

CTD – Tiếp tục duy trì mức tăng trưởng như kỳ vọng

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	254,300
Giá đóng cửa	225,000
Upside	13.0%

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	77
Vốn hóa (tỷ đ)	17,220/34
Giá cao nhất 52 tuần	226,000
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	132,771

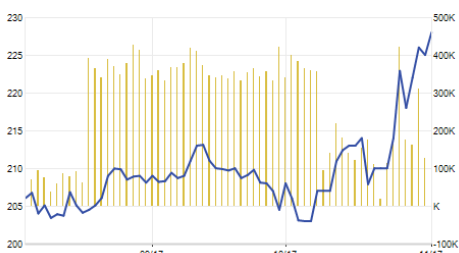
Cổ đông lớn (%)

KUSTOCEM PTE LTD	18.17
CONG TY TNHH MOT THA	14.62
BA DUONG NGUYEN	4.74
KOREA INVESTMENT MGM	3.08
QUANG QUAN TRAN	1.37

Diễn biến giá

	1M	3M	1Y
CTD	10.8%	7.7%	25.3%
VN-Index	4.4%	7.0%	26.5%

Diễn biến giá



Phan Quốc Bửu
buupq@bsc.com.vn
+84 915081230

Tổng quan về công ty: Một trong những nhà thầu xây dựng và uy tín hàng đầu tại Việt Nam. Vốn hóa thị trường đạt 16,072 tỷ đồng. Mục tiêu giữ vững vị thế, tiếp tục nâng cao chất lượng thi công hướng tới xây dựng hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng.

Link báo cáo cũ:

<https://www.bsc.com.vn/Report/ReportFile/1433429>

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTD với giá mục tiêu trong 12 tháng là **254,300 đồng/cp**, upside 13.0% (so với mức giá 225,000 đồng/cp ngày 03/11/2017), chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu CTD. Tỷ lệ lần lượt là 30% cho FCFF và 70% cho P/E.

Điểm nhấn đầu tư

- Đánh giá cao triển vọng năm 2017 – 2018 nhờ vào giá trị chuyển tiếp (backlog) cao, cụ thể trong 9T2017 đạt 25,567 tỷ đồng (+25% yoy).
- Kết quả kinh doanh 9T2017 vẫn đang duy trì mức tăng trưởng khả quan.
- Tình hình tài chính lành mạnh nhờ áp dụng chính sách không vay nợ

Catalyst

- Tiềm năng từ các mảng kinh doanh mới (BDS cho thuê)
- Triển vọng ngành bất động sản vẫn còn khả quan trong năm 2018 và lượng vốn FDI tiếp tục duy trì mức tăng trưởng khá.
- Kỳ vọng vào các dự án lớn như Vinfast, Vincity hay Khu liên hợp gang thép Dung Quất sẽ giúp cho giá trị hợp đồng ký mới tiếp tục tăng trưởng

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro về mảng hoạt động mới chưa đem lại hiệu quả đầu tư như kỳ vọng.
- Ngành bất động sản sẽ bắt đầu tăng trưởng chậm lại.

Các chỉ tiêu tài chính	2016	2017F	2018F	2019F
DTT (tỷ đ)	20.782	27.501	30.779	33.169
% tăng trưởng	52,0%	32,3%	11,9%	7,8%
Tổng tài sản	11.740	14.011	16.583	19.149
Vốn chủ sở hữu	6.234	7.964	9.835	11.887
Vốn điều lệ	771	771	771	771
LN gộp (tỷ đ)	1.799	2.200	2.462	2.654
LN sau thuế	1.422	1.730	1.871	2.052
Biên LN gộp cốt lõi (%)	8,7%	8,00%	8,00%	8,00%
ROE (%)	23%	22%	19%	17%
ROA (%)	12%	12%	11%	11%

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** cổ phiếu CTD với giá mục tiêu **254,300 đồng/cp, upside 13.0%**, (so với mức giá 225,000 đồng/cp ngày 03/11/2017) dựa trên các yếu tố sau:

Hoạt động kinh doanh tăng trưởng ấn tượng trong những năm vừa qua nhờ thay đổi cơ cấu doanh thu theo loại hình dự án và hình thức hợp đồng.

