



CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (CTD: HSX)

*Đà tăng trưởng cao tiếp tục duy trì trong
năm 2024*

Nguyễn Minh Hiếu – hieu1.nm@vdsc.com.vn

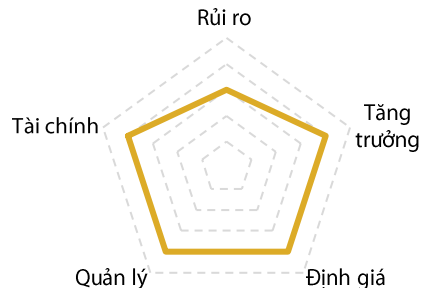
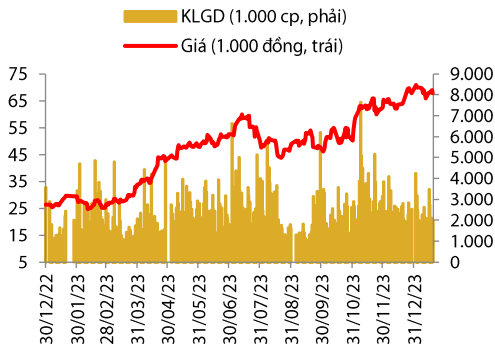
FLASHNOTE | Tư Vấn Cá Nhân
(23/01/2024)



MUA: +22%

<67.900 >

<GMT: 82.900>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.737
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	99
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1.697
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	107
SH NHĐTNN còn lại (%)	5,0%
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	24.750-71.000

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.744	17.291	18.998
LNST (tỷ đồng)	52	308	421
ROA (%)	0,2	1,5	2,1
ROE (%)	0,6	3,6	4,7
EPS (đồng)	707	3.094	4.232
GTSS (đồng)	83.365	86.459	90.691
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	0
P/E (x)	29,0	26,8	19,6
P/B (x)	0,62	0,96	0,91

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD khởi sắc sau giai đoạn khó khăn kéo dài

- Trái ngược với sự ảm đạm kéo dài của ngành BĐS, trong Q1/2024 CTD công bố KQKD khá tích cực với đà tăng trưởng cao ở doanh thu, sự cải thiện trong biên lợi nhuận, dòng tiền và các chỉ số vòng quay tài sản cải thiện. EBIT dương trở lại sau 8 quý liên tiếp ghi nhận mức lỗ thuần ở HĐKD (EBIT) và LNST đạt 66,6 tỷ đồng so với mức lỗ 3,5 tỷ đồng cùng kỳ và tăng 120,8% QoQ.

Chất lượng công nợ tiếp tục cải thiện và mạnh tay đầu tư CAPEX cho mục tiêu kinh doanh mới

- Tình hình tài chính của CTD đã có sự cải thiện đáng kể khi vòng quay tiền giảm mạnh và gần như hoàn thành trên 98% giá trị trích lập cho 16 dự án tồn đọng từ bộ máy cũ. Hơn nữa, CTD bắt đầu quay lại chu kỳ mới mở rộng đầu tư khi giải ngân đầu tư tài sản cố định (CAPEX) trong Q1/2024 của CTD đã gần bằng cả năm 2022. Trong giai đoạn trước, LNST của CTD thường tăng trưởng vượt trội khi công ty mở rộng đầu tư CAPEX.

Quy mô nguồn việc tiếp tục phục hồi giúp đà tăng trưởng lợi nhuận được nối dài sang năm 2024

- Trái ngược so với bối cảnh khát nguồn việc của các công ty xây dựng, chúng tôi nhận thấy CTD liên tiếp trúng thầu các dự án mới, đặc biệt là các dự án nhà xưởng công nghiệp cho doanh nghiệp FDI. Trong năm 2024, chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng ký mới của CTD là 17.760 tỷ đồng và hơn 20.000 tỷ đồng hợp đồng chuyển tiếp. Ngoài ra, với năng lực tài chính lành mạnh và những hiệu quả nhất định trong chiến lược đa dạng hóa nguồn việc, chúng tôi cho rằng khi khó khăn qua đi sẽ là cơ hội tốt để CTD tạo ra sự phân hóa rõ ràng hơn so với ngành.

