

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **69.900 VND (▲ 21,6%)**

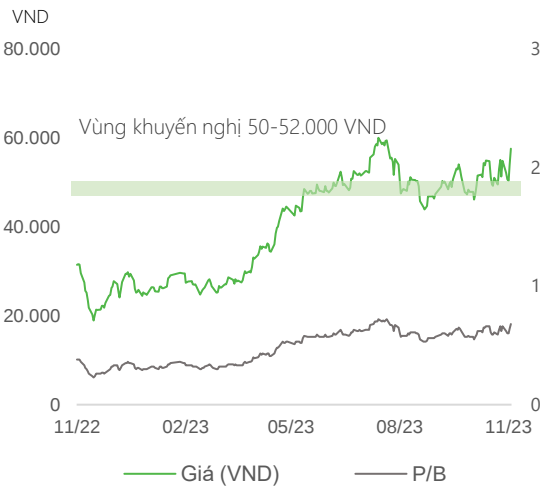
Cập nhật: 03/11/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Lượng backlog tính tới cuối Q2.2023 khá lớn, đạt khoảng hơn 20.000 tỷ. Tình hình kinh doanh dần ổn định hơn sau khi tái cơ cấu.

Tiêu cực: Thị trường BĐS vẫn ảm đạm sẽ khiến nhu cầu xây dựng chưa thể sớm bật tăng trở lại.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu giao dịch quanh vùng giá 50.000-52.000 VND/cp, tương đương với mức P/B 0,6 lần.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Xây dựng
Giá hiện tại (VND/cp)	57.500
Vốn hóa (Tỷ VND)	5.7050
Số lượng CPLH (triệu cp)	99,2
EPS 4 quý gần nhất	908
P/B	0,68
Cao nhất 52 tuần	60.900
Thấp nhất 52 tuần	17.600

CTD

CTCP Xây dựng Cotecons

DSC

TỔNG QUAN

CTD là doanh nghiệp xây dựng hàng đầu tại Việt Nam, tập trung chính vào các công trình dân dụng và công nghiệp. Tòa tháp Landmark 81 cao nhất Việt Nam, tổ hợp nhà máy ô tô Vinfast hay mới đây nhất là nhà máy LEGO đầu tiên tại Đông Nam Á... đều là những công trình đã và đang được xây dựng bởi CTD vì doanh nghiệp này có năng lực thi công cao và uy tín trong ngành. Tính tới cuối năm 2022, các dự án dạng chung cư, biệt thự chiếm 55% và theo sau là khách sạn và nghỉ dưỡng chiếm khoảng 26% trong cơ cấu doanh thu của CTD. Sau khi tiến hành tái cơ cấu doanh nghiệp từ năm 2021, CTD dưới thời Chủ tịch Bolat Duisenov hiện đang dần ổn định và tăng trưởng cả về mặt nhân sự lẫn KQKD.

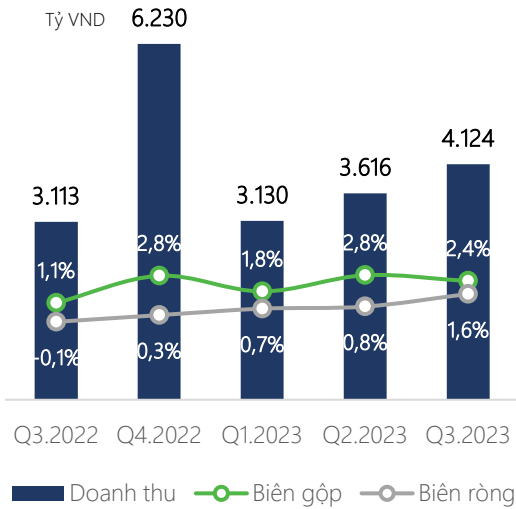
CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Sức khỏe tài chính tốt là lợi thế so với đối thủ

Mặc dù khó khăn là tình trạng chung của toàn ngành xây dựng nhưng CTD vẫn giữ được mức vay nợ khá thấp so với các công ty đối thủ. Tính tới cuối Q3/2023, tỷ lệ Nợ/VCSH của CTD chỉ ở mức 1,5 lần, thấp hơn khá nhiều so với nhiều doanh nghiệp khác trong ngành. Việc sở hữu cơ cấu vốn ở mức khá an toàn như hiện giờ sẽ tạo dư địa cho CTD tăng lượng đòn bẩy trong tương lai, từ đó mở rộng, tối ưu hóa hoạt động kinh doanh và tạo năng lực cạnh tranh trong đấu thầu.

