

CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 100.100)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTD với **giá mục tiêu 100.100 đồng** trên cơ sở: (i) là DN có tốc độ tăng trưởng cao và bền vững cùng với sức khỏe tài chính lành mạnh so với bình quân ngành, (ii) thị trường bất động sản duy trì tăng trưởng khả quan trước tình hình vĩ mô thuận lợi, (iii) Bất đồng trong nội bộ đội ngũ lãnh đạo được giải quyết giúp quản trị DN dần ổn định giúp quản trị dòng tiền được cải thiện.

Tiêu điểm đầu tư

- **Thị trường bất động sản duy trì tăng trưởng khả quan trong bối cảnh tình hình vĩ mô thuận lợi** khi (i) dịch bệnh được kiểm soát tốt, (ii) chính sách đẩy mạnh đầu tư công & cơ sở hạ tầng thúc đẩy tốc độ đô thị hóa, (iii) hỗ trợ quá trình phê duyệt dự án theo Nghị định 163/NĐ-CP, theo đó các dự án được chấp thuận đầu tư theo Luật đầu tư 2014 hoặc/và Luật nhà ở 2014 sẽ không cần phải xin chấp thuận đầu tư theo Nghị định 13/2013/NĐ-CP.

- **Quản trị doanh nghiệp dần ổn định sau những bất đồng trong nội bộ đội ngũ lãnh đạo.** Câu chuyện xung đột lợi ích tại CTD đã kết thúc với việc Cựu Chủ tịch HĐQT cùng một số thành viên BLĐ cấp cao rời khỏi DN, thay vào đó là đội ngũ HĐQT mới với đại diện đến từ Kusto Việt Nam và The8th PTE, vốn là 2 cổ đông lớn của CTD (sở hữu tương ứng 17,55% và 10,42% cổ phần CTD).

Sau giai đoạn kinh doanh khó khăn trong năm 2019 do những vướng mắc về quản trị doanh nghiệp, chúng tôi hy vọng rằng trong giai đoạn sắp tới, khi đội ngũ lãnh đạo mới tiếp quản, DN sẽ dần hồi phục mặc dù việc mở rộng giá trị hợp đồng mới có thể sẽ gặp khó khăn trong giai đoạn đầu.

- **Tốc độ tăng trưởng cao và bền vững so với các DN trong ngành.** Trong giai đoạn 2015-2019, CTD chứng kiến tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân năm khoảng 25% và lãi ròng 17%. ROE mặc dù giảm trong năm 2019 do những bất ổn về quản trị doanh nghiệp nhưng vẫn ở mức khá và cao hơn các DN trong ngành (HBC, VC1, VCC...).

- **Sức khỏe tài chính lành mạnh song hành với sự cải thiện về dòng tiền.** CTD là DN xây dựng có tiềm lực tài chính mạnh và tự chủ cao về vốn. DN không phát sinh nợ vay trong nhiều năm. Chúng tôi cũng nhận thấy khả năng quản lý dòng tiền của DN đang chứng kiến tốt dần lên trong thời gian gần đây với mức thâm hụt giảm dần so với giai đoạn 2018-2019.



Ngày báo cáo	29/12/2020
Giá hiện tại	VND 79.500
Giá mục tiêu	VND 100.100
Upside	25,9%
Lợi tức	3,8%
Tổng mức sinh lời	29,7%
Vốn hóa thị trường	5.773 Tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 43.300
	VND 81.400
KLGD bình quân	1.177.152 CP
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	45,99%

Chi tiêu	Đơn vị	FY17	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Doanh thu thuần	Tỷ VND	27.153	28.561	23.733	14.325	12.544
Biên LN gộp	%	7,4	6,4	4,4	6,0	6,5
LN trước thuế	Tỷ VND	2.061	1.873	891	626	759
Lãi ròng	Tỷ VND	1.653	1.510	711	501	607
EPS	VND	20.377	18.328	8.859	6.237	7.563
BVPS	VND	94.829	99.381	110.393	111.561	119.521
P/E forward	Lần				11,4	9,4
P/B forward	Lần				0,6	0,6

