

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

**Đình Hải Lương**

Chuyên viên phân tích

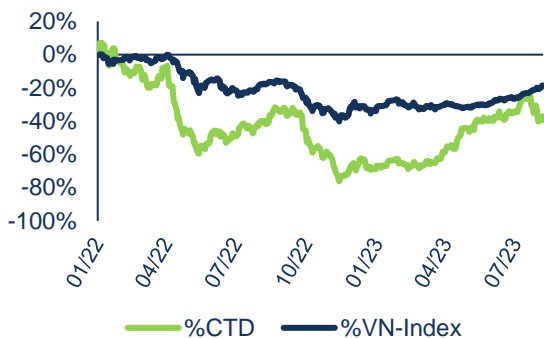
 Email: [luongdh@fpts.com.vn](mailto:luongdh@fpts.com.vn)

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4312

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Ngọc Đức**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

**Biến động giá VNINDEX và CTD từ 2022**


Thông tin giao dịch	24/08/2023
Giá hiện tại (VND/cp)	59.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	80.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	25.200
Số lượng CP niêm yết (cp)	78.830.800
Số lượng CP lưu hành (cp)	74.414.258
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.444.960
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	44,16
Vốn hóa (tỷ VND)	4.390
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	909
P/E Trailing 12 tháng	64,94

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 chi phí nguyên vật liệu

Cơ cấu cổ đông (24/08/2023)	(%)
Kustoshem Pte Ltd	18,69%
CT TNHH MTV KD & ĐT Thành Công	15,04%
The8th Pte Ltd	11,10%
VinaCapital Fund	5,26%
Khác	49,91%

Giá hiện tại:

**59.500**
**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu:

**73.300**
**MUA**

Tăng/(giảm):

**+23,2%**

### BÌNH MINH LÓ RẠNG

Sáu tháng đầu năm 2023, CTD ghi nhận 6.749 tỷ đồng doanh thu (+30% YoY) và 53 tỷ đồng LNST (+960% YoY), đạt lần lượt 88% và 118% KH 6T/2023 ([chi tiết](#)). Cho cả năm 2023, CTD đặt kế hoạch 16.249 tỷ doanh thu (+12% YoY) và 233 tỷ LNST (+1.010% YoY). Chúng tôi dự phóng CTD sẽ đạt được 16.319 tỷ doanh thu và 154 tỷ LNST, tương đương 100,4% và 66% KH, dựa trên giả định (1) tỷ lệ ghi nhận backlog cao hơn ~15 đpt so với trung bình giai đoạn 2017 – 2022 do backlog hiện nay ghi nhận cần trọng hơn, (2) biên lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức thấp ~2,74% và (3) giảm trích lập dự phòng các dự án ([chi tiết](#)).

**Khuyến nghị:** Bằng phương pháp định giá FCFE và FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của CTD là **73.300 VND/cp** (+23,2% so với giá đóng cửa ngày 24/08/2023) và đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu CTD.

Các luận điểm chính như sau:

- **Doanh thu tăng trưởng tốt so với trung bình nhóm xây dựng dân dụng nhưng biên lợi nhuận gộp (BLNG) giảm mạnh:** 6T/2023, CTD đạt tăng trưởng doanh thu +30% YoY so với trung bình -37% của các doanh nghiệp dân dụng, nhờ việc thực hiện dự án của các chủ đầu tư có tài chính tốt và ít chịu ảnh hưởng bởi cú sốc trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2022. BLNG giảm 3,1 đpt yoy do (1) có khả năng chuyển giá sang cho khách hàng thấp (khi giá NVL tăng cao) vì chủ yếu ký hợp đồng đơn giá cố định và (2) phải giảm giá thầu để nhận dự án do ngành cạnh tranh gay gắt.
- **Nguồn backlog lớn đảm bảo công việc trong ~02 năm tới:** Backlog chuyển tiếp sang năm tài chính 2024 đạt hơn 20.000 tỷ đồng, ~1,37 lần doanh thu 2022. Cần lưu ý rằng, lượng backlog hiện tại của CTD sẽ sát với lượng công việc thực tế doanh nghiệp đang triển khai hơn do được tính theo giá trị hợp đồng ký kết thay vì cộng cả giá trị các MOU (biên bản ghi nhớ hợp tác) như trước đây.
- **Tình hình tài chính an toàn đảm bảo nguồn vốn thực hiện dự án:** Tại thời điểm 30/6/2023, CTD đang sở hữu 3.743 tỷ đồng tiền mặt, chiếm 17,5% tổng tài sản. Đồng thời, CTD có tỷ lệ nợ vay rất thấp so với trung bình ngành nhờ hiệu quả hoạt động cao ([chi tiết](#)).

#### Rủi ro đầu tư:

- **Biến động giá nguyên vật liệu:** Trong 2023, tuy giá thép đã giảm nhưng giá các loại NVL khác như xi măng vẫn đang ở mức cao.
- **Rủi ro pháp lý:** Vào tháng 07/2023, CTD bị yêu cầu mở thủ tục phá sản bởi CTCP Đầu tư Xây dựng Ricons do khoản nợ 322 tỷ đồng khi còn hoạt động cùng hệ sinh thái ([chi tiết](#)).
- **Lợi nhuận giảm do đầu tư cổ phiếu:** Danh mục đầu tư chứng khoán chỉ chiếm ~1,16% tổng tài sản nhưng ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận CTD do biên lợi nhuận ròng rất thấp (~0,14%). Để tương quan, dự phòng giảm giá ~10% danh mục đầu tư tương đương với LNST cả năm 2022 của CTD.

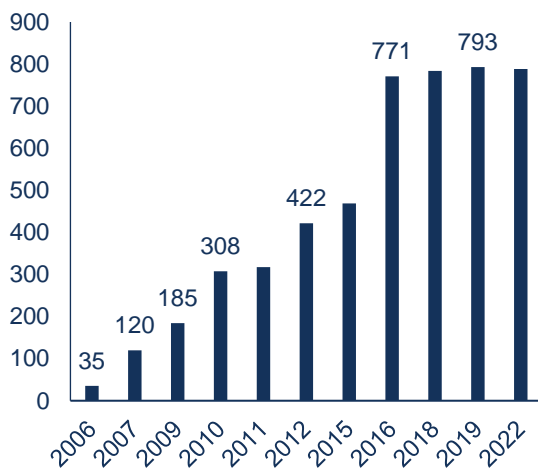
## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP – CTCP XÂY DỰNG COTECCONS



**Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (HSX: [CTD](#))** là một trong những nhà thầu xây dựng có quy mô và năng lực hàng đầu Việt Nam, hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng dân dụng và công nghiệp.

### 1. Lịch sử hình thành và phát triển

Lịch sử tăng vốn CTD



Nguồn: CTD

**2004:** Thành lập Công ty và chuyển đổi mô hình hoạt động thành Công ty cổ phần, vốn điều lệ 15,2 tỷ đồng.

**2009:** Niêm yết trên sàn HSX với mã cổ phiếu CTD.

**2011-2017:** Liên tục ký kết nhiều hợp đồng có giá trị lớn như dự án Casino – The Grand Hồ Tràm (5.453 tỷ đồng), Landmark 81 – (giá trị hợp đồng – GTHĐ 3.167 tỷ đồng), siêu dự án Nam Hội An Complex (GTHĐ 7.000 tỷ đồng), nhà máy Vinfast (7.000 tỷ đồng), nhà máy thép Hòa Phát – Dung Quất (1.350 tỷ đồng)...