Năng lực đấu thầu được cải thiện

Những lo ngại về việc CTD sẽ không còn khả năng cạnh tranh đấu thầu sau khi dàn BLĐ cũ rời đi đã bị "đập tan" bằng việc phần lớn doanh thu của CTD trong năm 2022 và 9T2023 đều đến từ các đối tác lớn và quen thuộc như Vingroup, Ecopark... Bên cạnh đó, CTD còn trúng thêm nhiều gói thầu lớn, nhiều trong số đó đến từ các doanh nghiệp nước ngoài hoặc các doanh nghiệp có vốn FDI. Tính tới cuối Q2.2023, lượng backlog ước tính của CTD đạt hơn 20.000 tỷ VND. DSC cho rằng sự phục hồi về backlog đặc biệt trong bối cảnh thị trường xây dựng dân dụng vẫn còn ảm đạm như hiện nay là tín hiệu tích cực đối với CTD so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

DOANH THU VÀ BIÊN LỢI
NHUẬN

KẾT QUẢ KINH DOANH

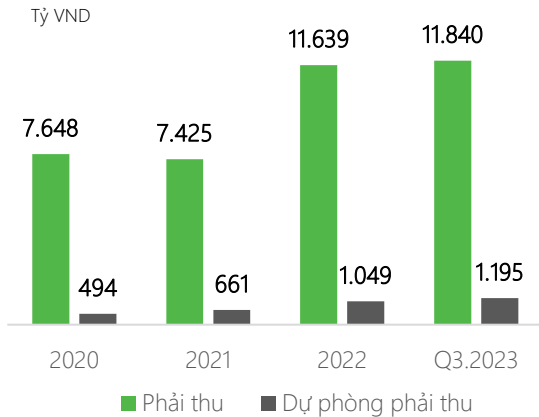
Doanh thu phục hồi, lợi nhuận tài chính tiếp tục tăng

Kết thúc Q3.2023, và là Q1.2024 theo niên độ tài chính mới được thay đổi của CTD, doanh nghiệp ghi nhận mức doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt gần 4.124 tỷ VND (+14% QoQ) và 67 tỷ VND (+123% QoQ). Do áp lực cạnh tranh trong ngành tại thời điểm hiện tại là rất lớn, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp ghi nhận giảm còn 2,4%, đạt 100 tỷ VND. Tuy nhiên biên lợi nhuận ròng lại được cải thiện đáng kể, tăng lên mức 1,6%, cao nhất kể từ năm 2022 nhờ khoản doanh thu tài chính 101 tỷ VND đến từ lãi tiền gửi ngân hàng. Sự tăng trưởng doanh thu trong Q3.2023 của CTD này là nhờ năng lực cạnh tranh trong đấu thầu của doanh nghiệp đang dần được cải thiện cùng với đó là lượng Backlog lớn được chuyển sang từ năm 2022.

Một số dự án tiêu biểu đang được CTD thi công

Tên dự án	Vị trí	Loại hình	Chủ đầu tư	Quy mô	Tình trạng	Tổng mức đầu tư
Nhà máy LEGO	Bình Dương	Nhà xưởng	LEGO	44ha	Dự kiến hoàn thành T8/2024	N/A
Diamond Crown Hải Phòng	Hải Phòng	Khách sạn	Doji Group	1 tháp 39 tầng, 3 tháp 45 tầng	Đang thi công	N/A
Tổ hợp sản xuất ô tô Vinfast	Hải Phòng	Nhà xưởng	Vingroup	335 ha	Đang thi công	N/A
Ecopark sky forest residences	Hưng Yên	Dân dụng	Ecopark	2,3 ha	Đang thi công	N/A
Vinhomes Dream City	Hưng Yên	Dân dụng	Vingroup	486 ha	Đang thi công	N/A
Tây Hồ view	Hà Nội	Dân dụng	Sungroup	1.000 căn hộ chung cư, 9 tòa	Đang thi công	1.713
Vinhomes Grand Park	TP.HCM	Cao tầng	Vingroup	2 tháp 32 tầng, 2 tháp 34 tầng,	Dự kiến bàn giao T10/2023	592
Hyatt Regency Hồ Tràm Resort & Spa	Bà Rịa – Vũng Tàu	Khách sạn	IFF Holdings	9,01 ha	Đang thi công	N/A
LancasterLuminaire	Hà Nội	Dân dụng	Trung Thủy & Toshin Development	252 căn hộ. Hơn 27.000 m2 văn phòng, dịch vụ	Đang thi công	746
Le Méridien Resort & Spa Đà Nẵng	Quảng Nam	Khách sạn	IFF Holdings	12ha, 320 phòng và căn hộ, biệt thự	Đang thi công	474

TÌNH HÌNH CÁC KHOẢN PHẢI THU QUA THỜI GIAN (Tỷ VND)

