

Khuyến nghị:

Phan Quốc Bửu

buupq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	189,300
Giá đóng cửa	156,000
Upside	21.3%

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)

anhnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	180,000
Giá cut loss	139,000

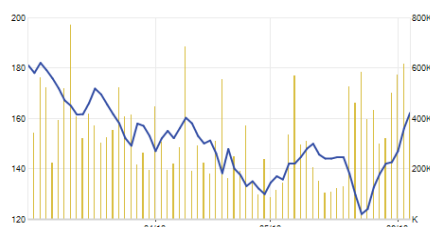
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	78
Vốn hóa (tỷ đồng)	12,878
Giá cao nhất 52 tuần	244,900
KLGD TB10 phiên (ng cp)	469,528
Sở hữu nước ngoài	41

Cổ đông lớn

KUSTOCEM PTE LTD	17.76
CONG TY TNHH MOT TH	14.30
BA DUONG NGUYEN	4.63
KOREA INVESTMENT M	3.31
QUANG QUAN TRAN	1.34

Chart (1 year)



Tổng quan chung

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.

Báo cáo khác

<https://www.bsc.com.vn/Report/ReportFile/1457043>

ĐI TÌM NGÔI VUA

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu CTD với giá mục tiêu 189,300 đồng/cp (+21.3% so với mức giá đóng cửa ngày 05/06/2018) dựa trên 2 phương pháp định giá là FCFF và PE.

Cập nhật doanh nghiệp

Kết quả kinh doanh Q1/2018 giảm nhẹ so cùng kỳ do biên lợi nhuận gộp Q1/2018 vẫn tiếp tục duy trì mức thấp khoảng 6.6%. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm Q1/2018 lần lượt đạt 4,311 tỷ đồng (-1.1% yoy) và 290 tỷ đồng (-3.4% yoy). Biên lợi nhuận gộp Q1/2018 giảm từ mức 8.7% Q1/2017 xuống còn 6.6%, lợi nhuận gộp đạt 285.7 tỷ đồng (-25.2% yoy).

BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận CTD sẽ chứng lại trong năm 2018. Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2018 ước đạt lần lượt 27,537 tỷ đồng (+1.4% yoy) và 1,496 tỷ đồng (-9% yoy) dựa trên giả định (1) biên lợi gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt đạt 6.6% và 5.4%, (2) Giá trị hợp đồng ký mới năm 2018 đạt 28,873 tỷ đồng (+5% yoy) và Giá trị hợp đồng chuyển tiếp cuối năm 2018 đạt 24,137 tỷ đồng (+6% yoy).

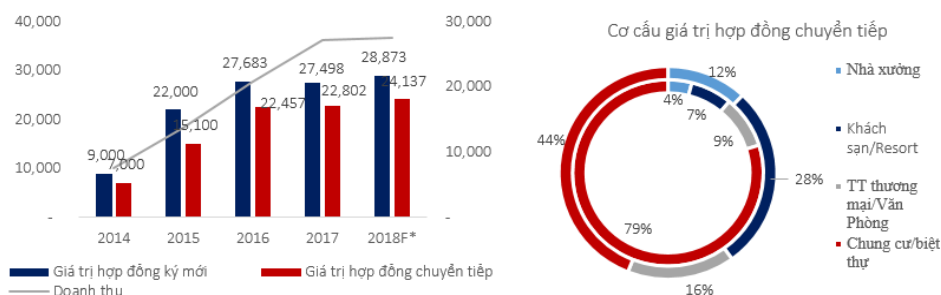
Kế hoạch kinh doanh năm 2018. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 28,000 tỷ đồng (+3.12% yoy) và 1,500 tỷ đồng (-9.2% yoy).

Kế hoạch sát nhập Ricons và các công ty khác còn bỏ ngỏ.

Chúng tôi cho rằng phương án sát nhập các công ty con của CTD sẽ được hoàn thành sau khi đưa ra phương án giải quyết được mâu thuẫn hiện tại giữa một số cổ đông lớn, đây là việc các nhà đầu tư cần ưu tiên chú ý theo dõi. Trong trường hợp CTD có thể hoàn thành kế hoạch hợp nhất và giải quyết các mâu thuẫn nội bộ, chúng tôi tin rằng tính minh bạch sẽ được cải thiện đáng kể, ngoài ra doanh thu và lợi nhuận CTD có thể cải thiện đáng kể.