- **Doanh thu tăng trưởng mạnh giai đoạn 2014-2017** nhờ vào việc gia tăng phân khúc dân dụng (căn hộ) khi thị trường bất động sản hồi phục. Tốc độ tăng trưởng doanh thu CAGR giai đoạn 2014-2016 đạt mức 65%.
- **Dự báo cơ cấu lợi nhuận của CTD sẽ dần thay đổi từ năm 2018.** BSC cho rằng cơ cấu doanh thu CTD trong giai đoạn 2018-2021 sẽ thay đổi đáng kể, phân khúc căn hộ sẽ giảm về mức 67% - 68% và tập trung đẩy mạnh phân khúc khu công nghiệp, hotel & resort do dự báo thị trường bất động sản căn hộ sẽ dần hạ nhiệt trong các năm tiếp theo.
- **Thay đổi cơ cấu DT theo phương thức thiết kế và thi công (Design & Build) giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện rõ nét.** Tính đến cuối năm 2016, tỷ trọng DT đến từ các dự án D&B đã tăng từ mức 31% năm 2014 lên mức 40%. Do đó, BLNG cũng cải thiện tích cực từ mức 7.3% năm 2014 lên mức 8.7% năm 2016. Tính đến 1H2017, tỷ lệ D&B trong cơ cấu doanh thu theo hình thức hợp đồng tăng lên mức 43% so với mức 40% cuối năm 2016.

Kết quả kinh doanh 1H2017 khả quan – Đánh giá cao triển vọng năm 2017 – 2018 nhờ vào giá trị backlog ở mức cao

- **Kết quả kinh doanh 9T2017 vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan.** Doanh thu 9T2017 của CTD đạt 18,185 tỷ đồng (+35.1% yoy). Lợi nhuận gộp 9T17 đạt 1,447 tỷ đồng (+21.5% yoy), biên lợi nhuận gộp 9T17 giảm xuống còn 8.0% so với mức 8.8% cùng kỳ chủ yếu do giá nguyên vật liệu đầu vào (sắt, thép, cát, đá, etc) biến động mạnh trong khoản thời gian gần đây và một số nguyên nhân khác.
- **Đánh giá triển vọng khả quan nhờ vào giá trị đơn hàng chưa thực hiện (back-log) duy trì mức cao đạt 25,567 tỷ đồng (+25% yoy).** Tổng giá trị hợp đồng ký kết năm tính đến T9/2017 đạt 21,295 tỷ đồng chưa bao gồm giá trị dự án Vinfast (vừa được khởi công ngày 20/10/2017 – Tổng vốn đầu tư dự án Vinfast khoảng 3.5 tỷ USD, dự án Khu liên hợp gang thép Dung Quất của HPG và dự án Vincity SG – dự kiến khởi công trong cuối năm 2017).

Tình hình tài chính lành mạnh

- **Tình hình tài chính lành mạnh nhờ áp dụng chính sách không vay nợ.** Tỷ lệ tiền mặt & đầu tư ngắn hạn/Tổng tài sản năm 2016 liên tục cải thiện trong 3 năm gần đây từ mức 22% năm 2014 lên mức 40% năm 2016. Trong đó, tổng tiền mặt & đầu tư tài chính ngắn hạn cuối năm 2016 của CTD tăng 1.95 lần so với cùng kỳ, đạt 4,671 tỷ đồng nhờ vào nguồn vốn mới từ phát hành riêng lẻ

Tiềm năng từ các mảng kinh doanh mới

- **Mở rộng đầu tư sang mảng bất động sản cho thuê, đầu tư hạ tầng và M&A các công ty khác để hoàn thành chuỗi giá trị xây dựng từ nguồn vốn mới 1,800 tỷ.** Mở rộng hoạt động kinh doanh sang các mảng mới có thể giúp CTD duy trì nguồn doanh thu ổn định trong tương lai, có thể bù đắp cho rủi ro chu kỳ ngành bất động sản và giúp CTD hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng, cải thiện biên lợi nhuận và hiệu quả hoạt động kinh doanh

Dự báo KQKD 2017

- **BSC dự báo doanh thu và LNST của CTD ước đạt 27,501 tỷ đồng (+32% yoy) và 1,730 tỷ đồng (+24.5% yoy).** EPS FW 2017 dành cho cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 20,773 đồng (với giả định đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi tương đương năm 2017 là 7.5% LNST).

Rủi ro

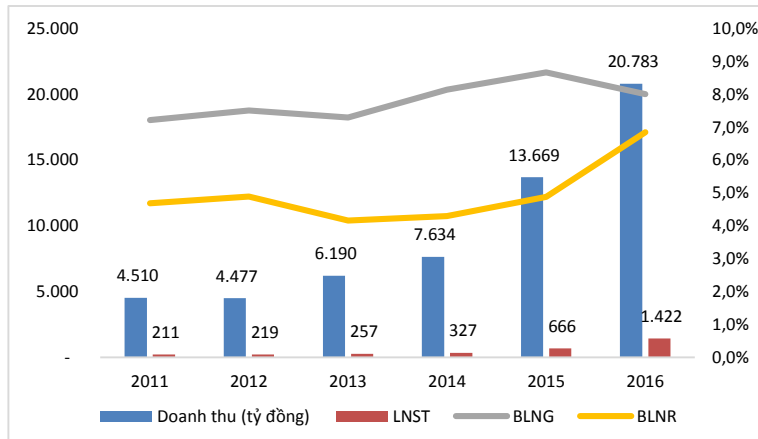
- Chịu rủi ro có liên quan đến tính chu kỳ của ngành BĐS.
- Rủi ro về đầu tư các mảng Bất động sản cho thuê và Hạ tầng chưa đem lại hiệu quả.
- Rủi ro giá nguyên vật liệu xây dựng đầu vào tăng đột biến ảnh hưởng biên lợi nhuận gộp.