**2020:** Toàn bộ quyền điều hành thuộc về Kusto Group sau tranh chấp nội bộ với nhóm ông Nguyễn Bá Dương. CTD bầu Chủ tịch HĐQT mới là ông Bolat Duisenov.

**2021:** Doanh thu 02 năm 2020 và 2021 liên tiếp sụt giảm ~40%/năm do (1) chịu ảnh hưởng từ dịch COVID-19 và (2) không có hợp đồng ký mới trong giai đoạn 2020 – nửa đầu 2021.

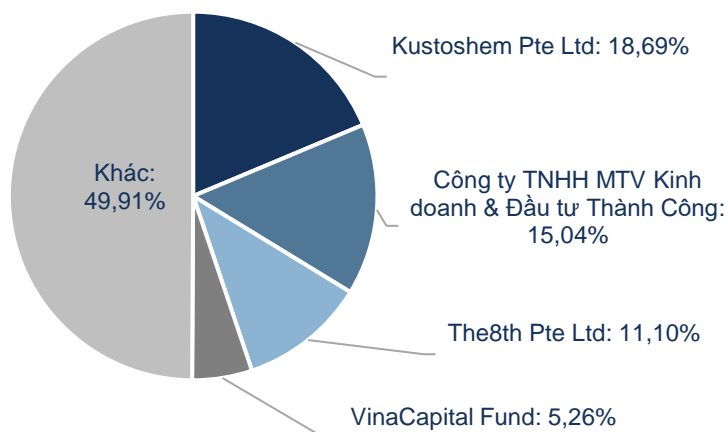
**2022:** Tín hiệu tốt bắt đầu quay trở lại khi CTD trúng thầu dự án xây dựng nhà máy Lego tại Việt Nam. GTHĐ ký mới trong năm 2022 đạt 25.000 tỷ đồng. Backlog chuyển sang 2023 là 17.000 tỷ đồng (gấp 1,17 lần doanh thu 2022).

### 2. Công ty con

CTD có hai công ty con trực tiếp và năm công ty con gián tiếp, vui lòng xem tại [Phụ lục](#).

### 3. Cơ cấu cổ đông (tại ngày 24/08/2023)

Tỷ lệ sở hữu



Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp

03 cổ đông lớn của CTD (Kustoshem, Công ty TNHH MTV Kinh doanh & Đầu tư Thành Công, The8th) đều thuộc nhóm Kustoshem, nắm giữ 42,31% số cổ phiếu lưu hành của CTD. Kể từ khi nắm quyền điều hành vào năm 2020, Kustoshem đã có những thay đổi trong quản lý doanh nghiệp như (1) thành lập Khối phát triển kinh doanh nhằm đẩy mạnh công tác tìm kiếm khách hàng, (2) kiểm soát công nợ thận trọng hơn khi trích lập dự phòng các dự án hình thành nợ cảnh báo và (3) vay nợ ngắn hạn và đầu tư cổ phiếu.

## II. CẬP NHẬT MẢNG XÂY DỰNG NHÀ Ở VÀ NHÀ KHÔNG ĐỂ Ở

Mảng xây dựng nhà ở và nhà không để ở<sup>1</sup> ghi nhận kết quả kinh doanh tiêu cực trong 6T/2023 với (1) doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt -17% và -50% YoY. Chúng tôi đánh giá, 02 mảng kinh doanh này suy giảm do nhu cầu thấp, kèm theo áp lực từ chi phí đầu vào và chi phí lãi vay tăng.

**Trong đó, doanh thu giảm chủ yếu do nguồn công việc bị thu hẹp.** Cụ thể:

- Mảng xây dựng nhà ở:** Nguyên nhân chính đến từ việc siết chặt các quy định về phát hành trái phiếu từ Q3/2022 khiến các chủ đầu tư bất động sản gặp khó khăn về dòng tiền. Thêm nữa, số dự án và căn hộ được cấp phép trên cả nước luôn ở mức thấp và có xu hướng giảm từ đầu năm 2022 (số căn hộ được cấp phép 2023Q1 -61% YoY).

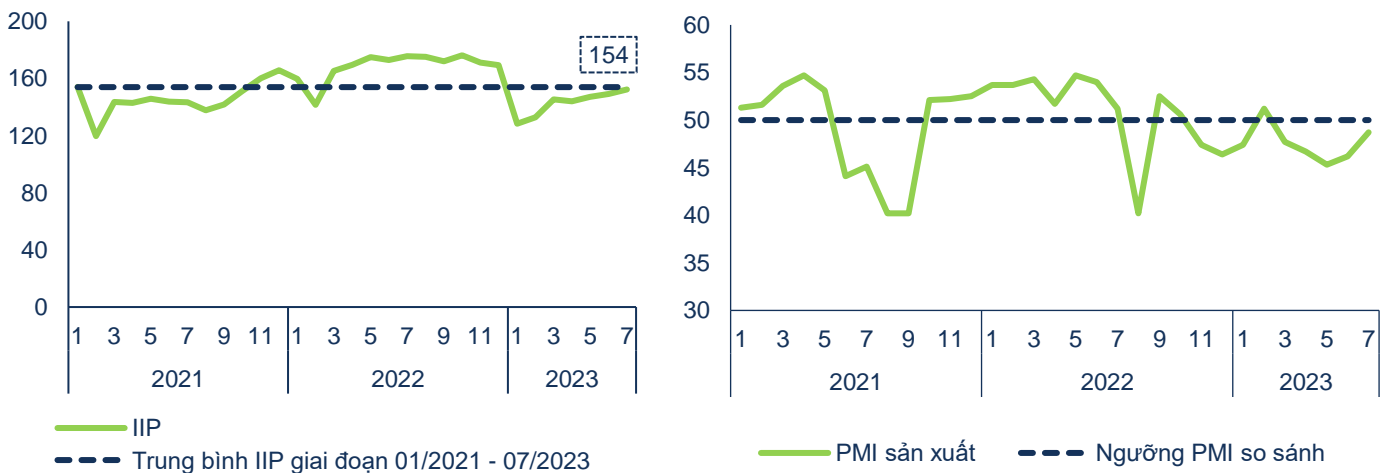
**Tình hình cấp phép xây dựng rất nhỏ giọt từ 2021**



Nguồn: Bộ Xây dựng

- Mảng xây dựng nhà không để ở:** Các chỉ số PMI và IIP liên tục giảm, chỉ ra nhu cầu mở rộng thấp của nhóm sản xuất công nghiệp.

**Chỉ số IIP và PMI sản xuất hầu hết thấp hơn ngưỡng so sánh trong 7T/2023**



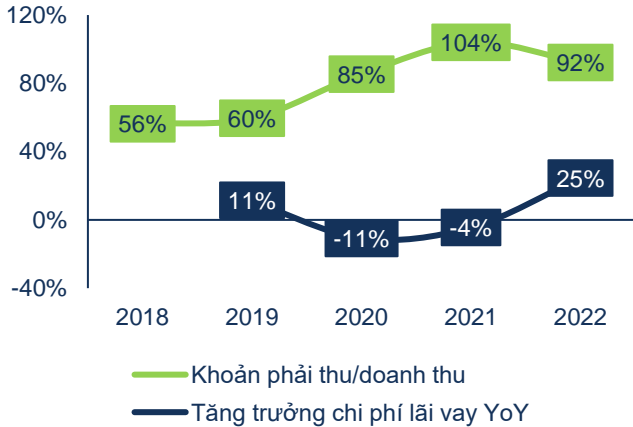
Nguồn: GSO

Nguồn: S&P Global

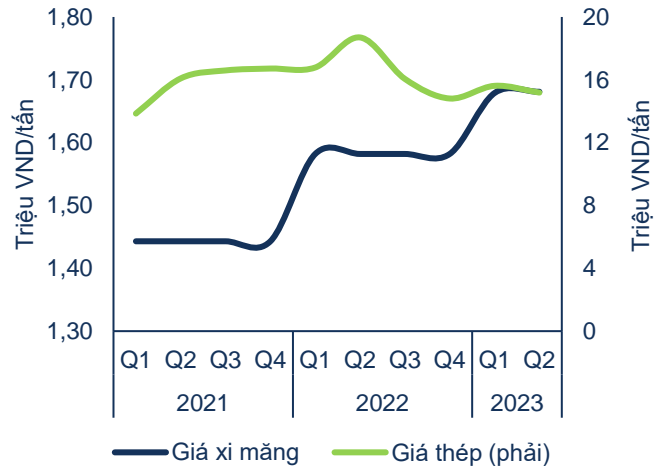
<sup>1</sup> Danh sách các doanh nghiệp lấy dữ liệu gồm: CTD, HBC, HTN, TCD, CC4, HAN, DCF, VC2, VC9 và HC3.

**Lợi nhuận giảm** do các loại nguyên vật liệu chính khác như gạch, xi măng... vẫn ở mức cao dù giá thép (chiếm ~40% chi phí nguyên vật liệu) đã hạ nhiệt. Đồng thời, doanh nghiệp tăng vay ngắn hạn bù đắp vốn lưu động do chủ đầu tư BĐS kéo dài thời gian thanh toán bởi khó khăn từ trái phiếu doanh nghiệp.

**Khoản phải thu/doanh thu và chi phí lãi vay các doanh nghiệp dân dụng đang ở mức cao**



**Giá thép giảm trong năm 2023 nhưng giá các vật liệu khác như xi măng vẫn neo cao**



Nguồn: FPTS tổng hợp

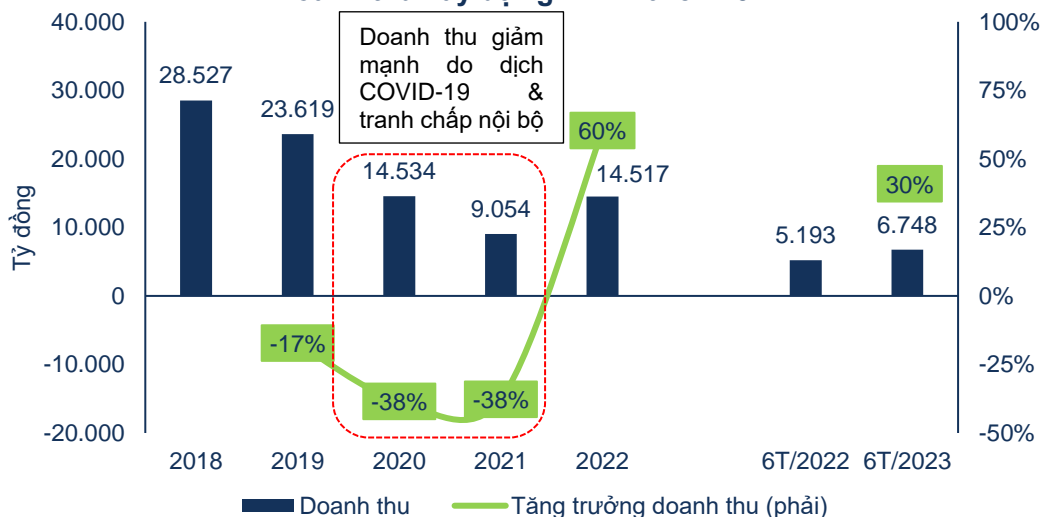
Nguồn: Steelonline, Hiệp hội Xi măng Việt Nam, FPTS tổng hợp

Lưu ý: Trục biểu đồ giá xi măng bắt đầu từ 1,3 triệu VND/tấn

### III. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Sáu tháng đầu năm 2023, CTD ghi nhận tăng trưởng rất cao với doanh thu 6.749 tỷ đồng (+30% YoY, đạt ~88% KH 6T2023) và 53 tỷ đồng LNST (+960% YoY<sup>2</sup>, đạt 118% KH 6T2023). Backlog tại thời điểm 30/06/2023 đạt ~20.000 tỷ đồng, bằng 1,37 lần doanh thu xây dựng 2022.

**Doanh thu xây dựng CTD 2018 - 2022**



Nguồn: CTD

Sau giai đoạn khó khăn 2020 – 2021, doanh nghiệp đã thực hiện tái cấu trúc cả về kinh doanh và tài chính và bắt đầu có tín hiệu tốt khi tổng giá trị hợp đồng ký mới và doanh thu năm 2022 đạt lần lượt 25.000 tỷ đồng và 14.517 tỷ đồng (+60% YoY, đạt 97% kế hoạch năm) (xem [Tại đây](#)). Đáng chú ý có thể kể đến việc ký kết hợp đồng thi công

<sup>2</sup> 2022H1 CTD trích lập dự phòng 257 tỷ đồng. Nếu không có khoản trích lập này, ước tính 2022H1 CTD đạt 214 tỷ đồng LNST.

mega-project nhà máy Lego (tổng vốn đầu tư hơn 30.000 tỷ đồng, ước tính GTHĐ xây dựng GD1 đạt ~8.300 tỷ đồng).

Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp của CTD liên tục giảm, chỉ còn 2,32% trong 2023H1, thấp hơn 2,27 đpt so với trung bình biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng của nhóm doanh nghiệp dân dụng niêm yết<sup>3</sup> (xem [Tại đây](#)).

#### IV. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2023

Kết quả kinh doanh của CTD trong 06 tháng đầu năm 2023 ghi nhận tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ, cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ VND	6T2023	% YoY	%KH 6T2023
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6.749</b>	<b>+30%</b>	<b>88%</b>
Giá vốn hàng bán	6.592	+34%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>157</b>	<b>-44%</b>	
<i>Biên LNG</i>	2,32%	-3,1 đpt	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	193	-57%	
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>36</b>	Cùng kỳ lỗ 167 tỷ đồng	
Doanh thu tài chính	179	-21%	
Chi phí tài chính	67	+14%	
- Trong đó: Chi phí lãi vay	50	+67%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>69</b>	<b>+527%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>52</b>	<b>+860%</b>	<b>118%</b>

