện trong FY2024 nhờ (1) trọng mảng công nghiệp lớn (21% tại cuối FY2023 so với 14% đầu năm) với động lực chính từ dự án Lego và (2) kỳ vọng CTD sẽ bổ sung các hợp đồng ký mới trong mảng công nghiệp với các chủ đầu tư FDI trong trung và dài hạn

Kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới trong FY2024 tăng 30%

Tính tới cuối FY2023, backlog của CTD đạt 20,000 tỷ VND. Chúng tôi kỳ vọng trong FY2024, giá trị hợp đồng ký mới tăng 30% so với cùng kỳ nhờ chiến lược repeat sales và kỳ vọng thị trường Bất động sản Dân cư dần hồi phục trong 2024

Ước tính chi phí dự phòng FY2024 ở mức 104 tỷ VND giúp cải thiện LNST

Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng trong năm tài chính 2024 chiếm 0.6% doanh thu của CTD và giảm 32% so với giá trị dự phòng 4 quý gần nhất, sau khi doanh nghiệp đã tích cực trích lập trong giai đoạn trước đó. Đồng thời, chúng tôi cho rằng CTD sẽ có thể hạn chế phát sinh thêm nợ xấu trong tương lai nhờ (1) áp dụng bảo lãnh thanh toán và (2) quản trị rủi ro song song khi thực hiện chiến lược repeat sales

Khuyến nghị MUA với CTD, giá mục tiêu 76,200 VND/cổ phiếu

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của CTD đạt 76,200 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 19% so với giá đóng cửa ngày 08/12/2023

MUA thay đổi

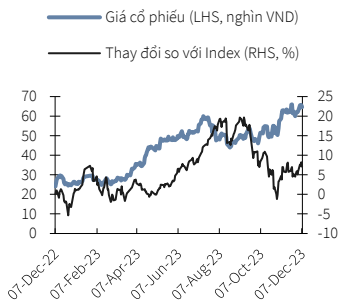
Giá mục tiêu	VND 76,200
Tăng/giảm	19%
Giá hiện tại (08/12/2023)	VND 64,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 49,500
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	0.61/0.25

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	929/40
Kustoshem Private Limited	17.55%
Công ty TNHH MTV KD & ĐT Thành Công	14.12%
The 8th Pte., Ltd.	10.42%

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0	0	0	2
Tương đối	0	0	0	1

Dự phóng KQKD & định giá				
FY-end	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024F	FY 2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	14,537	6,744	17,109	16,530
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	-54	69	280	391
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	21	52	222	313
EPS (VND)	263	663	2,141	3,019
Tăng trưởng EPS (%)	-13%	152%	223%	41%
P/E (x)	125.2	97.8	30.0	21.3
P/B (x)	0.3	0.6	0.8	0.8
ROE (%)	0%	1%	3%	4%
Tỉ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cập nhật KQKD

Bảng 1: Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	3Q2022	Q1 FY2024	+/-%YoY	1H2022	FY2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	3,113	4,124	32.5%	5,193	6,744	29.9%	
Giá vốn hàng bán	-3,514	-4,024	14.5%	-4,911	-6,588	34.1%	
Lãi gộp	33	100	204.9%	282	157	-44.5%	
Biên lãi gộp	1.1%	2.4%	1.4%	5.4%	2.3%	-3.1%	Biên lãi gộp Q1 FY2024 cải thiện nhờ (1) bắt đầu ghi nhận doanh thu từ các dự án công nghiệp như Lego, Foxconn và (2) giá nguyên vật liệu ổn định hơn trong quý
Thu nhập tài chính	83	101	22.1%	228	179	-21.4%	
Chi phí tài chính	-44	-32	-26.0%	-59	-67	13.2%	
Chi phí lãi vay	-25	-24	-1.7%	-30	-49	64.6%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	-5	0		-11	-7	-37.3%	
Chi phí SG&A	-103	-83	-19.8%	-449	-193	-57.0%	CTD trích lập 30 tỷ VND chi phí dự phòng trong Q1 FY2024 (-29% YoY) giúp chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) giảm 20% so với cùng kỳ
Biên SG&A	3.3%	2.0%	-1.3%	8.6%	2.9%	-5.8%	
Lãi/(lỗ) từ H&KD	-37	86		-9	69		
Thu nhập khác, ròng	34	0	-100.0%	20	0	-99.8%	
LNTT	-3	86		11	69	521.3%	
Biên LNTT	-0.1%	2.1%	2.2%	0.2%	1.0%	0.8%	
Chi phí thuế	0	-20		-6	-17	193.9%	
Lợi nhuận sau thuế	-4	67		5	52	859.7%	
Biên LNST	-0.1%	1.6%	1.7%	0.1%	0.8%	0.7%	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	-4	67		5	52	872.8%	
Biên LNCD công ty mẹ	-0.1%	1.6%	1.7%	0.1%	0.8%	0.7%	