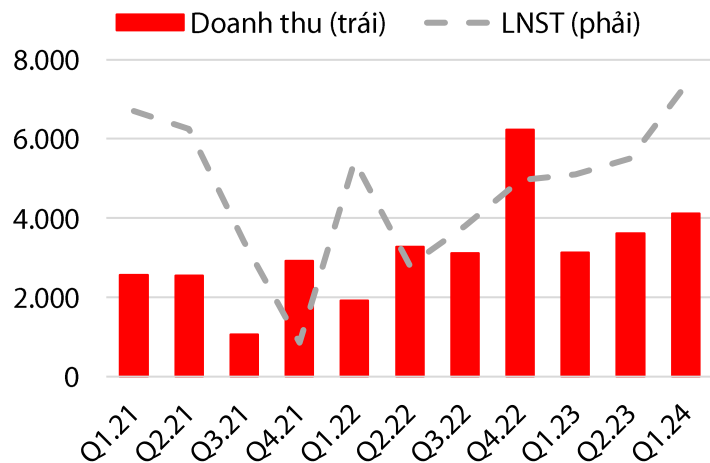
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro cần lưu ý đối với cổ phiếu CTD là (1) ngành BĐS khó khăn kéo dài làm giảm khối lượng việc làm trong tương lai (2) công nợ phải thu tăng cao ảnh hưởng đến dòng tiền và (3) giá vật tư xây dựng tăng cao làm giảm biên lợi nhuận.

KQKD phục hồi mạnh mẽ trở lại sau giai đoạn khó khăn kéo dài

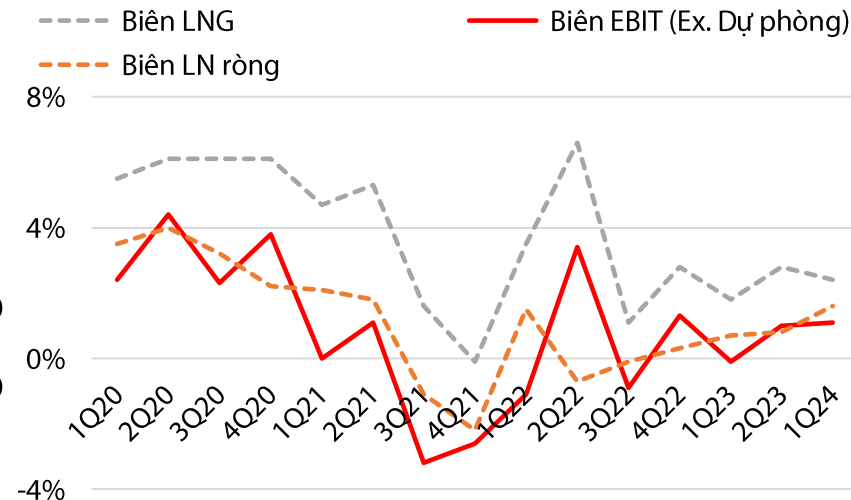
- Trái ngược với sự ảm đạm kéo dài của ngành BĐS, trong Q1/2024 (CTD đã thay đổi năm tài chính mới kết thúc vào tháng 6 hàng năm) CTD đã ghi nhận KQKD khá tích cực khi có quý thứ 6 liên tiếp ghi nhận đà tăng trưởng cao ở doanh thu với giá trị đạt 4.124 tỷ đồng +32,5% svck. Lũy kế 9 tháng, doanh thu của CTD ghi nhận tăng trưởng 38,8%, trái ngược với xu hướng suy giảm của các doanh nghiệp cùng ngành (HBC -50,9%%, Ricons -36,5%). Điều này cho thấy sự hiệu quả trong thực hiện chiến lược đã định hướng trong 3 năm qua như tập trung 'Repeat Sale', mở rộng tập khách hàng sang nhóm công nghiệp nhằm giảm bớt sự phụ thuộc vào chu kỳ của ngành BĐS.
- Bên cạnh đó, trong Q1/2024 CTD còn ghi nhận biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ lên 2,4% so với 1,1% cùng kỳ nhưng lại giảm nhẹ so với 2,8% quý trước. Lưu ý, biên lợi nhuận gộp hiện tại của CTD vẫn rất thấp so với giai đoạn 2021 trở về trước do còn ghi nhận các backlog cũ nhận thầu từ trước năm 2022 với biên lợi nhuận thấp. Ngoài ra, sau 8 quý liên tiếp ghi nhận mức lỗ thuần ở HĐKD (EBIT) do biên LNG thấp và áp lực từ chi phí dự phòng thì CTD đã ghi nhận EBIT dương trở lại với giá trị là 17,2 tỷ đồng trong Q1/2024. Nếu loại trừ chi phí dự phòng thì EBIT đạt 47,2 tỷ đồng và biên EBIT loại trừ dự phòng cũng có xu hướng cải thiện lên 1,1% so với 1,0% ở quý trước và -0,9% cùng kỳ.
- Dòng tiền thuần (FCFF) đạt 120 tỷ đồng trong Q1/2024 so với mức -1.257 tỷ đồng cùng kỳ. LNST đạt 66,6 tỷ đồng so với mức lỗ 3,5 tỷ đồng cùng kỳ và tăng 120,8% so với quý trước.

