



Company Report: Coteccons Construction JSC

Analyst

Ngô Diệu Linh

Mail: linhd@gijas.com.vn – ext 705

27/6/2024

Tiếp tục dẫn đầu, sẵn sàng khởi sắc

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1/ Vị thế doanh nghiệp trong ngành cùng lượng backlog lớn. Chúng tôi ước tính lượng backlog cho năm 2024-2025 sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, đạt khoảng 26,000 tỷ đồng.

2/ Tiềm năng tăng trưởng doanh thu vững chắc nhờ “lấn sân” sang mảng xây dựng khu công nghiệp: Tỷ lệ backlog mảng công nghiệp tăng mạnh từ mức 10% giai đoạn 2020-2022 lên 35% trong năm 2023 và kì vọng đạt 45% vào cuối FY2025.

3/ Tiềm lực tài chính tốt giúp tăng khả năng cạnh tranh: CTD nắm giữ 2,382 tỷ đồng tiền mặt tương đương 11% tổng tài sản (BCTC Q3.FY24), tỉ lệ Vốn vay/VCSH đạt 0.13 lần, thuộc nhóm thấp nhất ngành và giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh và giành được các hợp đồng lớn.

KHUYẾN NGHỊ

Sử dụng phương pháp FCFE, chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu CTD là **83,500 VND/cổ phiếu** (upside 15% so với giá đóng cửa ngày 25/6/2024), khuyến nghị **MUA** đối với CTD.

RỦI RO ĐẦU TƯ

1/ Thị trường BĐS chưa phục hồi như dự kiến.

2/ Nợ xấu gia tăng, chi phí dự phòng tăng cao nếu ký kết các gói thầu giá thấp và quản trị rủi ro không hiệu quả.

3/ Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Recommendation:

Buy

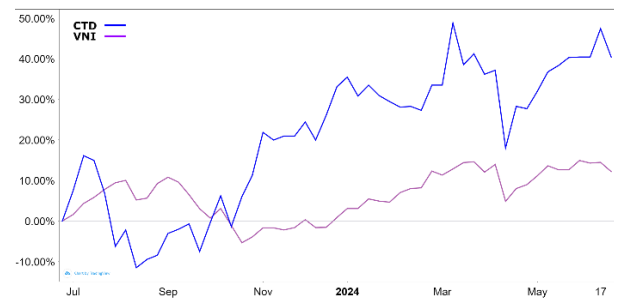
6-18m TP:

VND83,500

Current price:

VND72,600

Price performance



Price change

1 M

3 M

1Y

Abs. %

1.54%

0.14%

51.2%

Relative to VN index

-0.43%

-0.89%

18.0%

Avg price (VND)

73,500

70,500

66,500

Sources: Fiin X, Guotai Junan (VN)

| | Net rev. (VND b) | Net rev. (Δ%) | Net Profit (VND b) | EPS (VND) | EPS (Δ%) | ROE (%) | ROA (%) |
|-------|---------------------|------------------|-----------------------|--------------|-------------|------------|------------|
| 12/31 | | | | | | | |
| 2021A | 9,078 | -37.64% | 24 | 323 | -92% | 0.29 | 0.17 |
| 2022A | 14,537 | 60.14% | 21 | 280 | -13% | 0.25 | 0.12 |
| 2023A | 16,528 | 13.70% | 188 | 2,267 | 709% | 2.26 | 0.93 |
| 2024F | 22,000 | 33.10% | 304 | 3,200 | 41% | 3.50 | 1.40 |

| | | | | |
|------------------------------|-------------------|------------------------|----------------------------------|--------|
| Shares in issue (m) | 99.93 | Major shareholders (%) | Kustoshem Pre Ltd | 17.89% |
| Market cap (VND b) | 7,375 | | Cty TNHH MTV KD&ĐT Thành Công | 14.40% |
| 3- month average vol. ('000) | 1,439 | | The8th Pre Ltd | 10.62% |
| 52w high/low (VND) | 77,000/ 43,800 | | Vina Capital Fund | 5.26% |
| | | Debt/Assets (%) | | 0.17% |
| | | Free float (%) | | 55% |

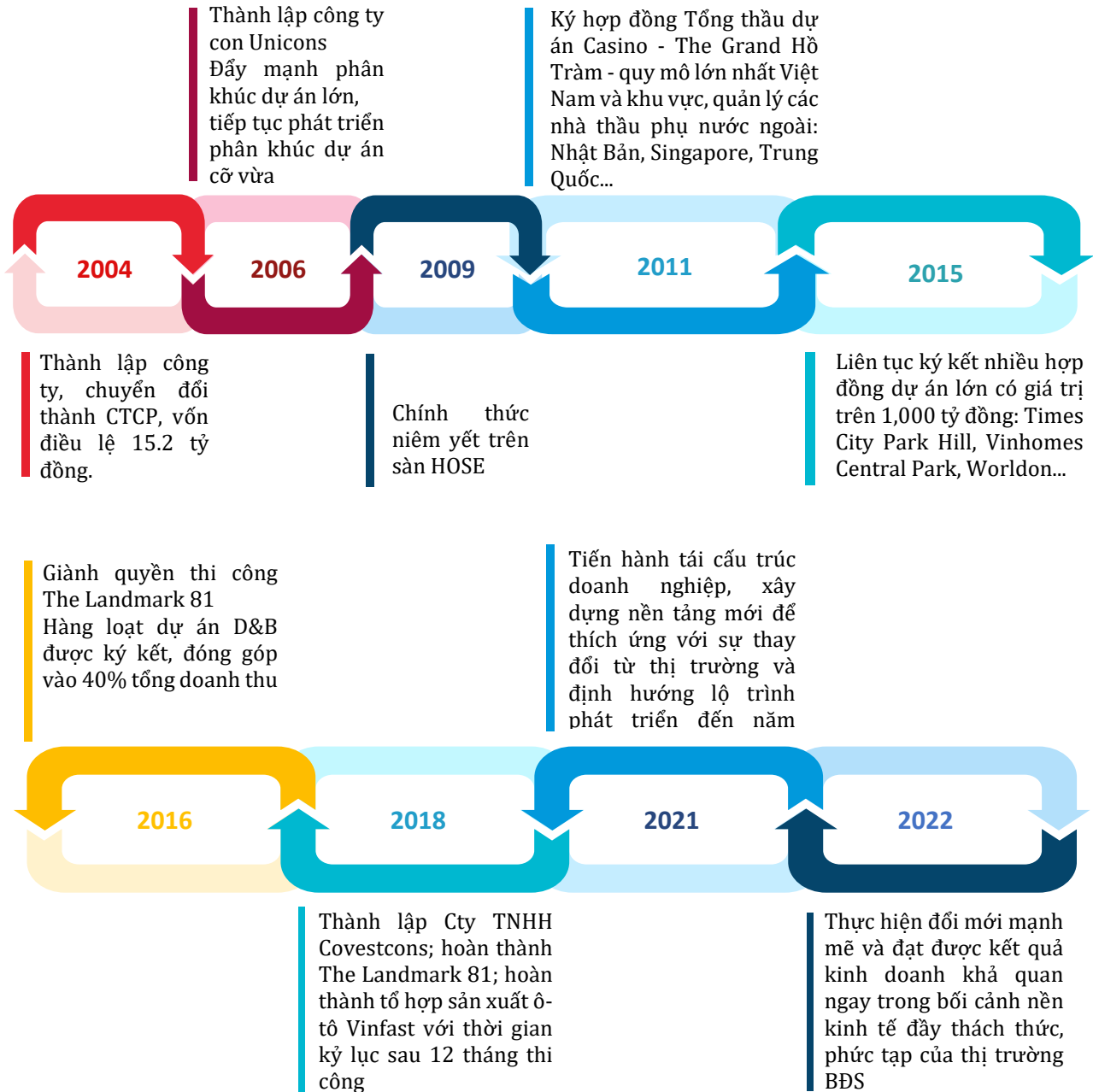
Sources: the Company, Guotai Junan (VN)

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Coteccons- Thương hiệu xây dựng đầu ngành tại Việt Nam cùng tiến độ xây dựng vượt trội

Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (CTD) có tiền thân là Công ty Cổ phần Xây dựng Cotec được thành lập vào năm 2004 và niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 12/2009. Công ty hoạt động trong lĩnh vực thi công, xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp, cơ sở hạ tầng.