Nguồn: CTD, KBSV tổng hợp (CTD thay đổi niên độ năm tài chính)

Thu nhập từ hoạt động kinh doanh (chưa tính lãi/lỗ tài chính) quay trở lại mức dương

Trong Q1 FY2024, CTD ghi nhận 17 tỷ VND thu nhập từ hoạt động kinh doanh (chưa tính thu nhập tài chính ròng), chấm dứt 8 quý thua lỗ liên tiếp. Chúng tôi cho rằng đây là dấu hiệu tích cực, đánh dấu sự hồi phục trong hiệu quả kinh doanh của CTD sau giai đoạn tái cơ cấu toàn diện.

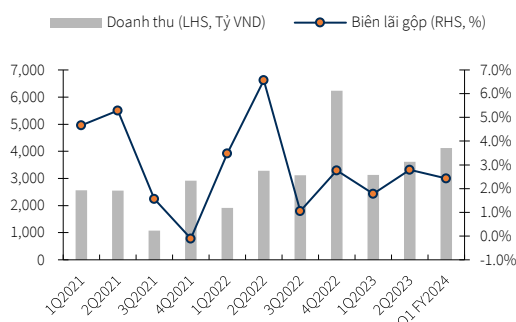
Luận điểm đầu tư

1. Định hướng tham gia vào mảng công nghiệp trong dài hạn

Biên lãi gộp gia tăng nhờ nâng cơ cấu backlog mảng công nghiệp

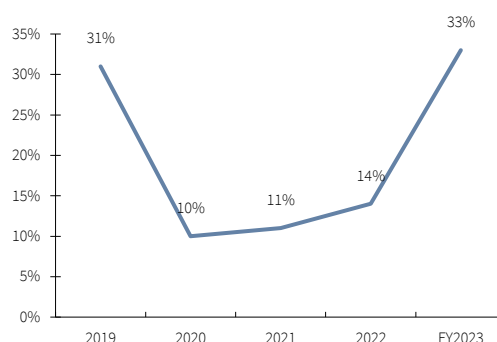
Trong điều kiện kinh tế bình thường, chúng tôi ước tính biên lãi gộp mảng công nghiệp của CTD xấp xỉ 6-8%, cao hơn biên lãi gộp của mảng dân dụng và hạ tầng (4-6% tùy dự án) nhờ (1) yêu cầu kỹ thuật cao hơn so với mảng dân dụng do việc thi công cần đáp ứng yêu cầu, kế hoạch sản xuất, vận hành của chủ đầu tư, (2) tỉ trọng chi phí nguyên vật liệu thấp hơn so với loại hình dân dụng. Chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp có thể đạt mức 2.9% trong FY2024 nhờ tỉ trọng backlog mảng công nghiệp tăng so với cùng kỳ (cuối FY2023, tỉ trọng backlog mảng công nghiệp chiếm 21% cơ cấu so với 14% tại cuối năm 2022), trong đó, nhà máy Lego dự kiến sẽ được bàn giao trong giai đoạn T8-10/2024.

Biểu đồ 2. Doanh thu và biên lãi gộp của CTD



Nguồn: CTD, KBSV ước tính

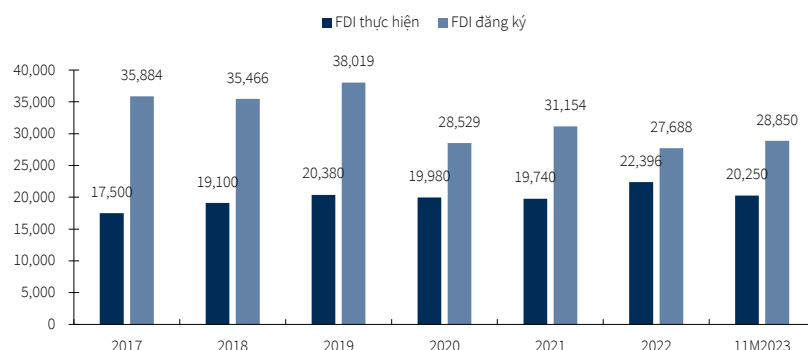
Biểu đồ 3. Tỉ trọng mảng Công nghiệp trong backlog CTD (%)



Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Kỳ vọng mảng công nghiệp đóng góp 30-40% doanh thu trong trung hạn