Hình 1: Doanh thu và LNST của CTD (tỷ đồng)



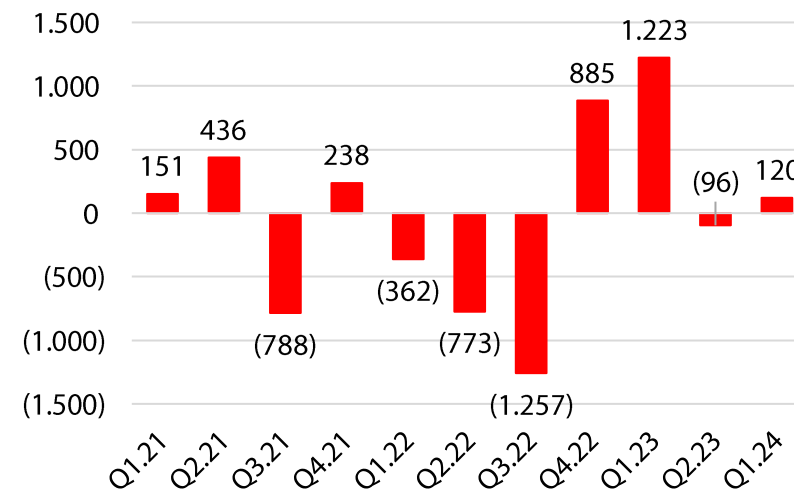
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên lợi nhuận của CTD



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Dòng tiền thuần của CTD (tỷ đồng)



