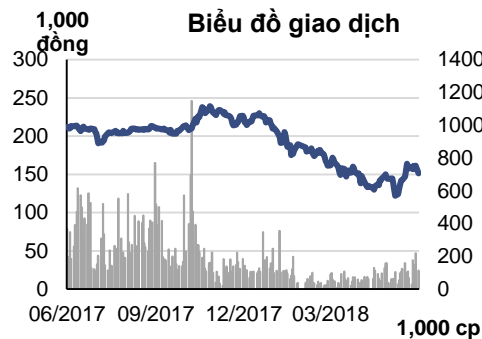


## CTD (HOSE) Đối Mặt Với Khó Khăn

### Đánh giá

### TĂNG TỶ TRỌNG

|                                     | Xây dựng       |
|-------------------------------------|----------------|
| <b>Giá thị trường (VND):</b>        | <b>151,000</b> |
| <b>Giá mục tiêu (VND) :</b>         | <b>182,000</b> |
| Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:       | 21%            |
| Suất sinh lợi cổ tức:               | 3%             |
| <b>Suất sinh lợi bình quân năm:</b> | <b>24%</b>     |



### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

|           | YTD  | 1T  | 3T  | 12T  |
|-----------|------|-----|-----|------|
| Tuyệt đối | -33% | 5%  | -6% | -29% |
| Tương đối | -34% | 10% | 7%  | -62% |

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

### Thông kê

18/06/2018

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| <b>Thấp/Cao 52 tuần (VND)</b> | 122.0k-239.0k |
| <b>SL lưu hành (triệu cp)</b> | 78            |
| <b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>      | 11,837        |
| <b>Vốn hóa (triệu USD)</b>    | 518           |
| <b>% khối ngoại sở hữu</b>    | 41%           |
| <b>SL cp tự do (triệu cp)</b> | 69            |
| <b>KLGD TB 3 tháng (cp)</b>   | 296,709       |
| <b>VND/USD</b>                | 22,828        |
| <b>Index: VNIndex / HNX</b>   | 987/113       |

Nguồn: Bloomberg

### Cơ cấu sở hữu

18/06/2018

|  |       |
|--|-------|
| <b>Chủ tịch HĐQT &amp; người liên quan</b> | 4.9%  |
| <b>Kustocem Pte, LTD</b>                   | 17.7% |
| <b>Công ty Thành Công</b>                  | 14.3% |

Nguồn: Bloomberg

### Trần Thị Ngọc Mai

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1450

[mai.tt@kisvn.vn](mailto:mai.tt@kisvn.vn)

[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

### Quan điểm đầu tư:

- Đơn vị dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực xây dựng. Tháng 3/2018, cất nóc Landmark 81, toà nhà cao nhất Việt Nam, là một cột mốc chứng minh khả năng và kinh nghiệm CTD.
- Cơ cấu tài chính lành mạnh. Tiền mặt dồi dào. EPS cao. Cổ tức đều đặn.
- Hệ thống công ty vệ tinh hỗ trợ tốt, chuỗi giá trị khép kín. CTD đang xem xét đề trình cổ đông kế hoạch sáp nhập các công ty thành viên vào CTD. Khi đó, các nguồn lực được tập trung, doanh thu có thể đạt 3 tỷ USD vào năm 2020.
- Đẩy mạnh mảng D&B và ứng dụng BIM - Building Information Model vào thiết kế, cải thiện biên lợi nhuận. Đầu tư phát triển mảng bất động sản, tối đa hóa lợi nhuận.
- Năm 2017, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 27,153 tỷ (+31% YoY) và 1,653 tỷ (+16% YoY).
- Năm 2018, có sự chững lại trong kế hoạch kinh doanh, đặt mục tiêu chỉ 28,000 tỷ (+3.1% YoY) doanh thu và 1,500 tỷ (-9.2% YoY) lợi nhuận sau thuế.