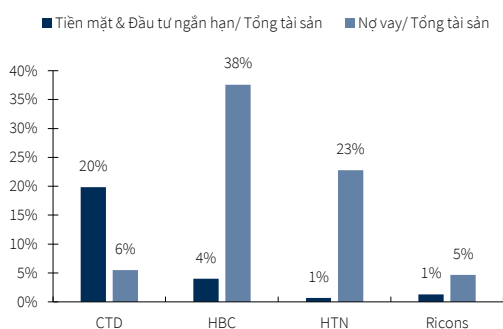
11T2023, giá trị vốn FDI đăng ký vào Việt Nam tăng 15% so với cùng kỳ, bất chấp xu hướng suy giảm về dòng vốn đầu tư tại các thị trường đang phát triển. Chúng tôi cho rằng mảng công nghiệp, đặc biệt là các dự án có vốn đầu tư FDI là một thị trường hấp dẫn với các nhà thầu xây dựng khi Việt Nam được hưởng lợi nhờ sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng trong trung và dài hạn. Theo đó, chúng tôi cũng cho rằng CTD sẽ có lợi thế khi đấu thầu và thi công các dự án nhà máy, nhà xưởng có vốn đầu tư nước ngoài nhờ (1) dự án Lego sẽ là một điểm sáng trong hồ sơ năng lực của CTD với các chủ đầu tư nước ngoài. Thêm vào đó, (2) đội ngũ lãnh đạo được dẫn dắt bởi các chuyên gia người nước ngoài sẽ có lợi thế cạnh tranh khi tham gia đấu thầu và triển khai thi công các dự án FDI nhờ vào kinh nghiệm làm việc tại các thị trường phát triển. Điều này sẽ giúp CTD có thể thuận lợi đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật mà các chủ đầu tư nước ngoài đưa ra.

Biểu đồ 4. Vốn FDI giải ngân và đăng ký (triệu USD)

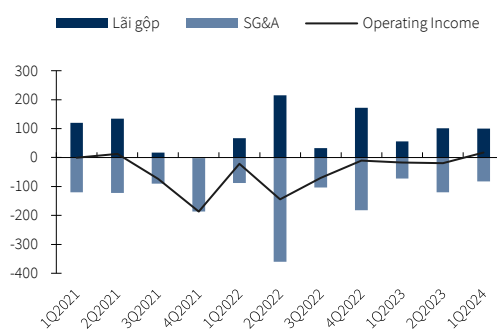
Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Nền tảng tài chính lành mạnh tạo lợi thế cạnh tranh cho CTD tham gia đấu thầu

(1) Với lượng tiền mặt lớn và ít vay nợ, CTD có nguồn lực để đảm bảo tiến độ thi công và bàn giao dự án cho chủ đầu tư. Chúng tôi cho rằng đây là điểm sáng cho CTD khi triển khai dự án cho các chủ đầu tư FDI do các nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng ưu tiên chất lượng công trình và tiến độ bàn giao nhiều hơn là giá thầu cạnh tranh. Thêm vào đó, (2) năng lực tài chính của CTD cũng đã được kiểm chứng khi CTD đã được xếp hàng tín nhiệm ở mức Ổn định (BBB) bởi FiiRatings trong 2023, khẳng định vị thế hàng đầu trong ngành Xây dựng với rủi ro tài chính ở mức thấp, tính thanh khoản cao. (3) Thu nhập từ hoạt động động kinh doanh (loại trừ lãi/lỗ tài chính) đã quay trở lại dương trong Q1 FY2024, khẳng định khả năng hoạt động và vận hành của CTD trong tương lai.

Biểu đồ 5. Cơ cấu BCĐKT các công ty xây dựng 3Q2023 (%)

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV ước tính

Biểu đồ 6. Thu nhập HKĐK ngoài lãi tài chính của CTD (tỷ VND)

Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Nâng cao năng lực thi công toàn diện khi bổ sung nguồn lực mảng M&E

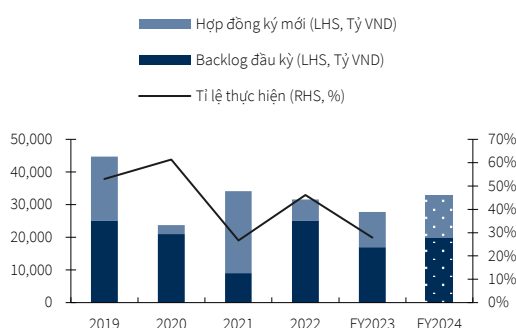
CTD vừa công bố thông tin về chủ trương mua lại 100% một công ty hoạt động trong lĩnh vực Cơ điện (mechanical & engineering). Đặc biệt, đối với mảng công nghiệp sản xuất, M&E có thể chiếm từ 40-60% khối lượng công việc của dự án. Qua trao đổi với doanh nghiệp, chúng tôi kỳ vọng giao dịch trên sẽ được hoàn tất trong Q2 FY2024 và kỳ vọng việc gia tăng nguồn lực trong mảng M&E sẽ giúp nâng cao năng lực đấu thầu và thi công của Coteconcs trong tương lai.