Nguồn: BCTC CTD, FPTS tổng hợp

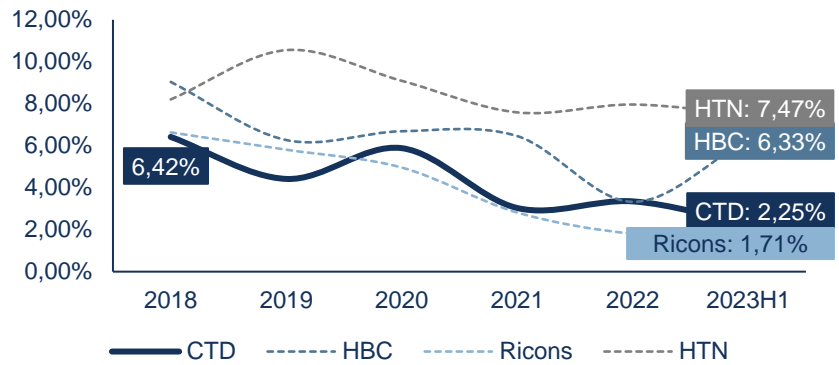
Trong đó:

- **Doanh thu đạt 6.749 tỷ đồng, +30% YoY và đạt 88% KH năm:** Đây là mức tăng trưởng doanh thu khá cao so với trung bình 5,65% của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng trong bối cảnh ngành gặp nhiều khó khăn. Chúng tôi cho rằng, CTD đạt được điều này chủ yếu nhờ lượng backlog lớn từ các khách hàng cũ có nền tảng tài chính tốt và chịu ảnh hưởng thấp bởi cú sốc trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2022 như Vingroup, Ecopark... Backlog ghi nhận tại thời điểm 30/06/2023 là ~20.000 tỷ đồng, gấp 1,37 lần doanh thu xây dựng 2022. Cần lưu ý rằng, lượng backlog hiện tại của CTD sẽ sát với lượng công việc thực tế doanh nghiệp đang triển khai hơn do được tính theo giá trị hợp đồng ký kết thay vì cộng cả giá trị các MOU (biên bản ghi nhớ hợp tác) như trước đây.

<sup>3</sup> Danh sách các doanh nghiệp niêm yết lấy dữ liệu bao gồm: CTD, HBC, HTN, TCD, CC4, HAN, DCF, VC2, VC9 và HC3.

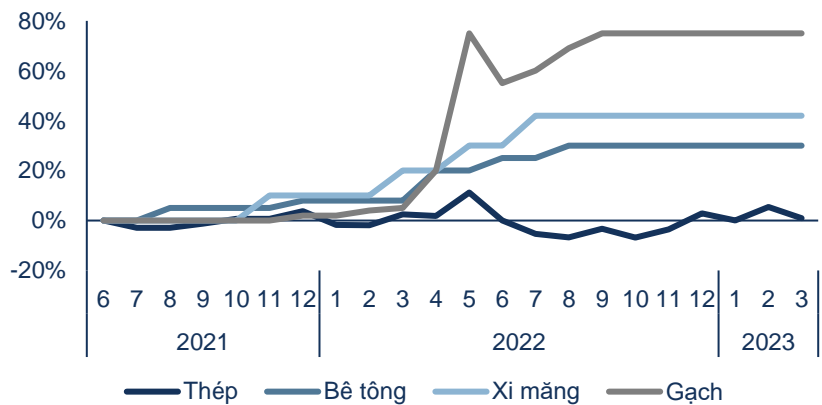


- Lợi nhuận gộp** đạt 157 tỷ đồng, giảm 44% YoY. Biên lợi nhuận gộp CTD giảm từ 6,42% trong năm 2018 xuống còn 2,32% trong 2023H1. Theo chúng tôi, điều này là do CTD (1) có khả năng chuyển giá sang cho khách hàng thấp (khi giá nguyên vật liệu tăng cao) do chủ yếu ký hợp đồng đơn giá cố định và (2) phải giảm giá thầu để nhận dự án trước thực trạng cạnh tranh gay gắt của ngành.

**BLNG các doanh nghiệp xây dựng dân dụng 2018 - 2023H1**


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

CTD chia sẻ đã có những biện pháp để kiểm soát đà tăng của giá nguyên vật liệu, như ký hợp đồng nguyên tắc cho các đơn hàng thép do đặt mua khối lượng lớn để có giá cạnh tranh hơn và được giữ giá/báo trước một khoảng thời gian trước khi tăng giá. Việc ghi nhận lợi nhuận gộp thường có độ trễ do tính đến thời gian nghiệm thu, chúng tôi cho rằng BLNG của CTD sẽ dần được cải thiện trong năm 2023, khi giá NVL tương đối ổn định.

**Biến động giá một số loại vật liệu xây dựng**


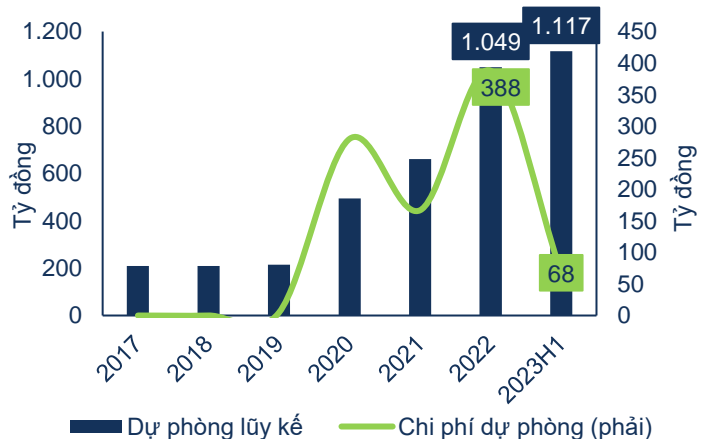
Nguồn: Phòng Thu mua CTD, FPTS tổng hợp

- Chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 193 tỷ đồng**, giảm 57% YoY, chủ yếu do chi phí trích lập dự phòng các dự án cũ giảm, đạt 68 tỷ đồng (-74% YoY). Thêm nữa, chi phí nhân viên đạt 70 tỷ đồng (-47% YoY), một phần từ cắt giảm 12% số lượng nhân viên so với đầu năm 2023 và mức lương trung bình 6T/2023 giảm 50% YoY.

Kể từ năm 2020, ban lãnh đạo mới của CTD đã tăng cường trích lập dự phòng 16 dự án cũ hình thành nợ cảnh báo. Chúng tôi cho rằng, tuy điều này làm sụt giảm đáng kể lợi nhuận của CTD<sup>(\*)</sup>, nhưng giúp phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp chân thực hơn.

CTD đặt kế hoạch tiếp tục trích lập 104 tỷ đồng cho các dự án này trong 06 tháng cuối năm 2023 (-20% YoY). Chúng tôi ước tính, nhờ việc giảm chi phí dự phòng, lợi nhuận cả năm 2023 của CTD đạt 154 tỷ đồng (+633% YoY, bằng 66% KH năm 2023) (xem [Tại đây](#)).

<sup>(\*)</sup>: Trong năm 2022, nếu không có khoản trích lập dự phòng 388 tỷ đồng, ước tính LNST CTD đạt 338 tỷ đồng.

