

業界: 建設業

推奨

買い コテック建設株式会社(HSX: CTD)

現値:	77,000	レポート作成日:	06/12/2021	株主構成	
前理論価格	-	流行中株数(100万)	79,300,000	Kustocem Pte. Ltd.	17.6%
新理論価格	97,900	時価総額(10億ドン)	5,909	TNHH MTV KD & DT Thanh Cong 投資	14.1%
配当率	1.3%	過去6カ月平均売買高	684,410	営業有限会社	10.4%
上昇率	28%	外国人投資家保有率	45.91%	The8th Pte. Ltd.	7.0%
				VinaCapital	

業界分析:

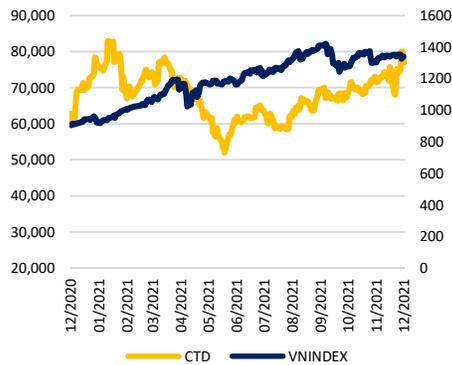
Lâm Việt
vietl@bsc.com.vn

テクニク分析:

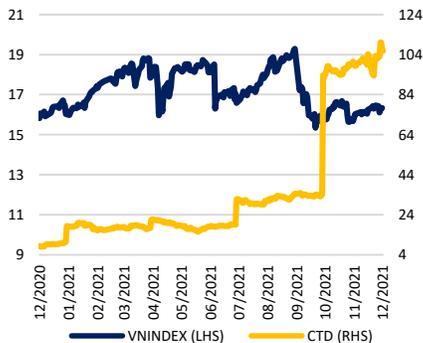
Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

推奨価格: 89,000 VND
損切り価格: 72,800 VND

株価の推移



P/E



評価

BSCはP/B方法に基づく、CTD株の理論評価を2021年12月3日の終値比28%増の9万7,900VND/株と評価し、CTDの投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSCは2022年には、CTDの売上高を前年比+61%増の16兆1,180億ドン、税引後利益を同+230%増の7,160億ドン、EPSfwを9,026VND/株、PEfwを8.5x、PBfwを0.67xと予測しております。

投資観点

- 企業再構成が2022年に結果を出し始める。
- 業績が低い水準から回復し、新規契約金額が高い、利益率が改善される。
- 建設業界の中長期的な明るい見通し
- 魅力的な評価

リスク

- 新型コロナウイルス感染症の流行が建設・工事に影響を与える。
- 原材料価格が大幅に上昇する。
- 貸倒引当金繰入費用のリスクは前管理部の案件の売掛金から由来する。

企業アップデート

2021年9ヶ月の業績:

CTDの売上高及び税引後利益がそれぞれ、前年同期比-39.9%減の6兆1,890億ドン、同-76%減の870億ドンを達したのは(1)新型コロナウイルス感染症の流行が工事に影響を与える、(2)原材料価格が高い、(3)短期未収金に対して貸倒引当金繰入費用が前年同期比12.3倍増の550億ドンとなったということから由来した。

	2020	2021F	Peer	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	18.3	28.2	21.8	17.1	売上高	23,733	14,558	10,040	16,118
PB (x)	0.73	0.72	1.2	2.7	売上総利益	1,048	856	472	983
D/E (%)	-40	-60	48	N/A	税引後利益	711	335	217	716
ROE (%)	4.0	2.5	5.2	2.6	EPS	8,320	4,219	2,734	9,026
ROA (%)	2.4	1.7	1.5	16.1	EPS 成長率	-55%	-49%	-35%	230%