2. Backlog lớn đảm bảo khối lượng công việc cho FY2024

Backlog chuyển giao sang FY2024 đạt 20,000 tỷ VND, tương đương 1.4x doanh thu 2022

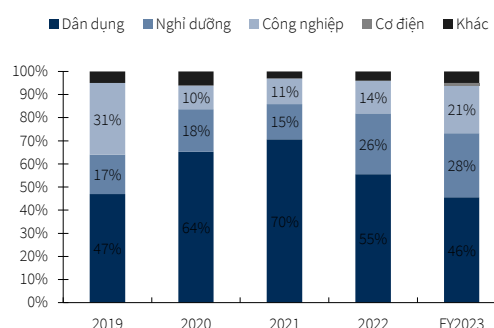
Tính tới đầu FY2024, CTD ghi nhận giá trị backlog 20,000 tỷ VND, tương đương 1.4x doanh thu năm 2022. Chúng tôi cho rằng đây là một con số ấn tượng so sánh với các đối thủ khác trong ngành, trong bối cảnh thị trường Bất động sản Dân cư còn gặp nhiều khó khăn. Cụ thể, (1) số lượng dự án được cấp phép mới trong 3Q2023 chỉ đạt 15 dự án (so với 36 dự án cùng kỳ năm 2022) khiến nguồn cung công việc của nhóm doanh nghiệp xây dựng bị hạn chế. Từ đó, (2) sức cạnh tranh trong thị trường Xây dựng cũng trở nên gay gắt hơn khi doanh nghiệp có xu hướng hạ giá đấu thầu, khiến biên lãi gộp bị ảnh hưởng.

Biểu đồ 7. Giá trị backlog của CTD qua các giai đoạn



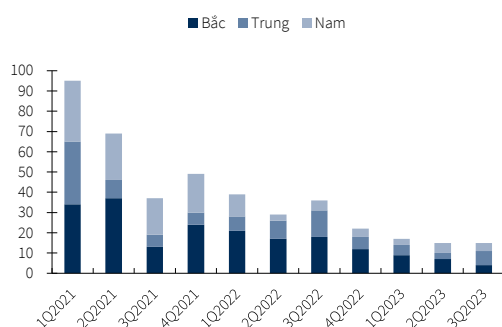
Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Biểu đồ 8. Cơ cấu các mảng backlog cuối kỳ (%)



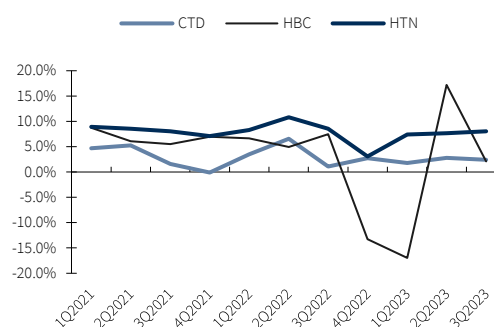
Nguồn: CTD, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 9. Số dự án BĐS Dân cư được cấp phép mới



Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10. Biên lãi gộp các doanh nghiệp xây dựng (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV ước tính

Kỳ vọng tăng trưởng hợp đồng ký mới nhờ (1) repeat sales và (2) thị trường Bất động sản Dân dụng hồi phục

Repeat sales là chiến lược tái ký các dự án mới với các chủ đầu tư hiện hữu, trong đó, chủ đầu tư sẽ có lợi thế khi tái ký với nhà thầu thi công khi năng lực nhà thầu đã được kiểm chứng thông qua dự án trước đó, từ đó đảm bảo khả năng triển khai, bàn giao dự án đạt yêu cầu kỹ thuật, kịp tiến độ. Bên cạnh đó, việc tái ký cũng giúp chủ đầu tư có thể thương lượng những hình thức ưu đãi thanh toán (chiết khấu, trả chậm, etc.) có lợi, đặc biệt trong bối cảnh khó khăn của thị trường. Đối với nhà thầu, repeat sales giúp tiết kiệm chi phí đấu thầu, giảm thiểu rủi ro phát sinh công nợ nhờ nắm bắt được sức khỏe tài chính của dự án cũng như chủ đầu tư. Một số chủ đầu tư tích cực tái ký và trở thành đối tác lớn của CTD bao gồm Vingroup - Vinhomes (Ocean Park, Smart City, Grand Park, Vinfast Hải Phòng, etc.), Doji (Diamond Crown, Golden Crown), Ecopark (Swan Lake Residences, Sky Forest), Apache (giai đoạn 1-2).