(Nguồn: MBS Research)

CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD)



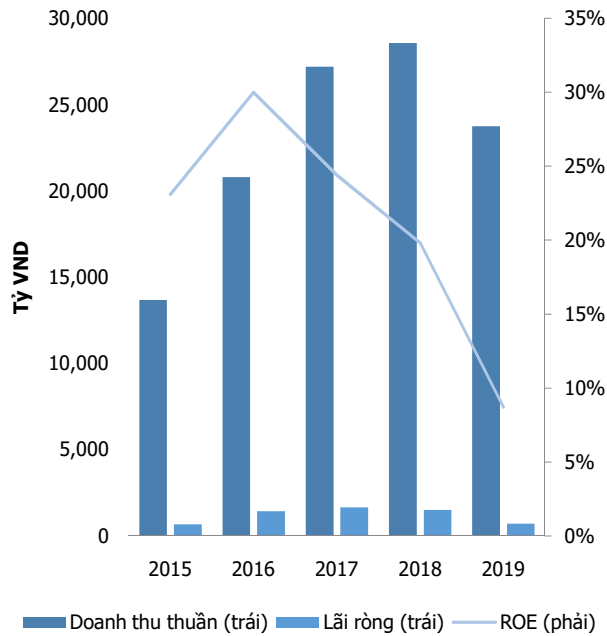
(MUA; Giá mục tiêu: VND 100.100)

Doanh thu giảm trong năm 2019 do những bất ổn về quản trị doanh nghiệp nhưng vẫn đạt mức tăng trưởng CAGR 25% trong giai đoạn 2015-2019...

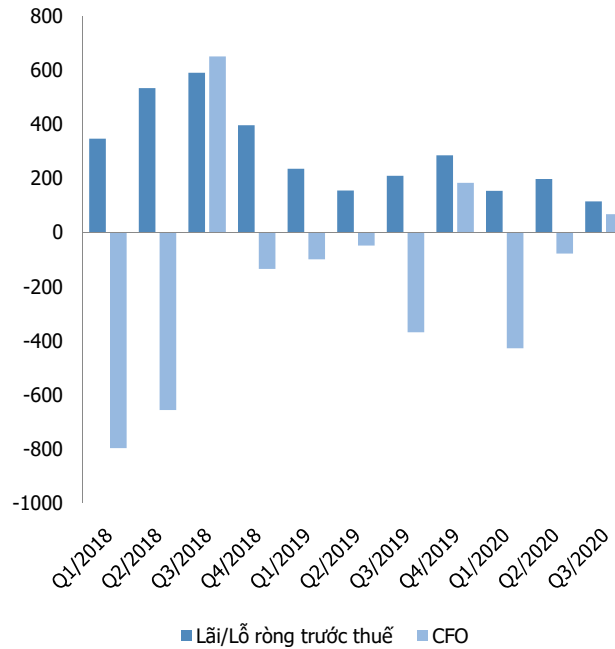
... Quản trị dòng tiền đang chứng kiến cải thiện trong năm 2020 với thâm hụt dòng tiền từ HĐKD giảm dần

CTD sở hữu dòng tiền tự do lớn hơn so với các DN trong ngành, trong khi đó DN cũng k phát sinh nợ vay trong nhiều năm liên tiếp. ROE mặc dù giảm trong 2 năm gần đây nhưng vẫn cao hơn 1 số DN trong ngành (HBC, VC1, VCC...)

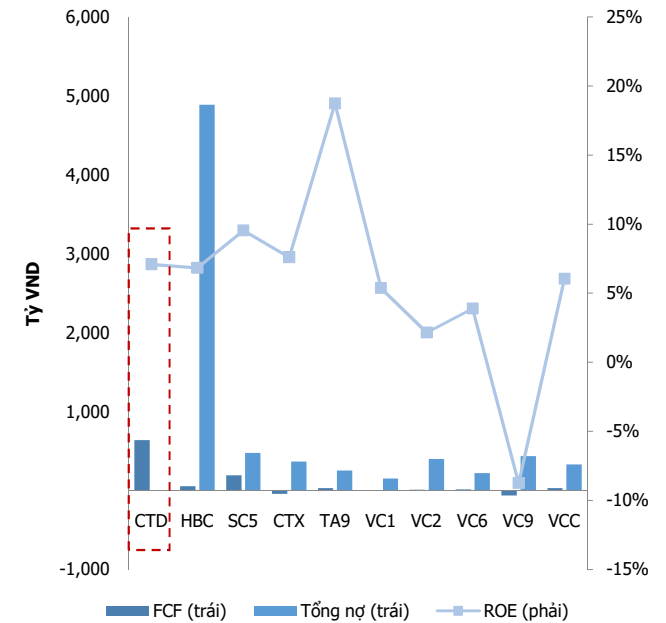
KQKD của Coteccons theo năm



Biến động lưu chuyển tiền từ HĐKD theo quý



So sánh tình hình tài chính DN trong ngành

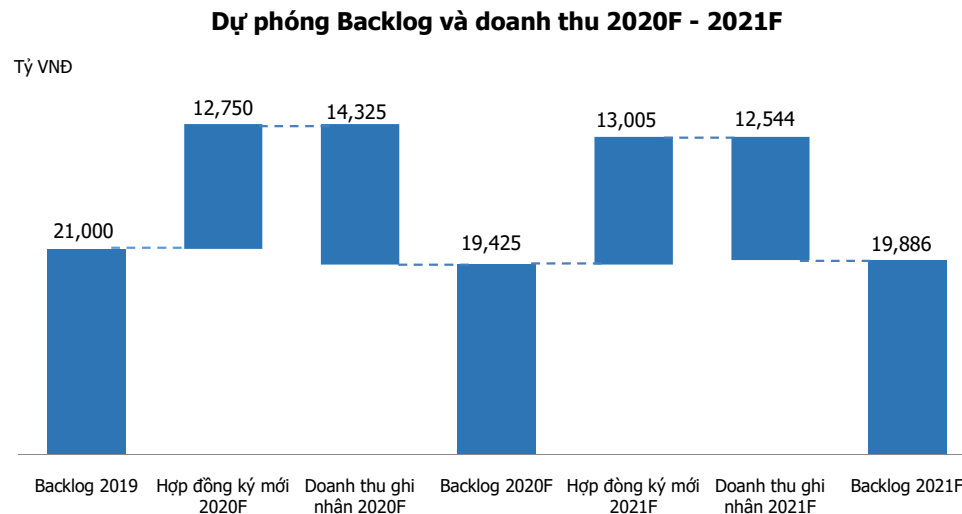


(MUA; Giá mục tiêu: VND 100.100)

Mô hình dự phóng

Năm 2020, doanh thu và lãi ròng ước đạt tương ứng 14.325 tỷ đồng và 501 tỷ đồng, giảm tương ứng 40% và 30% n/n. Chúng tôi giả định giá trị hợp đồng ký mới giảm 15% so với cùng kỳ trước tác động của dịch Covid-19 trong nửa đầu năm và đợt tái bùng phát vào tháng 8. Tỷ lệ doanh thu ghi nhận từ hợp đồng ký mới khoảng 30% trong khi 50% giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2019 được ghi nhận trong năm 2020. Chi phí quản lý DN/doanh thu năm 2020 tăng mạnh so với năm 2019, ước tính khoảng 2,9%.

Năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ giảm 12% n/n nhưng lợi nhuận tăng 21% n/n trên cơ sở giả định: (i) giá trị hợp đồng ký mới tăng 2% n/n nhờ thị trường bất động sản khả quan tuy nhiên sẽ khó khăn trong việc tìm kiếm hợp đồng ký mới do thay đổi đội ngũ quản trị, (ii) 70% giá trị hợp đồng chuyển tiếp và ~40% giá trị hợp đồng ký mới được ghi nhận doanh thu trong năm 2021, (iii) chi phí QLDN/doanh thu quay trở lại mức bình quân 3 năm 2017-2019 với 1,7% khi đội ngũ BLĐ đã ổn định, và (iv) biên LN gộp duy trì 6%.