**Chi phí dự phòng giảm từ năm 2023**


Nguồn: CTD

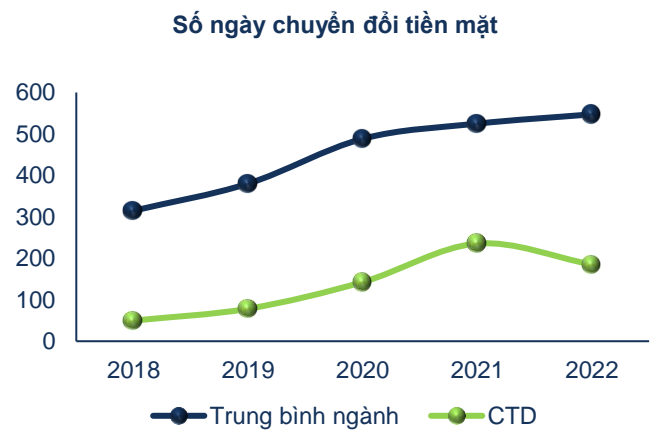
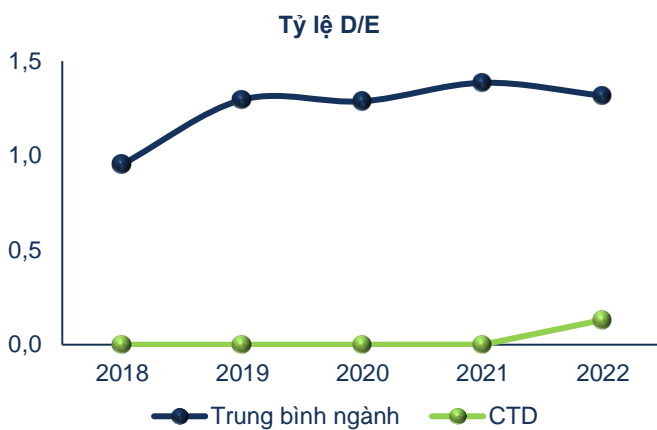
- **Doanh thu tài chính đạt 179 tỷ đồng (-21% YoY)**, trong đó 60% đến từ lãi tiền gửi ngân hàng, đạt ~107 tỷ đồng. Doanh thu tài chính giảm 21% YoY do (1) 2022H1 ghi nhận doanh thu tài chính đột biến từ thanh lý công ty con (~70 tỷ đồng) và (2) giảm khoản lãi ghi nhận đầu tư trái phiếu. Theo BCTC 2023Q2, 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** tăng chủ yếu do doanh nghiệp tăng vay ngắn hạn. Theo chúng tôi, dù sở hữu lượng tiền khá dồi dào (~3.743 tỷ đồng tại thời điểm 30/6/2023, chiếm 17,5% tổng tài sản) nhưng CTD vẫn đi vay ngắn hạn nhằm (1) giúp doanh nghiệp chủ động hơn trong việc quản lý dòng tiền giữa các lần thanh toán của chủ đầu tư và (2) doanh nghiệp có chi phí nợ ngắn hạn trung bình ước tính là 4,60%, thấp hơn 1,87 đọt lãi tiền gửi trung bình.

## V. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### 1. Tình hình tài chính an toàn nhờ sở hữu lượng tiền mặt lớn và tỷ lệ nợ vay thấp

CTD luôn duy trì được tỷ lệ nợ thấp nhờ hiệu quả hoạt động cao hơn trung bình ngành. Cụ thể, hiệu quả hoạt động được đánh giá qua số ngày chuyển đổi tiền mặt của doanh nghiệp<sup>4</sup>.

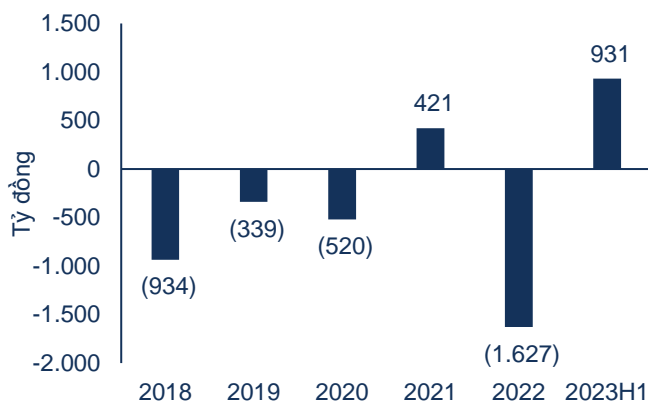
**Hiệu quả hoạt động cao giúp D/E và số ngày chuyển đổi tiền mặt của CTD thấp hơn trung bình ngành**



Nguồn: CTD

Nguồn: CTD

### Dòng tiền kinh doanh 2023 dương chủ yếu do nhận tiền từ nghiệp vụ bao thanh toán



Nguồn: CTD

CTD cải thiện dòng tiền nhờ được áp dụng hình thức bao thanh toán. Dòng tiền kinh doanh tại thời điểm 2023H1 dương 931 tỷ đồng, chủ yếu do tăng các khoản phải trả từ nghiệp vụ bao thanh toán, chiếm 1.417 tỷ đồng.

Cụ thể hơn, dựa theo hạn mức đã ký kết, 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. Trong trường hợp chủ đầu tư không thanh toán được tiền cho ngân hàng, CTD sẽ là bên thanh toán và nắm giữ tài sản đảm bảo của chủ đầu tư. Theo chúng tôi, nghiệp vụ bao thanh toán chỉ áp dụng cho các doanh nghiệp có năng lực triển khai dự án tốt do đặc thù ngành xây dựng cạnh tranh gay gắt và nhà thầu bị chiếm dụng vốn trầm trọng.

<sup>4</sup> Số ngày chuyển đổi tiền mặt = Số ngày phải thu + Số ngày tồn kho – Số ngày phải trả. Số ngày chuyển đổi tiền mặt càng thấp càng thể hiện khả năng nhanh chóng chuyển đổi các khoản đầu tư vào sản xuất thành tiền mặt của doanh nghiệp.

## VI. RỦI RO ĐẦU TƯ

### 1. Biến động giá nguyên vật liệu

Trước tình trạng [biên lợi nhuận gộp liên tục giảm](#), doanh nghiệp chia sẻ đã có những biện pháp như ký hợp đồng nguyên tắc và được báo giá để chủ động mua trước hoặc mua với giá thấp hơn giúp ổn định chi phí vật tư xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng CTD cần tập trung nhiều hơn vào việc kiểm soát chi phí khi nguyên vật liệu chiếm tới ~70% giá vốn hàng bán.

### 2. Ricons yêu cầu CTD mở thủ tục phá sản để thu hồi khoản nợ 322 tỷ đồng

Vào ngày 04/07/2023, Tòa án nhân dân TP.HCM đã thụ lý đơn của CTCP Đầu tư Xây dựng Ricons yêu cầu mở thủ tục phá sản đối với CTCP Xây dựng Coteccons. Theo đó, Ricons đang đòi lại khoản nợ 322 tỷ đồng, phát sinh trong giai đoạn trước năm 2019 khi còn hoạt động cùng hệ sinh thái<sup>5</sup> với CTD dưới thời ban lãnh đạo cũ.

Theo CTD, các tranh chấp phát sinh từ (1) việc xác định giá trị công nợ chưa đủ những chứng từ đạt điều kiện pháp lý và (2) chủ đầu tư dự án chưa thanh toán tiền cho CTD, do vậy theo quy định trong hợp đồng CTD chưa thể thanh toán cho Ricons. Ở chiều ngược lại, CTD cho rằng Ricons cũng chưa thanh toán công nợ tại một số dự án Ricons làm tổng thầu như Regina Hưng Yên, thiết kế dự án Đông Á...