Kết quả kinh doanh ghi nhận mức tăng trưởng so với năm 2016, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng chậm lại đáng kể do biên lợi nhuận gộp suy giảm mạnh. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2017 lần lượt đạt 27,153 tỷ đồng (+30.7% yoy) và 1,652 tỷ đồng (+16% yoy). Như đã đề cập từ các báo cáo trước đây, biên lợi nhuận gộp của CTD bắt đầu có xu hướng giảm mạnh từ Q2/2017 từ mức 8.7% năm 2016 xuống mức 7.4% năm 2017 do một số yếu tố như (1) Cạnh tranh gay gắt từ các chủ thầu khác (Centrals Cons, HBC) về mặt giá đấu thầu, (2) Giá nguyên vật liệu đầu vào (sắt, thép, cát, đá...). Biên lợi nhuận ròng giảm từ mức 6.8% năm 2016 xuống còn 6.1% năm 2017.

Tổng giá trị hợp đồng ký mới và giá trị hợp đồng chuyển tiếp cuối năm 2017 đạt lần lượt 27,498 tỷ đồng (-0.7% yoy) và 22,802 tỷ đồng (+2% yoy). Chúng tôi đánh giá có sự sụt giảm mạnh này chủ yếu do yếu tố cạnh tranh giành giật từ các đối thủ cũ như (Hòa Bình, An Phong) và đối thủ mới như (Central Cons – Tính từ tháng 7/2017 đến nay, tổng giá trị ký mới đạt 5,000 tỷ đồng). Ngoài ra, chúng tôi lưu ý, cơ cấu tỷ trọng của hợp đồng chuyển tiếp cuối năm 2017 có sự chuyển dịch khá đáng kể từ mảng chung cư biệt thự sang mảng khách sạn/resort, nhà xưởng và trung tâm thương mại, chủ yếu do CTD nhận các dự án có quy mô lớn như nhà máy Dung Quất (2,300 tỷ đồng), Casino Hội An (6,227 tỷ đồng), Vietcapital Center (2,300 tỷ đồng), Hồ Tràm A2 (1,300 tỷ đồng)... Chúng tôi đánh giá việc chuyển dịch cơ cấu này sẽ giúp cho CTD tránh được rủi ro phải phụ thuộc quá nhiều vào mảng chung cư căn hộ bất động sản trong trường hợp ngành bất động sản gặp phải khó khăn.



2018F*: Dự phóng của BSC, Nguồn: CTD, BSC Research.

Kết quả kinh doanh Q1/2018 giảm nhẹ so cùng kỳ do biên lợi nhuận gộp Q1/2018 vẫn tiếp tục duy trì mức thấp khoảng 6.6%. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm Q1/2018 lần lượt đạt 4,311 tỷ đồng (-1.1% yoy) và 290 tỷ đồng (-3.4% yoy). Biên lợi nhuận gộp Q1/2018 giảm từ mức 8.7% Q1/2017 xuống còn 6.6%, lợi nhuận gộp đạt 285.7 tỷ đồng (-25.2% yoy). Mặc dù lợi nhuận gộp giảm mạnh so với cùng kỳ, tuy nhiên nhờ vào 2 khoản lợi nhuận (1) Doanh thu tài chính và (2) Thu nhập khác (chủ yếu đến từ mục hoàn nhập chi phí công trình phải trả lớn hơn chi phí thực tế phát sinh) giúp cho lợi nhuận ròng của CTD chỉ giảm nhẹ.

BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận CTD sẽ chứng lại trong năm 2018. Chúng tôi đánh giá khả năng cải thiện biên lợi nhuận gộp của CTD trong giai đoạn sắp tới gặp khá nhiều khó khăn do yếu tố cạnh tranh gay gắt cũng như ngành xây lắp đã trải qua giai đoạn tăng trưởng tốt nhất (2015-2016). Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2018 ước đạt lần lượt 27,537 tỷ đồng (+1.4% yoy) và 1,496 tỷ đồng (-9% yoy) dựa trên giả định (1) biên lợi gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt đạt 6.6% và 5.4%, (2) Giá trị hợp đồng ký mới năm 2018 đạt 28,873 tỷ đồng (+5% yoy) và Giá trị hợp đồng chuyển tiếp cuối năm 2018 đạt 24,137 tỷ đồng (+6% yoy).

CTD điều chỉnh kế hoạch kinh doanh 2018 và mức cổ tức năm 2017. Theo đó, sau phần thảo luận ý kiến với cổ đông, CTD đã tiến hành điều chỉnh kế hoạch kinh doanh năm 2018 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 28,000 tỷ đồng (+3.12% yoy) và 1,500 tỷ đồng (-9.2% yoy). Ngoài ra, CTD cũng tăng tỷ lệ mức cổ tức năm 2017 từ mức 30% tiền lên mức 50% tiền.