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

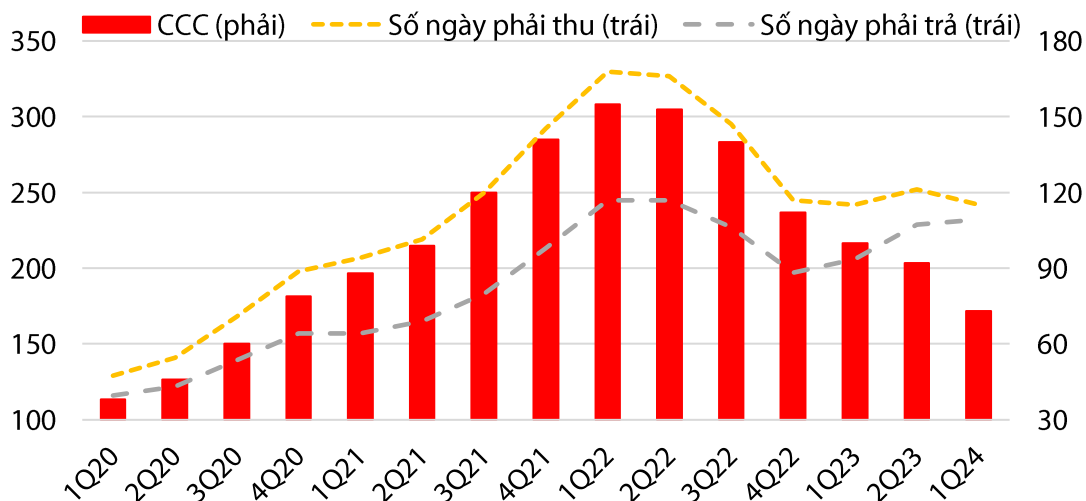
Chất lượng công nợ tiếp tục cải thiện

- Dù ghi nhận đà tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong Q1/2024, nhưng quy mô phải thu của CTD lại giảm nhẹ xuống còn 11.280 tỷ đồng (từ 12.079 tỷ đồng quý trước) chiếm 54,9% tổng tài sản, trong đó phải thu khách hàng là 10.689 tỷ đồng, giảm gần 1.000 tỷ đồng so với quý trước và giảm nhẹ so với đầu năm 2023.
- Nói cách khác, số ngày phải thu và hàng tồn kho đã giảm đáng kể, trong khi công nợ phải trả cũng được CTD tận dụng tối đa. Kết quả, vòng quay tiền (CCC - cash conversion cycle) của CTD được cải thiện mạnh, giảm còn 73 ngày từ 140 ngày cùng kỳ và 92 ngày quý trước. Điều này cho thấy tình hình tài chính của CTD đã có sự cải thiện nhất định sau khi tập trung ưu tiên chọn lọc nhận thầu các dự án thi công với chủ đầu tư có năng lực tài chính tốt, dự án không có vướng mắc về mặt pháp lý và có tính thanh khoản cao.
- Hơn nữa, theo chia sẻ của doanh nghiệp, sau giai đoạn tăng cường trích lập dự phòng cho 16 dự án tồn đọng từ bộ máy cũ, kết thúc nửa đầu năm theo niên độ tài chính mới 2024, CTD gần như hoàn thành trên 98% giá trị trích lập cho các dự án này. Như vậy, áp lực trích lập sẽ giảm đáng kể từ nửa sau của năm tài chính mới 2024 trở đi.

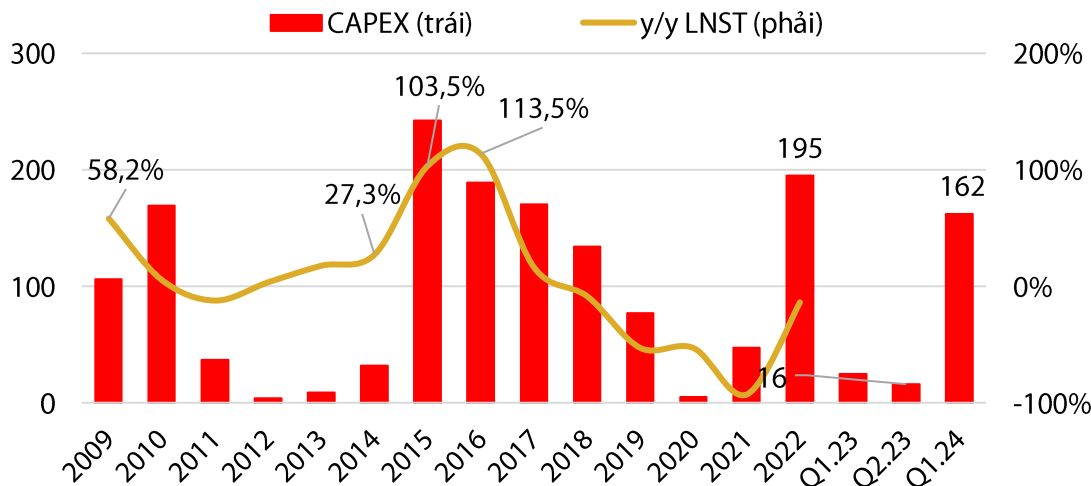
Mạnh tay chi tiêu đầu tư (CAPEX) chuẩn bị cho mục tiêu kinh doanh mới

- Sau giai đoạn liên tục cắt giảm chi tiêu đầu tư CAPEX - chủ yếu đầu tư máy móc thiết bị thì kể từ năm 2021, CTD bắt đầu quay lại chu kỳ mới mở rộng đầu tư, trong đó đáng chú ý nhất là trong Q1/2024, giá trị CAPEX của CTD đã gần bằng cả năm 2022. Trong giai đoạn trước, LNST của CTD thường tăng trưởng vượt trội khi công ty mở rộng đầu tư CAPEX.
- Trong chu kỳ này, CTD tập chung chi đầu tư xây dựng các giải pháp xanh, xây dựng hệ thống ERP, E-bidding nhằm tối ưu khả năng vận hành, quản lý chi phí, tiến độ và dòng tiền dự án. Đây là bước cần thiết để CTD hoàn thiện năng lực trong kiểm soát chi phí, quản trị rủi ro, minh bạch trong công tác xây dựng trước khi tiến tới mục tiêu cung cấp dịch vụ xây dựng ra thị trường quốc tế.