(Nguồn: CTD, MBS Research)

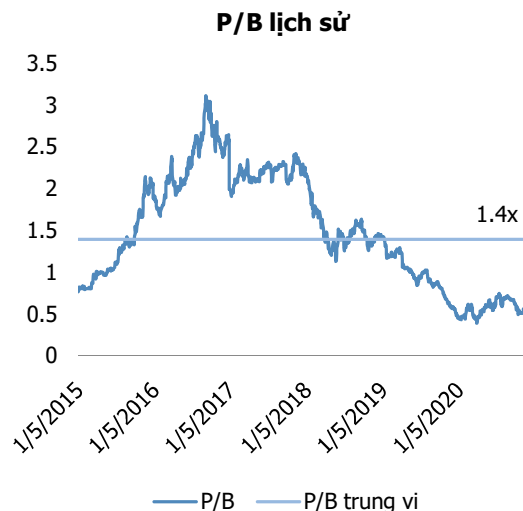
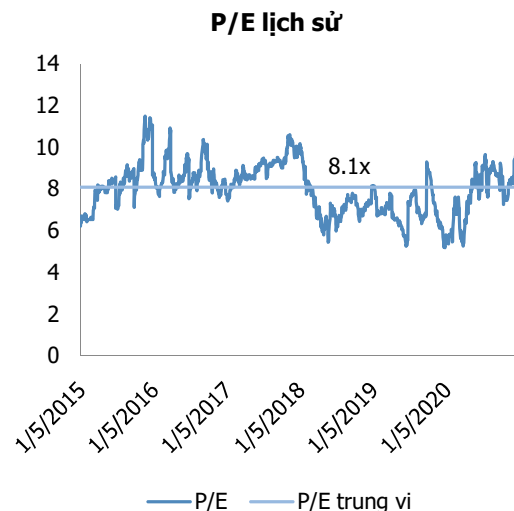
CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 100.100)

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của CTD vào khoảng VND 100.100** dựa trên kết hợp 2 phương pháp so sánh P/E và P/B. Mức P/E và P/B mục tiêu được xác định dựa trên mức trung vị của các DN hoạt động trong cùng lĩnh vực trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 25% đối với mức P/E và P/B trung vị do (i) quy mô của CTD nhỏ hơn so với bình quân ngành trong khu vực, và (ii) Ban điều hành mới cần thời gian để chứng tỏ hiệu quả hoạt động.

Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 13,2 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 7.563).



So sánh P/E và P/B các DN cùng khu vực

Công ty	Vốn hóa (Tỷ VND)	BF P/E	LF P/BV
Rail Vikas Nigam Ltd	15.511	5,84x	1,12x
IRB Infrastructure Developers	12.160	17,83x	0,59x
NCC Ltd/India	10.857	11,74x	0,69x
Centratama Telekomunikasi Indo	7.340	--	1,79x
Poten Environment Group Co Ltd	7.872	--	2,47x
Qilu Expressway Co Ltd	10.440	--	0,82x
Chengdu Xinzhu Road&Bridge Mac	12.916	--	1,41x
Beijing Urban Construction Des	7.804	2,51x	0,43x
Chengdu Expressway Co Ltd	9.879	--	0,85x
Jilin Expressway Co Ltd	11.075	--	0,85x
Hangzhou Freely Communication	8.727	25,39x	3,58x
KNR Constructions Ltd	14.552	16,09x	2,62x
Chengdu Road & Bridge Engineer	10.509	--	1,01x
Kalpataru Power Transmission L	14.778	10,42x	1,36x
Bali Towerindo Sentra Tbk PT	5.177	--	1,53x
Shanxi Road & Bridge Co Ltd	5.806	--	1,45x
Zhejiang Reclaim Construction	8.050	--	0,63x
Haibo Heavy Engineering Scienc	6.501	--	2,35x
Solusi Tunas Pratama Tbk PT	7.624	--	--
Trung vị		11,74x	1,24x

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**