Những cột mốc lịch sử của Coteccons



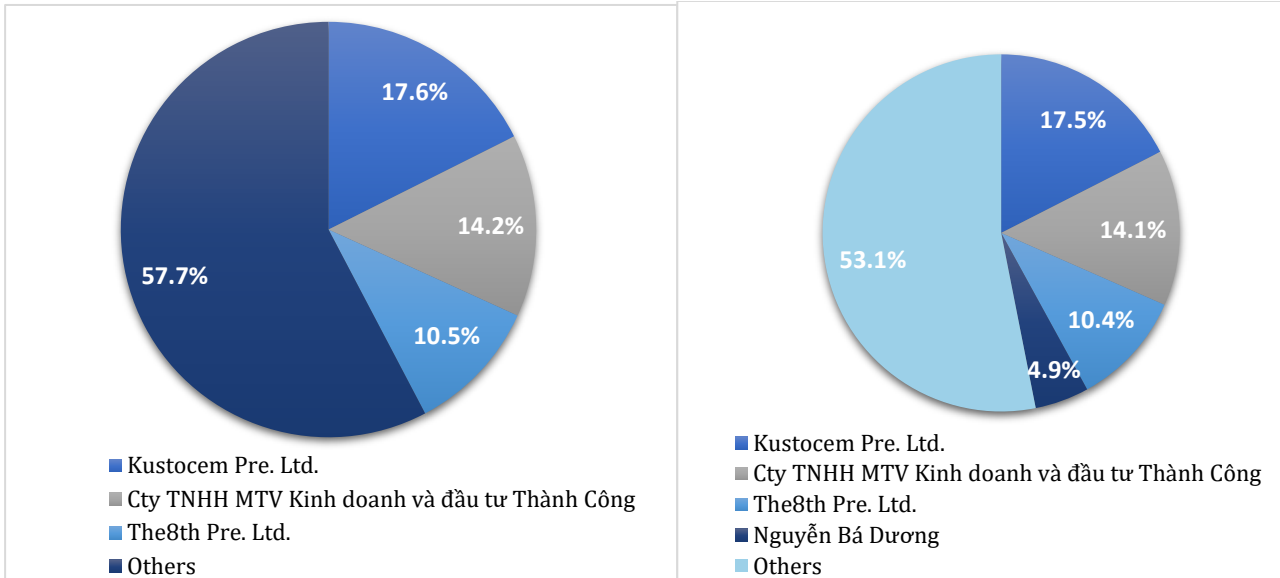
Đội ngũ ban lãnh đạo của CTD là những cá nhân/tổ chức có thâm niên hoạt động nhiều năm trong ngành với kinh nghiệm phong phú cả ở thị trường Việt Nam và quốc tế. Lợi thế này giúp doanh nghiệp hoạt động với mô hình quản trị dự án hiệu quả và áp dụng những công nghệ xây dựng tiên tiến nhất. CTD cũng là công ty xây dựng tiên phong trong việc áp dụng mô hình quản lý theo tiêu chuẩn ESG tại thị trường Việt Nam. Đây là lợi thế lớn khi các chủ đầu tư FDI đang ngày càng chú tâm tới hoạt động phát triển bền vững, giúp CTD giành được các hợp đồng xây dựng công nghiệp có giá trị lớn.

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1/ Doanh nghiệp lấy lại phong độ giai đoạn đỉnh cao sau nhiều biến động

Giai đoạn 2017-2020 là một thời kì khó khăn cho doanh nghiệp khi xảy ra mâu thuẫn nội bộ gay gắt giữa các cổ đông lớn của CTD. Doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn này của CTD bị giảm sút nghiêm trọng do chiến lược kinh doanh bị ảnh hưởng trước biến động nhân sự chủ chốt, bên cạnh nguyên nhân thị trường đình trệ bởi dịch bệnh Covid.

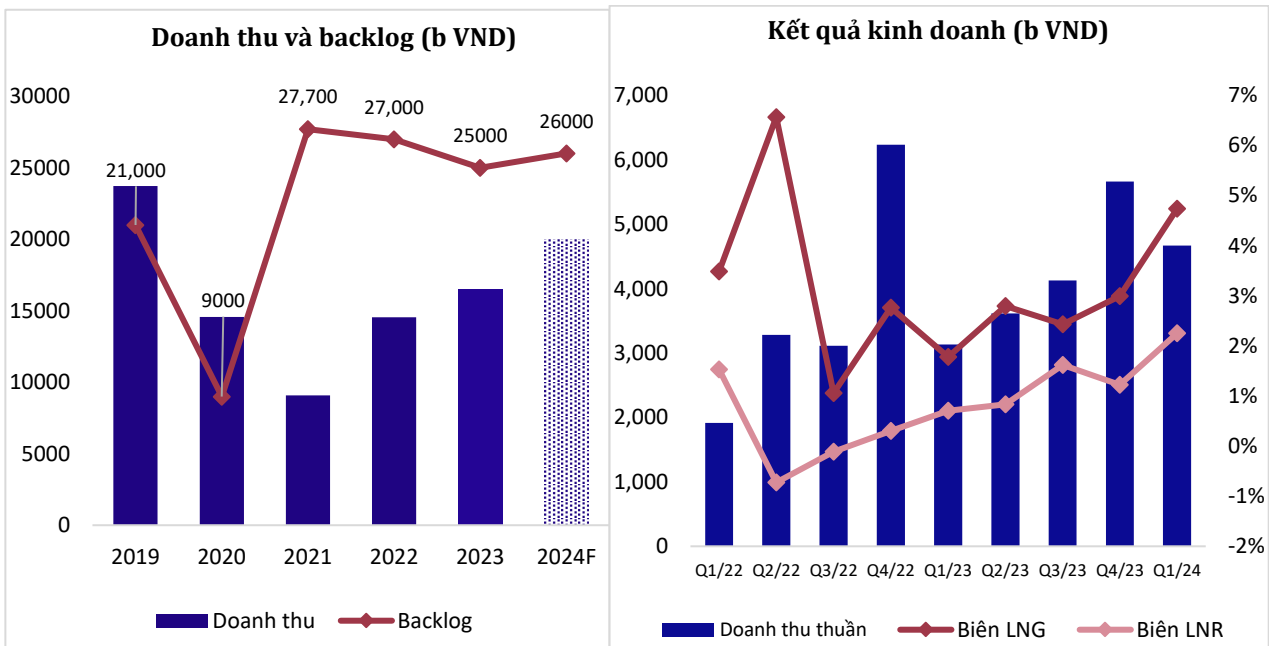
Cơ cấu cổ đông (hiện tại - bên trái; năm 2019 - bên phải)



Nguồn: CTD, GTJAS VN Research

Bộ máy quản lý của Cotecons đã ổn định trở lại từ năm 2021, đạt được sự đồng thuận và sẵn sàng cho chiến lược phát triển dài hạn. Cuối năm 2021, doanh nghiệp đã kí kết được 25,000 tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới, phục hồi mạnh so với 2 năm trước đó, đánh dấu bước ngoặt chuyển mình sau những mẫu thuẫn, dịch bệnh và bão giá nguyên vật liệu, CTD bắt đầu quay lại đường đua tăng trưởng.