Đối với triển vọng của lĩnh vực Bất động sản Dân cư, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ dần hồi phục từ Q2/2024 nhờ những chính sách hỗ trợ của Chính phủ giúp hạ lãi suất và đẩy nhanh tiến độ hoàn thành thủ tục pháp lý cho các dự án, từ đó tạo điều kiện cho doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận vốn và nhanh chóng mở bán các sản phẩm mới. Cùng với đó là xu hướng cải thiện tỷ lệ hấp thụ trên thị trường trong bối cảnh nguồn cung gia tăng và giá bán thứ cấp đang dần ổn định.

Với chiến lược repeat sales và triển vọng hồi phục từ thị trường Bất động sản, chúng tôi kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới của CTD trong FY2024 có thể tăng 30-40% nhờ vào chiến lược repeat sales trong môi trường cạnh tranh cao hiện tại.

Bảng 11. Một số dự án CTD trúng thầu từ đầu FY2024 tới nay

Giá trị	Nhà thầu	Loại	Thời gian	Nguồn
KN Paradise (Giai đoạn 2)	Unicons	Dân dụng	T7/2023	Repeat sales
Bệnh viện Hạnh phúc (Giai đoạn 3)	Unicons	M&E	T8/2023	Repeat sales
Crystal Holidays Harbour Vân Đồn	Unicons	Dân dụng	T9/2023	Đấu thầu mới
KCN Hồ Nai Giai đoạn 2	Unicons	Công nghiệp	T10/2023	Đấu thầu mới
Tiến Bộ Plaza	Unicons	Dân dụng	T10/2023	Đấu thầu mới
Golden Crown Hải Phòng	Unicons	Dân dụng	T11/2023	Repeat sales
Nhà máy bia Heineken Đà Nẵng mở rộng	Unicons	M&E	T12/2023	Đấu thầu mới
Trung tâm thương mại và siêu thị Go!	Unicons	Dân dụng	T12/2023	Đấu thầu mới

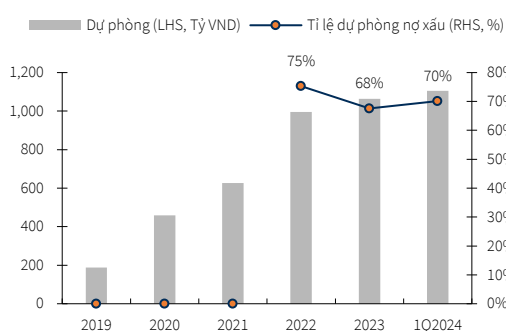
Nguồn: CTD, KBSV tổng hợp

3. Giảm chi phí dự phòng giúp cải thiện LNST

Kỳ vọng chi phí dự phòng FY2024 giảm còn 0.6% doanh thu thuần

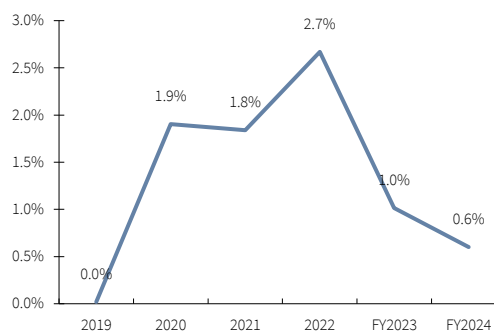
Kết thúc Q1 FY2024, CTD đã trích lập 70% các khoản phải thu khó đòi, trong đó, các khoản nợ xấu liên quan tới nhóm công ty thuộc hệ sinh thái Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát đều đã được trích lập 100% dư nợ trong giai đoạn 2021 – 2022. Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ tiếp tục có xu hướng suy giảm, ước tính chi phí dự phòng FY2024 ở mức 104 tỷ VND (so với kế hoạch của CTD là 90 tỷ VND), từ đó giúp biên SG&A giảm về 2% trong kỳ. Trong tương lai, chúng tôi cho rằng CTD có thể thu hồi được khoản nợ xấu 484 tỷ VND từ nhóm doanh nghiệp Tân Hoàng Minh (chiếm 31% tổng nợ xấu) sau khi công ty này đã có những dấu hiệu tích cực trong việc giải quyết và thanh toán gốc trái phiếu cho các trái chủ, tuy nhiên sẽ cần thời gian xử lý.