Hình 4: Diễn biến công nợ của CTD



Hình 5: Chi tiêu đầu tư CAPEX hàng năm của CTD (tỷ đồng)



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Quy mô nguồn việc tiếp tục phục hồi giúp đà tăng trưởng lợi nhuận được nối dài sang năm 2024

- Trái ngược so với bối cảnh khát nguồn việc của các công ty xây dựng mà nguyên nhân chủ yếu là do tình trạng siết tín dụng vào lĩnh vực BĐS chưa kết thúc. Nhưng nhờ năng lực tài chính tốt, theo đuổi đa dạng hóa nguồn việc (bao gồm nhà xưởng công nghiệp và repeat sale) và phát triển bền vững theo chiến lược ESG giúp CTD liên tiếp trúng thầu các dự án mới. Đặc biệt công ty có thế mạnh trong lĩnh vực nhà xưởng công nghiệp cho doanh nghiệp FDI. Nhờ đó công ty vẫn đảm bảo việc làm và giúp doanh thu trong năm 2024 có thể đạt 17.291 tỷ đồng, +7,5% so với cùng kỳ.
- Ngoài ra, sau khi tập trung hoàn thành các dự án cũ vốn bị ảnh hưởng bởi giá vật tư xây dựng (VTXD) tăng cao khiến biên lợi nhuận gộp của CTD giảm xuống 2,3% trong năm 2023 - mức thấp nhất kể từ khi niêm yết (theo niên độ tài chính mới). Bước sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của CTD sẽ cải thiện lên 3,0% trong năm 2024 và tiếp tục cải thiện lên 3,4% trong năm 2025. Trong đó, biên LNG trong năm 2024 chủ yếu sẽ cải thiện mạnh trong nửa cuối năm do lượng backlog cũ (có biên thấp) còn ghi nhận với tỷ trọng cao trong doanh thu. Theo ước tính, giá trị hợp đồng ký mới là 17.760 tỷ đồng (trong đó riêng nửa đầu năm tài chính 2024, ước tính giá trị hợp đồng ký mới đạt hơn 11.000 nghìn tỷ đồng) và hơn 20.000 tỷ đồng hợp đồng chuyển tiếp, trong khi giá VTXD có điều chỉnh giảm.
- Hơn nữa, sau 4 năm (2020-2023) liên tiếp đẩy mạnh trích lập dự phòng cho các dự án đã nhận thầu từ bộ máy quản trị cũ, kể từ năm 2024 trở đi chúng tôi kỳ vọng giá trị trích lập sẽ giảm dần và đưa ra ước tính cho chi phí dự phòng năm tài chính mới 2024F là 110 tỷ đồng và tiếp tục giảm còn 80 tỷ đồng năm 2025.
- Như vậy, từ kỳ vọng (1) chi phí dự phòng dần hạ nhiệt, (2) biên lợi nhuận gộp mở rộng và (3) doanh thu tiếp tục phục hồi, chúng tôi ước tính LNST cổ đông công ty mẹ của CTD đạt 308 tỷ đồng trong năm 2024, tăng 355,8% svck. Ngoài ra từ kỳ vọng, ngành BĐS dần phục hồi từ cuối năm 2024 được đề cập từ báo cáo: [Khởi đầu một chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận](#). Chúng tôi kỳ vọng KQKD của CTD tiếp tục tăng trưởng cao trong năm 2025 với ước tính LNST cổ đông công ty mẹ có thể đạt 421 tỷ đồng (+36,8% svck).

Bảng 1: Dự phóng KQKD của CTD (tỷ đồng)

	R4Q svck*	2024F	2025F
Doanh thu	16.088	17.291	18.998
svck	75,2%	7,5%	9,9%
Số back-logs mới		17.760	20.424
svck			15,00%
Lợi nhuận gộp	476	518	638
svck	60,8%	8,9%	23,1%
Biên LNG	2,96%	3,00%	3,40%
Chi phí hoạt động	-479	-454	-460
svck	-33,8%	-5,2%	1,30%
% Doanh thu	-2,98%	2,60%	2,40%
Chi phí dự phòng	-199	-110	-80
EBIT	-118	64	178
Biên EBIT	-0,73%	0,40%	0,90%
LNST cổ đông cty mẹ	68	308	421
svck		355,8%	36,8%

* R4Q svck: Lũy kế 4 quý cùng kỳ so với 2024F
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Quan điểm và định giá

Sau giai đoạn gặp nhiều khó khăn từ khủng hoảng nội bộ, CTD đã dần lấy lại vị thế dẫn đầu, trong đó nổi bật là mảng nhà xưởng công nghiệp cho doanh nghiệp FDI. Chúng tôi nhận thấy, với năng lực tài chính lành mạnh và năng lực thi công vượt trội đã được kiểm chứng qua nhiều dự án biểu tượng trên khắp cả nước. Qua giai đoạn khó khăn kéo dài của ngành sẽ là cơ hội tốt để Cotecons tạo ra sự phân hóa rõ ràng hơn so với ngành.