### Rủi ro:

- Triển vọng thị trường xây dựng có xu hướng chậm lại khi Nhà nước hạn chế dòng tín dụng vào bất động sản.
- Với CTD xem con người là yếu tố then chốt làm nên thành công của công ty thì gần đây rủi ro chảy máu chất xám là khá lớn.
- Chưa tối đa hóa lợi nhuận tại các công ty vệ tinh khi CTD nắm quá ít quyền chi phối. Trong khi đó, CTD đứng ra nhận thầu và giao lại nguồn việc cho các công ty này.
- Lo ngại về tốc độ tăng trưởng chậm lại. Các hợp đồng mới ký trong 5T2018 giảm so với cùng kỳ (theo tờ trình tại Đại hội cổ đông 2018). Biên lãi ròng cũng sẽ giảm so với năm trước. Tỷ lệ lãi gộp có thể sẽ ở mức thấp nhất kể từ 2015 do:
  - (1) Khó có thể duy trì được giá trị hợp đồng ký mới cao hơn năm trước.
  - (2) Backlog chuyển qua 2018 giảm 28% so với năm trước, khoảng 27,122 tỷ đồng.
  - (3) Giá nguyên vật liệu vẫn đang trong xu hướng tăng, đặc biệt là thép và cát đen.
  - (4) Chi phí nhân viên chiếm 6.5% trong tổng doanh thu. Năm 2018 chính sách đóng BHXH thay đổi khi bắt buộc đóng mức BHXH trên tổng thu nhập. Cùng với một số chính sách khác sẽ làm tăng chi phí của công ty.

### Định giá:

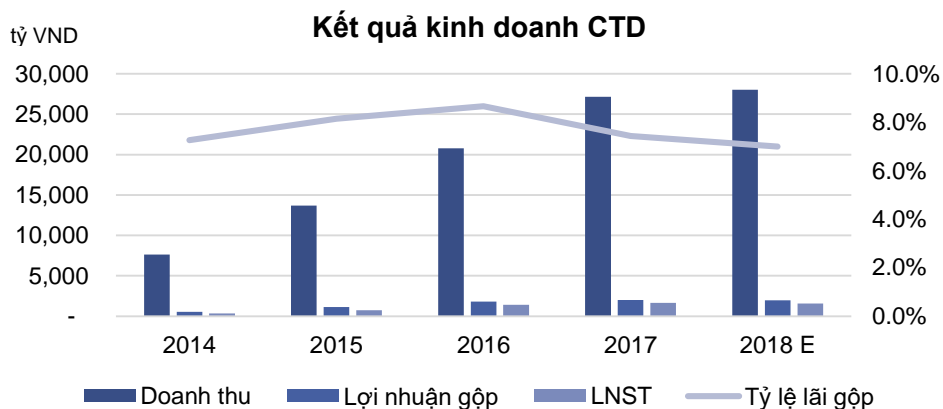
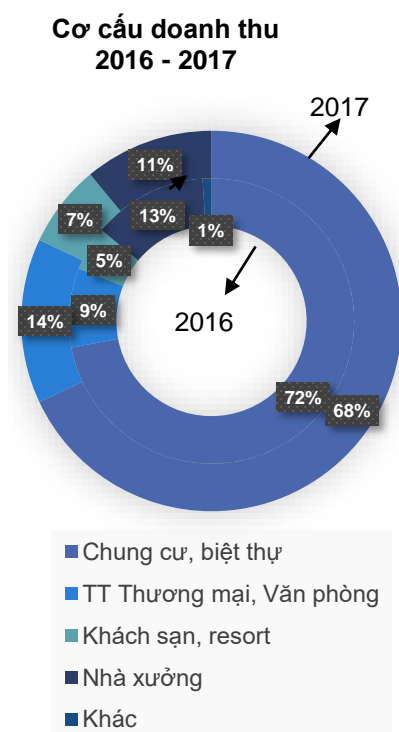
- Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan với cổ phiếu CTD nhờ vị thế dẫn đầu trong ngành và định giá đang rẻ so với lịch sử. Chúng tôi định giá CTD ở mức 182,000 đồng/cp cuối 2018. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt **24%** so với giá thị trường là 151,000 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

| Tỷ đồng                  | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| DT Thuần (tỷ đồng)       | 20,783 | 27,153 | 28,060 | 27,097 |
| Tăng trưởng (%)          | 52%    | 31%    | 3%     | -3%    |
| LNST (tỷ đồng)           | 1,422  | 1,653  | 1,579  | 1,546  |
| Tăng trưởng (%)          | 94%    | 16%    | -4%    | -2%    |
| SLCP lưu hành (triệu cp) | 77     | 77     | 78     | 78     |
| EPS (hiệu chỉnh, VND)    | 16,925 | 19,022 | 19,212 | 18,875 |
| Tăng trưởng (%)          | 116%   | 12%    | 1%     | -2%    |
| ROE (%)                  | 30%    | 24%    | 20%    | 17%    |
| Nợ ròng/VCSH (%)         | -75%   | -79%   | -84%   | -87%   |
| PE (x)                   | 8.9    | 7.9    | 7.9    | 8.0    |
| PB (x)                   | 1.9    | 1.6    | 1.4    | 1.2    |
| EV/EBITDA (x)            | 4.57   | 3.52   | 2.90   | 2.13   |
| Cổ tức (VND)             | 5,500  | 5,000  | 5,000  | 5,000  |
| Suất sinh lợi cổ tức (%) | 3.6%   | 3.3%   | 3.3%   | 3.3%   |

## 1. Kết quả kinh doanh 2017 - Bị ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu đầu vào tăng

Năm 2017, doanh thu đạt 27,153 tỷ đồng (+31% YoY), hoàn thành 101% kế hoạch đặt ra, nhưng chỉ đạt 94% kế hoạch lợi nhuận sau thuế với 1,422 tỷ đồng (-16% YoY). Tỷ lệ lãi gộp giảm từ 8.7% xuống 7.4%. Nguyên nhân chính chủ yếu giá nguyên vật liệu tăng, cụ thể, thép tăng bình quân khoảng 10% trong năm 2017 và cát đen tăng giá gấp 2-3 lần do khan hiếm.

Bên cạnh đó là sự cạnh tranh gay gắt của các đối thủ về giá cộng với việc duy trì quan hệ hợp tác với các khách hàng cũ (nguồn đóng góp 70% doanh thu của CTD), CTD đã có chính sách chiết khấu cho khách hàng cũ dẫn tới tỷ lệ lãi gộp không còn cao như trước.



Nguồn: CTD, KISVN ước tính

Cơ cấu doanh thu 2017 chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng nhà ở chung cư, biệt thự. So với 2016, thì cơ cấu doanh thu có phần cân đối hơn. Tỷ lệ doanh thu từ chung cư, biệt thự giảm từ 72% xuống 68%, trong khi hoạt động xây dựng Trung tâm thương mại, văn phòng tăng từ 9% lên 14%, Khách sạn, resort và nhà xưởng đều tăng đáng kể, đóng góp lần lượt 7% và 11% trên tổng doanh thu 2017.

Dựa trên cơ cấu hợp đồng chuyển tiếp theo mảng hoạt động trong 2017, thì xu hướng doanh thu ghi nhận trong 2018 sẽ có sự chuyển dịch tương ứng: tăng doanh thu từ hoạt động xây dựng Trung tâm thương mại, Văn phòng, Khách sạn, resort, và nhà xưởng thay vào đó sẽ giảm doanh thu từ xây dựng nhà ở chung cư.

Cuối 2017, tổng backlog khoảng 37,702 tỷ đồng, trong đó giá trị các hợp đồng xây dựng đã ký kết trong 2017 chuyển qua các năm tiếp theo khoảng 22,802 tỷ đồng, giảm 16% so với cuối 2016. Dự kiến khoảng 60% giá trị này sẽ được thực hiện ghi nhận doanh thu trong 2018, tương đương với 13,682 tỷ đồng. Vậy để đạt được kế hoạch doanh thu đề ra 28,000 tỷ đồng vào năm 2018, thì doanh thu từ các hợp đồng ký mới trong năm tối thiểu phải đạt 7,839 tỷ đồng (sau khi trừ doanh thu từ các hợp đồng đã ký trong 2016 chuyển tiếp qua năm 2018 khoảng 6,480 tỷ đồng).

| Đơn vị Tỷ VND  | 2015   | 2016   | 2017   | 2018E  |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Backlog chuyển qua các năm sau   | 15,100 | 31,100 | 37,702 | 27,122 |
| Tỷ lệ ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng ký kết trong năm chuyển qua các năm tiếp theo | 54%    | 53%    | 55%    | 60%    |
| Tổng Doanh thu   | 13,669 | 20,781 | 27,153 | 28,000 |

Nguồn: CTD, KISVN ước tính

## 2. Một số dự án nổi bật của CTD

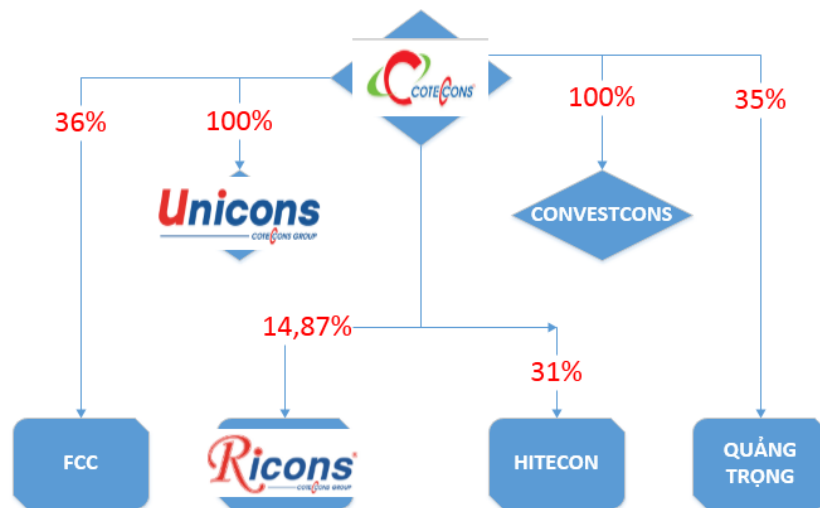
| STT | Tên Dự án                                       | Giá trị hợp đồng | Thời gian bắt đầu  | Thời gian hoàn thành | Tình trạng    | Chi phí xây dựng cơ bản tại 31.12.2017 |
|-----|---|------------------|--|----------------------|---------------|--|
| 1   | Casino _ Nam Hội An                             | 6,364            | 2017   | 2019                 | Đang thi công |  |
| 2   | D'Capitale                                      | 3,580            | 2016   | 2018                 | Đang thi công | 107                                    |
| 3   | Landmark 81                                     | 2,555            | 2016   | 2019                 | Đang thi công |  |
| 4   | Diamond Island 2                                | 2,500            |  |                      | Đang thi công | 164                                    |
| 5   | Hồ Tràm Strip - GĐ 2                            | 1,595            | 2017   |                      | Đang thi công | 183                                    |
| 6   | Everich 8                                       | 1,027            | 2016   | 2018                 | Đang thi công | 141                                    |
| 7   | Hilton Sài Gòn                                  | 143              | 2017   | 2017                 | Hoàn thành    |  |
| 8   | NM Thép Hòa Phát - Dung Quất                    | 363              | 2017   | 2017                 | Hoàn thành    |  |
| 9   | Đại Quang Minh                                  | 1,500            | 2016   |                      | Đang thi công |  |
| 10  | Liêu Giai (Metropolis)                          | 1,308            |  | 2018                 | Hoàn thành    | 134                                    |
| 11  | Vinhomes Central Park                           | 3,917            | 2015   | 2019                 | Hoàn thành    |  |
| 12  | Vin Skylake                                     | 970              | 2017   |                      | Đang thi công |  |
| 13  | Vinhomes Green Bay - Khối thấp tầng và cao tầng | 635              | 2017   | 2018                 | Đang thi công | 72                                     |
| 14  | Hilton Ha Long Bay Hotel & Condotel             | 1,818            | 2018   | 2020                 | Đang thi công |  |
| 15  | Pullman Hải Phòng                               | 1,600            | 2018   | 2020                 | Đang thi công |  |
| 16  | Đà Nẵng Times Square - Condotel                 | 2,500            | 2018   | 2020                 | Đang thi công |  |
| 17  | Vinfast   | 2,500            | Chưa tiết lộ tổng giá trị hợp đồng, tuy nhiên, ước tính của Ban Lãnh đạo mang về 3 nghìn tỷ doanh thu/năm từ Vinfast |                      |               |  |
| 18  | Khác  |                  |  |                      |               |  |

Nguồn: CTD, KISVN ước tính

## 3. Coteccons Group – Chuỗi giá trị hiệu quả, lợi nhuận mang về tối đa?

Một trong những lợi thế cạnh tranh của CTD khi tham gia vào các siêu dự án là sự hỗ trợ đặc lực từ các công ty con và công ty liên kết. Các công ty này đều có hoạt động cốt lõi là thi công xây lắp.

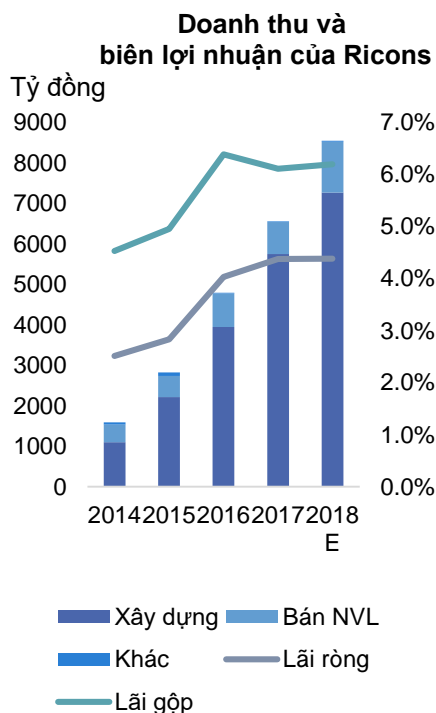
Mạng lưới các công ty vệ tinh của CTD.



Nguồn: CTD, KISVN

Được xem như là quân chủ lực tham gia vào các dự án của Cotecons, đóng góp 26% trên tổng doanh thu hợp nhất, không ai khác ngoài Unicons. Thành lập năm 2006, CTD sở hữu 100% vốn điều lệ với ngành nghề kinh doanh chính là xây dựng. Sau hơn 12 năm, Unicons trở thành top những công ty xây dựng tư nhân lớn nhất Việt Nam với tốc độ tăng trưởng bình quân hằng năm trên 20%.

Để phát huy tối đa hiệu quả việc sử dụng dòng tiền thu về, cũng như đa dạng hóa ngành nghề và gia tăng lợi nhuận, giữa năm 2017, CTD đã thành lập công ty con Convestcons với 100% tỷ lệ sở hữu, có nhiệm vụ nghiên cứu và thực hiện các hoạt động đầu tư bất động sản. Với vốn điều lệ ban đầu chỉ 26 tỷ đồng, tuy nhiên đến tháng 8/2017, Ban lãnh đạo quyết định tăng vốn điều lệ lên 1,872 tỷ. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, hiện tại, Convestcons đang tham gia đầu tư vào một số dự án bất động sản, dự kiến một vài năm tới sẽ mang về lợi nhuận cho công ty.



Ricons là một trong bốn công ty liên kết của CTD với 14.87% quyền sở hữu. Tập trung vào quy mô dự án nhỏ hơn và làm thầu phụ cho CTD, những năm gần đây Ricons đã có sự tăng trưởng doanh thu bình quân hằng năm là 52%. Kế hoạch 2018 cũng rất khả quan với mục tiêu tăng trưởng 30% doanh thu và lợi nhuận sau thuế so với năm trước. Tuy nhiên, việc CTD nắm quá ít quyền chi phối ở Ricons cũng là một hạn chế, khi chính CTD là nguồn giao việc cho Ricons nhưng lại hưởng một tỷ lệ quyền lợi quá ít. Dẫn tới, tại đại hội cổ đông 2018, các cổ đông đã đề ra phương án sát nhập Ricons và các công ty thành viên khác vào CTD, để tránh việc xung đột quyền lợi và tối đa hóa lợi nhuận cho CTD. Hiện tại, vẫn chưa có quyết định chính thức về việc này, và dự kiến sẽ trình lấy ý kiến các cổ đông trong kỳ đại hội gần nhất. Nếu như việc sát nhập này được thông qua, thì các nguồn lực được tập trung, dự kiến CTD có thể đạt doanh thu khoảng 3 tỷ USD vào năm 2020.

Về cơ cấu cổ đông, hiện tại cổ đông lớn nhất của CTD đang là Kustocem Pte, Ltd với 17.7%, sau đó là Công ty TNHH MTV Thành Công với 14.3% và 4.9% của CTHĐQT Nguyễn Bá Dương. Nếu như việc sát nhập các công ty thành viên vào CTD được thông qua thì tỷ lệ này sẽ có sự thay đổi đáng kể.

Dự kiến trong năm 2018, CTD sẽ phát hành 900,000 cổ phiếu ESOP cho cán bộ chủ chốt với giá đề xuất 56,000 đồng/cổ phiếu và chia cổ tức tiền mặt dự kiến 3,000

đồng/cp (năm 2017, cổ tức tiền mặt được tăng lên thành 5,000 đồng/cp so với mức 3,000 đồng/cp thông qua trong ĐHĐCĐ 2017)

## 4. Kế hoạch 2018 – Lo ngại về tốc độ tăng trưởng chững lại

### 4.1. Kết quả kinh doanh quý 1/2018

Theo báo cáo hợp nhất Quý 1/2018, CTD ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 4,311 tỷ đồng (-1.2% YoY) và 290 tỷ đồng (-3.3% YoY). So với cùng kỳ năm trước, doanh thu và lợi nhuận của CTD đều có dấu hiệu chững lại, lợi nhuận giảm sụt nhẹ. Đáng kể là tỷ lệ lãi gộp giảm tới mức thấp nhất kể từ năm 2015 tới nay, xuống còn 6.6% (so với 8.7% của quý I/2017). Sự sụt giảm này đến từ mảng hoạt động chính của doanh nghiệp là xây dựng (chiếm 99% trên tổng doanh thu).

Như đã nêu ở trên, bên cạnh việc cạnh tranh về giá gay gắt hơn, giá nguyên vật liệu xây dựng đã tăng 2017 và vẫn trong xu hướng tăng trong những tháng đầu năm 2018, với giá thép trung bình 5T2018 tăng khoảng 8% so với cùng kỳ. Chính sách đóng bảo hiểm xã hội mới (đóng trên tổng thu nhập thay vì lương cơ bản) sẽ tăng chi phí nhân công, dẫn tới tỷ lệ lãi gộp sẽ giảm. Nếu không có thu nhập từ việc hoàn nhập chi phí công trình phải trả (lớn hơn chi phí thực tế phát sinh) tăng 43 tỷ đồng và lãi tiền gửi tăng 19 tỷ đồng thì lợi nhuận sẽ giảm 72 tỷ đồng (-24% YoY).