Tổng quan doanh nghiệp và Điểm nhấn đầu tư

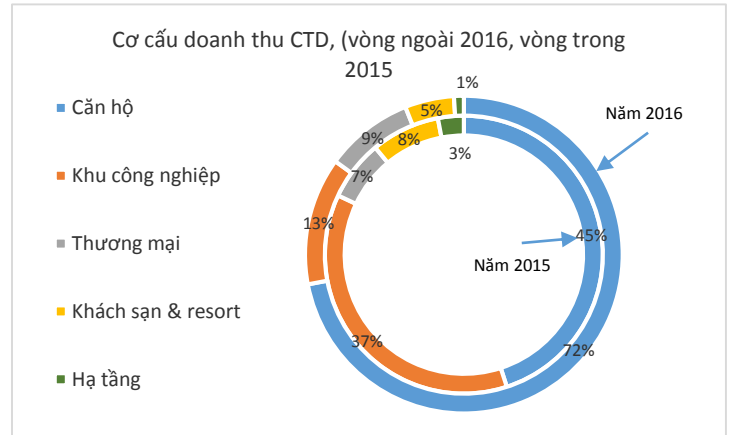
CTD được chuyển đổi mô hình hoạt động thành công ty cổ phần từ năm 2014 với vốn điều lệ 15,2 tỷ đồng. Trải qua 12 năm hình thành và phát triển, CTD đã nhanh chóng trở thành một trong những nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam. Nhờ vào sự linh hoạt trong thay đổi cơ cấu doanh thu theo loại hình công trình trong giai đoạn thị trường bất động sản khó khăn đã giúp cho doanh thu và lợi nhuận CTD tăng trưởng mạnh. Cơ cấu doanh thu của CTD được đóng góp chủ yếu từ hoạt động xây dựng chiếm đến 98.8%, 1.2% còn lại đến từ các hoạt động phụ trợ khác như vật liệu xây dựng, bất động sản đầu tư và cho thuê thiết bị xây dựng.

Điểm nhấn 1: Hoạt động kinh doanh tăng trưởng ấn tượng trong những năm vừa qua nhờ sự linh hoạt trong việc chuyển đổi các loại hình dự án

Doanh thu tăng trưởng mạnh giai đoạn 2014-2017 nhờ vào việc gia tăng phân khúc dân dụng (căn hộ) khi thị trường bất động sản hồi phục. CTD đã linh hoạt thay đổi cơ cấu doanh thu nhằm phù hợp với xu hướng phục hồi của thị trường bất động sản khi tập trung đầu thầu các hợp đồng mảng căn hộ tăng từ mức 25% năm 2014 lên mức 72% năm 2016, trong khi đó tỷ trọng đóng góp từ mảng công nghiệp giảm từ mức 37% năm 2015 về mức 13% trong năm 2016. Tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu của 2 mảng thương mại và khách sạn & resort được giữ khá ổn định lần lượt đạt 9% và 7%. Tốc độ tăng trưởng doanh thu CAGR giai đoạn 2014-2016 đạt mức 65%.



