



CTCP XÂY DỰNG COTECCONS(CTD: HSX)

Lợi nhuận khởi sắc từ nửa cuối năm

Nguyễn Minh Hiếu – hieu1.nm@vdsc.com.vn

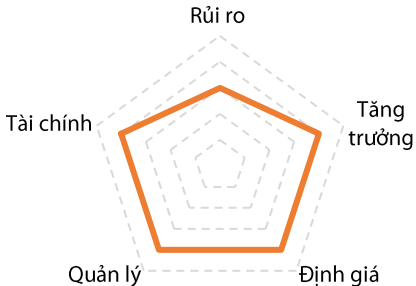
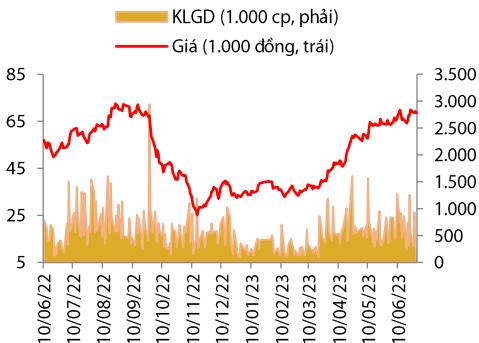
FLASHNOTE | Tư Vấn Cá Nhân
(30/06/2023)



MUA: 22,2+%

<GTT 68.600>

<GMT: 83.800>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.112
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	74
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	654
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	39
SH NĐTNN còn lại (%)	0,0%
BQ giá 52 tuần('000 VND)	25.200-72.500

TÀI CHÍNH

	2021A	2022A	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.078	14.537	17.170
LNST (tỷ đồng)	24	21	240
ROA (%)	0,2%	0,1%	1,3%
ROE (%)	0,3%	0,3%	2,8%
EPS (đồng)	303	263	3.026
GTSS (đồng)	103.372	104.191	107.216
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	62,06	261,09	22,67
P/B (x)	0,18	0,66	0,78

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu và dòng tiền tiếp tục ghi nhận kết quả tốt trước bối cảnh ngành còn nhiều khó khăn

- Trong Q1/2023, doanh thu của CTD tăng trưởng mạnh 63,6% svck đạt 3.130 tỷ đồng. Tuy nhiên, các dự án cũ có biên lợi nhuận thấp còn chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu, do chịu ảnh hưởng bởi giá vật tư xây dựng tăng cao là nguyên nhân khiến LNST của CTD chỉ đạt 22 tỷ đồng trong Q1/2023, -24,6% svck. Bên cạnh đó, kết quả tích cực ở dòng tiền và các chỉ số vòng quay tài sản đã thể hiện khả năng kiểm soát tốt công nợ và chiến lược quản trị rủi ro của CTD khi danh mục dự án thi công chủ yếu là các chủ đầu tư có năng lực tài chính tốt.

Kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng cao từ nửa cuối năm khi các dự án mới có biên lợi nhuận tốt như Diamond Crown, Ecopark và đặc biệt là dự án LEGO...phản ánh vào KQKD

- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LNST năm 2023 của CTD lên 240 tỷ đồng (+1.056,3% svck) từ 127 tỷ đồng trước đó do vấn đề pháp lý, tiến độ xây dựng của dự án Lego được đẩy nhanh hơn kỳ vọng và tốc độ thi công ở các dự án khác như Diamond Crow, Ecopark... cũng tốt hơn. Ngoài ra, biên lợi nhuận cũng sẽ cải thiện so với trước đó nhờ đà giảm mạnh của giá thép xây dựng thời gian gần đây.

Câu chuyện tiềm năng từ hai đại dự án sân bay - gói 5.10 Long Thành và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất

- Hiện gói thầu 5.10, dự án thành phần 3 Cảng hàng không quốc tế Long Thành đã được đóng thầu vào ngày 12/6/2023 và dự kiến sẽ tiếp tục đóng thầu dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất trong nửa cuối năm. Là doanh nghiệp đầu ngành có tham gia đấu thầu xây dựng 2 dự án này, chúng tôi kỳ vọng việc trúng thầu sẽ là cơ hội tốt cho CTD tạo được khoảng cách vị thế với các công ty khác trong ngành cũng như tăng cường triển vọng việc làm cho công ty trong bối cảnh ngành BĐS vẫn gặp khó trong ngắn hạn.

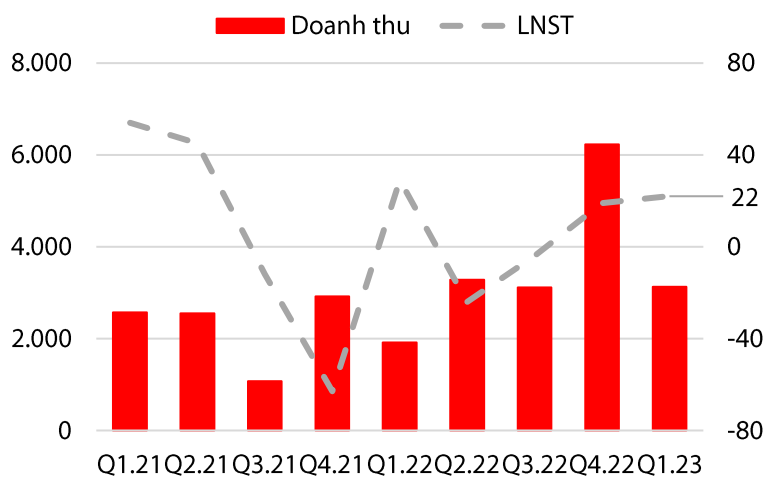
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro cần lưu ý đối với cổ phiếu CTD là (1) ngành BĐS khó khăn kéo dài làm giảm khối lượng việc làm trong tương lai (2) trích lập dự phòng tăng cao ảnh hưởng đến dòng tiền và (3) giá vật tư xây dựng tăng cao làm giảm biên lợi nhuận.

Chất lượng tài sản lành mạnh với sự cải thiện ở các hệ số vòng quay tài sản và dòng tiền hoạt động tăng cao

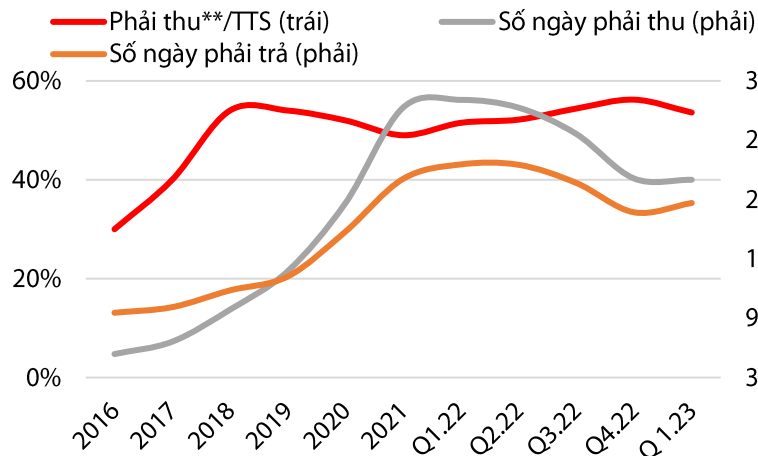
- Q1/2023, CTD ghi nhận kết quả kém tích cực với LNST chỉ đạt 22 tỷ đồng, giảm 24,6% svck cho dù doanh thu đạt 3.130 tỷ đồng, tăng 63,6% svck. Trong đó lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh thuần (lợi nhuận hoạt động – EBIT) tiếp tục có quý thứ 7 liên tiếp ghi nhận lỗ với giá trị 16,8 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, việc ghi nhận kết quả từ các dự án thuộc back-log cũ, đã nhận thầu trước năm 2022 và bị ảnh hưởng bởi giá vật tư xây dựng tăng cao, cùng với việc trích lập 12,9 tỷ đồng, tăng mạnh so với 727,9 triệu đồng cùng kỳ là nguyên nhân khiến LNST giảm.
- Hơn nữa, sự tích cực được thấy rõ qua quy mô tiền thuần (FCFF) tăng mạnh 1.215 tỷ đồng trong Q1/2023 (hình 3). Việc doanh thu tăng cao trong khi khoản phải thu và hàng tồn kho giảm nhẹ đã cho thấy khả năng kiểm soát tốt công nợ và năng lực quản trị rủi ro của CTD. Công ty chỉ ưu tiên chọn lọc nhận thầu dự án thi công với các chủ đầu tư có năng lực tài chính tốt, dự án không có vướng mắc về mặt pháp lý và có tính thanh khoản cao.
- Với những chính sách hỗ trợ giảm lãi suất hay những động thái tháo gỡ khó khăn, vướng mắc cho nền kinh tế nói chung và ngành BĐS nói riêng sẽ là một động lực quan trọng làm tăng tính thanh khoản của thị trường BĐS. Từ đó, giúp các doanh nghiệp xây dựng đẩy nhanh tiến độ xây dựng dự án, giảm vòng quay tài sản và tăng dòng tiền thuần trong tương lai. Với danh mục dự án tập trung ở các chủ đầu tư có năng lực tài chính và không bị siết bởi quy định pháp lý, CTD sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ những biện pháp tháo gỡ khó khăn của chính phủ đối với ngành BĐS.

Hình 1: Doanh thu và LNST của CTD (tỷ đồng)



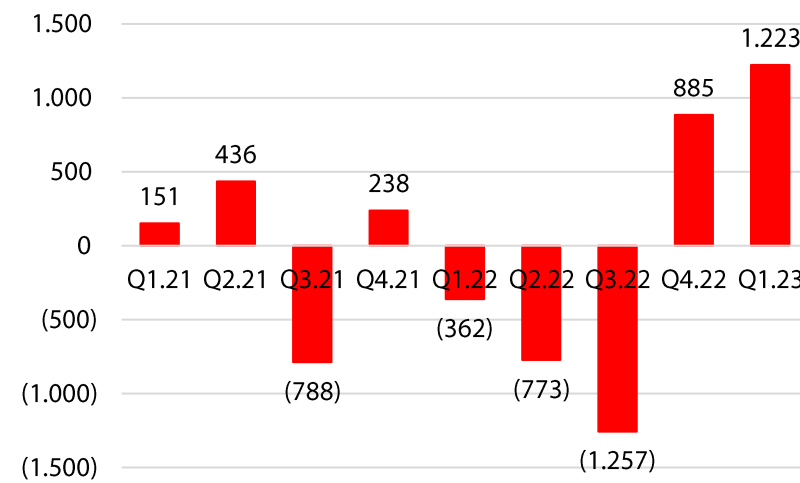
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Diễn biến công nợ của CTD



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Dòng tiền thuần của CTD (tỷ đồng)

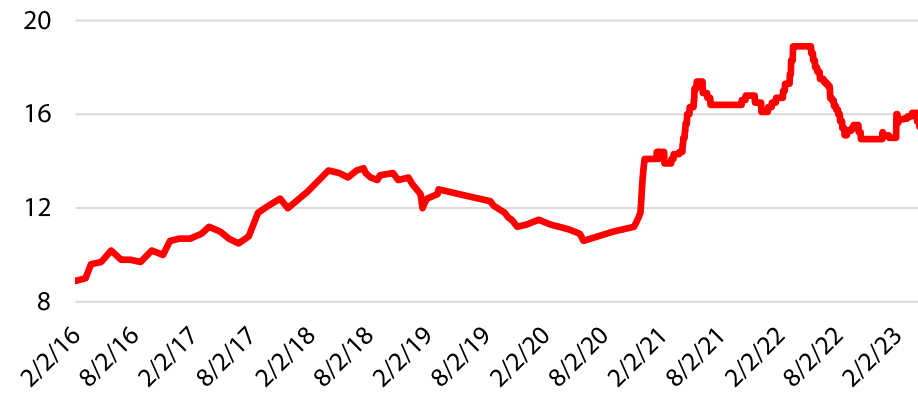


Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Khởi đầu chu kỳ phục hồi và tăng trưởng lợi nhuận

- Nhìn chung CTD đã trải qua giai đoạn hoạt động kém hiệu quả nhất từ khi thành lập (2019-2022) với lợi nhuận hoạt động liên tiếp ghi nhận lỗ. Nguyên nhân chủ yếu đến từ (1) vấn đề nội bộ, (2) áp lực cạnh tranh và khó khăn chung của ngành cùng với (3) chi phí vật tư xây dựng tăng cao kéo biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức thấp chưa từng có. Ngay ở thời điểm Q1/2023, khi mà vấn đề nội tại của doanh nghiệp đã được ổn định và chi phí vật tư xây dựng đang giảm nhưng KQKD của CTD vẫn chưa có nhiều chuyển biến. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu do các backlog cũ vốn bị ảnh hưởng bởi giá vật tư xây dựng tăng cao, ghi nhận chủ yếu trong Q1/2023 khiến biên lợi nhuận gộp giảm. Chúng tôi cho rằng sẽ độ trễ để phản ánh xu hướng giảm giá của vật tư xây dựng lên biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2023.
- Bên cạnh việc đẩy nhanh tiến độ của các dự án lớn như Diamond Crown, Sky Forest Residences (Ecopark)..., chúng tôi nhận thấy có những tiến triển tích cực từ dự án Lego. Gần đây nhất, dự án đã có được giấy phép xây dựng và những giấy phép còn lại kỳ vọng sẽ sớm được hoàn thiện trong cuối Q2 và đầu Q3/2023. Đây là cơ sở để CTD sớm ghi nhận khối lượng việc làm của dự án này vào KQKD từ nửa cuối năm. Có thể thấy giai đoạn này sẽ là cao điểm của việc ghi nhận doanh thu từ các back-log mới, đồng thời cũng là giai đoạn cải thiện biên lợi nhuận gộp theo đà giảm của giá thép xây dựng (chiếm khoảng 40% chi phí vật liệu xây dựng).
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu và LNST năm 2023 của CTD từ mức 16.854 tỷ đồng và 127 tỷ đồng lên lần lượt 17.170 tỷ đồng (+18,1% svck) và 240 tỷ đồng (+1.056,3% svck). Trong đó biên lợi nhuận gộp tăng lên 4,7% từ 3,9% và giữ nguyên giả định chi phí trích lập dự phòng là 200 tỷ đồng (kế hoạch của công ty là 172 tỷ đồng). Sang năm 2024, KQKD của CTD tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực khi doanh thu và LNST ước tính đạt 19.392 tỷ đồng (+12,9% svck) và 499 tỷ đồng (+108,4% svck). Chi phí dự phòng chỉ còn 80 tỷ đồng.

Hình 4: Giá thép Hòa Phát (nghìn VND đồng)



Nguồn: VSA

Bảng 1: Dự phóng KQKD của CTD (tỷ đồng)

		2022	2023F	2024F
Doanh thu		14.537	17.170	19.392
	svck	4,8%	18,1%	12,9%
Tổng back-logs		45.400	34.500	38.000
	svck	33,5%	-34,5%	10,1%
Lợi nhuận gộp		487	807	1.074
	svck	76,9%	65,7%	33,2%
	Biên LNG	3,3%	4,7%	5,5%
Chi phí hoạt động		(735)	(578)	(526)
	svck	42,3%	-21,4%	-9,0%
	% Doanh thu	5,1%	3,4%	2,7%
	Chi phí dự phòng	(388)	(200)	(80)
EBIT		(248)	229	548
	Biên EBIT		1,3%	2,8%
LNST		21	240	499
	svck	-13,7%	1.056,3%	108,4%

Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Định hướng chiến lược kinh doanh theo bốn trọng tâm chính

- Tại buổi ĐHCĐ gần đây, Tổng giám đốc của CTD đã công bố định hướng chiến lược kinh doanh của công ty theo 4 trọng tâm chính gồm: (1) Building - Xây dựng truyền thống. CTD sẽ trao quyền nhiều hơn cho các giám đốc dự án để tạo môi trường tự do, thúc đẩy sự sáng tạo và đẩy nhanh tiến độ thi công thay vì để nhân sự tại trụ sở quyết như cách làm cũ (2) Mega - tập trung vào các dự án EPC, các đại dự án hay các dự án có nguồn vốn nước ngoài, (3) Infrastructure - cơ sở hạ tầng. Công ty tham gia xây dựng sân bay, tàu điện, cao tốc, đường bộ... và đây là một trong những chiến lược trọng tâm của CTD từ nay đến 2025 và (4) Convestcons: định hướng mở rộng kinh doanh theo chiều dọc như sản xuất bê tông lắp ghép, làm cơ điện MEPF hay xây dựng các dự án NOXH...
- Chúng tôi thấy rằng vẫn chưa đủ cơ sở đánh giá tính khả thi của các chiến lược kinh doanh đã nêu. Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng CTD đang từng bước chuẩn bị cho chiến lược này. Gần đây nhất, CTD đã ký hợp đồng thu xếp vốn cho các dự án cơ sở hạ tầng thi công trong tương lai với các ngân hàng lớn trong nước và đây là một bước quan trọng để công ty hoàn thiện hồ sơ năng lực đấu thầu cho các dự án cơ sở hạ tầng trong nước sắp tới. Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy CTD đang tuyển dụng các kỹ sư cơ điện và thiết kế cho dự án Lego. Hiện nay, dù chưa công bố thông tin chi tiết về giá trị và mảng việc làm của dự án Lego nhưng chúng tôi kỳ vọng đây có thể là dự án đầu tiên mà CTD có thể mở rộng thực hiện các công việc khác trong chuỗi giá trị ngành bên cạnh năng lực thi công cốt lõi của mình.

Câu chuyện điểm nhấn từ đấu thầu sân bay Long Thành và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất

- Theo chia sẻ, CTD có tham gia đấu thầu xây dựng các dự án cơ sở hạ tầng trong nước như gói thầu 5.10, dự án thành phần 3 Cảng hàng không quốc tế Long Thành và nhà ga T3 sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất. Hiện gói thầu 5.10 đã được đóng thầu xây dựng và sớm có kết quả trong nửa cuối tháng 7 hoặc đầu tháng 8 tới đây. Trong khi dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn nhất dự kiến cũng lựa chọn nhà thầu và triển khai xây dựng trong nửa cuối năm nay.
- Chúng tôi kỳ vọng nếu trúng thầu các dự án này sẽ là cơ hội tốt cho Cotecons nâng cao năng lực thi công và tạo được khoảng cách vị thế với các công ty khác trong ngành khi đấu thầu các dự án xây dựng khác trong tương lai cũng như tăng cường triển vọng việc làm trong bối cảnh ngành BĐS còn khó khăn trong ngắn hạn.

Bảng 2: Thông tin về 2 gói thầu xây dựng sân bay trong nước

Dự án	Chủ đầu tư	Giá trị gói thầu	Thời gian thi công
Gói thầu 5.10 dự án Cảng HKQT Long Thành	Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam - CTCP	> 35.200 tỷ đồng	39 tháng
Nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất		> 10.986 tỷ đồng	24 tháng

Nguồn: ACV

Quan điểm và định giá

Sau những chuyển biến tích cực trong tiến độ xây dựng tại những dự án lớn và đà giảm của giá vật tư xây dựng. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận so với báo cáo trước đó: **Khởi đầu một chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận** và tiếp tục sử dụng phương pháp so sánh P/B và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để xác định giá cổ phiếu CTD.

- Phương pháp P/B: Với giả định giá trị trích lập dự phòng là 200 tỷ đồng, giá trị sổ sách của CTD trong năm 2023 là 107.216 đồng/cp. Ngoài ra, với dự báo KQKD duy trì mức tăng trưởng cao từ năm 2023 trở đi nhờ giảm trích lập dự phòng cũng như kỳ vọng chu kỳ tăng trưởng mới của ngành bất động sản từ nửa cuối năm 2024, chúng tôi nâng P/B 2023 lên 0,8 lần cho cổ phiếu CTD. Theo đó giá trị ước tính hợp lý của CTD theo **phương pháp P/B là 85.773 đồng/cp**.
- Phương pháp FCFF: Chi phí vốn bình quân WACC là 14,8%, phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,5% và exit EV/EBITDA là 5,0 lần. Ước tính giá trị hợp lý của CTD theo **phương pháp FCFF là 82.016 đồng/cp**.

Với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, **giá trị hợp lý của CTD là 83.800 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá là **22,2%** ở mức giá đóng cửa ngày 29/06/2023.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro vĩ mô. Mặt bằng lãi suất và tỷ giá cao cùng chính sách thắt chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS kéo dài sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu phát triển dự án mới và nhu cầu mua nhà của người dân, trong khi tỷ giá tăng cao làm giảm dòng vốn đầu tư FDI tới Việt Nam. Tất cả điều này tác động đến khối lượng việc làm của CTD.

Rủi ro giá vật liệu xây dựng tăng cao. Giá vật xây dựng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá vốn của doanh nghiệp xây dựng, do đó khi giá vật liệu tăng cao sẽ làm giảm biên lợi nhuận của CTD.

Phát sinh dự phòng khoản phải thu. Giá trị trích lập khoản phải thu nếu còn phát sinh ngoài kế hoạch sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền của CTD cũng như mức định giá của doanh nghiệp.



MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

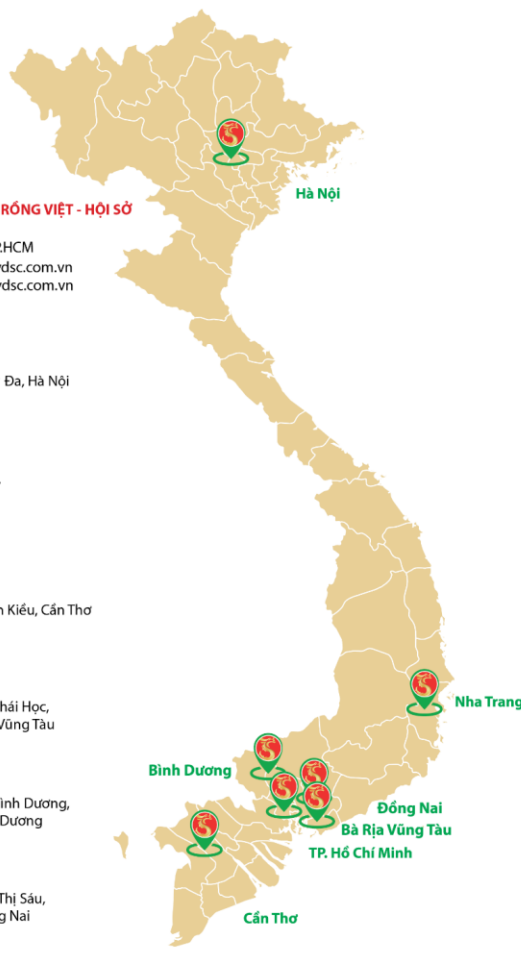
Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Chứng khoán Rồng Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Chứng khoán Rồng Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Chứng khoán Rồng Việt.**

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Trần Hà Xuân Vũ

Trưởng phòng

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1512)

Nguyễn Huy Phương

Phó phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Nguyễn Đại Hiệp

Trưởng bộ phận

hiiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1331)

Phạm Thu Hà Phương

Chuyên viên

phuong1.pth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1372)

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (2226)

Đinh Vinh Hiển

Chuyên viên

hien.dv@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Lê Quỳnh Hương

Nhân viên

Huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1501)