Tuy nhiên, CTD hoàn toàn có thể cải thiện kết quả kinh doanh bằng tăng trưởng các hợp đồng ký mới cũng như cải thiện biên lãi gộp của các dự án từ việc sáp nhập các công ty thành viên. Như thế, nguồn lực được tập trung, tối đa hóa được lợi nhuận.

## 5. Triển vọng năm 2018

Trước lo ngại về triển vọng thị trường xây dựng có xu hướng chậm lại, CTD đặt kế hoạch 2018 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 28,000 tỷ (+3.2% YoY), và 1,500 tỷ (-9% YoY) dựa trên một số giả định sau:

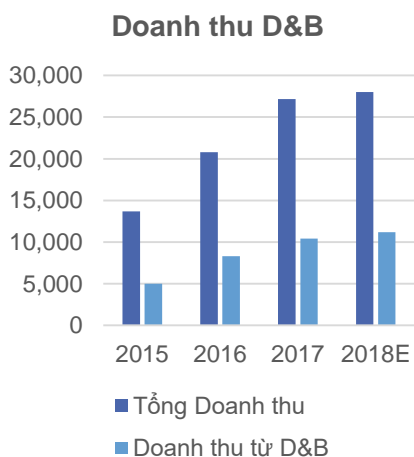
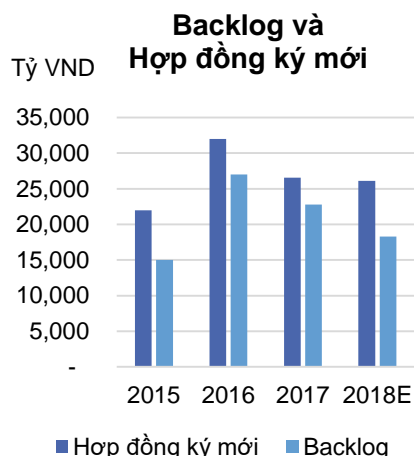
Nhà Nước hạn chế tín dụng vào thị trường bất động sản bằng các chính sách thắt chặt: (1) tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các ngân hàng giảm xuống 45% năm 2018 và 40% năm 2019, (2) hệ số rủi ro cho vay bất động sản là 200% từ 2017 trở đi.

Nguồn hợp đồng đã ký 5 tháng đầu năm giảm so với cùng kỳ (theo tờ trình tại ĐHĐCĐ) và chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng ký mới trong 2018 cũng sẽ không cao hơn năm 2017.

Trong khi cạnh tranh về giá ngày càng gay gắt, chính sách đóng bảo hiểm xã hội bắt đầu từ năm 2018 sẽ đóng dựa trên tổng thu nhập (chi phí lương chiếm khoảng 6.5% tổng doanh thu) và giá nguyên vật liệu chưa có giảm sẽ là những yếu tố làm tăng chi phí của công ty.

Trước một kế hoạch kinh doanh dường như bị chững lại và để tối đa hóa nguồn lợi nhuận, Hội đồng quản trị đã thống nhất tập trung vào một số chiến lược trong năm nay:

(1) Tiếp tục đẩy mạnh hoạt động Design & Build (D&B) áp dụng BIM - Building Information Model - Hệ thống thông tin công trình, một xu hướng mới trong ngành công nghệ xây dựng. Biên lợi nhuận gộp của hợp đồng D&B cao hơn so với hợp đồng truyền thống từ 1-2%. Dưới đây là doanh thu D&B qua các năm:





| Đơn vị Tỷ VND              | 2015   | 2016   | 2017   | 2018E  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tổng Doanh thu             | 13,669 | 20,781 | 27,153 | 28,000 |
| Doanh thu từ D&B           | 5,000  | 8,300  | 10,400 | 11,200 |
| Tỷ lệ % D&B/Tổng doanh thu | 37%    | 40%    | 38%    | 40%    |

Nguồn: CTD, KISVN ước tính

(2) Mở rộng đầu tư phát triển vào mảng bất động sản để tối đa hóa lợi nhuận. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, hiện nay hoạt động này đang rất tốt, dự kiến sẽ mang về dòng tiền trong một vài năm tới đây.

(3) Tập trung phát triển nguồn nhân lực và áp dụng kỹ thuật tiên tiến. Hạn chế rủi ro chảy máu chất xám khi các công ty cạnh tranh ngày càng gay gắt.