企業アップデート

2021年9ヶ月業績:CTDの売上高が前年同期比-39.9%減の6兆1,890億ドンで年間計画の56%を達成し、税引後利益が同-76%減の870億ドンで年間計画の46%を達成した。CTDの業績が悪化したのは(1)新型コロナウイルス感染症の流行が南部での工事に大きく影響を与えた、(2)2020年以後の残りの契約金額が前年同期比-57%減の9兆ドンとなった、(3)原材料価格が上昇すると共に、競争性が強くなったことで、売上総利益率が4.4%で、前年同期の5.9%から低下した、(4)短期未収金に対して貸倒引当金繰入費用が前年同期比12.3倍増加したということから由来した。BSCはCTDの2021年売上高及び税引後利益がそれぞれ、前年比-31%減の10兆400億ドン、同-35%減の2,170億ドンを達すと推定しております。この推定は労働者が複業し、2021年第4四半期に工事が再建されたということから由来する。

10億ドン	2020	2019	% YoY	9T21	9T20	% YoY	2021P	評価
売上高	14,589	23,733	(39%)	6,189	10,301	(40%)	17,413	2021年9ヶ月業績アップデート
売上総利益	856	1,048	(18%)	271	606	(55%)		
売上総利益率	5.9%	4.4%		4.4%	5.9%			2021年9ヶ月の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比-40%減の6兆1,890億ドン、同-76%減の870億ドンだった。
販管費用	656	459	43%	333	283	(18%)		
販管費用/売上高の比率	4.5%	1.9%		5.4%	2.7%			原因は(1)新型コロナウイルス感染症の流行により、工事の建設進捗
EBIT	201	589	(66%)	(62)	323	(120%)		
財務事業による収入	228	264	(14%)	193	173	11%		

2021年12月6日-HSX: CTD

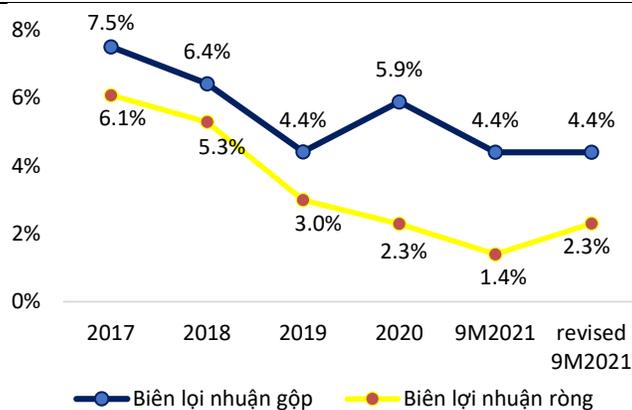
財務費用	-	-	3	30	(1%)	
税引前利益	428	891	(52%)	116	471	(75%)
税引後利益	335	711	(53%)	87	370	(76%)
						340
税引後利益率	2.3%	3.0%		1.4%	3.6%	

が中断された、(2)2021年に転移される残りの契約金額が低い水準で留まり、原材料価格が上昇したことで、EBITが-620億ドンとなった、(3)CTDが財務事業による収入のおかげで、税引後利益を得たということから由来した。