Lượng backlog khổng lồ giúp CTD lấy lại phong độ thời kì đỉnh cao



Nguồn: CTD, GTJAS VN Research

Giá trị hợp đồng chuyển tiếp trong năm 2023 của doanh nghiệp đạt 25,000 tỷ đồng, tăng mạnh so với thời điểm năm 2020 ở mức 9,000 tỷ đồng. Kể từ năm 2021 đến nay, giá trị backlog của CTD luôn đạt

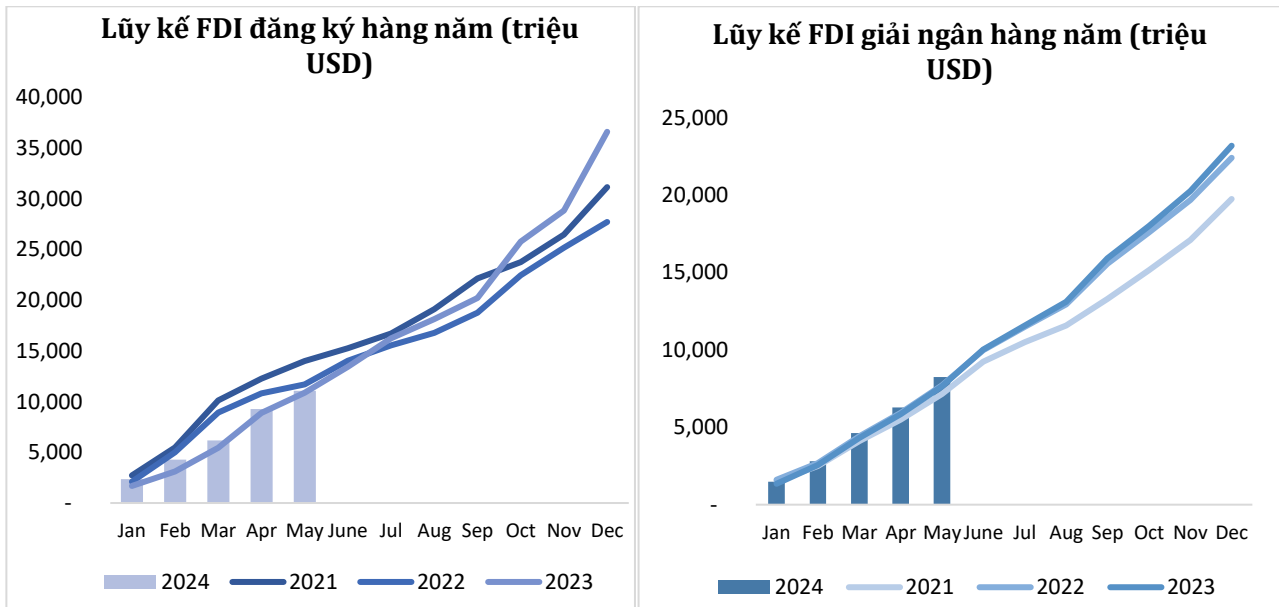
trên mức 25,000 tỉ đồng. Chúng tôi ước tính lượng backlog cho năm 2024-2025 sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, đạt khoảng 26,000 tỷ đồng. Một số dự án tiêu biểu mà công ty đang triển khai trong năm 2024 gồm nhà máy Suntory Pepsico, Tổ hợp sản xuất ô tô Vinfast Hải Phòng, Dự án phát triển công nghiệp Yên Phong CN14.1, Crystal Holiday Harbour Vân Đồn, Khu biệt thự biển Mandarin Oriental, v.v

Nhờ kí kết được các hợp đồng xây giá trị dựng lớn, doanh thu của CTD trong Q3.FY24 (tương ứng Q1/24 trên biểu đồ) đạt 4,665.85 tỷ đồng, tăng 49% svck; LNST đạt 104.9 tỷ đồng, tăng gấp 3.75 lần svck; biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 1.8% lên 4.7%. Trong 9 tháng đầu FY24, công ty ghi nhận 19,000 tỷ đồng doanh thu, chiếm 79% kế hoạch backlog chuyển tiếp 2024-2025. Kết thúc 9T FY2024, CTD đã hoàn thành 81.3% kế hoạch lãi ban đầu là 296 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu qua các năm 2022 và 2023 đều ở mức cao, lần lượt đạt 60.1%; 13.7%.

2/ Tiềm năng tăng trưởng doanh thu vững chắc nhờ “lấn sân” sang mảng xây dựng khu công nghiệp

Thị trường xây dựng công nghiệp hạ tầng trở thành điểm sáng nhờ nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tăng mạnh mẽ

Dòng vốn giải ngân FDI liên tục tăng cho thấy Việt Nam là địa điểm hấp dẫn để đầu tư trên thị trường thế giới. Mảng xây dựng khu công nghiệp hứa hẹn nhiều dư địa tăng trưởng. Vốn đăng ký FDI trong tháng 5 có mức tăng nhẹ, gia tăng thêm khoảng 1,797 tỷ USD bao gồm các dự án đăng ký tăng vốn, dự án cấp mới cùng mua bán cổ phần tại các doanh nghiệp. Vốn giải ngân FDI trong 5 tháng đầu năm đạt 8.25 tỷ USD, tăng 7.8% so với cùng kỳ 2023. Mức tăng trưởng tích cực của đầu tư FDI tiếp tục là cơ sở cho thấy Việt Nam ngày càng là điểm đến hấp dẫn với các chuỗi cung ứng sản xuất trên thế giới, và cũng là tiền đề cho việc hoàn thành các mục tiêu công nghiệp hóa, hiện đại hóa nền kinh tế do Chính phủ đề ra từ nay tới 2030. Việc liên tục đón nhận dòng vốn FDI thực hiện kỷ lục được xem là sự thành công lớn của nền kinh tế Việt Nam vốn đang có độ mở rất lớn.



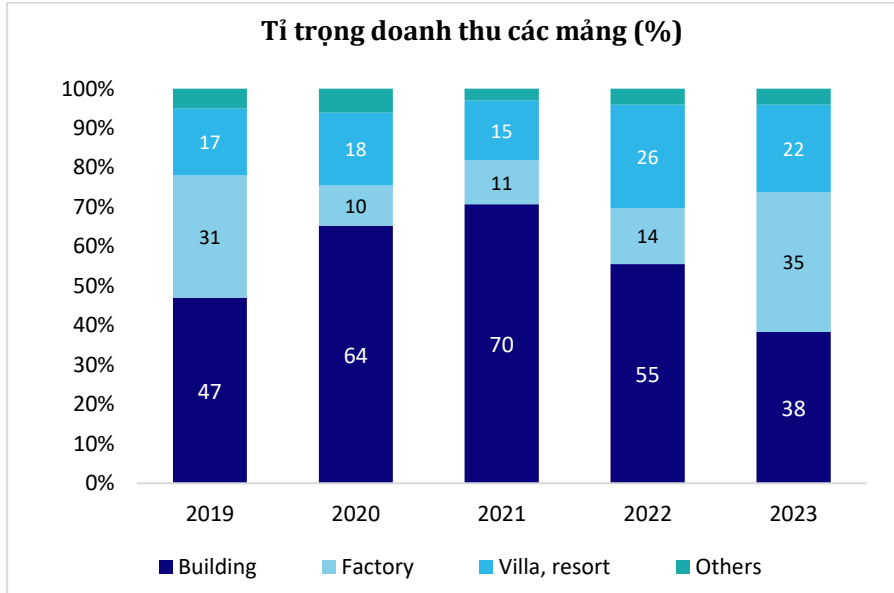
Nguồn: GTJAS VN Research

Dòng vốn FDI tăng mạnh đi kèm với nhu cầu lớn về cơ sở hạ tầng khu công nghiệp. Theo đó, CTD đã nhanh chóng đón đầu xu hướng này khi đẩy mạnh mảng xây dựng khu công nghiệp.

Hơn nữa, tiềm năng của CTD trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp là rất lớn nhờ có lợi thế áp dụng tiêu chuẩn ESG trong khi ít có doanh nghiệp nào áp dụng chiến lược này, đây sẽ là điểm thu hút nhà đầu tư FDI khi lựa chọn chủ thầu cho các dự án xây dựng. Coteccons trúng thầu dự án “tỷ đô” Lego tại Bình Dương, vượt qua đối thủ là Newtecons, hay mới đây tiếp tục nhận được thầu dự án nhà máy Foxconn tại

Bắc Giang. Dù giá trị hợp đồng với Foxconn chưa lớn nhưng bằng cái bắt tay này, Coteccons đã phá vỡ được thế “độc quyền” của Ricons đối với một trong những nhà sản xuất quan trọng nhất khu vực Đông Á. Với dự án Lego, hiện CTD đã ghi nhận khoảng 2,200 tỷ đồng - khoảng 22% doanh thu giai đoạn 1. Chúng tôi ước tính, doanh nghiệp sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu 2,500 tỷ đồng trong Q4.FY24 và 3,000 tỷ đồng trong Q1.FY25 khi hoàn thành xây dựng giai đoạn 1 nhà máy được dự kiến vào T8/2024.

Tỷ lệ backlog mảng công nghiệp tăng mạnh từ mức 10% giai đoạn 2020-2022 lên 35% trong năm 2023.



Nguồn: CTD, GTJAS VN Research

Chúng tôi kì vọng tỷ trọng xây dựng công nghiệp sẽ tiếp tục chiếm tỉ trọng lớn hơn đạt 40% vào cuối FY2025 thay cho doanh thu từ xây dựng dân dụng khi thị trường này vẫn đang bị ảnh hưởng tiêu cực bởi thị trường bất động sản nhà ở vẫn chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi rõ rệt.

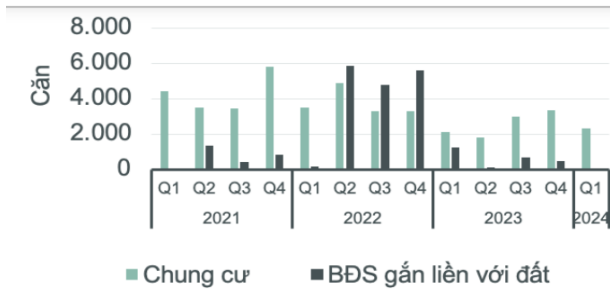
3/ Dự địa lớn tại phân khúc Xây dựng bất động sản nhà ở & nghỉ dưỡng dù trong ngắn hạn cần thêm thời gian để cho thấy sự phục hồi rõ nét

Thị trường bất động sản chỉ mới phục hồi nhẹ với nguồn cung hạn hẹp

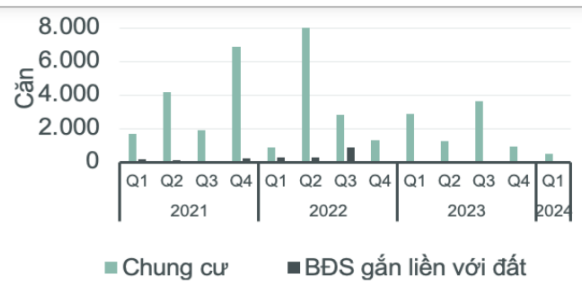
Theo báo cáo của CBRE, ba tháng đầu năm 2024 tiếp tục ghi nhận nguồn cung hạn chế trên thị trường BĐS nhà ở tại Hà Nội và TP.HCM. Cụ thể, tại Hà Nội, lượng nguồn cung căn hộ bán mới tại Hà Nội trong Quý 1/2024 đã tăng 11% svck. Tuy nhiên, con số này còn khá thấp so với mức 3,000 – 4,000 căn mở bán mới trong quý đầu tiên của các năm 2021 và 2022 trước đó. Tại Hồ Chí Minh, lượng căn hộ chào bán ghi nhận thấp nhất trong một quý trong khoảng 15 năm trở lại đây và chỉ bằng khoảng 17% so với cùng kỳ năm ngoái.

Thị trường nhà ở Hà Nội và TP.HCM, Nguồn Cung Mới

Hà Nội



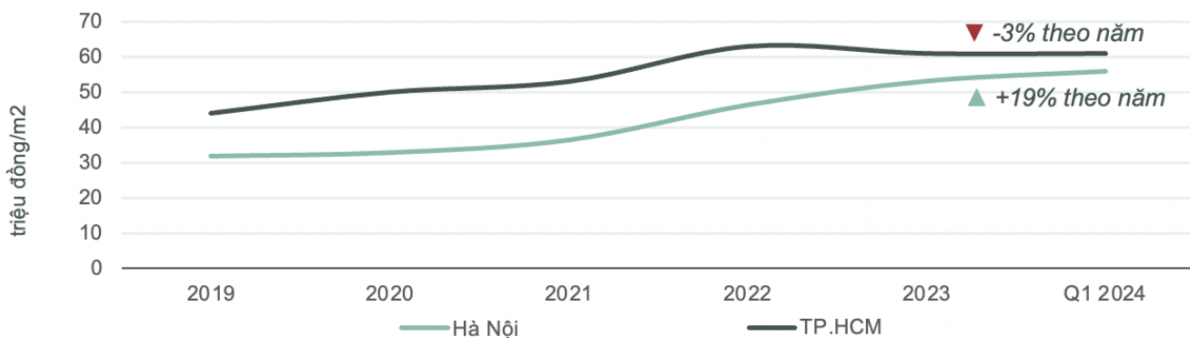
TP.HCM



Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE Việt Nam, Q1/2024.

Về mặt bằng giá, giá bán BĐS nhà ở tại Hà Nội và TP.HCM quý này ghi nhận những diễn biến trái chiều. Tại thời điểm cuối Quý 1/2024, giá sơ cấp chung cư TP.HCM đạt mức 61 triệu đồng/m², không thay đổi so với quý trước và giảm khoảng 3% so với cùng kỳ năm ngoái. Trái ngược với diễn biến giá bán ở TP.HCM, tại Hà Nội, phần lớn nguồn cung mới tiếp tục ở phân khúc cao cấp đã đẩy giá bán sơ cấp chung cư Hà Nội lên cao. Giá bán sơ cấp trung bình hiện đạt 56 triệu đồng/m² (chưa bao gồm VAT và kinh phí bảo trì), tăng 5% theo quý và 19% theo năm.

Thị trường căn hộ Hà Nội và TP.HCM, Giá Sơ Cấp Trung Bình



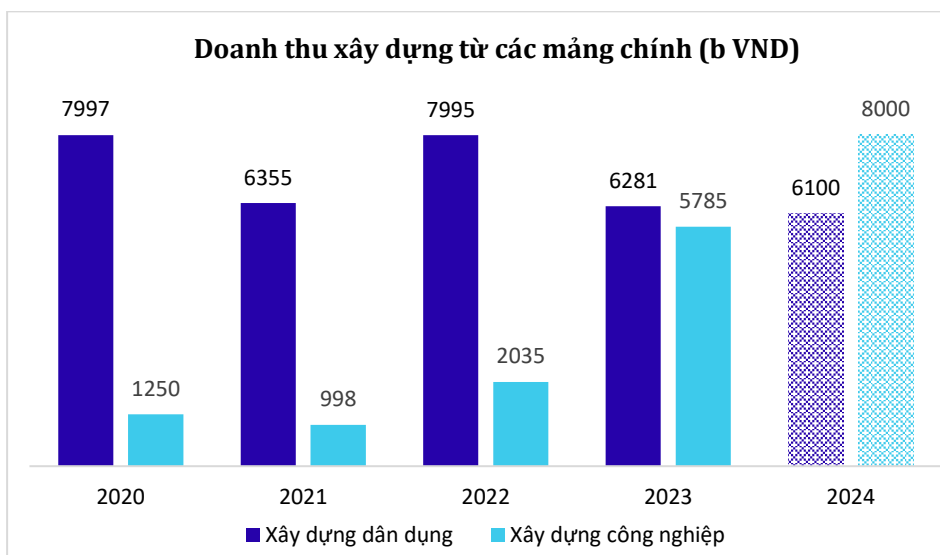
Giá bán bình quân tại thị trường sơ cấp: triệu VND trên m² thông thủy (chưa bao gồm VAT và phí bảo trì).

Nguồn: BP. Nghiên cứu CBRE Việt Nam, Q1/2024.

Giá bán tại thị trường thứ cấp của chung cư Hà Nội quý này ghi nhận mức tăng giá theo năm cao nhất từ trước tới nay, tăng 17% svck và đạt trung bình hơn 36 triệu đồng/m². Trước bối cảnh hạn chế nguồn cung ở TP.HCM, trong khi đó thị trường biệt thự và liền kề Hà Nội tạm thời chưa có nhiều diễn biến sau giai đoạn 2021-2022 bùng nổ đã thôi thúc một bộ phận các nhà đầu tư chuyển hướng đầu tư sang các dự án chung cư, đặc biệt tại Hà Nội. Theo CBRE, dự kiến cả năm 2024 Hà Nội sẽ ghi nhận nguồn cung mới tiếp tục tập trung ở phân khúc cao cấp khiến giá sơ cấp tại Hà Nội năm 2024 vẫn sẽ neo ở mức cao và có thể tăng 10% theo năm. Trong khi đó, mặt bằng giá bán thứ cấp chung cư sau thời gian hai năm qua có nhiều biến động được kỳ vọng dần ổn định trở lại do lượng nguồn cung mới dồi dào hơn trong các quý tới. Tại TP.HCM, giá sơ cấp chung cư tại TP.HCM dự kiến tăng ít hơn Hà Nội, chỉ tăng khoảng 3% theo năm trong năm 2024, góp phần thu hẹp khoảng cách giá bán sơ cấp chung cư tại Hà Nội và TP.HCM. Đối với thị trường nhà thấp tầng xây sẵn tại TP.HCM, với nguồn cung tương lai hạn chế, chủ yếu tập trung tại khu vực phía Tây thành phố, giá bán thứ cấp cũng được dự đoán tăng 4% theo năm trong năm 2024.

Hiện CTD vẫn tiếp tục là nhà thầu được tin tưởng và phụ trách các dự án bất động sản có quy mô lớn tại Việt Nam như Crystal Holidays Harbour Vân Đồn, The Legend City, IMPERIA SMART CITY – THE

SOLA PARK, The Emerald 68 Bình Dương...



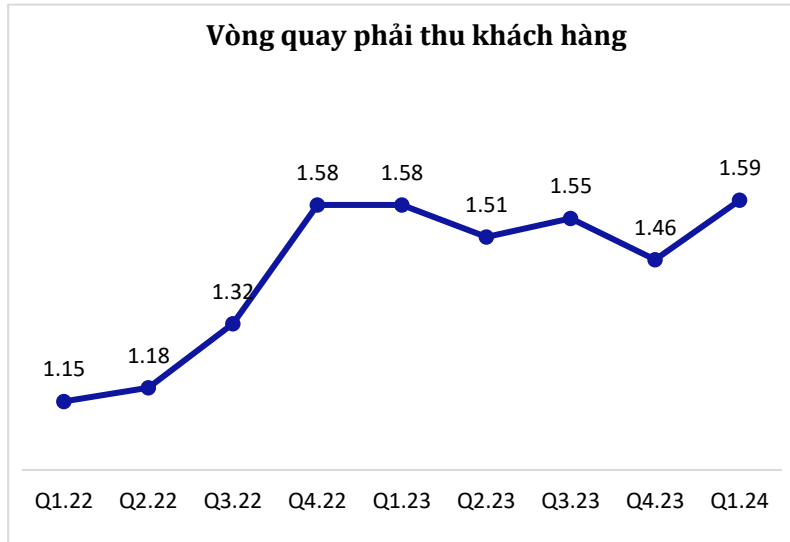
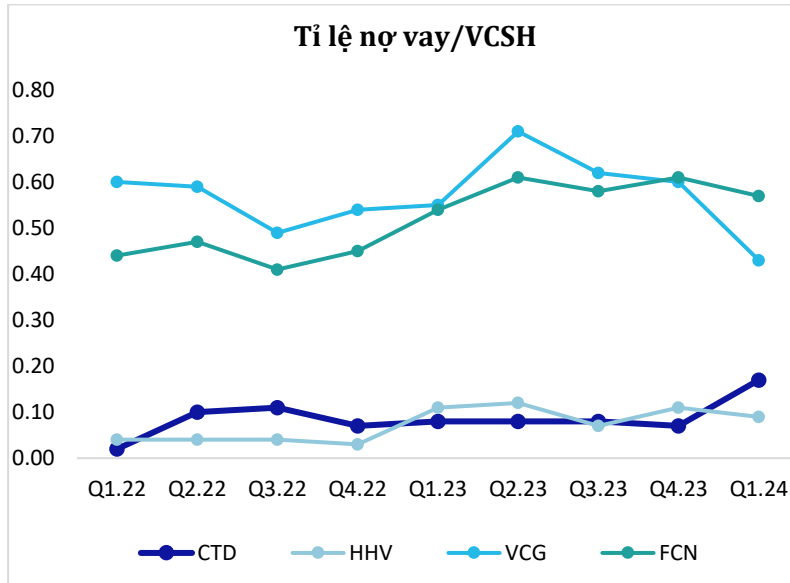
Mảng xây dựng dân dụng vẫn chiếm một tỉ trọng lớn trong tổng doanh thu của CTD, tuy nhiên có xu hướng giảm dần và chuyển sự tập trung sang mảng xây dựng công nghiệp – có biên lợi nhuận cao hơn cho doanh nghiệp. Tăng trưởng doanh thu mảng xây dựng công nghiệp tăng vượt trội trong năm 2022 và 2023, lần lượt đạt 104%; 184% và dự kiến tiếp tục tăng trưởng khoảng 40% svck vào năm 2024. Trái lại, mảng dân dụng ghi nhận doanh thu giảm dần, năm 2023 giảm 21% svck. Dù vậy, thì với tỷ trọng lớn trong cấu phần doanh thu cùng vị thế doanh nghiệp trong ngành xây dựng tại Việt Nam, mảng xây dựng BĐS dân cư và nghỉ dưỡng vẫn có thể xem là “của để dành” với Coteccons trong dài hạn khi thị trường khởi sắc trở lại.

Một số dự án tiêu biểu trong năm 2024

| Loại hình | Dự án | Tổng vốn | Tiến độ |
|----------------------------|----------------------------------|----------------|---|
| Hạ tầng công nghiệp | Tổ hợp sản xuất ô tô Vinfast | 175,000 tỷ VND | Dự kiến hoàn thành T9.2024 |
| | Suntory Pepsico | 7,500 tỷ VND | Kí kết T5.2024, dự kiến hoạt động từ Q1.2026 |
| | Pandora | 3,750 tỉ VND | Khởi công T5.2024 |
| | Đường Lương Hòa – Bình Chánh | 1,250 tỷ VND | Khởi công T4.2024 |
| | Nhà máy giày Apache | 1,050 tỷ VND | Đang thi công GĐ3 |
| | Nhà máy cty TNHH Stronkin | 250 tỷ VND | Khởi công T2.2024, dự kiến hoàn thành vào cuối 2024 |
| Dân dụng | Căn hộ cao cấp Eaton Park | 26,000 tỷ VND | Khởi công T3.2024 |
| | Lancaster Legacy | 3,270 tỷ VND | Cất nóc T4.2024, bàn giao Q2.2025 |
| | LA Home | 3,000 tỷ VND | Khởi công T1.2024 |
| Biệt thự, resort | Crystal Holidays Harbour Vân Đồn | 5,500 tỷ VND | Dự kiến hoàn thành Q2.2025 |
| | Mandarin Oriental | 2,100 tỷ VND | Khởi công T3.2024 |

Nguồn: CTD, GTJAS VN Research

4/ Tiềm lực tài chính được đảm bảo với các chỉ số tài chính tốt (lượng tiền mặt lớn, tỉ lệ đòn bẩy thấp, vòng quay phải thu cải thiện) tăng cơ hội trúng thầu các dự án lớn



Nguồn: FiinX, GTJAS VN Research

Theo BCTC Q3.FY24 (tương ứng 01/01/2024- 31/3/2024), CTD nắm giữ 2,382 tỷ đồng tiền mặt tương đương 11.4% tổng tài sản, tỉ lệ Vốn vay/VCSH đạt 0.17 lần, ở mức an toàn và thuộc nhóm thấp nhất ngành. Việc sở hữu cơ cấu vốn ở mức khá an toàn như hiện giờ sẽ tạo dư địa cho CTD tăng lượng đòn bẩy trong tương lai, từ đó mở rộng, tối ưu hóa hoạt động kinh doanh và tạo năng lực cạnh tranh trong đấu thầu. Doanh nghiệp còn khoảng 1,600 tỷ đồng nợ xấu, phần lớn trong số này đến từ Công ty Ngôi Sao Việt (thuộc Tân Hoàng Minh) – 484 tỷ, Công ty Saigon Glory (thuộc Bitexco- chủ đầu tư dự án The Spirit of Saigon) – 143 tỷ, và Công ty Đầu tư Minh Việt (chủ đầu tư dự án Tricon Towers) – 122 tỷ. Xây dựng Coteccons đã trích lập 530.2 tỷ đồng trên tổng khoản phải thu khách hàng 1,458.2 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ trích lập 36.4% tổng các khoản phải thu bị nghi ngờ. Vòng quay khoản phải thu khách hàng có xu hướng ổn định và dần cải thiện. Bên cạnh đó, tại mảng xây dựng dân dụng, việc áp dụng chiến lược repeat-sales khi hợp tác với các khách hàng cũ có nền tảng tài chính tốt như Ecopark, Vinhomes, Doji, v.v giúp CTD giảm thiểu rủi ro trích lập dự phòng nợ xấu.

Tháng 4 vừa qua, nhóm cổ đông lớn của CTD là Kusto Group đã cam kết đầu tư 200 triệu USD vào doanh nghiệp, bắt đầu từ năm 2024 và kéo dài đến năm 2028. Được biết nguồn vốn này sẽ được phân

bổ một cách chiến lược để tận dụng sức mạnh tổng hợp của Kusto Group và Xây dựng Coteccons. Đồng thời, hai bên cũng sẽ mở rộng phát triển đầu tư các lĩnh vực nhằm đón đầu các cơ hội tăng trưởng của tương lai có thể kể đến như công nghệ cao, hệ sinh thái cho bất động sản công nghiệp, mở rộng và nâng cấp chuỗi cung ứng với hệ sinh thái phục vụ cho xây dựng cốt lõi như: cơ điện, vật liệu xây dựng (kết cấu thép, nhôm kính...), bê tông đúc sẵn và xây dựng hạ tầng và tiếp tục tìm kiếm cơ hội thực hiện cam kết phát triển bất động sản phân khúc nhà ở xã hội.

Coteccons cũng cho biết, trong 9 tháng đầu FY.2023 - 2024, Coteccons và các đơn vị thành viên như Unicons đã trúng nhiều gói thầu lớn trong các lĩnh vực xây dựng công trình công nghiệp, dân dụng với tổng giá trị hơn 19,000 tỷ đồng.

5/ Hoàn thành thương vụ M&A, CTD tiến tới mục tiêu tự chủ chuỗi cung ứng và cải thiện biên lợi nhuận gộp

Trong quý 3 của niên độ FY24, CTD đã hoàn thành mua lại 100% vốn góp của 2 công ty trong lĩnh vực nhôm kính và M&E là Công ty TNHH Sinh Nam Metal Việt Nam và Công ty TNHH Cơ và Điện UG Việt Nam (UG M&E). Sinh Nam Metal sở hữu nhà máy 10,000 m² đặt tại khu công nghiệp VSIP – Bình Dương với năng lực sản xuất 300 m² cửa sổ và cửa đi, 100-150 m² mặt dựng nhôm kính, 200-300 m² panel mỗi ngày. Ngoài các dự án căn hộ chung cư và khách sạn, Sinh Nam Metal từng thi công vách kính trong nhà, cửa đi và kính hệ spider cho sân bay Nội Bài. Doanh nghiệp còn lại là UG M&E có vốn điều lệ 6.4 tỷ đồng do Greatearth Pte. Ltd (Singapore) sở hữu 100% vốn. Việc mua lại hai doanh nghiệp giúp CTD hoàn thiện chuỗi cung ứng của mình, chuẩn bị sẵn sàng chinh phục thị trường nước ngoài, đồng thời kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp đang còn thấp của doanh nghiệp (theo khảo sát, biên lợi nhuận gộp của mảng nhôm kính từ 15-18%). Chúng tôi dự kiến CTD sẽ cần 1-2 năm để đưa 2 công ty trên đi vào hoạt động ổn định trước khi có đóng góp rõ rệt hơn vào hoạt động kinh doanh cốt lõi của Coteccons.

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong niên độ tài chính 2023 – 2024 (từ ngày 1/7/2023 đến 30/6/2024), Coteccons đã nâng kế hoạch doanh thu từ 17,793 tỷ đồng, lên 20,000 đến 20,500 tỷ đồng; và lợi nhuận dự kiến tăng từ 274 tỷ đồng, lên từ 288 tỷ đồng đến 296 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch doanh thu hoàn toàn khả thi và dựa trên cơ sở đánh giá kết quả tích cực tiếp tục xu hướng tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm tài chính mới. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình giai đoạn 2024-2028 dự phóng ở mức 14.5%/năm, phản ánh vị thế đầu ngành về năng lực xây dựng và tình hình tài chính an toàn. Biên lợi nhuận gộp sẽ tăng dần từ mức 3.6% lên đạt mức 4.1% vào năm 2028.

Ngoài ra, việc sở hữu lượng tiền mặt lớn đã giúp CTD không có nhiều áp lực liên quan đến chi phí lãi vay. Tổng nợ vay khoảng 1,500 tỷ đồng, trong đó có 1000 tỷ đồng khoản vay ngắn hạn từ ngân hàng và 500 tỷ đồng trái phiếu (lãi suất cố định 9.5%/năm, đáo hạn sau 3 năm kể từ ngày 14/01/2022).

Sử dụng phương pháp FCFE, chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu CTD là **83,500 VND/cổ phiếu** (upside 15% so với giá đóng cửa ngày 25/6/2024), khuyến nghị **MUA** đối với CTD.