## 6. Định giá và dự phóng

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh 2018, 2019 dựa trên giá trị hợp đồng mới ký và backlog qua các năm với triển vọng thị trường xây dựng chậm lại và không tính tới yếu tố sát nhập các công ty thành viên.

| Đơn vị tỷ VND                                 | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Hợp đồng ký mới                               | 32,000        | 26,564        | 26,129        | 28,742        |
| Backlog chuyển qua các năm sau                | 31,100        | 37,702        | 27,122        | 20,844        |
| Tỷ lệ ghi nhận DT các hợp đồng chuyển tiếp    | 54%           | 53%           | 60%           | 60%           |
| Doanh thu từ các hợp đồng ký 2015 chuyển tiếp | 11,000        | 4,100         | -             | -             |
| Doanh thu từ các hợp đồng ký 2016 chuyển tiếp |               | 16,200        | 6,480         | 4,320         |
| Doanh thu từ các hợp đồng ký 2017 chuyển tiếp | -             | -             | 13,681        | 6,567         |
| Doanh thu từ hợp đồng ký mới 2018             | -             | -             | 7,839         | -             |
| Doanh thu từ các hợp đồng ký 2018 chuyển tiếp | -             | -             | -             | 7,525         |
| Doanh thu từ hợp đồng ký mới 2019             | -             | -             | -             | 8,623         |
| <b>Tổng doanh thu</b>                         | <b>20,781</b> | <b>27,153</b> | <b>28,000</b> | <b>27,035</b> |

Một số giả thiết cho dự phóng trên:

- Doanh thu 2018 kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ là 28,000 tỷ đồng, trong đó bao gồm (1) 60% doanh thu của các hợp đồng chuyển tiếp ký kết trong 2017, tương đương 13,681 tỷ đồng; (2) các hợp đồng ký kết trong 2016 chuyển qua chúng tôi ước tính ghi nhận doanh thu khoảng 6,480 tỷ đồng và (3) Phần còn lại khoảng 7,839 tỷ doanh thu đến từ các hợp đồng ký mới trong 2018 có tổng giá trị khoảng 26,129 tỷ đồng.
- Các hợp đồng ký mới năm 2019 chúng tôi giả định tăng 10% so với năm 2018. Doanh thu 2019 gồm 70% đến từ các backlog cuối năm 2018 và 30% từ các hợp đồng ký mới.

Dựa trên các dự phóng trên, chúng tôi định giá CTD bằng phương pháp P/E. Với mức P/E trung bình 1 năm của CTD là 9.5, giá cổ phiếu ước tính khoảng **182,000** đồng vào cuối năm 2018. Tổng lợi nhuận kỳ vọng đạt **24%** so với mức giá hiện tại là 151,000 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

| MÔ HÌNH TÀI CHÍNH CTD                         |        | Vốn hóa: 12,213 tỷ VND |        |        |  |
|---|--------|------------------------|--------|--------|--|
| Đơn vị: Tỷ đồng                               | 2016   | 2017                   | 2018E  | 2019E  |  |
| <b>Doanh thu thuần</b>                        | 20,783 | 27,153                 | 28,060 | 27,259 |  |
| Tăng trưởng (%)                               | 52%    | 31%                    | 3%     | -3%    |  |
| <b>Xây dựng</b>                               | 20,550 | 27,095                 | 28,000 | 27,197 |  |
| Bán nguyên vật liệu                           | 130    | 33                     | 30     | 31     |  |
| Cho thuê                                      | 101    | 24                     | 30     | 31     |  |
| Khác  | -      | 1                      | -      | -      |  |
| <b>GVHB</b>                                   | 18,983 | 25,137                 | 26,068 | 25,170 |  |
| Biên LN gộp (%)                               | 8.7%   | 7.4%                   | 7.1%   | 7.1%   |  |
| Chi phí BH & QLDN                             | 299    | 395                    | 449    | 434    |  |
| <b>EBITDA</b>                                 | 1,554  | 1,701                  | 1,630  | 1,606  |  |
| Biên lợi nhuận (%)                            | 7.5%   | 6.3%                   | 5.8%   | 5.9%   |  |
| Khấu hao                                      | 54     | 79                     | 87     | 113    |  |
| <b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>                      | 1,500  | 1,622                  | 1,543  | 1,493  |  |
| Biên LN HĐKD (%)                              | 7.2%   | 6.0%                   | 5.5%   | 5.5%   |  |
| Chi phí lãi vay ròng                          | -156   | -324                   | -335   | -323   |  |
| Khả năng trả lãi                              | -9.6   | -5.0                   | -4.6   | -4.6   |  |
| Lãi/lỗ khác                                   | 107    | 115                    | 96     | 116    |  |
| Lãi/lỗ hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình | 21     | 29                     | 25     | 25     |  |
| Lãi/lỗ hoàn nhập chi phí phải trả             | 20     | 25                     | 17     | 21     |  |
| Thuế  | 341    | 408                    | 395    | 386    |  |
| Thuế suất hiệu dụng (%)                       | 19%    | 20%                    | 20%    | 20%    |  |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                         | 1,422  | 1,653                  | 1,579  | 1,546  |  |
| Biên lợi nhuận (%)                            | 6.8%   | 6.1%                   | 5.6%   | 5.7%   |  |
| Lợi ích CĐ thiếu số                           | 0      | 0                      | 0      | 0      |  |
| <b>LN cho công ty mẹ</b>                      | 1,422  | 1,653                  | 1,579  | 1,546  |  |
| Số lượng CP (triệu)                           | 77     | 77                     | 78     | 78     |  |
| <b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>                   | 16,925 | 19,022                 | 19,212 | 18,875 |  |
| Tăng EPS (%)                                  | 116%   | 12%                    | 1%     | -2%    |  |
| Cổ tức (VND)                                  | 5,500  | 5,000                  | 5,000  | 5,000  |  |
| Tỷ lệ trả cổ tức (%)                          | 32%    | 26%                    | 26%    | 26%    |  |

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

| CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng) | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vòng quay phải thu (x)      | 6.8           | 5.5           | 5.5           | 5.5           |
| Vòng quay HTK (x)           | 9.7           | 10.6          | 10.6          | 10.6          |
| Vòng quay phải trả (x)      | 3.8           | 3.6           | 3.6           | 3.6           |
| Thay đổi vốn lưu động       | 385           | 157           | -87           | -8            |
| Capex                       | 183           | 206           | 236           | 260           |
| Dòng tiền khác              | -1,631        | -132          | -132          | -132          |
| <b>Dòng tiền tự do</b>      | <b>2,539</b>  | <b>1,501</b>  | <b>1,649</b>  | <b>1,538</b>  |
| Phát hành cp                | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Cổ tức                      | 257           | 383           | 390           | 234           |
| Thay đổi nợ ròng            | -2,282        | -1,118        | -1,260        | -1,305        |
| <b>Nợ ròng cuối năm</b>     | <b>-4,672</b> | <b>-5,790</b> | <b>-7,050</b> | <b>-8,355</b> |
| Giá trị doanh nghiệp (EV)   | 7,106         | 5,988         | 4,728         | 3,423         |
| <b>Tổng VCSH</b>            | <b>6,234</b>  | <b>7,307</b>  | <b>8,416</b>  | <b>9,655</b>  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>VCSH</b>                 | <b>6,234</b>  | <b>3,814</b>  | <b>4,444</b>  | <b>5,400</b>  |
| Giá trị sổ sách/cp (VND)    | 80,904        | 94,830        | 107,899       | 123,786       |
| Nợ ròng / VCSH (%)          | -75%          | -79%          | -84%          | -87%          |
| Nợ ròng / EBITDA (x)        | -3.0          | -3.4          | -4.3          | -5.2          |
| <b>Tổng tài sản</b>         | <b>11,741</b> | <b>15,877</b> | <b>15,981</b> | <b>15,690</b> |

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

| CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ           | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|--|------|------|-------|-------|
| <b>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</b> | 30%  | 24%  | 20%   | 17%   |
| <b>ROA (%)</b>                                 | 12%  | 10%  | 10%   | 10%   |
| <b>ROIC (%)</b>                                | 108% | 91%  | 91%   | 97%   |
| <b>WACC (%)</b>                                | 15%  | 15%  | 15%   | 15%   |
| <b>PER (x)</b>                                 | 8.92 | 7.94 | 7.86  | 8.00  |
| <b>PBR (x)</b>                                 | 1.87 | 1.59 | 1.40  | 1.22  |
| <b>PSR (x)</b>                                 | 0.57 | 0.43 | 0.42  | 0.43  |
| <b>EV/EBITDA (x)</b>                           | 4.57 | 3.52 | 2.90  | 2.13  |
| <b>EV/sales (x)</b>                            | 0.34 | 0.22 | 0.17  | 0.13  |
| <b>Suất sinh lợi cổ tức (%)</b>                | 3.6% | 3.3% | 3.3%  | 3.3%  |

---

## Liên hệ:

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6898

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

## Phòng Khách hàng Định chế

### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng  
Tổ chức  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

---



---

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.