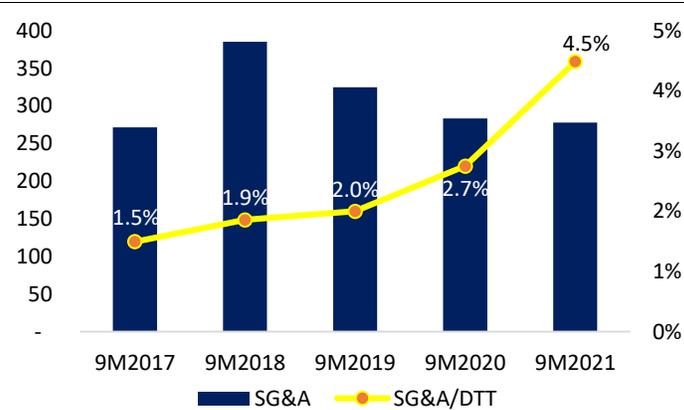
2021年9ヶ月には、新規契約金額が17兆4,000億ドンとなった。

企業の譲渡及び再構成段階には、CTDが2020年第4四半期からの負債に関するリスクの見直し及び再評価を強化している。この引当金は感染症の流行により困難に直面した投資家及び通行制限された外国人投資家が工事を決済できないことから由来した。2021年9ヶ月の貸倒引当金繰入額を除けば、2021年9ヶ月の業績及び販売費用／売上高の比率が以前の安定的な段階と相当すると評価される。2021年9ヶ月には、販売費用が2,820億ドンで、2017年～2020年間に比べて安定的な水準に達した。販管費用／売上高の比率が4.5%で、2017年～2020年間の1.5%～2.7%から上昇した。BSCの観点によると、CTDが前管理部からの案件の売掛金の回収を徹底し、完璧に再構成するの為に、短期未収金に対して見直し、貸倒引当金に繰入れる。

2017年から現在までの売上総利益率及び税引後利益



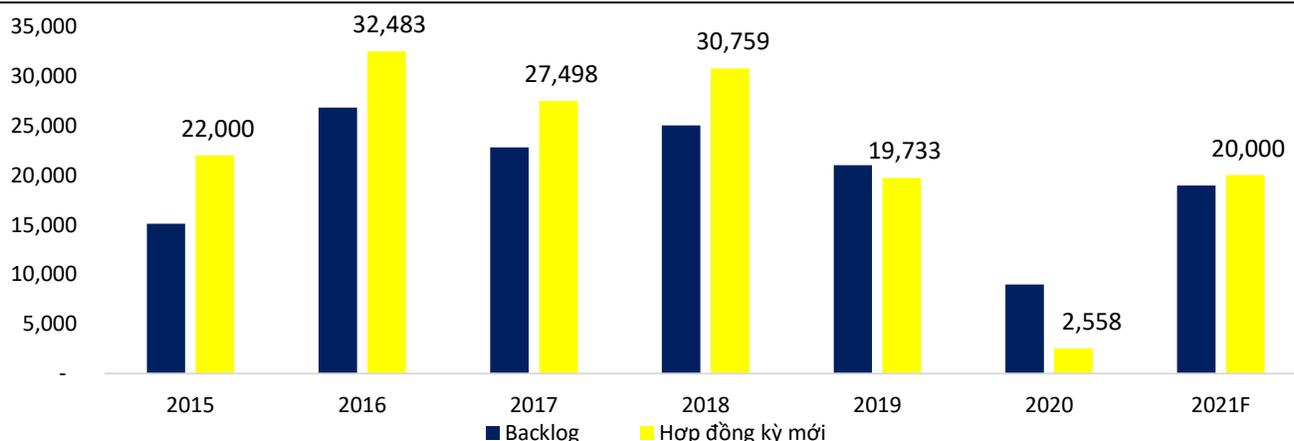
貸倒引当金繰入額を除けた販管費用



ソース: Coteccons, BSC Research

2021年第3四半期までの新規契約金額が17兆4,000億ドンを達したのはグループ再構成後のポジティブなシナリオを示した。BSCは2021年の新規契約金額が20兆ドンを達し、2022年に転移する残りの契約金額が18億9,600万ドルとなると予測しております。拡大された顧客リストがBIM Land、Ecopark、Dat Xanh Group、Hyattなどの会社を追加したのは顧客グループに対して貸倒引当金繰入額に関するリスクを緩和した。

2015年～2021年期間の新規契約金額及び署名した契約金額(10億ドン)



