

Khuyến nghị

MUA

**CTCP Xây dựng Coteccons (HSX: CTD)
SAU CƠN MƯA TRỜI LẠI SÁNG**

Giá hiện tại:	77,000	Ngày viết báo cáo:	06/12/2021	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước đây	-	Cổ phiếu lưu hành	79,300,000	Kustocem Pte. Ltd.	17.6%
Giá mục tiêu mới:	97,900	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,909	TNHH MTV KD & ĐT Thành Công	14.1%
Tỷ suất cổ tức	1.3%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	684,410	The8th Pte. Ltd.	10.4%
Tiềm năng tăng giá	28%	Số hữu nước ngoài	45.91%	VinaCapital	7.0%

Bộ phận Construction Research:

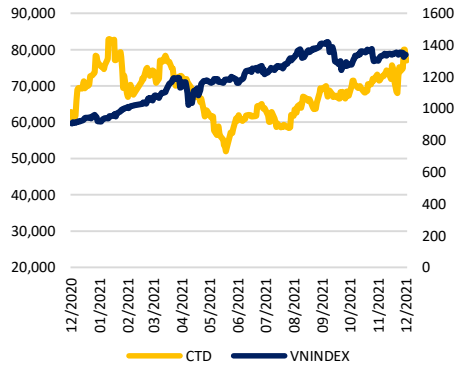
Lâm Việt
vietl@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

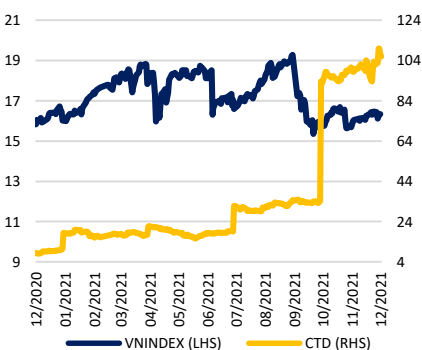
Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 89,000 VND
Giá cắt lỗ: 72,800 VND

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E và VN-Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu **CTD** với giá mục tiêu **97,900 VND/CP**, upside +28% so với giá ngày 03/12/2021 theo phương pháp P/B và mức chiết khấu 15%.

DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo DTT và LNST trong năm 2022 của CTD lần lượt đạt 16,118 tỷ đồng (+61% YoY) và 716 tỷ đồng (+230% YoY), EPS fw = 9,026 đồng và P/E fw=8.5, P/B fw= 0.67.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tái cấu trúc doanh nghiệp bắt đầu cho thấy thành quả vào năm 2022.
- Phục hồi từ mức nền thấp, giá trị hợp đồng ký mới cao và biên lợi nhuận được cải thiện.
- Triển vọng tích cực của ngành xây dựng trong trung và dài hạn.
- Định giá hấp dẫn so với ngành.

RỦI RO

- Dịch bệnh Covid-19 sẽ ảnh hưởng đến công tác thi công xây dựng.
- Giá thành nguyên vật liệu tăng cao.
- Rủi ro chi phí trích lập dự phòng đến từ các khoản phải thu các dự án từ thời Ban lãnh đạo cũ.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- KQKD 9T2021: DTT và LNST trong 9 tháng đầu năm 2021 của CTD đạt lần lượt 6,189 tỷ đồng (-39.9% YoY) và 87 tỷ đồng (-76% YoY) do (1) dịch bệnh ảnh hưởng công tác thi công, (2) giá thành nguyên vật liệu cao và (3) chi phí trích lập dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi đạt 55 tỷ (cao gấp 12.3 lần cùng kỳ)

	2020	2021F	Peer	VN-Index
PE (x)	18.3	28.2	21.8	17.1
PB (x)	0.73	0.72	1.2	2.7
D/E (%)	-40	-60	48	N/A
ROE (%)	4.0	2.5	5.2	2.6
ROA (%)	2.4	1.7	1.5	16.1

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	23,733	14,558	10,040	16,118
Lợi nhuận gộp	1,048	856	472	983
Lợi nhuận sau thuế	711	335	217	716
EPS	8,320	4,219	2,734	9,026
Tăng trưởng EPS	-55%	-49%	-35%	230%