Biểu đồ 11. Giá trị dự phòng và tỉ lệ dự phòng nợ xấu



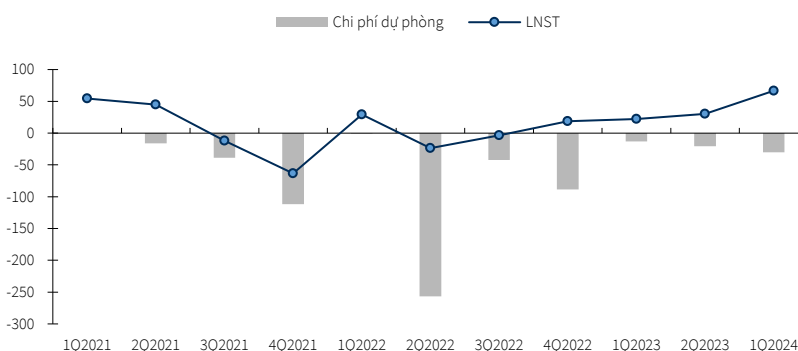
Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Biểu đồ 12. Chi phí dự phòng/Doanh thu thuần (%)



Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Biểu đồ 13. Chi phí dự phòng và LNST của CTD (Tỷ VND)



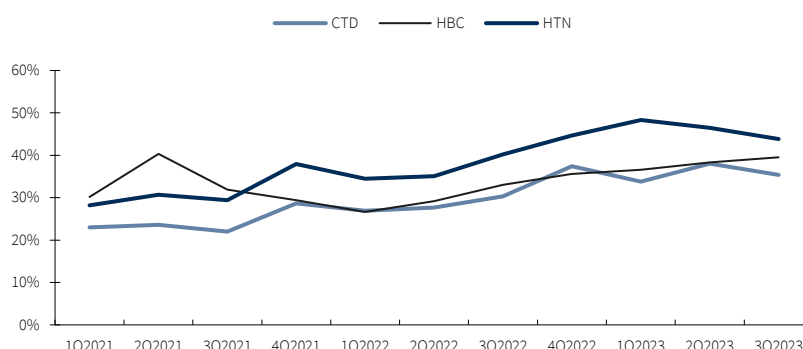
Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Chiến lược repeat sales và bảo lãnh thanh toán giúp hạn chế phát sinh nợ khó đòi

Như đã trình bày ở trên, thông qua các dự án đã triển khai, chiến lược repeat sales giúp nhà thầu thu thập thông tin về tình hình tài chính của dự án và chủ đầu tư từ sớm, lựa chọn những chủ đầu tư có mối quan hệ uy tín lâu năm, giúp nhà thầu đưa ra được kế hoạch theo dõi và quản trị rủi ro khi triển khai thi công, từ đó hạn chế phát sinh nợ xấu. Thêm vào đó, việc áp dụng bảo lãnh thanh toán (chủ đầu tư thế chấp tài sản với ngân hàng để đảm bảo khả năng thanh toán cho nhà thầu khi dự án tới ngày nghiệm thu, bàn giao) cũng là một công cụ giúp CTD quản trị công nợ hiệu quả hơn. Với hình thức này, chủ đầu tư sẽ thực hiện chi trả lãi vay trực tiếp cho ngân hàng/ tổ chức tín dụng trong trường hợp thanh toán chậm. Thực tế, bảo lãnh thanh toán đã được áp dụng trong ngành xây dựng từ lâu, tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường xây dựng trầm lắng và cạnh tranh cao, chúng tôi cho rằng việc chủ đầu tư đồng ý thực hiện bảo lãnh toán cho CTD đã chứng tỏ (1) năng lực và chất lượng thi công hàng đầu của CTD, (2) lợi thế đàm phán lớn của CTD nhờ sở hữu lượng tiền mặt cao, giúp đảm bảo khả năng và tiến độ thi công, bàn giao dự án.

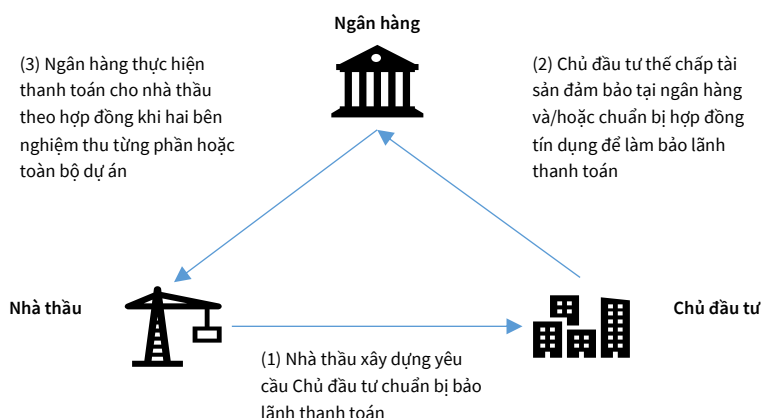
Chúng tôi cho rằng hoạt động quản trị rủi ro của CTD đang được thực thi sát sao từ cấp dự án cho tới chủ đầu tư, thể hiện sự cẩn trọng trong hoạt động kinh doanh, đặc biệt là trong bối cảnh thị trường còn nhiều khó khăn về nguồn vốn.