ソース: Coteccons, BSC Research

CTDが2021年に署名した主要なパッケージ案件

案件	場所	完成期間	総案件投資額	パッケージ額	投資主	
Opal Skyline	Binh Duong	-	-	1,000	Dat Xanh グループ	
Intercontinental Residences Bay	Halong	Quang Ninh	Q4/2022	2,070	-	BIM Land 不動産会社
Lancaster Luminaire	Ha Noi	Q2/2022	1,741	750	Trung Thuy & Toshin グループ	
Lancaster Legacy	Ho Chi Minh	-	3,500	-	Trung Thuy グループ	
Hyatt Regency	Vung Tau	-	31,320	-	Hyatt グループ	
Dolce Penisola	Quang Binh	2023	-	1,200	Osen Fuji 観光株式会社	
Ecopark Swan Lake Residence	Hung Yen	-	-	4,000	Ecopark グループ	
HT-Pearl	Binh Duong	2023	-	1,000	CT TNHH ĐT&XD nhà HT-Pearl HT-Pearl 住宅建設投資有限会社	
風力発電工場	Tien Giang	Q4/2021	6,741	2,000	Tien Giang 風力発電株式会社	

ソース: Coteccons, BSC Research

CTDは健康な財務状況のおかげで、新規契約書を署名する可能性がある。CTDは2兆9,900億ドルのネットキャッシュフロー及び負債無しのおかげで、投資主をサポートする条件を含む建設契約書を供

給できる。これは HBC(純負債 3 兆 9,280 億ドン)または FCN(2 兆 3,890 億ドン)などの同業他社に比べて CTD の利点だと評価されている。

新管理部は持続的な成長、市場拡大、分野多様化という目標に向かっている。2021 年株主総会で、CTD は周期的な市場区分に依存する代わりに、経営活動を多様化し、インフラ建設案件、EPC 契約による建設案件、再生可能エネルギー案件に参加する為に、普通社債 1 兆ドンの発行計画を承認した。CTD はベトナム建設業界の大手企業ですが、建設業界のシェアの 7%のみを占めた。そのために、成長の余地が大きく残っている。特に、CTD がインフラ建設事業に参加する際に、この余地がさらに大きくなる。現在のブランド及び原動力として、BSC は CTD の成長に積極的に寄付すると期待しております。

2022 年業績見通し

BSC は 2022 年には、CTD の売上高を前年比+61%増の 16 兆 1,180 億ドン、税引後利益を同+230%増の 7,160 億ドン、EPSfw を 9,026VND/株、PEfw を 8.5x、PBfw を 0.67x と予測しております。この予測は(1)2021 年及び 2022 年の新規契約金額がそれぞれ、20 兆ドン、22 兆ドンを達する、(2)売上総利益率が 6.1%で、4.7%から上昇する、(3)2022 年には、新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込めている背景には、貸倒引当金繰入費用が減少し、投資主の投資主の財務状況が改善される。

BSC の評価によると、CTD の 2021 年低い成長率と共に、企業内部再構成が 2022 年に有効的になるのは CTD の 2022 年成長原動力となる。

10 億ドン	2019	2020	2021F	2022F
売上高	23,733	14,589	10,040	16,118
%YoY	-17%	-39%	-31%	61%
売上原価	22,685	13,701	9,568	15,134
売上総利益	1,048	856	472	983
販管費用	459	656	452	371
EBIT	589	200	20	612
財務事業による収入	264	228	245	231
財務費用	-	-	-	-
税引前利益	891	428	271	895
税引後利益	711	335	217	716
EPS(ドン)	8,320	4,219	2,734	9,026
売上総利益率	4.4%	5.9%	4.7%	6.1%
純利益率	3.0%	2.3%	2.2%	4.4%
ROE	8.4%	4.0%	2.5%	7.8%

ソース: Cotecccons, BSC Research

評価

BSC の観点によると、CTD が建設業界における大手企業として、魅力的な評価という P/B 0.74x で取引している。

同業他社との比較

	収入成長率	税引後利益 成長率	% GPM	% NPM	純負債/ 株主資本	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
中央値	1.3	-7.9	6.6	1.9	48.0	5.2	1.5	21.8	1.2
平均	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

