

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD)

Nội tại cải thiện trong bối cảnh khó khăn chung

24/05/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyenn1@kbsec.com.vn

Doanh thu 1Q2023 đạt 3,130 tỉ (+64% YoY) với biên SG&A giảm về còn 2.3% giúp LNST đạt 22 tỉ

Backlog hết 1Q2023 ước tính đạt 14,000 tỉ (chưa bao gồm giai đoạn 1 của dự án Lego)

Lượng tiền mặt lớn giúp CTD nâng cao khả năng cạnh tranh và đàm phán trong bối cảnh ngành Xây dựng gặp khó khăn

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu CTD, giá mục tiêu 73,000 VND/cổ phiếu

CTD ghi nhận hơn 3,000 tỉ VND doanh thu trong 1Q2023 tới từ việc triển khai đúng tiến độ các dự án chuyển sang từ 2022, cùng với đó là việc tối ưu chi phí hoạt động và cắt giảm khoản dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh.

Dự án Lego đã được đi vào triển khai từ cuối T4/2023 khi được UBND tỉnh Bình Dương cấp phép xây dựng, chúng tôi cho rằng doanh thu từ dự án Lego sẽ được tính vào backlog của CTD từ 2Q2023 và ước tính sẽ được hạch toán hết trong 2024 khi nhà máy được bàn giao. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu ký mới của CTD trong 2023 đạt 17,500 tỉ (đã bao gồm dự án Lego và các dự án khác trong năm). LNST năm 2023 cũng được cải thiện nhờ việc giảm trích lập dự phòng trong năm.

Lượng tiền mặt của CTD được cải thiện mạnh mẽ trong 4Q2022 và 1Q2023 nhờ vào năng lực đàm phán với các nhà thầu phụ, thu xếp các khoản phải trả, giúp nâng cao tính cạnh tranh khi tham gia đấu thầu các dự án. Đồng thời, điều này cũng giúp dòng tiền HĐKD được cải thiện và gia tăng khả năng tạo ra thu nhập tài chính từ các khoản tiền gửi trong tương lai. Trong kịch bản Cơ sở, chúng tôi ước tính trong doanh thu tài chính trong 2023 có thể đạt 330 – 370 tỉ.

Chúng tôi cho rằng tiềm năng của CTD trong 2023 đã được phản ánh khá nhiều vào giá cổ phiếu, do đó chúng tôi cập nhật khuyến nghị với CTD với dự phóng KQKD của 2024 và xác định giá trị hợp lý của CTD đạt 73,000 VND/cổ phiếu, tương đương với mức upside là 13% so với mức giá đóng cửa của ngày 24/05/2023.

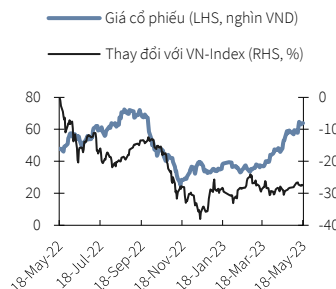
NĂM GIỮ thay đổi

Giá mục tiêu	VND 73,000
Tăng/giảm	13%
Giá hiện tại (24/05/2023)	VND 64,800
Giá mục tiêu thị trường	VND 48,000
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	4.7/0.2

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu free-float (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	1,586/67
Sở hữu nước ngoài (%)	48.47%
Kustoshem Private Limited	17.55%
Success Investment	14.12%

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	33%	83%	124%	38%
Tương đối	32%	83%	114%	52%

Dự phóng KQKD & định giá	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỉ VND)	9,078	14,537	18,975	20,089
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỉ VND)	-7	-54	487	576
Lợi nhuận sau thuế (tỉ VND)	24	21	379	449
EPS (VND)	303	263	4,803	5,701
Tăng trưởng EPS (%)	-93%	-13%	1728%	19%
P/E (x)	361.5	125.2	13.5	11.3
P/B (x)	1.1	0.3	0.6	0.6
ROE (%)	0%	0%	5%	5%
Tỉ lệ cổ tức tiền mặt	0%	0%	0%	10%