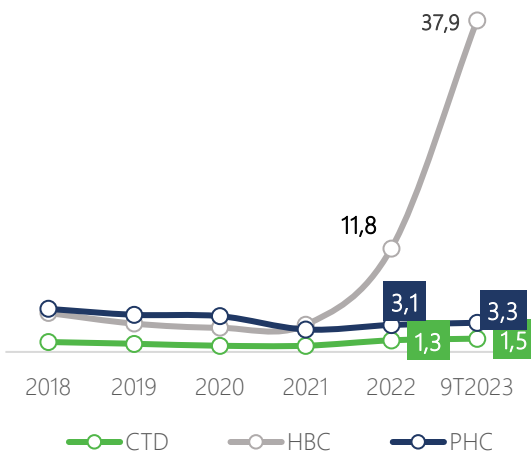


KẾT QUẢ KINH DOANH

Khoản phải thu và trích lập dự phòng ở mức ổn định

Các khoản phải thu của CTD tăng 56,8% YoY trong năm 2022 và tiếp tục ghi nhận sự tăng nhẹ trong năm 2023. Tính tới cuối Q3.2023, các khoản phải thu của CTD đạt khoảng 11.840 tỷ VND do chính sách nhận thầu “thoải mái” hơn so với CTD dưới thời BLĐ cũ. Cùng với đó, các khoản dự phòng phải thu khó đòi của CTD cũng tăng tương ứng, đạt 1.195 tỷ vào thời điểm cuối Q3.2023. Việc trích lập các khoản phải thu khiến tăng chi phí và bào mòn lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên việc mạnh tay trích lập giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro trong tương lai.

TỶ LỆ NỢ/VCSH CỦA 1 SỐ CÔNG TY XÂY DỰNG

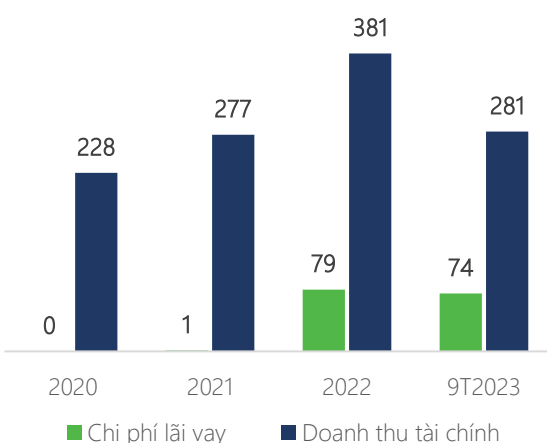


Vay nợ ít tạo lợi thế cho CTD trong thời kỳ khó khăn

Tại thời điểm cuối năm 2022, tỷ lệ Nợ/VCSH của CTD chỉ đạt 1,3 lần, đây là mức đòn bẩy thấp gần nhất ngành, bỏ xa các đối thủ như HBC, PHC hay Ricons. Mặc dù tính tới cuối Q3.2023 tỷ lệ này đã tăng lên là 1,5 lần, tuy nhiên đây vẫn là mức tương đối thấp và an toàn trong ngành xây dựng.

Việc CTD sở hữu cơ cấu tài sản khá lành mạnh tại thời điểm khó khăn như hiện giờ sẽ giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh đấu thầu về giá, đặc biệt là khi biên lợi nhuận của CTD vẫn được bảo toàn và không bị bào mòn bởi chi phí lãi vay. Ngoài ra, CTD vẫn còn dư địa gia tăng đòn bẩy trong tương lai, qua đó có thể tăng cường năng lực thi công và tăng trưởng về mặt doanh thu.

CHI PHÍ LÃI VAY



Chi phí lãi vay cao đột biến nhưng không đáng lo ngại

Nếu như CTD dưới thời ông Nguyễn Bá Dương theo đuổi chính sách không sử dụng hoặc sử dụng rất ít vay nợ trong kinh doanh thì CTD dưới thời ông Bolat Duisenov lại mạnh dạn gia tăng đáng kể đòn bẩy của doanh nghiệp. Chi phí lãi vay trong 9 tháng đầu năm 2023 của CTD đã đạt khoảng 74 tỷ VND (+35% YoY). Tuy nhiên theo đánh giá của DSC, dù tăng đột biến nhưng mức chi phí lãi vay như trên vẫn còn rất thấp so với nhiều đối thủ cùng ngành.

Bên cạnh đó, doanh thu tài chính trong đó phần lớn là lãi tiền gửi ngân hàng của CTD cũng ở mức cao, đạt 281 tỷ VND 9T2023 và hoàn toàn có khả năng bao phủ tốt chi phí lãi vay.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Trong giai đoạn 2016 - 2021, CTD luôn duy trì việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt tỷ lệ từ 10 - 50% bằng tiền mặt nhờ tình hình kinh doanh tăng trưởng đều đặn. Tuy nhiên kể từ năm 2021 do doanh nghiệp mới tái cơ cấu và KQKD ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch bệnh, CTD đã liên tiếp 3 năm không chia cổ tức bằng tiền.