Tổng hợp định giá FCFE (in b VND)

Giả định:

WACC ~14.5%;

Terminal growth rate ~2.0%

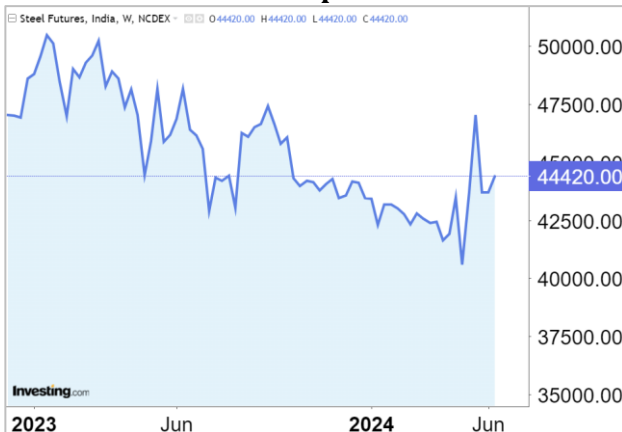
| | |
|-------------------------------------|---------------|
| Tổng giá trị hiện tại của FCFE | 2,000 |
| Terminal Value | 3,015 |
| Giá trị hiện tại của Terminal Value | 4,467 |
| Giá trị doanh nghiệp | 6,467 |
| + Tiền mặt | 3,000 |
| -Nợ | 1,200 |
| Giá trị vốn cổ phần | 8,267 |
| Tổng số cổ phiếu | 0.099 |
| Giá trị mỗi cổ phiếu (VND) | 83,500 |
| Upside dự kiến | 15% |

Source: Bloomberg, GTJAVN Research

IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận

Giá thép



Giá đồng



Giá nhôm



Giá thép có xu hướng giảm vào quý đầu năm, tuy nhiên đã cho thấy dấu hiệu bật tăng vào cuối tháng 5 và dự kiến trong thời gian tới sẽ đi ngang hoặc tăng nhẹ so với quý trước. Giá đồng và nhôm cũng có xu hướng tăng so với mức giá cuối năm 2023, cùng với nhu cầu xây dựng đang dần hồi phục.

Rủi ro thị trường

Biến động lãi suất ảnh hưởng đến chi phí lãi vay, tuy nhiên như đã phân tích ở trên, CTD có tỉ lệ vay nợ thấp nên ảnh hưởng từ rủi ro lãi suất không trọng yếu.



PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

| Kết quả kinh doanh - Tỷ VND | 2022A | 2023A | 2024F |
|---|-----------|-----------|-----------|
| Doanh số thuần | 14,536.95 | 16,528.21 | 22,000.00 |
| Lãi gộp | 486.73 | 425.98 | 700.00 |
| Thu nhập tài chính | 380.96 | 347.79 | 200.00 |
| Chi phí tài chính | -162.65 | -130.35 | -30 |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh | -23.82 | -6.95 | -14 |
| Chi phí bán hàng | 0.00 | -0.04 | 0.00 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -734.76 | -398.18 | -500.00 |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh | -53.54 | 238.25 | 356.00 |
| Thu nhập khác, ròng | 88.36 | 6.02 | 40.00 |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế | 34.83 | 244.27 | 396.00 |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | -14.03 | -56.35 | 91.35 |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế | 20.79 | 187.92 | 304.65 |
| Lợi nhuận Cổ đông của Công ty mẹ | 20.71 | 187.94 | 304.00 |
| Cân đối kế toán - Tỷ VND | | | |
| Tài sản ngắn hạn | 17,465.00 | 19,889.44 | 20,200.00 |
| Tiền và tương đương tiền | 1,064.44 | 2,842.18 | 1,700.00 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 1,778.38 | 1,768.45 | 1,768.45 |
| Các khoản phải thu | 11,235.43 | 11,845.19 | 12,381.55 |
| Hàng tồn kho | 2,837.86 | 2,602.82 | 3,500.00 |
| Tài sản lưu động khác | 548.90 | 830.80 | 850.00 |
| Tài sản dài hạn | 1,502.07 | 1,762.45 | 1,800.00 |
| Phải thu dài hạn | 403.41 | 602.89 | 415.00 |
| Tài sản cố định | 560.04 | 474.51 | 400.00 |
| Giá trị ròng tài sản đầu tư | 37.58 | 68.13 | 330.00 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 24.93 | 119.74 | 150.00 |
| Đầu tư dài hạn | 311.02 | 306.08 | 305.00 |
| Tài sản dài hạn khác | 165.09 | 191.10 | 200.00 |
| TỔNG CỘNG TÀI SẢN | 18,967.07 | 21,651.89 | 22,000.00 |
| | 10,753.11 | 13,244.46 | 12,700.00 |



NỢ PHẢI TRẢ

| | | | |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Nợ ngắn hạn | 10,226.58 | 12,745.68 | 12,250.00 |
| Nợ dài hạn | 526.52 | 498.78 | 450.00 |
| VỐN CHỦ SỞ HỮU | 8,213.96 | 8,407.43 | 9,300.00 |
| TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN | 18,967.07 | 21,651.89 | 22,000.00 |

Lưu chuyển tiền tệ - Tỷ VND

| | | | |
|--|--------|-------|--------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh | -1,627 | 1,467 | -342 |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư | 733 | 307 | -400 |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính | 1073 | 4 | -400 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kì | 180 | 1,778 | -1,142 |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 885 | 1,064 | 2,842 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 1,064 | 2,842 | 1,700 |

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Tăng trưởng

| | | | |
|--------------|---------|---------|--------|
| Doanh thu | 60.14% | 13.70% | 33.10% |
| LNST | -13.77% | 795.24% | 61.70% |
| Tổng tài sản | 36.21% | 14.16% | 1.61% |
| VCSH | -0.41% | 2.36% | 10.62% |

Khả năng sinh lời

| | | | |
|------------------|-------|-------|-------|
| Tỷ suất lãi gộp | 3.35% | 2.32% | 3.18% |
| Tỷ suất lãi ròng | 0.14% | 0.77% | 1.38% |
| ROA | 0.12% | 0.93% | 1.40% |
| ROE | 0.25% | 2.26% | 3.50% |

Hiệu quả hoạt động

| | | | |
|------------------------|------|------|------|
| Vòng quay phải thu | 1.58 | 1.46 | 1.53 |
| Vòng quay hàng tồn kho | 5.66 | 5.78 | 6.00 |
| Vòng quay phải trả | 4.25 | 2.94 | 3.00 |

Khả năng thanh toán

| | | | |
|------------------------------|------|------|------|
| Tỷ suất thanh toán nhanh | 1.23 | 1.17 | 1.30 |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời | 1.71 | 1.56 | 1.75 |

Cấu trúc tài chính

| | | | |
|---------|------|------|------|
| Nợ/VCSH | 1.31 | 1.58 | 1.31 |
| Nợ/TTS | 0.57 | 0.61 | 0.56 |

Nguồn: FiinX, GTJAS VN Research

PHỤ LỤC 2: CTD VÀ CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH

So sánh định giá

| MÃ | VỐN HÓA (Tỷ VND) | EPS | P/E | P/S |
|-------------------|---------------------|----------------|--------------|-------------|
| CTD | 7,304.88 | 2,728.65 | 26.79 | 0.40 |
| VCG | 11,373.28 | 1,378.13 | 13.79 | 0.85 |
| LGC | 11,185.58 | 4,092.34 | 14.17 | 5.75 |
| SJG | 8,899.94 | 1,084.04 | 18.26 | 1.56 |
| CC1 | 5,227.49 | 684.28 | 21.33 | 0.81 |
| HHV | 5,146.00 | 981.19 | 12.74 | 1.54 |
| Trung bình | 8,189.53 | 1,824.7 | 17.85 | 1.82 |

So sánh kết quả kinh doanh

| MÃ | BIÊN LỢI GỘP | BIÊN LỢI RÒNG | ROA | ROE | ROIC |
|-------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| CTD | 3.27% | 1.50% | 1.28% | 3.23% | 0.27% |
| VCG | 12.00% | 5.98% | 2.73% | 11.37% | 1.65% |
| LGC | 68.61% | 53.36% | 4.47% | 22.35% | 0.27% |
| SJG | 20.48% | 10.57% | 2.12% | 7.44% | 0.90% |
| CC1 | 5.80% | 3.81% | 1.67% | 6.42% | 0.30% |
| HHV | 40.71% | 13.85% | 0.93% | 4.47% | 0.55% |
| Trung bình | 25.15% | 14.84% | 2.20% | 9.21% | 0.65% |