Nguồn: BSC Research, CTD



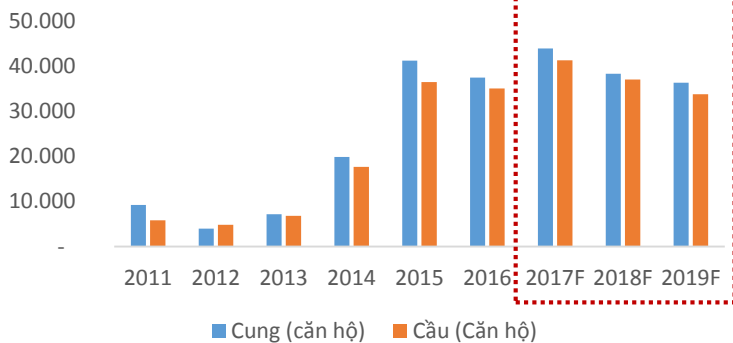
Nguồn: BSC Research, CTD

Dự báo cơ cấu lợi nhuận của CTD sẽ dần thay đổi từ năm 2018. Cơ cấu doanh thu 9T2017 theo phân khúc hiện tại bao gồm phân khúc căn hộ (chiếm 73%), khu công nghiệp (chiếm 9%), thương mại và hotel & resort đang chiếm khoảng 15%, 3% còn lại thuộc về mảng hạ tầng. Trong quá khứ giai đoạn 2012-2014, nhờ vào khả năng điều chỉnh linh hoạt cơ cấu doanh thu theo loại hình công trình giúp CTD duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu CAGR đạt 73% khi thị trường bất động sản trầm lắng. Cụ thể, mảng công nghiệp chiếm đến 37% cơ cấu giá trị hợp đồng đã ký trong giai đoạn này. BSC cho rằng CTD trong giai đoạn 2018-2021 sẽ thực hiện lại chiến lược này, cơ cấu doanh thu sẽ thay đổi đáng kể, phân khúc căn hộ sẽ giảm về mức 67% - 68% và tập trung đẩy mạnh phân khúc khu công nghiệp, hotel & resort do dự báo thị trường bất động sản căn hộ sẽ dần hạ nhiệt trong các năm tiếp theo. Ngoài ra, chúng tôi đang thấy xu hướng về nhu cầu căn hộ đang dần chuyển hướng từ phân khúc căn hộ Grade

A sang phân khúc Grade B, CTD cũng đã nhận nhiều hơn các dự án từ các chủ đầu tư phân khúc trung cấp như NLG, SCR, Hoa Lâm, etc.

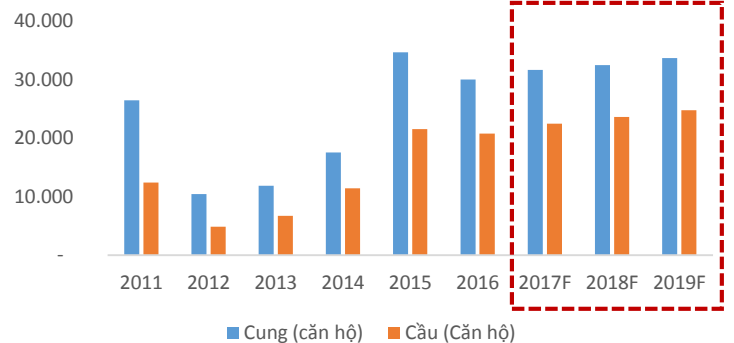
Theo báo cáo của CBRE, dự báo cung cầu mảng căn hộ giai đoạn 2018-2019 sẽ giảm nhẹ so với giai đoạn trước đó, tuy nhiên vẫn duy trì được mức hấp thụ khá tốt. BSC cho rằng trong vòng 2 năm tới, tăng trưởng CTD sẽ chậm lại so với giai đoạn tăng trưởng mạnh trước đây nhưng vẫn duy trì mức tăng trưởng 2 con số chủ yếu do cung cầu căn hộ được dự báo sẽ giảm lại. Theo đó, định hướng của CTD trong giai đoạn sắp tới sẽ đẩy mạnh mảng khu công nghiệp và khách sạn & resort để nhằm tránh sự phụ thuộc của doanh thu vào mảng căn hộ.

Dự báo cung cầu căn hộ tại Hồ Chí Minh



Nguồn: BSC Research, Savills

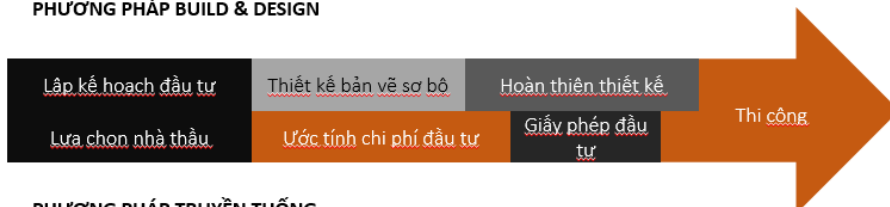
Dự báo cung cầu căn hộ tại Hà Nội



Nguồn: BSC Research, Savills

Thay đổi cơ cấu doanh thu theo phương thức thiết kế và thi công (Design & Build) giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện rõ nét. Phương thức D&B là xu hướng thi công thiết kế được ưu chuộng hiện nay trong ngành công nghiệp xây dựng Việt Nam. Phương thức D&B giúp rút ngắn thời gian thi công, chi phí đầu tư giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp và hướng tới hoàn thiện chuỗi giá trị ngành xây dựng thông qua việc chủ thầu sẽ bao thầu từ bước lên bản vẽ dự án cho đến bước hoàn thiện nội thất cuối cùng. Tính đến cuối năm 2016, tỷ trọng doanh thu đến từ các dự án D&B đã tăng từ mức 31% năm 2014 lên mức 40%. Do đó, biên lợi nhuận gộp cũng cải thiện tích cực từ mức 7.3% năm 2014 lên mức 8.7% năm 2016. Tính đến 1H2017, tỷ lệ D&B trong cơ cấu doanh thu theo hình thức hợp đồng tăng lên mức 43% so với mức 40% cuối năm 2016. Chúng tôi cho rằng CTD sẽ cố gắng duy trì mức biên lợi nhuận ổn định khoảng 8.0% trong các năm tiếp theo.