Biểu đồ 14. Công nợ ngắn hạn/Tổng tài sản



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV ước tính

Biểu đồ 15. Sơ lược tính chất của bảo lãnh thanh toán



Nguồn: KBSV tổng hợp

Dự phóng KQKD

Bảng 16: Dự phóng KQKD FY2024 - 2025

(tỷ VND)	FY 2023A	FY 2024F	+/-%YoY	FY 2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	6,744	17,109	153.7%	16,530	-3.4%	Giả định (1) giá trị hợp đồng ký mới trong FY2024 tăng 30% YoY và (2) tỉ lệ hoàn thành, ghi nhận công việc của CTD trong năm là 53%
Giá vốn hàng bán	-6,582	-16,617	152.4%	-15,941	-4.1%	
Lãi gộp	162	492	204.2%	589	19.7%	Kỳ vọng biên lãi gộp cải thiện lên 2.9% nhờ (1) ghi nhận phần lớn doanh thu của dự án Lego (loại hình công nghiệp) trong FY2024, (2) cơ cấu backlog công nghiệp tăng lên 40%
Biên lãi gộp	2.4%	2.9%	0.5%	3.6%	0.7%	
Thu nhập tài chính	179	302	68.7%	303	0.5%	
Chi phí tài chính	-67	-112	67.5%	-88	-21.5%	
Chi phí lãi vay	-49	-112	127.8%	-88	-21.5%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	-7	0		0		
Chi phí SG&A	-193	-423	119.4%	-413	-2.4%	Ước tính chi phí dự phòng FY2024 đạt 104 tỷ VND (0.6% doanh thu), giảm 73% so với 2022
Biên SG&A	2.9%	2.5%	-0.4%	2.5%	0.0%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	69	280	308.1%	391	39.5%	
Thu nhập khác, ròng	0	0	-83.8%	0		
LNTT	69	280	307.9%	391	39.5%	
Biên LNTT	1.0%	1.6%	0.6%	2.4%	0.7%	
Chi phí thuế	-17	-58	253.4%	-78	34.0%	
Lợi nhuận sau thuế	52	222	325.1%	313	41.0%	
Biên LNST	0.8%	1.3%	0.5%	1.9%	0.6%	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	52	222	324.9%	313	41.0%	
Biên LNCD công ty mẹ	0.8%	1.3%	0.5%	1.9%	0.6%	

Nguồn: KBSV ước tính

Khuyến nghị MUA với CTD với giá mục tiêu 76,500 VND/cổ phiếu

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu CTD có sự hấp dẫn nhờ chất lượng tài sản cải thiện đáng kể và tình hình tài chính vượt trội so với các đối thủ trong ngành, cùng với đó là tiềm năng tăng trưởng nhờ backlog lớn và khả năng cạnh tranh khi tham gia đấu thầu nhờ lượng tiền mặt lớn trong bối cảnh thị trường còn nhiều khó khăn.

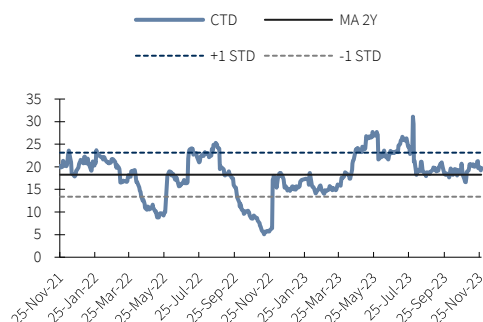
Áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/B mục tiêu, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của CTD ở mức 76,500 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức upside 19% so với giá đóng cửa ngày 08/11/2023.

Bảng 17. Bảng tổng hợp định giá

Phương pháp	Đơn vị	Tỉ trọng	Giá trị
Già định			
Beta	x		1.5
Risk-free rate	%		5.0%
Risk premium	%		8.0%
WACC	%		15.8%
DCF			
Giá trị doanh nghiệp	Tỉ VND		4,454
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn	Tỉ VND		4,079
Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	Tỉ VND		1,133
Giá trị VCSH	Tỉ VND		7,400
SLCP	Triệu		1,036
Giá cổ phiếu	VND/cổ phiếu		71,402
P/B			
BVPS @ 2024	VND		81,021
P/B target	x		1
Giá cổ phiếu	VND/cổ phiếu		81,021
Tỉ trọng các phương pháp định giá			
DCF	VND/cổ phiếu	50%	71,402
P/B mục tiêu 2024	VND/cổ phiếu	50%	81,021
Giá trị mục tiêu	VND/cổ phiếu		76,200

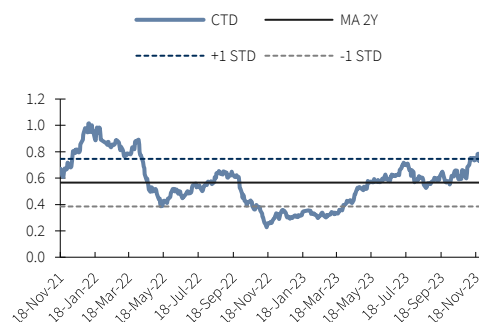
Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 18. Diễn biến lịch sử P/E của CTD