Kế hoạch sát nhập Ricons và các công ty khác còn bỏ ngỏ. Một trong những vấn đề được thảo luận nhiều nhất trong đại hội cổ đông là (1) Việc sát nhập các công ty con (đặc biệt là Ricons) lại thành một công ty duy nhất đảm bảo tính minh bạch và (2) Liệu có xảy ra mâu thuẫn giữa các cổ đông lớn?. Theo đó, để tiến hành việc sát nhập, dự kiến CTD phải tiến hành soạn thảo tờ trình xin sát nhập sau đó trình đại hội cổ đông bất thường và thuê đội ngũ định giá để tái định giá lại giá trị của các công ty con và tìm phương án sát nhập. Tuy nhiên, theo chia sẻ của ban lãnh đạo, kế hoạch này vẫn chưa tìm được sự đồng thuận từ các cổ đông lớn khác. Chúng tôi cho rằng phương án sát nhập các công ty con của CTD sẽ được hoàn thành sau khi đưa ra phương án giải quyết được mâu thuẫn hiện tại giữa một số cổ đông lớn, đây là việc các nhà đầu tư cần ưu tiên chú ý theo dõi. Trong trường hợp CTD có thể hoàn thành kế hoạch hợp nhất và giải quyết các mâu thuẫn nội bộ, chúng tôi tin rằng tính minh bạch sẽ được cải thiện đáng kể, ngoài ra doanh thu và lợi nhuận CTD có thể cải thiện đáng kể.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Đơn vị: tỷ đồng	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018
Doanh thu thuần	4,361	6,183	7,641	8,968	4,311
LN gộp	382	497	568	569	286
DT tài chính	65	85	86	88	84
CP tài chính	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Lãi vay	-	-	-	-	-
CP bán hàng	-	-	-	-	-
CP QLDN	(95)	(90)	(87)	(123)	(136)
Lãi/lỗ HĐKD	357	493	575	554	297
TN nhập khác (ròng)	19	24	22	17	50
LN trước thuế	375	517	597	571	348
LN sau thuế	301	412	478	462	290
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	301	412	478	462	290
EPS					
TS ngắn hạn	10,143	11,457	11,923	14,464	12,901
Tiền và TĐ Tiền	1,369	1,787	2,181	3,311	1,287
Phải thu ngắn hạn	3,437	3,994	4,628	6,480	5,151
Tồn kho	1,270	1,523	1,665	1,874	2,287
TS ngắn hạn khác	277	267	260	321	328
TS dài hạn	1,370	1,408	1,516	1,550	1,576
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
TSCĐ	595	662	742	767	756
TSCĐ hữu hình	503	570	649	673	660
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	92	93	93	94	96
TS dở dang dài hạn	60	15	5	0	0
TS dài hạn khác	364	380	362	355	336
Tổng TS	11,513	12,865	13,439	16,014	14,477
Nợ phải trả	4,979	6,480	6,595	8,707	6,807
Nợ ngắn hạn	4,968	6,469	6,584	8,696	6,796
Vay ngắn hạn	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn	11	11	11	11	11
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	6,534	6,386	6,845	7,307	7,670
Vốn góp	771	771	771	771	784
LN chưa phân phối	1,736	819	1,279	1,741	2,032
Tổng nguồn vốn	11,513	12,865	13,439	16,014	14,477
% yoy DTT	39%	24%	44%	22%	-1%
Biên In gộp	8.8%	8.0%	7.4%	6.3%	6.6%
Lãi vay/ DTT	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CP bán hàng / DTT	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CP QLDN/DTT	2.2%	1.5%	1.1%	1.4%	3.1%
Biên In thuần	6.9%	6.7%	6.2%	5.2%	6.7%

Biên lợi nhuận gộp Q1/2018 giảm từ mức 8.7% Q1/2017 xuống còn 6.6%. Chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp của CTD sẽ khó tăng trưởng lại mức cao nhất giai đoạn trước khoảng 8.7% do yếu tố cạnh tranh gay gắt hơn.

Doanh thu tài chính tăng mạnh so với cùng kỳ (+29.2% yoy) nhờ vào lượng tiền mặt dồi dào. Chúng tôi đánh giá đây là điểm mạnh của CTD so với các doanh nghiệp xây lắp cùng ngành khác.

Lượng tiền mặt duy trì mức cao và chính sách không vay nợ giúp cho năng lực về tài chính của CTD đạt vị thế tốt nhất ngành.