PHƯƠNG PHÁP BUILD & DESIGN



PHƯƠNG PHÁP TRUYỀN THỐNG



Điểm nhấn 2 : Kết quả kinh doanh 9T2017 vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan. Doanh thu thuần và LNST lần lượt trong 9T2017 đạt 18,185 tỷ đồng (+35.1% yoy) và 1,190 tỷ đồng (+23.8% yoy) tương ứng hoàn thành 67.4% và 68% kế hoạch kinh doanh của CTD. Cơ cấu doanh thu 9T17 hầu như không biến động nhiều, mảng căn hộ vẫn đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu theo loại hình chiếm 73% so với mức 71% trong cùng kỳ. Lợi nhuận gộp 9T17 đạt 1,447 tỷ đồng (+21.5% yoy), biên lợi nhuận gộp 9T17 giảm xuống còn 8.0% so với mức 8.8% cùng kỳ chủ yếu do giá nguyên vật liệu đầu vào (sắt, thép, cát, đá, etc) biến động mạnh trong khoản thời gian gần đây và một số nguyên nhân khác. BSC cho rằng mặc dù giá nguyên vật liệu đã tăng khá mạnh so với đầu năm tuy nhiên CTD vẫn duy trì được mức biên lợi nhuận gộp khá tốt, chúng tôi kì vọng CTD sẽ tiếp tục duy trì ổn định mức BNLG này cho năm 2018. Nhờ vào các khoản tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn dồi dào giúp cho doanh thu ròng tài chính của CTD trong 9T2017 tăng mạnh so với cùng kỳ đạt 237 tỷ đồng (+114% yoy).

Điểm nhấn 3 : Đánh giá triển vọng khả quan nhờ vào giá trị đơn hàng chưa thực hiện (backlog) duy trì mức cao, tổng giá trị hợp đồng ký kết năm tính đến 1H2017 tương đương so với vùng kỳ. Tổng giá trị backlog năm 2016 được chuyển tiếp sang năm 2017 đạt 22,457 tỷ đồng (+49% yoy) . Tính đến 9T2017, tổng giá trị hợp đồng ký kết trong năm đạt 21,295 tỷ đồng các dự án Vinhomes Skylake (1,260 tỷ đồng), Vinhomes Greenbays (1,400 tỷ đồng), Hồ Tràm – GD2 (1,752 tỷ đồng), Đảo Kim Cương – GD2 (1,598 tỷ đồng), Casino Hội An (7,000 tỷ đồng) và nhà máy Paihong giai đoạn 2 và 3 (1,900 tỷ đồng). Hiện tại, tổng giá trị hợp đồng ký kết này chưa bao gồm giá trị dự án Vinfast (vừa được khởi công ngày 20/10/2017 – Tổng vốn đầu tư dự án Vinfast khoảng 3.5 tỷ USD, dự án Khu liên hợp gang thép Dung Quất của HPG và dự án Vincity SG – dự kiến khởi công trong cuối năm 2017, chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực tăng trưởng chính cho CTD trong giai đoạn 2018-2019. Giá trị backlog ước tính đến ngày 30/09/2017 đạt 25,567 tỷ đồng (+25% yoy). BSC dự báo tổng giá trị hợp đồng ký kết trong năm 2017 và backlog cuối năm 2017 dự kiến chuyển sang 2018 lần lượt đạt 30,451 tỷ đồng (+10% yoy) và 25,408 tỷ đồng (+13% yoy). BSC cho rằng nhờ vào việc CTD duy trì giá trị hợp đồng ký kết mới ở mức cao sẽ giúp đảm bảo tăng trưởng doanh thu trong năm 2018.

Điểm nhấn 4 : Mở rộng đầu tư sang mảng bất động sản cho thuê, đầu tư hạ tầng và M&A các công ty khác để hoàn thành chuỗi giá trị xây dựng từ nguồn vốn mới 1,800 tỷ. Cuối năm 2016, CTD đã phát hành thành công 11.47 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược với giá trung bình 153,520 đồng/cp, bị hạn chế chuyển nhượng trong 1 năm. Với nguồn vốn mới 1,762 tỷ đồng, kế hoạch phân bổ dự kiến của CTD bao gồm:

- Kế hoạch M&A các công ty khác để hoàn thành chuỗi giá trị xây dựng: 600 -700 tỷ đồng.
- Kế hoạch mua lại một số dự án bất động sản cho thuê: 600-700 tỷ đồng
- Chi phí đầu tư máy móc: 300 – 400 tỷ đồng.

- (1) **Kế hoạch M&A hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng.** Với lợi thế sẵn có về mảng thi công, kế hoạch dự kiến của CTD sẽ M&A thêm một số công ty trong chuỗi giá trị xây dựng như nội thất, gỗ để chủ động thêm nguồn nguyên liệu đầu vào giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp. Ngoài ra, việc hoàn thiện chuỗi giá trị xây dựng còn giúp tăng khả năng đấu thầu của CTD đối với loại

hình hợp đồng D&B. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được M&A vẫn là dấu hỏi khá lớn cho các cổ đông CTD do hiện nay vẫn chưa có thông tin cụ thể.