**Tuy vậy, chúng tôi cho rằng khả năng bị mở thủ tục phá sản của CTD là rất thấp.** Theo Điều 9, Chương I và điều 42, Chương III Luật Phá sản, Thẩm phán có quyền quyết định mở hoặc không mở thủ tục phá sản và sẽ ra quyết định mở thủ tục phá sản khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán. Theo đó, các chỉ số thanh toán của CTD hiện nay ở mức khá tốt, lần lượt là 1,58, 1,33 và 0,30 cho khả năng thanh toán hiện hành, nhanh và tiền mặt.

### 3. Lợi nhuận giảm do đầu tư cổ phiếu

CTD bắt đầu đầu tư cổ phiếu vào năm 2020 và hiện đang sở hữu danh mục đầu tư 249 tỷ đồng (1,16% tổng tài sản) gồm chứng chỉ quỹ ETF KIM GROWTH VN30 (HSX: [FUEKIV30](#)), cổ phiếu của CTCP FPT (HSX: [FPT](#)), CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX: [MWG](#)) và một số công ty khác. Tại thời điểm 2023Q2, CTD đang trích lập ~24 tỷ đồng (~10% giá gốc khoản đầu tư). Chúng tôi cho rằng, tuy việc đầu tư không đem lại rủi ro đáng kể do chỉ chiếm phần nhỏ tổng tài sản của doanh nghiệp nhưng sẽ ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận (Để tương quan, dự phòng giảm giá ~10% danh mục đầu tư tương đương với LNST cả năm 2022 của CTD).

<sup>5</sup> Hệ sinh thái gồm 07 công ty bao gồm: CTD, Unicons, Ricons, Newteccons, BM Windows, Sol E&C, Boho.



## VII. TRIỂN VỌNG VÀ TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÒNG

### 1. Dự phóng kết quả kinh doanh 2023F – 2024F

**Cần lưu ý rằng, bắt đầu từ năm 2023, CTD áp dụng việc thay đổi năm tài chính.** Theo đó, năm tài chính 2023 kéo dài 06 tháng, từ ngày 01/01/2023 – 30/06/2023. Trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi hiện dự phóng kết quả kinh doanh của CTD dựa theo niên độ từ 01/01 – 31/12.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST 2023F của CTD đạt lần lượt là 16.319 tỷ đồng (+12% YoY) và 154 tỷ đồng (+633% YoY), tương ứng đạt 100% và 69% kế hoạch năm. Cho năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của CTD lần lượt là 20.148 tỷ đồng (+23% YoY) và 350 tỷ đồng (+128% YoY). Dự phóng này dựa trên các giả định chính: (1) tỷ lệ ghi nhận backlog cao hơn, (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ và (3) chi phí trích lập dự phòng giảm. Cụ thể:

Đơn vị: Tỷ VND	2024F	% YoY	2023F	%KH
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>20.148</b>	<b>+23%</b>	<b>16.320</b>	<b>100,4%</b>
Giá vốn hàng bán	19.535	+23%	15.871	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>612</b>	<b>+37%</b>	<b>495</b>	
<i>Biên LNG</i>	3,04%	+0,3 đpt	3,04%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	402	-21%	508	
<b>Lợi nhuận/(lỗ) thuần từ HĐKD</b>	<b>210</b>	<b>N/A</b>	<b>(61)</b>	
Doanh thu tài chính	330	-3%	341	
Chi phí tài chính	103	-18%	126	
- Trong đó: Chi phí lãi vay	103	-6%	109	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>437</b>	<b>+116%</b>	<b>202</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>350</b>	<b>+128%</b>	<b>154</b>	<b>66%</b>

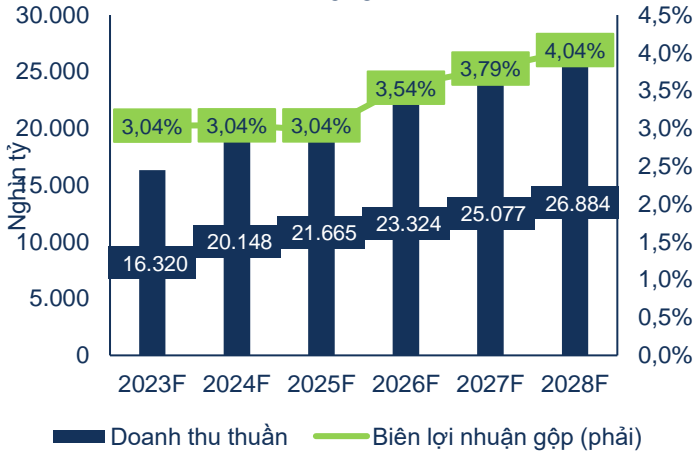
Nguồn: FPT S dự phóng

Trong đó:

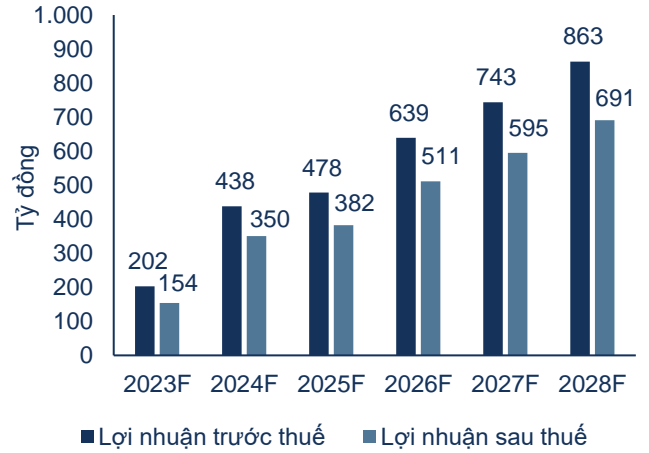
- **Doanh thu:** Dự phóng này dựa trên giả định tỷ lệ ghi nhận backlog là 40%, cao hơn 15% so với tỷ lệ ghi nhận backlog trung bình giai đoạn 2017 – 2022 nhờ việc CTD thay đổi cách ghi nhận backlog theo từng giá trị hợp đồng ký kết thực tế thay vì cộng cả giá trị các MOU (biên bản ghi nhớ hợp tác).
- **Biên lợi nhuận gộp** năm 2023 và 2024 cải thiện nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức thấp tại 3,04%, phản ánh việc (1) CTD phải giảm giá thầu trong bối cảnh cạnh tranh của ngành và (2) BLNG của CTD sẽ dần được cải thiện trong Q2/2023, khi giá NVL tương đối ổn định.
- **Chi phí quản lý doanh nghiệp** vẫn ở mức cao (~3,3% doanh thu) do bao gồm đến 174 tỷ đồng trích lập dự phòng theo kế hoạch doanh nghiệp công bố. Các khoản chi phí còn lại chiếm ~2% doanh thu dựa theo trung bình quá khứ.