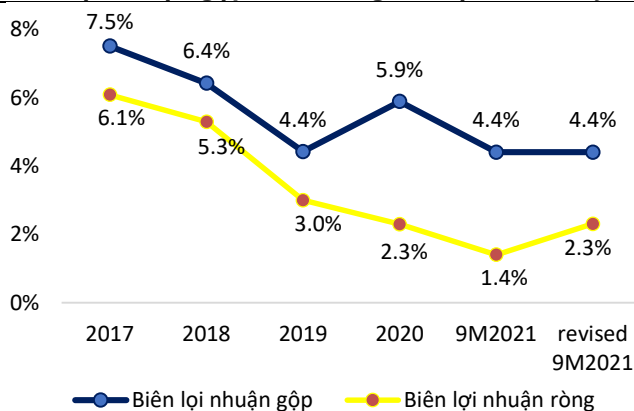
CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

KQKD 9T2021: DTT của CTD đạt 6,189 tỷ đồng (-39.9% YoY) – hoàn thành 56% kế hoạch năm 2021 và LNST đạt 87 tỷ đồng (-76% YoY) – hoàn thành 46% kế hoạch năm 2021 được hỗ trợ chính bởi doanh thu tài chính ổn định. KQKD cốt lõi của CTD kém tích cực bởi vì (1) dịch bệnh đã ảnh hưởng mạnh đến công tác thi công công trình tại các tỉnh thành phía Nam, (2) backlog chuyển sang từ 2020 là không cao (đạt 9,000 tỷ đồng, -57% YoY), (3) biên lợi nhuận gộp giảm (4.4% trong 9T/2021 so với 5.9% cùng kỳ năm trước) do giá nguyên vật liệu tăng cao và áp lực cạnh tranh lớn, (4) chi phí dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi cao gấp 12.3 lần so với cùng kỳ năm 2020. Chúng tôi ước tính DTT và LNST năm 2021 của CTD sẽ đạt lần lượt 10,040 tỷ đồng (-31% YoY) và 217 tỷ đồng (-35% YoY) vì lực lượng công nhân đã hoàn toàn quay lại làm việc và các công trình đã được thi công trở lại vào Q4/2021.

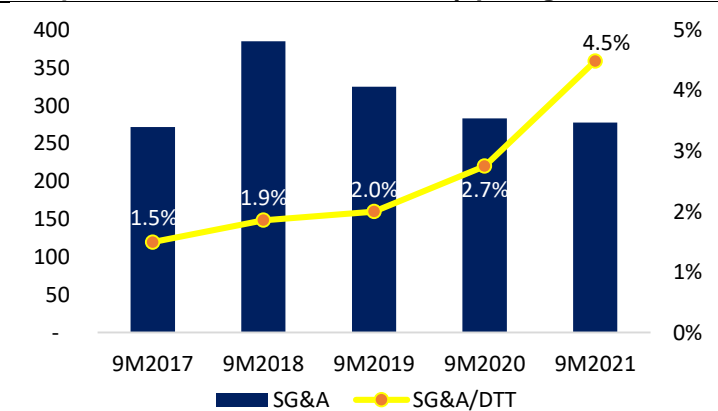
Tỷ đồng	2020	2019	% YoY	9T21	9T20	% YoY	2021P	Nhận xét
Doanh thu thuần	14,589	23,733	(39%)	6,189	10,301	(40%)	17,413	Cập nhật kết quả kinh doanh 9T/2021: DT và LNST trong 9 tháng đầu năm 2021 đạt lần lượt 6,189 tỷ đồng (-40% YoY) và 87 tỷ đồng (-76% YoY). Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc tiến độ thi công các công trình bị gián đoạn do dịch bệnh, backlog chuyển sang 2021 thấp và chi phí NVL tăng cao nên EBIT âm 62 tỷ và CTD có lãi sau thuế nhờ vào doanh thu tài chính. 9T2021 đã ghi nhận được những tín hiệu khả quan từ giá trị hợp đồng ký mới trong 9 tháng đầu năm đạt 17,400 tỷ đồng.
Lợi nhuận gộp	856	1,048	(18%)	271	606	(55%)		
BLNG	5.9%	4.4%		4.4%	5.9%			
CP bán hàng và QLDN	656	459	43%	333	283	(18%)		
SG&A/ DTT	4.5%	1.9%		5.4%	2.7%			
EBIT	201	589	(66%)	(62)	323	(120%)		
DT tài chính	228	264	(14%)	193	173	11%		
CP tài chính	-	-		3	30	(1%)		
LNTT	428	891	(52%)	116	471	(75%)		
LNST	335	711	(53%)	87	370	(76%)	340	
Biên LNST	2.3%	3.0%		1.4%	3.6%			

Trong giai đoạn chuyển giao và tái cấu trúc doanh nghiệp, Coteccons đẩy mạnh rà soát, đánh giá lại rủi ro về thu hồi công nợ từ Q4/2020. Khoản dự phòng này đến từ một số chủ đầu tư gặp khó khăn về dòng tiền do dịch bệnh và cả chủ đầu tư nước ngoài bị hạn chế đi lại nên không thể nghiệm thu, quyết toán công trình. Nếu loại trừ ảnh hưởng của khoản dự phòng trích lập trong 9T2021, KQKD cốt lõi cũng như SG&A/DTT 9T2021 phù hợp với giai đoạn ổn định trong quá khứ và kỳ vọng của chúng tôi. Theo đó, chi phí SG&A 9T2021 sẽ đạt mức 282 tỷ đồng, ổn định so với giai đoạn 2017-2020 (chủ yếu là chi phí nhân công) và tỷ lệ SG&A/DTT đạt 4.5% (cao hơn mức 1.5%-2.7% trong giai đoạn 2017-2020 vì doanh thu 9T/2021 thấp so với cùng kỳ các năm trước). Theo quan điểm của chúng tôi, CTD sẽ rà soát và trích lập dự phòng triệt để các khoản phải thu ngắn hạn từ các khách hàng của ban lãnh đạo cũ trong năm 2021 để tái cấu trúc toàn diện, sẵn sàng cho giai đoạn bùng nổ từ năm 2022.

Biên lợi nhuận gộp và LNST giai đoạn 2017-nay



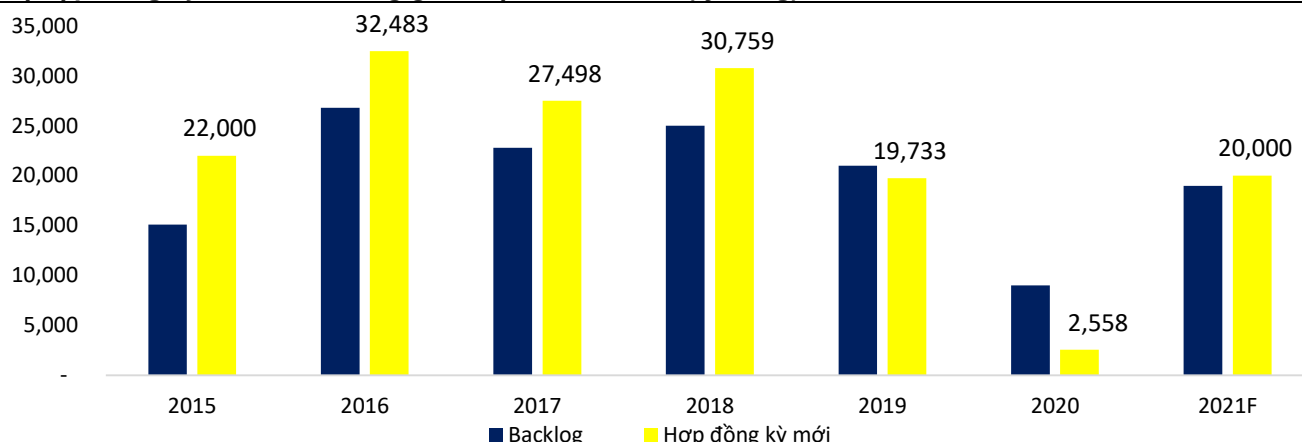
Chi phí SG&A sau khi điều chỉnh dự phòng



Nguồn: Coteccons, BSC Research

Giá trị hợp đồng ký mới tính đến hết Q3/2021 đạt 17,400 tỷ đồng (so với 11,000 tỷ trong cả năm 2020) là dấu hiệu tích cực sau giai đoạn tái cấu trúc tập đoàn dù vẫn còn khá thấp so với giai đoạn 2015-2018 (trung bình ký mới 28,185 tỷ đồng/năm). BSC dự báo giá trị hợp đồng ký mới cho cả năm 2021 sẽ là 20,000 tỷ đồng với backlog chuyển sang 2022 là 18,960 tỷ đồng. Danh mục khách hàng được mở rộng (bao gồm những cái tên mới như BIM Land, Ecopark, Đất Xanh Group, Hyatt,...) sẽ làm giảm thiểu rủi ro phải trích lập dự phòng ở một nhóm khách hàng và phân tán được rủi ro với quy mô nhỏ hơn.

Giá trị hợp đồng ký mới và backlog giai đoạn 2015-2021F (tỷ đồng)



Nguồn: Coteccons, BSC Research

Các gói thầu chính đã ký trong năm 2021

Dự án	Địa điểm	Thời gian hoàn thành dự kiến	Tổng mức đầu tư dự án	Giá trị gói thầu	Chủ đầu tư
Opal Skyline	Bình Dương	-	-	1,000	Đất Xanh Group
Intercontinental Residences Halong Bay	Quảng Ninh	Q4/2022	2,070	-	CT Bất động sản BIM Land
Lancaster Luminaire	Hà Nội	Q2/2022	1,741	750	Tập đoàn Trung Thủy & Toshin
Lancaster Legacy	Hồ Chí Minh	-	3,500	-	Tập đoàn Trung Thủy
Hyatt Regency	Vũng Tàu	-	31,320	-	Tập đoàn Hyatt
Dolce Penisola	Quảng Bình	2023	-	1,200	CTCP DV Du lịch Osen Fuji
Ecopark Swan Lake Residence	Hưng Yên	-	-	4,000	Tập đoàn Ecopark
HT-Pearl	Bình Dương	2023	-	1,000	CT TNHH ĐT&XD nhà HT-Pearl
Nhà máy điện gió	Tiền Giang	Q4/2021	6,741	2,000	CTCP Điện gió Tiền Giang

Nguồn: Coteccons, BSC Research

Tình hình tài chính lành mạnh có thể hỗ trợ công ty giành được các hợp đồng mới. Lượng tiền ròng 2,990 tỷ đồng và không nợ vay giúp CTD có khả năng cung cấp các hợp đồng xây dựng với các điều khoản hỗ trợ chủ đầu tư như không cần ứng trước và chủ đầu tư sẽ trả thêm 1 phần lãi tương ứng với lãi suất ngân hàng. Đó là một lợi thế của CTD đối với các đối thủ cùng ngành như HBC (nợ ròng 3,928 tỷ) hay FCN (nợ ròng 2,389 tỷ đồng).

Tầm nhìn của Ban lãnh đạo mới hướng tới phát triển bền vững, mở rộng thị trường và đa lĩnh vực. Tại ĐHCĐ năm 2021, CTD thông qua kế hoạch phát hành 1,000 tỷ đồng trái phiếu không chuyển đổi để đa dạng hóa hoạt động kinh doanh, tham gia vào các dự án thầu xây dựng hạ tầng, xây lắp EPC, năng lượng tái tạo... thay vì chỉ phụ thuộc vào một phân khúc mang tính chu kỳ. Dù là công ty đầu ngành xây dựng tại Việt Nam, Coteccons chỉ mới chiếm 7% thị phần ngành xây dựng, dư địa tăng trưởng còn rất lớn và lớn hơn nữa khi CTD tham gia vào mảng xây dựng cơ sở hạ tầng. Với thương hiệu và nguồn lực hiện có, chúng tôi kỳ vọng mảng xây dựng hạ tầng sẽ có những đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của CTD trong tương lai.

TRIỂN VỌNG 2022

BSC dự báo DTT và LNST năm 2022 lần lượt đạt 16,118 tỷ đồng (+61% YoY) và 716 tỷ đồng (+230% YoY), EPS fw=9,026 đồng/CP và PE fw=8.5, PB fw=0.67 dựa trên giả định (1) giá trị HĐ ký mới năm 2021 và 2022 lần lượt đạt 20,000 tỷ và 22,000 tỷ đồng nhờ vào triển vọng tích cực của ngành xây dựng - bất động sản, (2) biên lợi nhuận gộp tăng từ 4.7% lên 6.1% và (3) chi phí trích lập dự phòng khả quan hơn khi dịch bệnh ổn định vào 2022 giúp tình hình tài chính của các chủ đầu tư được cải thiện.

Chúng tôi cho rằng quá trình tái cơ cấu nội bộ doanh nghiệp mang lại hiệu quả từ năm 2022 cùng với mức nền thấp năm 2021 sẽ là động lực chính cho tăng trưởng của CTD trong năm 2022.

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	23,733	14,589	10,040	16,118
%YoY	-17%	-39%	-31%	61%
Giá vốn hàng bán	22,685	13,701	9,568	15,134
Lợi nhuận gộp	1,048	856	472	983
CP bán hàng và QLDN	459	656	452	371
EBIT	589	200	20	612
DT tài chính	264	228	245	231
CP tài chính	-	-	-	-
LNTT	891	428	271	895
LNST	711	335	217	716
EPS cơ bản (đồng)	8,320	4,219	2,734	9,026
Biên LNG	4.4%	5.9%	4.7%	6.1%
Biên LN ròng	3.0%	2.3%	2.2%	4.4%
ROE	8.4%	4.0%	2.5%	7.8%

Nguồn: Coteccons, BSC Research

ĐỊNH GIÁ

Theo quan điểm của chúng tôi, với vị thế là một doanh nghiệp đầu ngành xây dựng, CTD có mức định giá hấp dẫn khi đang giao dịch tại P/B 0.74x thấp hơn so với mức trung bình P/B 5 năm của CTD là 1.3x cũng như so với P/B của các doanh nghiệp cùng ngành như HBC (1.4x), FCN (1.2x), SC5 (1.0x).

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

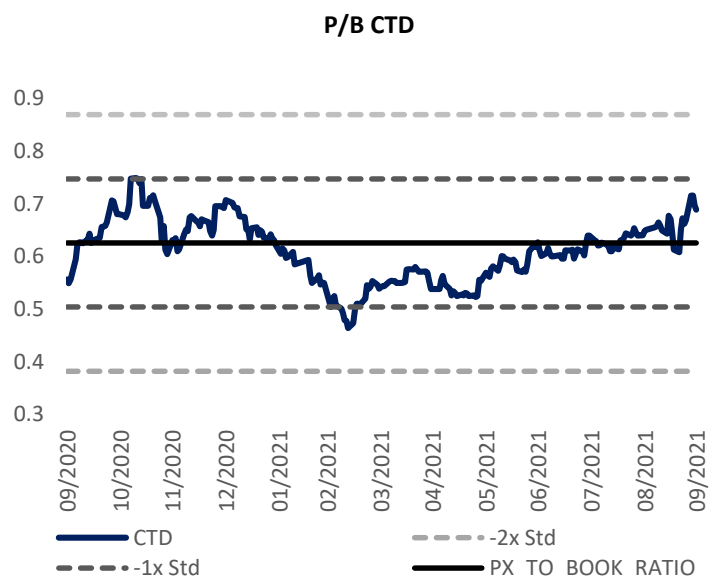
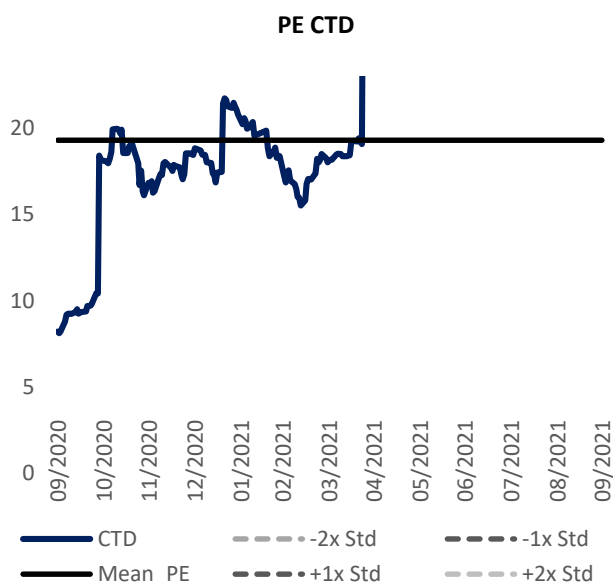
	% Tăng trưởng doanh thu (ttm)	% Tăng trưởng LNST (ttm)	% GPM	% NPM	Nợ ròng/VCSH	ROE	ROA	PE	P/B
HBC	-17.6	-59.1	6.6	0.8	117.1	2.8	0.7	70.6	1.4
FCN	1.3	-7.9	15.0	3.8	48.0	5.2	1.7	21.8	1.2
SC5	28.5	-5.6	5.2	1.9	45.0	9.0	1.5	9.7	1.0
Trung vị	1.3	-7.9	6.6	1.9	48.0	5.2	1.5	21.8	1.2
Trung bình	4.1	-24.2	8.9	2.2	70.0	5.7	1.3	34.0	1.2
CTD	-41.2	-91.3	5.0	0.5	-36.9	0.6	0.4	97.6	0.7

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với mã cổ phiếu CTD với giá mục tiêu 97,900 đồng, upside 28% (bao gồm lợi suất cổ tức 1.3%) so với giá đóng cửa ngày 03/12/2021 theo phương pháp P/B với P/B mục tiêu 1.0x - dựa trên những kỳ vọng tích cực năm 2022 - và mức chiết khấu rủi ro là 15%.

Phương pháp P/B	
Giá trị sổ sách 2022F	9,129
PB mục tiêu (lần)	1.0
Giá trị doanh nghiệp	9,129
Tỷ lệ chiết khấu rủi ro	15%
Giá trị doanh nghiệp sau chiết khấu	7,760
Giá mục tiêu cho 2022	97,900
Lợi suất cổ tức dự kiến	1.3%
Upside so với giá ngày 03/12/2021	28%

Nguồn: BSC Research



Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

CTD – CTCP Xây dựng Coteccons

Giá mục tiêu: 89,000 VND

Giá cắt lỗ: 72,800 VND

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Điều chỉnh ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: MACD đang trên đà cắt xuống đường tín hiệu
- Chỉ báo RSI: vùng trung lập, Xu hướng giảm.

Nhận định: CTD đang nằm trong nhịp điều chỉnh từ ngưỡng đỉnh 82.0. Thanh khoản cổ phiếu nằm tại ngưỡng trung bình 20 phiên, cho thấy cổ phiếu đang hấp dẫn dòng tiền. Chỉ báo MACD và RSI đều cho thấy tín hiệu tiêu cực. Tuy nhiên, việc đường giá cổ phiếu vẫn đang nằm trên 2 đường MA20 và MA50 cho thấy đây chỉ có thể là nhịp điều chỉnh ngắn hạn. Nếu nhìn theo phân tích Fibonacci, PLX nhiều khả năng sẽ tích lũy quanh ngưỡng 77.0 (Fibonacci 61.8) trước khi hình thành xu hướng tăng về ngưỡng đỉnh cũ 89.0.

Khuyến nghị: BSC khuyến nghị nhà đầu trung và dài hạn mở vị thế tại ngưỡng giá 76.0, chốt lãi tại ngưỡng 89.0 và cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng hỗ trợ 72.8.



Nguồn: BSC Research, PTKT iTrade

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 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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