- (2) **Mảng kinh doanh bất động sản cho thuê.** Đây được đánh giá là mảng kinh doanh khá tiềm năng, có thể giúp mang về dòng tiền ổn định hằng năm cho CTD, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp mảng này khá thấp khoảng 5%-7%. Ngày 24/08/2017, CTD đã có quyết định thông qua tăng vốn công ty TNHH Convestcons từ 26 tỷ lên thành 1.872 tỷ đồng nhằm đầu tư vào một số dự án tiềm năng. Một số mục tiêu dự kiến của CTD có thể là 50% tòa văn phòng của D'Capitale tại Hà Nội, tòa nhà Condotel của Hồ Tràm giai đoạn 2 và một số trung tâm thương mại khác tại khu vực Hồ Chí Minh. Theo cập nhật mới nhất từ CTD, hiện nay công ty đang triển khai 5 dự án với điểm rơi lợi nhuận trong cuối năm 2017 và Q1/2018. Mục tiêu công ty nhắm tới ngoài hai thành phố lớn là Hà Nội và Hồ Chí Minh, CTD sẽ tập trung vào các thành phố là trung tâm du lịch tại Việt Nam nhờ vào lượng lớn khách du lịch Trung Quốc đang tăng mạnh trong thời gian gần đây. Hiện tại, kế hoạch chi tiết chưa được tiết lộ, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ sử dụng nguồn vốn huy động này một cách hiệu quả.
- (3) **Mảng đầu tư hạ tầng.** CTD đã tham gia mảng đầu tư hạ tầng từ năm 2016 thông qua dự án BOT đầu tiên Phú Lý – Hà Nam dài 43 km với tổng vốn đầu tư khoảng 2,046 tỷ đồng trong đó CTD góp vốn 35%. Chúng tôi đánh giá tuy tỷ trọng đóng góp doanh thu cho CTD chưa đáng kể nhưng đây là mảng có tỷ suất sinh lời (ROE khoảng 12%) và mang lại dòng tiền khá ổn định trong trường hợp lĩnh vực xây dựng cốt lõi tăng trưởng chậm lại. Tháng 12/2016, liên doanh giữa FCN, CTD và CTCP đầu tư xây dựng BMT vừa được duyệt dự án nâng cấp và mở rộng tỉnh lộ 9 với thời gian hoàn thành dự kiến trong 2 năm (2017-2019), tổng mức đầu tư khoảng trên 1,000 tỷ đồng. Đây là dự án thi công hạ tầng thứ 2 của CTD trong mảng đầu tư hạ tầng. Hiện nay mảng này vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu và tìm ra các dự án phù hợp với năng lực thi công của CTD do việc triển khai các dự án BOT mới trong giai đoạn gần đây đang gặp khá nhiều khó khăn. Chủ trương của CTD trong giai đoạn vừa qua chủ yếu là hợp tác với các nhà thi công lớn của Nhật như dự án Terminal 2 Hà Nội với Taisei Corporation hay Landmark 81 với Obayashi để tích lũy kinh nghiệm nhằm chuẩn bị cho các dự án hạ tầng lớn hơn.

Điểm nhấn 5 : Tình hình tài chính lành mạnh.

Tỷ lệ tiền mặt & đầu tư ngắn hạn/Tổng tài sản năm 2016 liên tục cải thiện trong 3 năm gần đây từ mức 22% năm 2014 lên mức 40% năm 2016. Trong đó, tổng tiền mặt & đầu tư tài chính ngắn hạn cuối năm 2016 của CTD tăng 1.95 lần so với cùng kỳ, đạt 4,671 tỷ đồng nhờ vào nguồn vốn mới từ phát hành riêng lẻ. BSC cho rằng việc phát hành riêng lẻ này sẽ pha loãng EPS của cổ đông riêng lẻ tuy nhiên sẽ giúp CTD tránh được rủi ro vay nợ. Trong trường hợp CTD sử dụng nguồn vốn này đầu tư hiệu quả, BSC cho rằng khoản lợi nhuận sẽ bù đắp được một phần pha loãng của EPS. Ngoài ra khoản tiền lớn này sẽ giúp CTD tạo được vị thế đầu thầu các dự án lớn, đặc biệt là mảng đầu tư hạ tầng.

Tình hình tài chính lành mạnh nhờ áp dụng chính sách không vay nợ. Nhìn chung tình hình tài chính lành mạnh của CTD là một trong những điểm nhấn đầu tư của chúng tôi, thông qua các chỉ số thanh khoản tài chính, các khoản phải thu, phải trả đều ở mức tốt hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi sẽ sử dụng một số doanh nghiệp cùng ngành

(VCG, HBC, HUT, FCN, SC5) để so sánh với CTD dựa trên quy mô, vị thế trên thị trường hiện tại.

Năm 2016, vòng quay hàng tồn kho trung bình là 16.6 lần cao hơn so với trung bình ngành – 10.6 lần. Vòng quay các khoản phải thu trung bình là 6.8 lần tốt hơn trung bình nhóm so sánh là 5.9 lần. Vòng quay khoản phải trả trung bình là 6.2 lần cao hơn so với trung bình nhóm là 5.3 lần.

	2013	2014	2015	2016	HBC (2016)	Trung bình ngành
Hiệu quả hoạt động (x)						
Vòng quay hàng tồn kho	18,1	27,3	19,0	16,6	2.0	10.6
Vòng quay khoản phải thu	3,6	3,7	5,8	6,8	8.9	5.8
Vòng quay khoản phải trả	5,5	7,1	6,8	6,2	5.0	5.3
Chi số thanh khoản (x)						
Thanh toán hiện thời	2,00	1,70	1,42	1,81	1.11	1.4
Thanh toán nhanh	1,87	1,57	1,19	1,58	0.98	0.7
Khả năng sinh lời (%)						
ROE	11,2%	13,0%	20,1%	22%	35.1%	19.1%
ROA	5,6%	6,6%	8,3%	12%	5.0%	5.2%
Khả năng thanh toán (%)						
Nợ/TTS	0%	0%	0%	0%	27.5%	27.9%
Nợ/VCSH	0%	0%	0%	0%	195.1%	96.7%

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017 và định giá

Dự báo kết quả kinh doanh.

Chúng tôi dự báo năm 2017, DTT của CTD sẽ đạt 27,501 tỷ đồng (+32.3% yoy) hoàn thành kế hoạch năm. LNG ước tính đạt 2,200 tỷ (+22.3%yoy). Về biên lợi nhuận gộp, chủ yếu do tác động từ giá cả nguyên vật liệu đầu vào tăng như sắt, thép, cát, đá, etc, và một số nguyên nhân khác, chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp năm 2017 sẽ giảm về mức 8,0% so với mức 8,7% năm 2016 và sẽ duy trì mức này cho các năm tiếp theo. LNST 2017 ước đạt 1,730 tỷ đồng (+24.5% yoy). EPS FW 2017 dành cho cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 20,773 đồng (với giả định đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi tương đương năm 2017 là 7.5% LNST).

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	20.783	27.501	30.779	33.403	35.345
%yoy	52%	32%	12%	9%	6%
<i>Doanh thu từ ghi nhận HĐ ký trong năm</i>	<i>9.768</i>	<i>10.658</i>	<i>11.724</i>	<i>12.310</i>	<i>12.925</i>
<i>Doanh thu ghi nhận từ HĐ chuyển tiếp</i>	<i>11.015</i>	<i>16.843</i>	<i>19.056</i>	<i>21.093</i>	<i>22.419</i>
Tổng giá trị hợp đồng ký kết mới	27.683	30.451	33.496	35.171	36.930
% yoy	26%	10%	10%	5%	5%

Tổng giá trị hợp đồng chuyển tiếp	22.457	25.408	28.125	29.892	31.477
% yoy	49%	13%	11%	6%	5%

BSC giả định thận trọng giá trị hợp đồng ký mới tăng trưởng 10% trong giai đoạn 2017-2018 dựa trên những đánh giá về thị trường bất động sản, cũng như tiềm năng từ việc ghi nhận giá trị các dự án lớn như Vinfast và Vincity và tăng trưởng 5% cho giai đoạn 2019-2021. Chúng tôi tiếp tục duy trì giả định tỷ lệ hạch toán doanh thu đến từ HĐ ký mới trong năm và doanh thu đến từ hợp đồng chuyển tiếp năm trước (back-log) lần lượt là 35% và 75%.

Do hiện tại chưa có chi tiết cụ thể về kế hoạch sử dụng nguồn vốn mới từ đợt phát hành cuối năm 2016, do đó hiện tại chúng tôi vẫn giả định nguồn tiền mặt đó sẽ tiếp tục được CTD gửi tiết kiệm với lãi suất cố định khoảng 5%.

Về tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần, BSC tiếp tục giả định ở mức thận trọng là 1.56%.

Định giá.

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu CTD cho năm 2018. Tỷ lệ lần lượt là 30% cho FCFF và 70% cho P/E.

I. Phương pháp FCFF gồm 2 giai đoạn – Giá hợp lý 314,526 VND/cp

- Giai đoạn 1 (2016-2021): Giá trị hợp đồng ký mới duy trì mức tăng trưởng ổn định 10%/năm trong giai đoạn 2017-2018 và 5% trong giai đoạn còn lại.
- Giai đoạn 2 (từ năm 2021 trở đi): Giả định doanh nghiệp tăng trưởng trong dài hạn ở mức $g = 1.5\%$.