ソース: Bloomberg, BSC Research

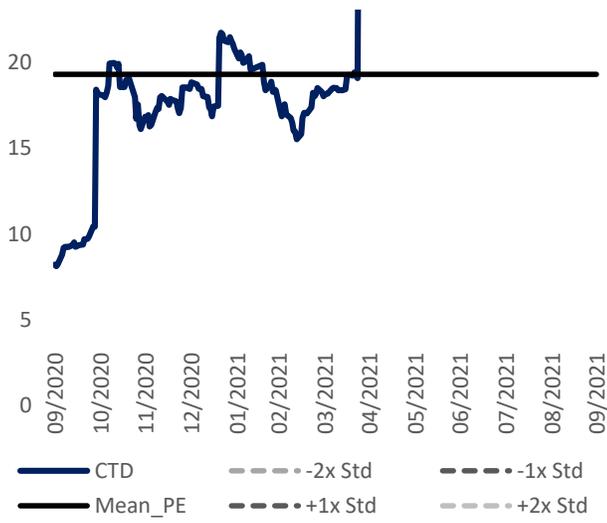
BSC は P/B 方法を基づく、CTD 株の理論評価を 2021 年 12 月 3 日の終値比 28% 増の 9 万 7,900VND/株と評価し、CTD の投資評価を「買い」と推奨しております。

P/B 方法

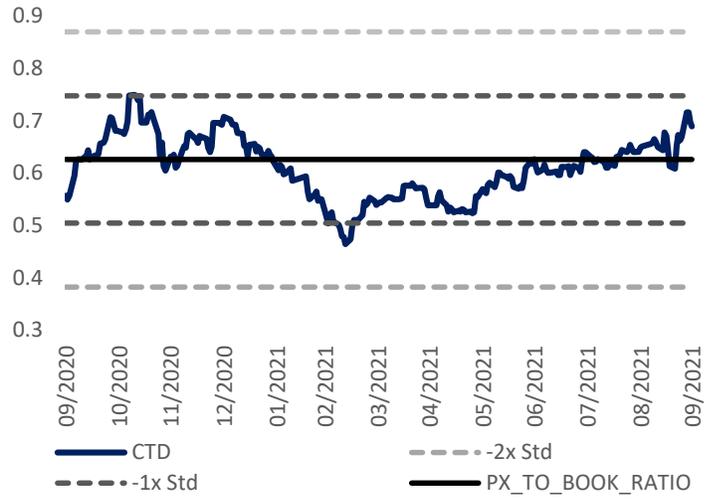
2022 年の 1 株株主資本相当の予測価格	9,129
目標 PB(倍)	1.0
企業価値	9,129
リスク割引率	15%
割引後企業価値	7,760
2022 年の目標価格	97,900
予測配当率	1.3%
2021 年 12 月 3 日の終値比上昇率	28%

ソース: BSC Research

PE CTD



P/B CTD



ソース: BSC Research

テクニク分析

CTD(コテック建設株式会社)

推奨価格: 89,000 VND

損切り価格: 72,800 VND

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 短期的な下落
- ・MACD 指標: プラス分岐、シグナル線を下回っている。
- ・RSI 指標: 中立ゾーン、下落傾向にある。

CTD が過去最高値 82.0 から下落傾向にある。売買高が株式の値上がりと共に 20 日の平均水準で維持しているのは CTD がキャッシュフローを誘致すると示した。しかし、MACD 指標及び RSI 指標がネガティブなシグナルを示した。しかし、株価線が MA20 及び MA50 の上にあるのは短期的な下落を示した。Fibonacci 分析による、CTD が過去最高値 89.0 を戻す前に、株価の 77.0 の周りで累積する可能性がある。

中長投資家は株価の 76.0 で買い、株価の 89.0 で利益確定売り、株価の 72.8 の下で損切ることができます。



ソース: BSC Research, PTKT iTrade

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

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>