### 2. Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2025F – 2028F

Dựa trên những phân tích về hoạt động kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của CTD giai đoạn 2025F – 2028F với các thông tin như sau:

**Doanh thu và BLNG CTD giai đoạn 2023 - 2028F**


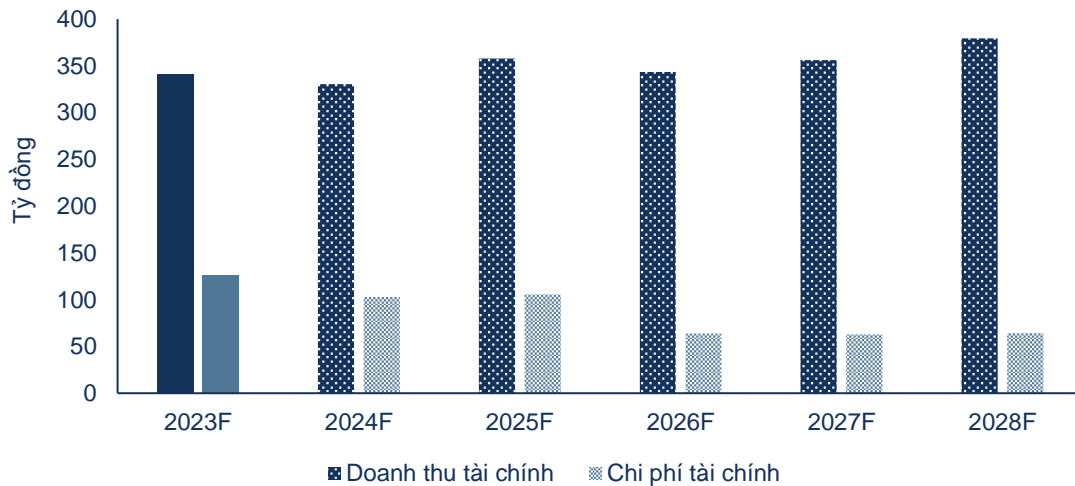
Nguồn: FPT S dự phóng

**LNTT và LNST CTD 2023F - 2028F**


Nguồn: FPT S dự phóng

Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình giai đoạn 2024F – 2028F là 7%, thấp hơn 7,8 đpt so với tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình giai đoạn 2015 – 2019, phản ánh mức độ cạnh tranh gia tăng trong ngành. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp sẽ tăng dần và đạt mức 4,04% 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 CTD sẽ duy trì tỷ lệ nợ vay ngắn hạn khoảng 2,5% – 5% doanh thu thuần để (1) sử dụng dòng tiền linh động hơn và (2) CTD vẫn duy trì được chi phí nợ ngắn hạn thấp hơn lãi tiền gửi trung bình như hiện tại.

**Doanh thu và chi phí tài chính dự phóng CTD 2023F - 2028F**


Nguồn: FPT S dự phóng

## VIII. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Bằng phương pháp FCFE và FCFF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu CTD là **73.300VND/cp** (+23,2% so với giá đóng cửa ngày 24/08/2023) 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)	74.600	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	72.000	50%
<b>Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>73.300</b>	

### 2. Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Giá mục tiêu (điều chỉnh)	Thời gian	Báo cáo chi tiết
<b>MUA</b>	<b>77.000 VNĐ/cp</b>	05/2022	<a href="#">Báo cáo cập nhật tin tức</a>
<b>THEO DÕI</b>	<b>67.600 VNĐ/cp</b>	09/2021	<a href="#">Báo cáo cập nhật định giá</a>
<b>THEO DÕI</b>	<b>79.200 VNĐ/cp</b>	03/2021	<a href="#">Báo cáo cập nhật tin tức</a>
<b>THEO DÕI</b>	<b>69.800 VNĐ/cp</b>	11/2020	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

### 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	14,62%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,16x
Chi phí nợ sau thuế	7,06%	Phần bù rủi ro thị trường	9,74%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	13,75%	Tăng trưởng dài hạn	2,00%
Lãi suất phi rủi ro 5 năm	2,14%	Thời gian dự phóng	5 năm

### 4. Kết quả định giá chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	1.710.611
(+) Tiền và đầu tư tài chính	3.838.149
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	510
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.548.250</b>
Số lượng cổ phiếu CTD (triệu cp)	74,4
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>74.600</b>

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	2.715.335
(+) Tiền và đầu tư tài chính	3.838.149
(-) Vay nợ	1.195.051
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	510
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.357.922</b>
Số lượng cổ phiếu CTD (triệu cp)	74,4
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>72.000</b>

**IX. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

HĐKD	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	16.320	20.148	21.665	23.324
- Giá vốn hàng bán	(15.824)	(19.536)	(21.007)	(22.498)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>496</b>	<b>613</b>	<b>659</b>	<b>825</b>
- Chi phí quản lí DN	(508)	(402)	(433)	(466)
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>(13)</b>	<b>210</b>	<b>226</b>	<b>359</b>
- Doanh thu tài chính	341	330	358	344
- Lợi nhuận khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế, lãi vay</b>	<b>328</b>	<b>541</b>	<b>584</b>	<b>703</b>
- Chi phí lãi vay	(109)	(103)	(106)	(64)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>202</b>	<b>438</b>	<b>478</b>	<b>639</b>
- Thuế TNDN	(42)	(88)	(96)	(128)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>154</b>	<b>350</b>	<b>382</b>	<b>511</b>
EPS (đ)	1.947	4.442	4,677	6,483

Khả năng sinh lợi	2023F	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3,0%	3,0%	3,0%	3,5%
Tỷ suất LNST	0,9%	1,7%	1,8%	2,2%
ROE DuPont	1,9%	4,1%	4,4%	5,6%
ROA DuPont	0,8%	1,7%	2,0%	2,5%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	2,0%	2,7%	2,7%	3,0%
LNST/LNTT	75,8%	80,0%	80,0%	80,0%
LNTT / EBIT	61,7%	81,0%	81,9%	90,9%
Vòng quay tổng tài sản	0,81x	0,98x	1,11x	1,16x
Đòn bẩy tài chính	2,44x	2,42x	2,22x	2,21x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023F	2024F	2025F	2026F
Thanh toán hiện hành	1,58	1,74	1,69	1,69
Thanh toán nhanh	1,33	1,45	1,42	1,43
Thanh toán tiền mặt	0,32	0,49	0,44	0,45
Nợ / Tài sản	0,06	0,05	0,03	0,03
Nợ / VCSH	0,14	0,11	0,06	0,06
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,08	0,05	0,05	0,06
Nợ dài hạn / VCSH	0,06	0,06	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	3,02	5,27	5,52	10,99

CĐKT	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	4.063	5.110	4.892	5.264
+ Các khoản phải thu	12.079	9.666	10.337	11.056
+ Hàng tồn kho	3.148	3.034	3.071	3.087
+ Tài sản ngắn hạn khác	593	458	493	530
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>19.884</b>	<b>18.268</b>	<b>18.793</b>	<b>19.937</b>
+ Nguyên giá TSCĐHH	1.123	1.126	1.129	1.133
+ Khấu hao lũy kế	(708)	(841)	(925)	1.008)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	415	285	205	124
+ Đầu tư tài chính dài hạn	304	304	304	304
+ Tài sản dài hạn khác	182	182	182	182
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.491</b>	<b>1.343</b>	<b>1.250</b>	<b>1.157</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>21.375</b>	<b>19.611</b>	<b>20.043</b>	<b>21.094</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	<b>21.375</b>	<b>19.611</b>	<b>20.043</b>	<b>21.094</b>
+ Phải trả người bán	5.114	5.017	5.399	5.812
+ Vay và nợ ngắn hạn	697	459	481	516
+ Quỹ khen thưởng	76	90	108	130
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>12.603</b>	<b>10.476</b>	<b>11.098</b>	<b>11.778</b>
+ Vay và nợ dài hạn	498	501	26	26
+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>500</b>	<b>504</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>13.103</b>	<b>10.980</b>	<b>11.126</b>	<b>11.806</b>
+ Thặng dư	2.958	2.958	2.958	2.958
+ Vốn điều lệ	788	788	788	788
+ LN chưa phân phối	388	725	991	1.336
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.271</b>	<b>8.631</b>	<b>8.916</b>	<b>9.287</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	1	1	1
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>21.375</b>	<b>19.611</b>	<b>20.043</b>	<b>21.094</b>