	Giả định	Kết quả
Risk free – Trái phiếu chính phủ 5 năm	5yr	6.10%
MRP – lãi suất thị trường	Damodaran	8.43%
Beta : Mức trung bình ngành xây dựng		0.48
Re		9.98%

WACC calculation	Cost	Weight	Weighted cost
Re	9.98	43.38%	4.33%
Rd	N/A	56.62%	N/A
Tax rate	20%		
D/E structure - Company	0%		
D/E structure - Industry	131%		
WACC			9.2%

Theo đó định giá FCFF như sau:

FCFF (VNDb)	2017	2018	2019	2020	2021
Lợi nhuận cho cổ đông	1,730	1,871	2,052	2,188	2,319
+ Khấu hao	93	111	131	136	140
+ Lãi vay (1-t)	0	0	0	0	0
- Thay đổi trong vốn lưu động	(711)	(293)	(282)	(258)	(254)
- Thay đổi trong vốn đầu tư TSCĐ	(330)	(369)	(401)	(424)	(446)
FCFF	782	1.320	1.503	1.651	1.775
5-yr PV of FCFF	716	1.107	1.154	1.161	1.143
Total FCFF	5.282				
Terminal value	23.401				
PV of terminal value	16.457				
Total PV of FCFF	21.739				
+ Tiền mặt	2.779				
- Nợ vay	0				
Dòng tiền cho chủ sở hữu	24.517				
Số lượng cổ phiếu (triệu)	78,0				
Giá CP	314.526				

II. Phương pháp P/E – Giá trị hợp lý 228,500 VND/cp

Theo thống kê các doanh nghiệp cùng ngành với CTD của Bloomberg thì mức PE trung bình nhóm so sánh là 9.8x. Chúng tôi sẽ sử dụng P/E ở mức 11 lần dựa trên vị thế đầu ngành của CTD trong nhóm ngành xây dựng. EPS 2017 = 20,773 VND. Do đó giá trị hợp lý cho phương pháp P/E là 228,500 VND.

Theo đó, giá hợp lý cho CTD năm 2017 là VND 254,300 upside 13.0% (so với mức giá 225,000 đồng/cp ngày 03/11/2017).

Phụ lục 01: Bảng cân đối kế toán

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	9.943	11.847	14.097	16.351	18.523	20.774
Tiền và tương đương tiền	1.997	2.779	4.098	5.601	7.253	9.028
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.675	2.675	2.675	2.675	2.675	2.675
Hàng tồn kho	1.241	1.525	1.707	1.839	1.915	1.977
Phải thu khách hàng	3.484	4.144	4.807	5.362	5.771	6.155
Khác	547	724	811	873	909	939
Tài sản dài hạn	1.797	2.164	2.486	2.799	3.104	3.415
Đầu tư dài hạn	715	715	715	715	715	715
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định ròng	585	823	1.081	1.348	1.627	1.917
Khác	401	530	593	639	666	687
Tổng tài sản	11.741	14.011	16.583	19.149	21.627	24.190
Nợ phải trả	5.507	6.047	6.748	7.262	7.551	7.795
Nợ ngắn hạn	5.495	6.035	6.736	7.250	7.539	7.783
Phải trả ngắn hạn	3.228	3.505	3.904	4.198	4.362	4.502
Vay ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
Khác	2.267	2.530	2.832	3.052	3.177	3.281
Nợ dài hạn	12	12	12	12	12	12
D. Vốn chủ sở hữu	6.234	7.964	9.835	11.887	14.076	16.395
Vốn chủ sở hữu	771	771	771	771	771	771
Tổng cộng nguồn vốn	11.741	14.011	16.583	19.149	21.627	24.190

Phụ lục 02: Báo cáo kết quả kinh doanh

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	20.783	27.501	30.779	33.169	34.530	35.658
Giá vốn hàng bán	18.983	25.301	28.317	30.515	31.768	32.805
Lợi nhuận gộp	1.799	2.200	2.462	2.654	2.762	2.853
Chi phí bán hàng	2	3	3	3	3	3
Chi phí QLDN	297	426	477	514	535	553
LN từ hoạt động kinh doanh	1.798	2.198	2.460	2.650	2.759	2.849
Doanh thu tài chính	170	307	349	421	503	593
Chi phí tài chính	-	-	-	-	-	-
Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	33	-	-	-	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	60	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.730	2.156	2.332	2.557	2.727	2.889
Chi phí thuế thu nhập DN	342	426	461	505	539	571
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST	1.442	1.730	1.871	2.052	2.188	2.319
EBITDA	1.851	2.290	2.571	2.782	2.895	2.988
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	18.035	20.773	22.464	24.638	26.271	27.836

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

65

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