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 1: Cập nhật KQKD 1Q2023

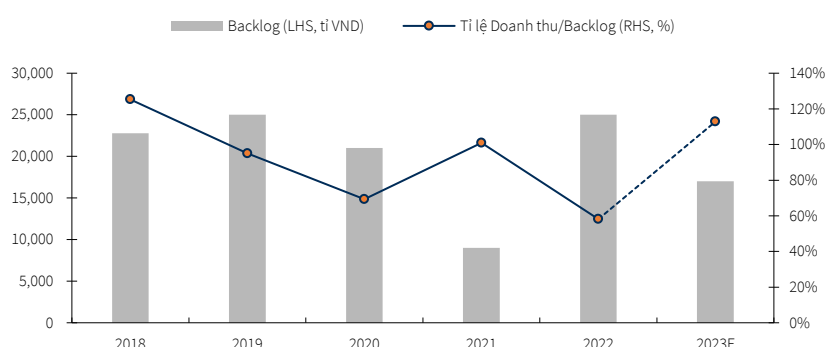
	1Q2022	4Q2022	1Q2023	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	1,913	6,230	3,130	64%	-50%	Doanh thu 1Q2023 tăng 64% tiến độ triển khai ổn định tại các dự án 2022 chuyển qua (giá trị backlog đầu năm là 17,000 tỉ)
Giá vốn hàng bán	1,846	6,058	3,074	67%	-49%	
Lãi gộp	67	172	56	-17%	-68%	
Thu nhập tài chính	76	70	85	12%	21%	Doanh thu tài chính tăng 21% QoQ nhờ ghi nhận 42 tỉ lãi trả chậm từ Chủ đầu tư (+230% QoQ), lãi tiền gửi đi ngang so với 4Q2022
Chi phí tài chính	12	59	32	168%	-46%	Chi phí tài chính giảm 46% giá cổ phiếu hồi phục trong 3 tháng đầu năm, do đó không còn khoản dự phòng giảm giá chứng kinh doanh trong 1Q2023
Chi phí lãi vay	11	25	24	119%	-2%	Chi phí lãi vay đi ngang so với 4Q2022
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	5	7	6	11%	-21%	
Chi phí SG&A	89	183	72	-18%	-60%	Chi phí nhân viên được tối ưu và trích lập dự phòng giảm
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	37	7	30	-18%		
Thu nhập khác, ròng	2	34	1	-100%	-100%	
LNTT	39	27	29	-24%	10%	
Chi phí thuế	10	8	7	-24%	-8%	
Lợi nhuận sau thuế	29	19	22	-25%	17%	KQKD 1Q2023 quay lại tăng nhẹ so với 4Q2022 nhờ (1) tối ưu chi phí hoạt động và (2) tối ưu chi phí tài chính ở khoản mục dự phòng lỗ chứng khoán kinh doanh

Luận điểm đầu tư

Doanh thu 2023 dự phóng đạt 18,975 tỉ VND (+31% YoY) nhờ (1) backlog lớn và (2) gia tăng ký mới các hợp đồng lớn trong 2023

Giá trị hợp đồng chuyển giao (backlog) từ 2022 sang 2023 đạt 17,000 tỉ, trong đó chưa tính giá trị hợp đồng ký mới của dự án Lego (8,500 tỉ trong giai đoạn 1). Dự án Lego dự tính sẽ đi vào vận hành từ 3Q2024, chúng tôi kỳ vọng CTD có thể hạch toán tối thiểu **3,000 tỉ doanh thu từ dự án Lego** trong 2023 nhờ vào năng lực triển khai theo mô hình fast-track. Trong 1Q2023, CTD đã ghi nhận 838 tỉ khoản người mua trả tiền trước.

Biểu đồ 1. Giá trị backlog qua các năm và doanh thu dự phóng 2023

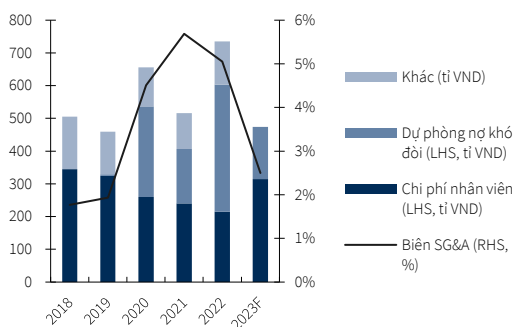


Nguồn: CTD, KBSV ước tính

SG&A được cải thiện nhờ giảm trích lập dự phòng trong 2023

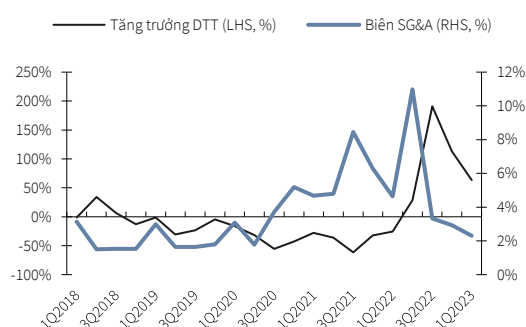
Trong 1Q2023, chi phí quản lý doanh nghiệp của CTD đạt 72 tỉ VND, giảm 18% so với cùng kỳ và giảm 60% so với quý trước đó. Tương ứng, biên CPHD/DTT của CTD trong 1Q2023 đạt 2.3% và đang có xu hướng giảm. Mặc dù CTD có gia tăng nhân sự tại công trường thêm 25%, chúng tôi cho rằng trong tương lai biên SG&A của CTD có thể kiểm soát được ở trong vùng 2-2.5% nhờ giảm trích lập dự phòng sau giai đoạn tái cơ cấu trong 2020 – 2022.

Biểu đồ 2. Trích lập dự phòng tăng làm SG&A tăng



Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu và biên SG&A tới hiện tại



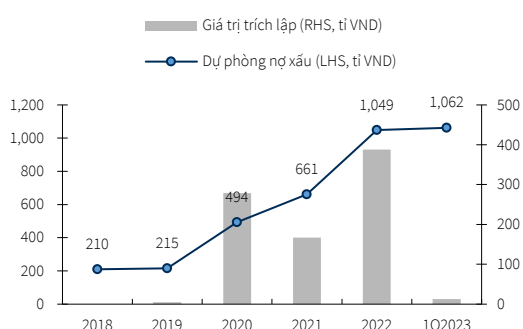
Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Đẩy mạnh trích lập dự phòng trong 2022 giúp Bảng cân đối kế toán của CTD lành mạnh hơn, nợ tại dự án Nam Hội An bắt đầu được thu hồi

Tới 1Q2023, giá trị nợ xấu khó thu hồi của CTD đạt 1,360 tỉ (tăng 38 tỉ so với 4Q2022). Trong 2022 CTD đã tích cực trích lập dự phòng cho các khoản nợ xấu này (388 tỉ so với 167 tỉ trong 2021 và 279 tỉ trong 2022), qua đó giúp tỉ lệ bao phủ nợ xấu tại CTD đạt 79.3% trong 2022 và giảm nhẹ 78.1% trong 1Q2023. Việc gia tăng và tập trung trích lập dự phòng trong 2022 giúp (1) CTD có bảng cân đối kế toán lành mạnh hơn khi tỉ lệ Nợ xấu/TTS có xu hướng giảm (6.8% trong 1Q2023 so với 7.0% trong 4Q2022), (2) kết quả kinh doanh của CTD sẽ được cải thiện mạnh mẽ trong 2023 với chi phí dự phòng giảm 30-50% so với cùng kỳ

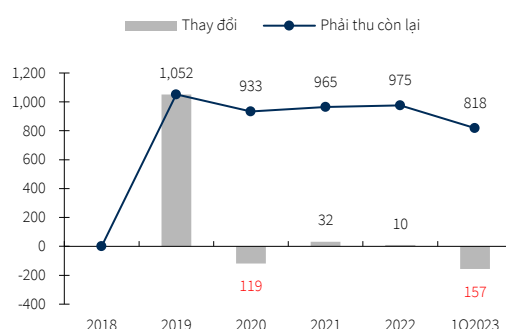
Thêm vào đó, việc thu hồi nợ từ dự án Nam Hội An đang diễn ra theo đúng tiến độ khi trong 1Q2023 nhờ vào sự hồi phục mạnh mẽ của ngành Du lịch. Theo đó, giá trị khoản phải thu từ dự án này đạt 818 tỉ (giảm 157 tỉ từ 4Q2022). Chúng tôi giả định tốc độ thu hồi nợ từ Nam Hội An được duy trì ổn định, CTD có thể thu hồi 100% khoản phải thu này vào 2Q2024.

Biểu đồ 4. Giá trị trích lập dự phòng qua các năm



Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Biểu đồ 5. Tình hình thu hồi khoản phải thu từ Nam Hội An

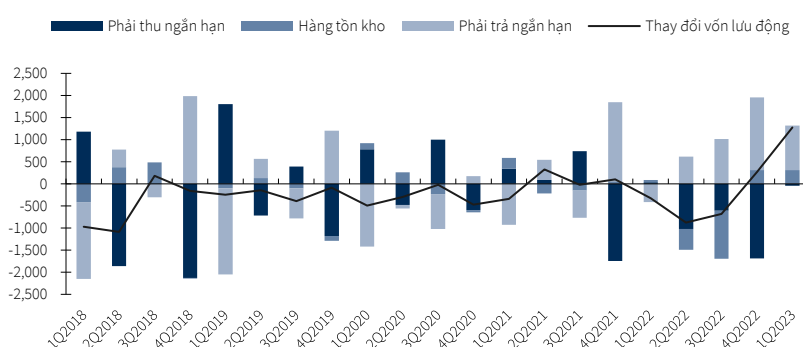


Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Dòng tiền HĐKD được tối ưu giúp CTD gia tăng lợi nhuận đầu tư tài chính

Chúng tôi ước tính doanh thu tài chính của CTD có thể đạt 330 - 370 tỉ VND nhờ (1) khoản đầu tư nắm giữ tới ngày đáo hạn tăng 455 tỉ VND, đạt 2,047 tỉ VND trong 1Q2023 do dòng tiền HĐKD đạt 1,239 tỉ (khoản phải trả tăng 1,006 tỉ VND) và (2) lợi suất đầu tư tài chính (bao gồm tiền gửi tiết kiệm và cho vay) đang ở mức cao (13%/năm).

Biểu đồ 6. Thay đổi vốn lưu động của CTD qua các giai đoạn



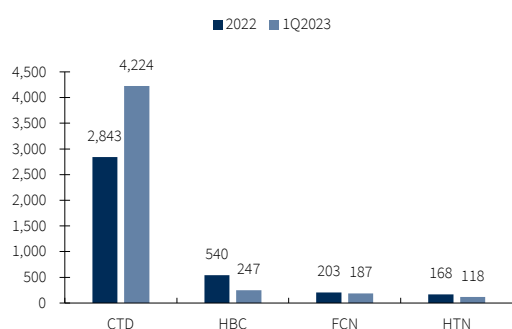
Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Lượng tiền mặt lớn giúp CTD nâng cao khả năng cạnh tranh khi đấu thầu dự án với điều khoản thanh toán linh hoạt hơn trong bối cảnh thị trường còn nhiều khó khăn

Chúng tôi cho rằng CTD sẽ có lợi thế cạnh tranh trong bối cảnh hiện tại khi ngành Xây dựng bị ảnh hưởng bởi các khó khăn liên quan tới dòng tiền và nguồn vốn của các doanh nghiệp Bất động sản. Cụ thể, với lượng tiền mặt lớn, được cải thiện trong 2 quý gần đây (4,224 tỉ VND ở Tiền và Đầu tư ngắn hạn tại 1Q2023), CTD sẽ có thêm dư địa để cân đối công nợ của các nhà thầu phụ, từ đó có thể đưa ra những điều khoản thanh toán phù hợp hơn với Chủ đầu tư (có thể trả sau cộng kèm lãi suất) trong bối cảnh hiện tại.

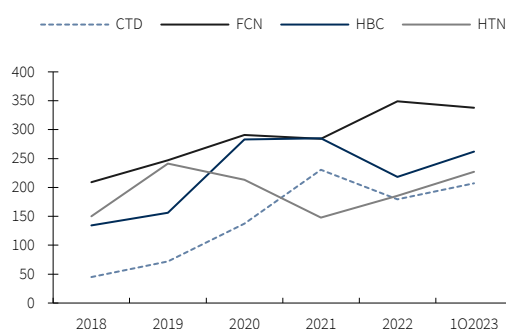
Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng CTD có thể tiếp tục duy trì hoạt động quản lý vốn lưu động hiệu quả khi tăng tỉ trọng backlog các dự án Nhà xưởng, Khu công nghiệp có vốn của các doanh nghiệp FDI lớn, duy trì dòng tiền mạnh, đảm bảo công tác thu hồi công nợ.

Biểu đồ 7. Tiền mặt 1Q2023 các doanh nghiệp Xây dựng



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 8. Vòng quay tiền của các doanh nghiệp Xây dựng



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

Định giá

Bảng 2: Dự phóng KQKD 2023 và 2024

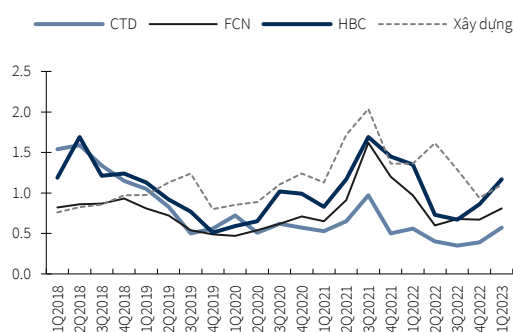
	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	14,537	18,975	31%	20.089	6%	Trong kịch bản Cơ sở, chúng tôi kỳ vọng CTD có thể đạt được giá trị hợp đồng ký mới trong 2023 là 17,500 tỉ (đã bao gồm giai đoạn 1 của dự án Lego là 8,500 tỉ) và backlog 2024 ước tính đạt 15,500.
Giá vốn hàng bán	14,050	18,254	30%	19,325	6%	
Lãi gộp	487	721	48%	763	6%	Chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp được cải thiện nhờ định hướng tập trung vào các dự án xây dựng Nhà xưởng, Khu công nghiệp có biên lãi gộp tốt hơn
Thu nhập tài chính	381	333	-12%	365	9%	
Chi phí tài chính	163	70	-57%	50	-29%	Chi phí tài chính 2022 tăng vọt do CTD trích lập dự phòng giảm giá các khoản đầu tư
Chi phí lãi vay	79	70	-12%	50	-29%	Chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay giảm 12% chủ yếu tới từ chi phí trả lãi cho khoản huy động trái phiếu 500 tỉ từ 1Q2022
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	24	23	-3%	0		
Chi phí SG&A	735	474	-35%	502	6%	Chi phí hoạt động 2023 giảm 35% nhờ giảm trích lập dự phòng
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	54	487		576	18%	
Thu nhập khác, ròng	88	1	-100%	0		
LNTT	35	485	1294%	576	19%	
Chi phí thuế	14	105	661%	127	19%	
Lợi nhuận sau thuế	21	379	1728%	449	19%	

Khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu CTD với mức giá mục tiêu là **73,000 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi cho rằng tiềm năng của CTD trong ngắn hạn đã được phản ánh khá nhiều vào giá cổ phiếu, do đó, chúng tôi định giá CTD áp dụng với tầm nhìn 1 năm, dựa theo 2 phương pháp P/E và P/B để xác định giá trị phù hợp của Cotecons dựa theo KQKD của năm 2024. Với P/E và P/B mục tiêu lần lượt là 10x và 0.8x, chúng tôi xác định giá trị phù hợp của CTD là 73,000 VND/cổ phiếu (tương đương với mức upside 13% so với giá đóng cửa ngày 24/05/2023).

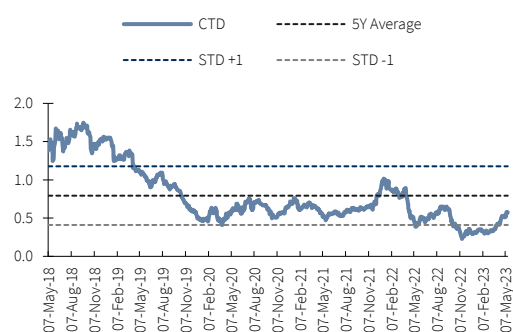
Đồng thời, khi áp dụng phương pháp Net – Net, chúng tôi nhận thấy giá trị vốn hóa của CTD tại ngày 24/05/2023 (đạt 4,730 tỉ VND) đang thấp hơn giá trị ròng của Tài sản ngắn hạn và Nợ phải trả của doanh nghiệp tại 1Q2023 (6,783 tỉ VND, cũng cho thấy sức hấp dẫn của CTD trong trung và dài hạn.

Biểu đồ 9. So sánh P/B với các DN trong ngành



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10. Định giá P/B của CTD



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyền – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