So sánh cấu trúc tài chính

| MÃ | NỢ RÒNG/ VCSH | NỢ VAY/ VCSH | TỔNG NỢ/ VCSH | TỶ LỆ BAO PHỦ EBITDA TRÊN LÃI VAY | ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH |
|-------------------|------------------|-----------------|------------------|--------------------------------------|----------------------|
| CTD | -0.10 | 0.18 | 1.46 | 1.33 | 2.46 |
| VCG | 0.76 | 0.88 | 1.71 | 2.57 | 2.71 |
| LGC | 2.41 | 2.47 | 3.30 | 3.56 | 4.30 |
| SJG | 0.62 | 0.79 | 1.48 | 2.00 | 2.48 |
| CC1 | 0.54 | 1.00 | 2.50 | 0.31 | 3.50 |
| HHV | 1.98 | 2.05 | 2.83 | 2.01 | 3.83 |
| Trung bình | 1.03 | 1.23 | 2.21 | 1.96 | 3.21 |

Nguồn: FiiX, GTJAS VN Research

PHỤ LỤC 3: MỘT SỐ DỰ ÁN TIÊU BIỂU GẦN ĐÂY CỦA CTD

| Dự án | Thông tin |
|---|---|
| Diamond Crown tại Hải Phòng | <p>Dự án cất nóc vào T5.2023. Khu phức hợp chung cư – khách sạn – thương mại này có quy mô 1.3ha, gồm một tòa khách sạn 45 tầng và một tòa căn hộ hạng sang 39 tầng. Tại Việt Nam hay châu Á và cả thế giới, đây là dự án đầu tiên sử dụng hệ kết cấu khung cột bên ngoài gọi là cột Diagrid làm yếu tố chịu lực. Thông thường, các dự án khác ở Dubai hay Mỹ dùng kết cấu Diagrid để mang tính chất trang trí. Trong khi đó, với dự án Diamond Crown Hải Phòng, toàn bộ khung cột của hệ cột Diagrid này là hệ thép hình chữ I và chữ H mang tính phức tạp cao. Vật tư, chủng loại thép để xây các hệ cột Diagrid này cũng phải đặt hàng từ nước ngoài làm kéo dài thời gian thi công. Tuy nhiên, CTD đã đạt kỷ lục tiến độ hơn 2 ngày/sàn, dự án được cất nóc hơn 300 ngày thi công trong bối cảnh ngành xây dựng gặp không ít khó khăn, khẳng định vị thế dẫn đầu về năng lực thi công trong ngành.</p> |
| Nhà máy sản xuất đồ chơi LEGO Bình Dương | <p>Dự án được giao cho CTD làm tổng thầu xây dựng sau khi trải qua một loạt quá trình lựa chọn đơn vị thi công khắt khe, yêu cầu kỹ thuật phức tạp, độ khó cao, đặc biệt là ở tiêu chuẩn liên quan đến môi trường và yếu tố bền vững. Nhà máy sản xuất đồ chơi quy mô lên tới 1.36 tỉ USD là một trong những dự án vốn đầu tư nước ngoài (FDI) lớn nhất tại 'thủ phủ công nghiệp' Bình Dương. Với vai trò tổng thầu, Coteccons đảm nhiệm toàn bộ các hạng mục xây dựng, kết cấu, cơ điện và diện tích sàn xây dựng lên đến 163,000m². Đây được coi là nhà máy bền vững nhất của Tập đoàn LEGO từ trước đến nay vì hoàn toàn sử dụng năng lượng mặt trời. Các tấm pin sẽ được lắp đặt tại một trang trại điện mặt trời cạnh nhà máy và trên mái các tòa nhà. Lego Group chọn Bình Dương để triển khai nhà máy thứ 6 trên toàn cầu của mình với ý tưởng lớn, được biểu đạt bằng cụm từ "Nhà máy tương lai". Nhà máy rộng 44 ha, sau khi đi vào hoạt động sẽ tạo công ăn việc làm cho 4.000 lao động. Dự kiến nhà máy sẽ đi vào hoạt động từ T8.2024.</p> |
| Nhà máy Vinfast Hải Phòng | <p>Dự án có tiến độ xây dựng đạt kỷ lục ở mức thế giới. Ở giai đoạn 1, chỉ trong vòng 21 tháng, nhà máy đã được xây dựng hoàn thiện để đưa vào hoạt động trên quy mô 500,000m². Trong năm 2022, Coteccons tiếp tục được giao thi công Xưởng đúc nhựa và Xưởng lắp ráp kim loại thuộc giai đoạn 2 của VinFast. Hai công trình được khởi công đồng thời trong tháng 05 và đã được hoàn thành để bàn giao vào tháng 12/2022. Vingroup đã tiếp tục trao cho Coteccons cơ hội thực hiện các phần mới trong giai đoạn 3 của VinFast.</p> |

COMPANY RATING DEFINITION

Benchmark: VN – Index.

Time Horizon: 6 to 18 months

| Rating | Definition |
|-------------------|--|
| Buy | Relative Performance is greater than 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is favorable |
| Accumulate | Relative Performance is 5% to 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is favorable |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5% Or the Fundamental outlook of the company or sector is neutral |
| Reduce | Relative Performance is -15% to -5% Or the Fundamental outlook of the company or sector is unfavorable |
| Sell | Relative Performance is lower than - 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is unfavorable |

SECTOR RATING DEFINITION

Benchmark: VN – Index

Time Horizon: 6 to 18 months

| Rating | Definition |
|---------------------|--|
| Outperform | Relative Performance is greater than 5% Or the Fundamental outlook of the sector is favorable |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5% Or the Fundamental outlook of the sector is neutral |
| Underperform | Relative Performance is lower than -5% OrThe Fundamental outlook of the sector is unfavorable |

DISCLAIMER

The views expressed in this report accurately reflect personal views on securities codes or the issuer of the analyst(s) in charge of the preparation of the report. Investors should consider this report as reference and should not consider this report as securities investment consulting content for making decisions on investments and Investors shall be responsible for the investments decisions. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. may not be responsible for the whole or any damages, or an event(s) considered as damage(s) incurred from or in relation to the act of using all or part of the information or opinions stated in this report.

The analyst(s) responsible for the preparation of this report receive(s) remuneration based upon various factors, including the quality and accuracy of the research, clients' feedbacks, competitive factors and the revenue of the company. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. and/or its members and/or its General Director and/or its staffs may have positions in any securities mentioned in this report (or in any related investments).

The analyst(s) responsible for the preparation of this report endeavours to prepare the report based on information believed to be reliable at the time of publication. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. makes no representations, warranties and covenants on the completeness and accuracy of the information. Opinions and estimates expressed in this report represent views of the analyst responsible for the preparation of the report at the date of publication only and shall not be considered as Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp.'s views and may be subject to change without notice.

This report is provided, for information providing purposes only, to Investor including institutional investors and individual clients of Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. in Vietnam and overseas in accordance with laws and regulations explicit and related in the country where this report is distributed, and may not constitute an offer or any specified recommendations to buy, sell or holding securities in any jurisdiction. Opinions and recommendations expressed in this report are made without taking differences regarding goals, needs, strategies and specified situations of each and every Investor(s) into consideration. Investors acknowledge that there may be conflicts of interests affecting the objectiveness of this report.

The content of this report, including but not limited to this recommendation shall not be the basis for Investors or any third party to refer to with the aim to requiring Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. and/or the analyst responsible for the preparation of this report to perform any obligations towards Investors or the third party in relation to the investment decisions of Investors and/or the content of this report.

This report may not be copied, reproduced, published or redistributed by any person(s) for any purposes unless upon a written acceptance by a competent representative of Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. Please cite sources when quoting.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Ngô Diệu Linh

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn - ext:705

Trần Thị Hồng Nhung

Deputy Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

27 June 2024



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

| CONTACT | Hanoi Head Office | HCMC Branch |
|--|--|---|
| Advising: (024) 35.730.073 | R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội | 3 rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM |
| Stock ordering: (024) 35.779.999 | Tel: (024) 35.730.073 | Tel: (028) 38.239.966 |
| Email: gtja@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn | Fax: (024) 35.730.088 | Fax: (028) 38.239.696 |

CTD

Company Report