Hiệu quả vận hành	2023F	2024F	2025F	2026F
Số ngày phải thu	304,5	171,1	171,1	171,1
Số ngày tồn kho	169,6	60,1	58,4	56,8
Số ngày phải trả	100,7	89,3	89,3	89,3
Thời gian luân chuyển tiền	373,4	141,9	140,2	138,5
COGS / Hàng tồn kho	5,0	6,4	6,8	7,3

## X. PHỤ LỤC

### 1. Danh sách các công ty con của CTD (tại ngày 30/06/2023) ([quay lại](#))

STT	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh chính
1	Công ty TNHH Đầu tư Xây dựng Unicons	Cung cấp dịch vụ xây dựng và lắp đặt thiết bị
2	Công ty TNHH Covestcons	Môi giới và kinh doanh bất động sản
3	CTCP CTD FutureImpact	Sửa chữa, lắp đặt, cho thuê, bán máy móc thiết bị và phụ tùng máy
4	Công ty TNHH Solaresco-1	Cho thuê máy móc, thiết bị đun nước nóng dùng năng lượng mặt trời
5	Công ty TNHH Coteccons Nest	Môi giới và kinh doanh bất động sản
6	Công ty TNHH Coteccons Future Impact	Cung cấp dịch vụ xây dựng
7	Công ty TNHH Sân Chơi Mới	Tổ chức hoạt động của các công viên vui chơi và công viên theo chủ đề

### 2. Kết quả kinh doanh 2022 và Q1/2023 CTD ([quay lại](#))

Nhìn chung, kết quả kinh doanh năm 2022 và Q1.2023 có sự cải thiện đáng kể so với mức nền thấp cùng kỳ. Tuy vậy, lợi nhuận sau thuế của CTD suy giảm, chủ yếu do doanh nghiệp tăng cường trích lập dự phòng khoản phải thu.

Đơn vị: Tỷ VND	2022	% YoY	%KH2022	Q1.2023	%YoY	%KH2023
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14.537</b>	<b>+60%</b>	<b>56%</b>	<b>3.129</b>	<b>+64%</b>	<b>41%</b>
Giá vốn hàng bán	14.050	+60%		3.074	+67%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>487</b>	<b>+77%</b>		<b>55</b>	<b>-17%</b>	
<i>Biên LNG</i>	3,35%	+0,32 đpt		1,77%	-0,9 đpt	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	735	+51%		72	-18%	
<b>Lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>248</b>			<b>17</b>		
Doanh thu tài chính	381	+37%		84	+12%	
Chi phí tài chính	163	+1.158%		32	+168%	
- Trong đó: Chi phí lãi vay	79	+7.028%		25	+127%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>35</b>	<b>-9%</b>		<b>29</b>	<b>-24%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>21</b>	<b>-14%</b>	<b>77%</b>	<b>22</b>	<b>-25%</b>	<b>50%</b>

Nguồn: BCTC CTD, FPTIS tổng hợp

Trong đó:

- **Doanh thu:** Vào năm 2020 và đầu năm 2021, CTD không có hợp đồng ký mới do (1) chịu ảnh hưởng của dịch COVID-19 và (2) uy tín doanh nghiệp sụt giảm nặng nề do tranh chấp nội bộ. Tuy vậy, từ cuối năm 2021 đến hết năm 2022, CTD có được ~50.000 tỷ đồng hợp đồng ký mới. Nhờ đó, doanh thu CTD tăng



trường mạnh trong năm 2022, đạt 14.537 tỷ đồng (+60% YoY). Q1/2023, CTD ghi nhận 3.129 tỷ đồng doanh thu, +64% YoY và đạt 41% kế hoạch sáu tháng đầu năm 2023.

- **Chi phí quản lý doanh nghiệp** đạt 735 tỷ đồng (+51% YoY), chủ yếu đến từ đà tăng của chi phí trích lập dự phòng (đạt 387 tỷ đồng, +133% YoY). Nếu không có các khoản trích lập này, LNTT 2022 của CTD ước đạt 421 tỷ đồng, cao hơn 11 lần so với LNTT kiểm toán 2022. Doanh nghiệp chia sẻ, đây là khoản trích lập cho 16 dự án có vấn đề công nợ từ thời ban lãnh đạo cũ. Từ năm 2020 – 2023Q1, CTD đã trích lập dự phòng ~845 tỷ đồng. Lũy kế trên BCTC hết ngày 31/03/2023, CTD đang trích lập dự phòng 1.062 tỷ đồng, trong đó ~47% khoản trích lập dự phòng các khoản phải thu từ Công ty TNHH Đầu tư Bất động sản Ngôi Sao Việt (thuộc tập đoàn Tân Hoàng Minh).
- **Doanh thu tài chính** tăng 37%, chủ yếu là lãi tiền gửi (chiếm 66%).
- **Chi phí tài chính** tăng mạnh trong năm 2022, trong đó chủ yếu đến từ chi phí lãi vay (chiếm 48%) và dự phòng giảm giá các khoản đầu tư (chiếm 36%). Nguyên nhân do trong năm 2022, doanh nghiệp vay ngắn hạn ~547 tỷ đồng để bổ sung vốn lưu động. Thêm nữa, CTD còn phát hành trái phiếu với mệnh giá 500 tỷ đồng với mục đích thanh toán chi phí hoạt động kinh doanh và tăng quy mô HĐKD của doanh nghiệp/các công ty trực thuộc. Khoản dự phòng giảm giá các khoản đầu tư chủ yếu đến từ các tài sản tài chính CTD đang nắm giữ như chứng chỉ quỹ ETF, các cổ phiếu niêm yết như FPT, MWG...

### 3. Công nghệ CTD sử dụng

**BIM:** CTD đi đầu trong việc áp dụng BIM trong ngành xây dựng Việt Nam. Cụ thể, CTD đang áp dụng BIM 4D trong nhiều dự án Mega để sắp xếp thứ tự các bước trong khâu xây dựng và mô phỏng yêu cầu về tiến độ và nhân lực. Gần đây, CTD đang nghiên cứu áp dụng BIM 5D, bổ sung thêm khâu tính hiệu quả chi phí theo thời gian.

		CTD	HBC	Ricons	CTD	Delta	PHC
Doanh thu xây dựng 2022 (tỷ đồng)		14.518	10.853 (số liệu 2021)	11.384	<b>5.464</b>	2.979 (số liệu 2021)	1.828
Loại áp dụng		BIM 3D/4D	BIM 3D/4D	BIM 3D	<b>BIM 3D</b>	BIM 3D	Chưa áp dụng
Tỷ lệ áp dụng	Thiết kế	100%	30% (2020)	N/A	<b>N/A</b>	N/A	Chưa áp dụng
	Thi công	N/A					
Năm áp dụng		2014	2011	2019	<b>2018</b>	2018	Chưa áp dụng

**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