Khoản phải thu ngắn hạn khách hàng của CTD tăng lên mức 5,515 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với bình quân giai đoạn 2014-

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán Q1 2017 Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018

Hsố TT ngắn hạn	2.04	1.77	1.81	1.66	1.90
Hsố TT nhanh	0.97	0.89	1.03	1.13	0.95

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.88	0.89	0.89	0.90	0.89
TSDH/ TTS	0.12	0.11	0.11	0.10	0.11
Hsố Nợ/ TTS	0.43	0.50	0.49	0.54	0.47
Hsố Nợ/ VCSH	0.76	1.01	0.96	1.19	0.89
Nợ ngắn hạn / TTS	0.43	0.50	0.49	0.54	0.47
Nợ DH / TTS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	15.8	16.9	16.1	16.0	13.2
Vquay phải thu	8.9	8.5	7.1	6.2	6.9
Vquay phải trả	12.8	10.0	8.0	8.0	8.9
Số ngày HTK	23.2	21.6	22.6	22.8	27.6
Số ngày phải thu	40.9	42.8	51.4	59.2	52.9
Số ngày phải trả	28.5	36.4	45.4	45.8	40.8
CCC	35.5	28.0	28.6	36.2	39.6

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	6.9%	6.7%	6.2%	5.2%	6.7%
LNST/VCSH (%)	29.6%	31.0%	30.4%	24.4%	23.1%
LNST/TTS	15.0%	14.0%	13.1%	12.0%	12.0%
LN từ HĐKD/DTT	8.2%	8.0%	7.5%	6.2%	6.9%

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	1.91	2.13	2.08	2.05	1.83
DT/TTS	2.23	2.11	2.03	1.97	1.98
EBIT/DT	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
EBT/EBIT	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
lãi ròng/LNTT	0.80	0.80	0.80	0.80	0.81

6. Định giá

PE	9.7	9.7	9.7	8.8	#N/A
PB	2.5	2.5	2.4	2.0	#N/A
EPS	21,515	21,404	21,825	21,450	#N/A
BVPS	84,806	82,880	88,833	94,830	#N/A

7. Tăng trưởng (%yoy)

TTS	39%	24%	44%	22%	-1%
Nợ	8.8%	8.0%	7.4%	6.3%	6.6%
DTT	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
LN gộp	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
LNST	2.2%	1.5%	1.1%	1.4%	3.1%
EPS	6.9%	6.7%	6.2%	5.2%	6.7%

Chỉ số thanh toán duy trì mức tốt: Các hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh của CTD ở mức tốt so với ngành. Chúng tôi cho rằng với lượng tiền mặt tốt, cũng như chính sách không vay nợ, CTD sẽ tiếp tục duy trì được hệ số thanh toán ở mức tốt như hiện tại

Vòng quay các khoản thu phải trả tính tới Q1/2018 đã có sự cải thiện tích cực so với cuối năm 2017, giảm còn 52.9 ngày so với mức 59.2 ngày. CTD đang cải thiện tốt việc thu hồi các khoản phải thu từ khách hàng.

Hiệu suất sinh lời của CTD năm 2017 sụt giảm mạnh so với năm 2016 chủ yếu do KQKD sụt giảm mạnh do yếu tố cạnh tranh và tăng giá nguyên liệu đầu vào

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD tăng và phân kỳ bên trên đường tín hiệu, kết hợp với xu hướng tăng mạnh của chỉ báo RSI chưa vào vùng quá mua, củng cố xu hướng tăng giá của cổ phiếu.

- **Thanh khoản: khối lượng thanh khoản cao, trung bình 10 phiên đạt khoảng 469 nghìn Cp/phiên.**

Nhận định: Sau khi đạt đỉnh ở mức giá 244.9, giá cổ phiếu CTD đã điều chỉnh mạnh, liên tục mất các ngưỡng hỗ trợ quan trọng, rơi thủng ngưỡng SMA200, và chạm đáy ở mức giá 120.4, tương đương với mức chiết khấu giá 49%. Hiện tại, sau khi chạm đáy, CTD đã bật tăng mạnh trở lại với khối lượng thanh khoản liên tục tăng, và thoát khỏi kênh xu hướng giảm. Giá cổ phiếu đang kiểm tra vùng kháng cự 150-161, đây là vùng có khối lượng giao dịch tương đối lớn. Các chỉ báo kỹ thuật cho thấy đà tăng giá của cổ phiếu vẫn còn mạnh. Tuy nhiên, có thể mất vài phiên giằng co để CTD vượt ngưỡng kháng cự này.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư tiếp tục theo dõi diễn biến giá cổ phiếu trong vùng kháng cự này, và có thể giải ngân khi giá cổ phiếu giằng co quay lại vùng 150. Nếu thành công vượt ngưỡng kháng cự này, ngưỡng tiếp theo sẽ là 180. Cắt lỗ nếu giá rớt xuống dưới mức 139, quay trở lại xu hướng giảm.



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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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.

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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