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 19. Diễn biến lịch sử P/B của CTD



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh số thuần	14,537	6,744	17,109	16,530
Giá vốn hàng bán	-14,050	-6,582	-16,617	-15,941
Lãi gộp	487	162	492	589
Thu nhập tài chính	381	179	302	303
Chi phí tài chính	-163	-67	-112	-88
Trong đó: Chi phí lãi vay	-79	-49	-112	-88
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-24	-7	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-735	-193	-423	-413
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	-54	69	280	391
Thu nhập khác	94	2	0	0
Chi phí khác	-5	-2	0	0
Thu nhập khác, ròng	88	0	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	35	69	280	391
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-14	-17	-58	-78
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	21	52	222	313
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	21	52	222	313

Chỉ số hoạt động	2022	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3%	2%	3%	4%
Tỷ suất EBITDA	1%	3%	3%	3%
Tỷ suất EBIT	0%	2%	2%	3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	0%	1%	2%	2%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	0%	1%	2%	2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0%	1%	1%	2%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)				
	2022	2023F	2024F	2025F
Lãi trước thuế	35	69	280	391
Khấu hao TSCĐ	106	51	67	79
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-352	-169	0	0
Chi phí lãi vay	79	50	112	88
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	388	61	460	558
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-3,285	-986	-640	-1,001
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,188	-308	254	-342
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	2,860	2,228	575	1,210
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-58	-1	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-344	-64	-171	-167
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-1,627	931	709	188
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-195	-40	-184	-165
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-4,540	-1,769	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	5,491	1,417	326	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-525	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư và các doanh nghiệp khác	183	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	317	157	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	733	-235	143	-165
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	6	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,242	817	0	0
Tiến trả các khoản đi vay	-1,168	-700	-22	-486
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-1	0	0	0
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	1,073	122	-22	-486
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	180	818	830	-464
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	885	1,064	1,883	2,713
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,064	1,883	2,713	2,249

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)	2022	2023F	2024F	2025F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	18,965	21,375	22,418	23,385
TÀI SẢN NGẮN HẠN	17,465	19,884	20,650	21,529
Tiền và tương đương tiền	1,064	1,883	2,713	2,249
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,780	2,180	1,854	1,854
Các khoản phải thu	11,231	11,590	11,336	13,128
Hàng tồn kho, ròng	2,838	3,148	2,894	3,237
TÀI SẢN DÀI HẠN	1,500	1,491	1,769	1,855
Phải thu dài hạn	380	399	561	561
Tài sản cố định	560	523	628	714
Tài sản dở dang dài hạn	48	33	33	33
Đầu tư dài hạn	38	50	61	61
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	10,751	13,103	13,925	14,578
Nợ ngắn hạn	10,224	12,603	13,427	14,576
Phải trả người bán	5,060	5,196	5,771	6,981
Vay ngắn hạn	553	697	678	687
Phải trả ngắn hạn khác	4,612	6,710	6,978	6,907
Nợ dài hạn	527	500	498	3
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	524	498	496	0
Phải trả dài hạn khác	2	3	3	3
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,214	8,272	8,494	8,807
Vốn góp	788	788	1,036	1,036
Thặng dư vốn cổ phần	3,019	3,019	3,019	3,019
Quỹ khác	4,070	4,076	3,828	3,828
Lãi chưa phân phối	336	388	610	923
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Chỉ số chính (x, %, VNĐ)	2022	2023F	2024F	2025F
Chỉ số định giá				
P/E	125	98	30	21
P/E pha loãng	125	98	30	21
P/B	0	1	1	1
P/S	0	1	0	0
P/Tangible Book	5	10	11	9
P/Cash Flow				
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	-34	693	42	26
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	23	43	17	14

Hiệu quả quản lý				
ROE%	0%	1%	3%	4%
ROA%	0%	0%	1%	1%
ROIC%	0%	1%	2%	3%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	10%	15%	20%	15%
Tỷ suất thanh toán nhanh	138%	124%	118%	118%
Tỷ suất thanh toán hiện thời	171%	158%	154%	148%
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0%	0%	0%	0%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0%	0%	0%	0%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	7%	8%	8%	8%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0%	0%	0%	0%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	62%	63%	68%	79%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	27%	24%	26%	30%
Tổng công nợ/Vốn CSH	62%	63%	68%	79%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	27%	24%	26%	30%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	1	1	1	1
Hệ số quay vòng HTK	6	5	6	5
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	2	3	3	3

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhdh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.