Sau đà tăng mạnh, +123,4% kể từ khuyến nghị lần đầu: **Khởi đầu một chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận**. Chúng tôi tiếp tục nâng giá mục tiêu của Cotecons lên 82.900 đồng/cp sau khi điều chỉnh tăng phóng lợi nhuận và nhận thấy sự tích cực hơn của CTD từ các giá trị hợp đồng ký mới. Phương pháp được sử dụng để xác định giá cổ phiếu CTD như sau:

- Phương pháp P/B: Với giả định giá trị trích lập dự phòng là 110 tỷ đồng cho năm 2024, giá trị sổ sách của CTD trong năm 2024 là 86.459 đồng/cp. Ngoài ra, với dự báo KQKD của CTD tiếp tục tăng trưởng cao trong 2 năm tới, chúng tôi nâng P/B 2023 lên 1,0 lần cho cổ phiếu CTD. Theo đó giá trị ước tính hợp lý của CTD theo **phương pháp P/B là 86.500 đồng/cp**.
- Phương pháp FCFF: Chi phí vốn bình quân WACC là 13,8%, phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,5% và exit EV/EBITDA là 7,5 lần. Ước tính giá trị hợp lý của CTD theo **phương pháp FCFF là 79.200 đồng/cp**.

Với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, **giá trị hợp lý của CTD là 82.900 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá là **22%** ở mức giá đóng cửa ngày **22/01/2024**.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro vĩ mô. Mặt bằng lãi suất và tỷ giá cao cùng chính sách thắt chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS kéo dài sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu phát triển dự án mới và nhu cầu mua nhà của người dân.

Rủi ro giá vật liệu xây dựng tăng cao. Giá vật xây dựng tăng cao sẽ làm giảm biên LNG của CTD

Phát sinh dự phòng khoản phải thu. Giá trị khoản phải thu nếu còn phát sinh ngoài kế hoạch sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền của CTD cũng như mức định giá của doanh nghiệp.



MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TPHCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

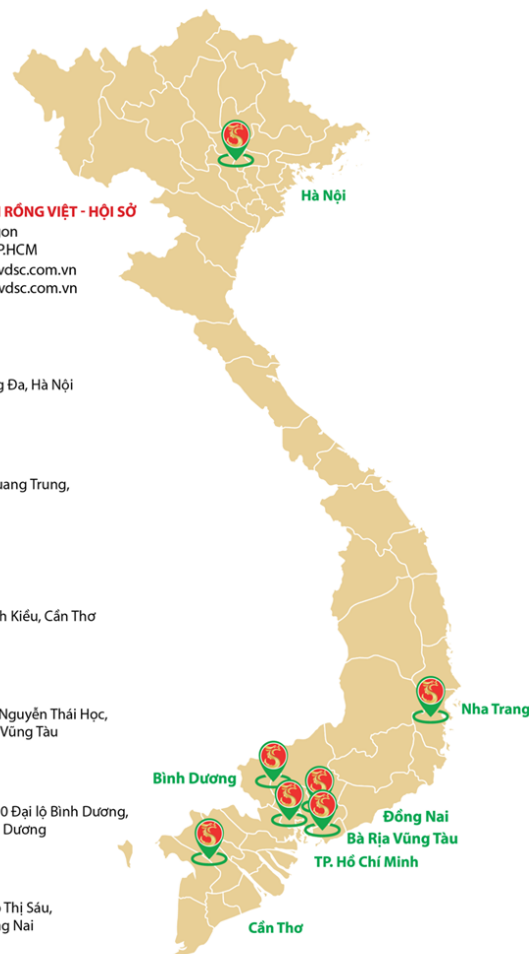
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc RongViet Securities.**

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Trần Hà Xuân Vũ

Trưởng phòng

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1512)

Nguyễn Huy Phương

Phó phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Nguyễn Đại Hiệp

Phó phòng

hiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1331)

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (2226)

Đoàn Hoàng Gia Bảo

Nhân viên

bao.dhg@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Lê Huỳnh Hương

Nhân viên

huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1501)