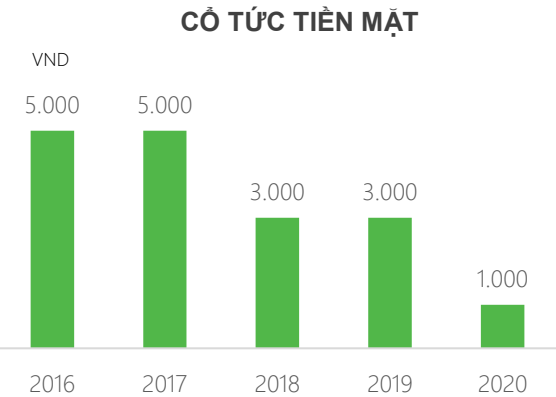
Định giá

P/B của CTD (tại giá đóng cửa 03/11/2023) đạt 0,68 lần, bằng xấp xỉ với mức trung bình 5 năm là 0,69 lần và thấp hơn so với mức trung bình ngành là 1 lần. DSC cho rằng P/B của CTD hiện nay đang ở mức hợp lý nếu so với chính doanh nghiệp trong quá khứ, tuy nhiên đây lại là mức P/B hấp dẫn nếu so với các doanh nghiệp khác trong ngành xây dựng.

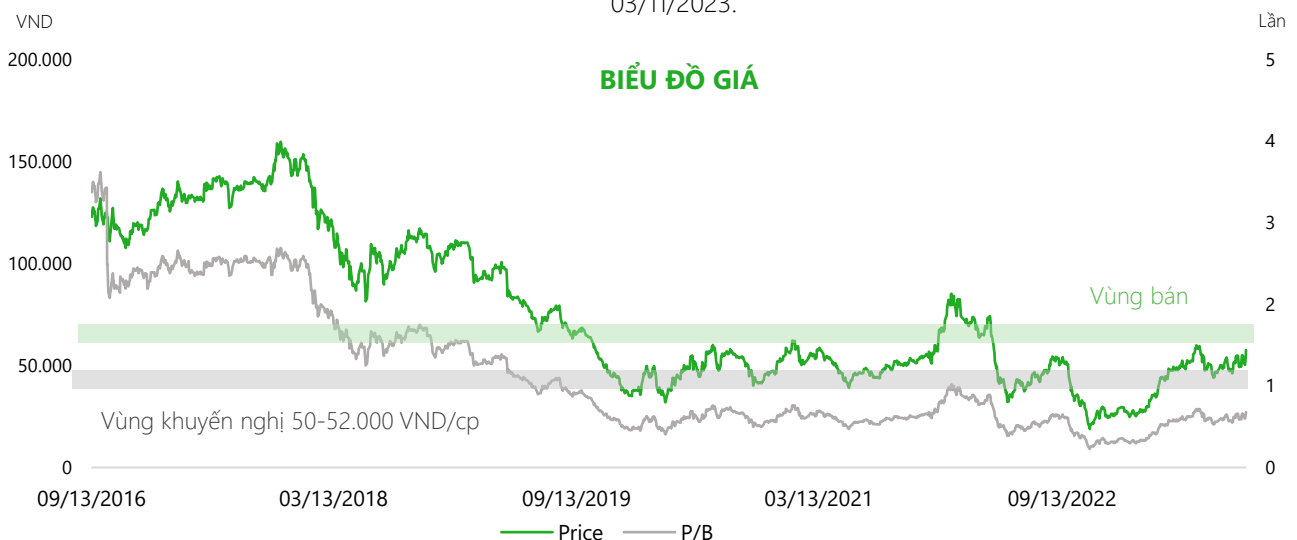
Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận của CTD trong cả năm 2023 sẽ bám sát với kế hoạch mục tiêu mà BLĐ đã đề ra, đạt lần lượt **16.100 tỷ (+10,7% YoY)** và **220 tỷ (+947% YoY)**. Với mức dự phóng như trên, DSC ước tính EPS của CTD trong năm 2023 đạt 2.217 VND/cp, tương ứng với mức P/E forward 2023 đạt 26,5 lần. Kết hợp giữa phương pháp so sánh P/E và P/B, DSC đưa ra định giá phù hợp cho CTD ở mức **69.900 VND/cp, upside 21,6%** so với giá đóng cửa ngày 03/11/2023.

BIỂU ĐỒ GIÁ



(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	9.078	14.539	16.100
Tăng trưởng DTT	-37,8%	+60%	+10,7%
Lợi nhuận gộp	275	487	1.206
Lợi nhuận sau thuế	24	21	220
Tăng trưởng LNST	-92,8%	-12,5%	+947%



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn