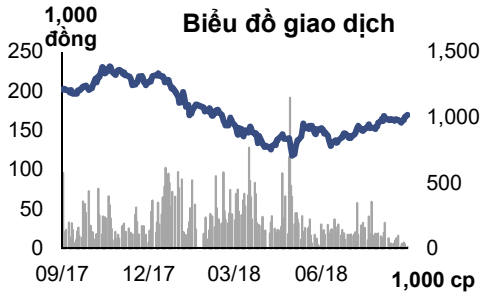
BÁO CÁO CẬP NHẬT
24/09/2018

truefriend KIS CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam

CTD (HSX) Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (HSX: CTD)

Đánh giá	TĂNG TỶ TRỌNG
	Xây dựng
Giá thị trường (VND):	**169,800**
Giá mục tiêu (VND) :	**192,000**
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	*14%*
Suất sinh lợi cổ tức:	*3%*
Suất sinh lợi bình quân năm:	**17%**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-23%	6%	13%	-17%
Tương đối	-27%	3%	9%	-45%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê 24/09/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	118.1k-231.4k
SL lưu hành (triệu cp)	78
Vốn hóa (tỷ đồng)	13,293
Vốn hóa (triệu USD)	570
% khối ngoại sở hữu	44%
SL cp tự do (triệu cp)	68
KLGD TB 3 tháng (cp)	168,909
VND/USD	23,320
Index: VNIndex / HNX	1,011/116

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 24/09/2018

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	4.9%
Kustocem Pte, LTd	17.8%
Công ty Thành Công	14.3%

Nguồn: Bloomberg

Trần Thị Ngọc Mai
(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1450
mai.tt@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Đẩy mạnh hoạt động M&A. CTD dự kiến sẽ sát nhập 5 công ty trong đó có 2 công ty về xây dựng với quy mô vừa và nhỏ, 1 công ty sản xuất nhôm kính, 1 công ty thiết kế nội thất và 1 công ty kinh doanh vật tư.
- CTD dự kiến sẽ sát nhập với Ricons vào cuối năm 2018 hoặc đầu năm 2019. Nếu như việc sát nhập được hoàn thành, nguồn lực tập trung và doanh thu của CTD có thể đạt 3 tỷ USD vào năm 2020.
- 1H2018, CTD ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 12,613 tỷ (+20%YoY) và 718 tỷ (+1% YoY). Như vậy, CTD đã hoàn thành được 45% kế hoạch doanh thu và 48% kế hoạch lợi nhuận đã đặt ra tại AGM 2018.
- Năm 2018, Kế hoạch chững lại với doanh thu và lợi nhuận sau thuế đặt ra lần lượt là 28,000 tỷ (+3.1%YoY) và 1,500 tỷ (-9.2%YoY).

Rủi ro:

- Triển vọng thị trường xây dựng có xu hướng chậm lại khi Nhà nước hạn chế dòng tín dụng vào bất động sản.
- Cạnh tranh càng ngày càng gay gắt.
- Lo ngại về tốc độ tăng trưởng chậm lại. Biên lãi ròng cũng sẽ giảm so với năm trước. Lãi gộp giảm thấp nhất kể từ 2015.

Định giá:

- Chúng tôi định giá CTD ở mức 192,000 đ/cp tại cuối 2019. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 17% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức 3%) so với giá thị trường là 169,800 đồng/cổ phiếu. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	20,783	27,153	28,060	29,449
Tăng trưởng (%)	*52%*	*31%*	*3%*	*5%*
LNST (tỷ đồng)	1,422	1,653	1,489	1,576
Tăng trưởng (%)	*94%*	*16%*	*-10%*	*6%*
SLCP lưu hành (triệu cp)	77	77	78	78
EPS (hiệu chỉnh, VND)	16,925	19,022	18,140	19,193
Tăng trưởng (%)	*116%*	*12%*	*-5%*	*6%*
ROE (%)	30%	24%	19%	18%
Nợ ròng/VCSH (%)	-75%	-79%	-82%	-84%
PE (x)	10.0	8.9	9.3	8.8
PB (x)	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	5.48	4.35	4.12	3.14
Cổ tức (VND)	5,500	5,000	5,000	5,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%

1. Kết quả kinh doanh 1H2018

Theo báo cáo hợp nhất đã được soát xét Quý 2/2018, CTD ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 12,613 tỷ (+20%YoY) và 718 tỷ (+1% YoY). Như vậy, CTD đã hoàn thành được 45% kế hoạch doanh thu và 48% kế hoạch lợi nhuận đã đặt ra tại AGM 2018.

Tổng hợp số liệu từ Bloomberg về các doanh nghiệp trong ngành xây dựng trên sàn chứng khoán (ngoại trừ UpCOM) cho thấy rằng: 1H2018, doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng trên sàn chứng khoán tăng lần lượt là 14%YoY và 28%YoY. Như vậy, CTD có mức tăng trưởng doanh thu khá ấn tượng trong 6T2018, nhưng lợi nhuận dường như không tăng.

Biên lãi gộp/ biên lãi ròng đều giảm so cùng kỳ

So với cùng kỳ năm trước, doanh thu tăng 20% nhưng lợi nhận sau thuế chỉ tăng 1%. Đáng kể là sự sụt giảm của biên lãi gộp tới mức thấp nhất kể từ năm 2014 tới nay, xuống 6.7% (so với 8.4% tại 6T2017). Biên lãi ròng từ 6.8% tại 6T2017 xuống 5.7%. Sự sụt giảm này đến từ các lý do đã đề cập tại báo cáo cập nhật quý 1/2018, như cạnh tranh gay gắt, giá nguyên vật liệu tăng, chi phí nhân công tăng và khó có thể duy trì giá trị các hợp đồng ký mới cao hơn năm trước.

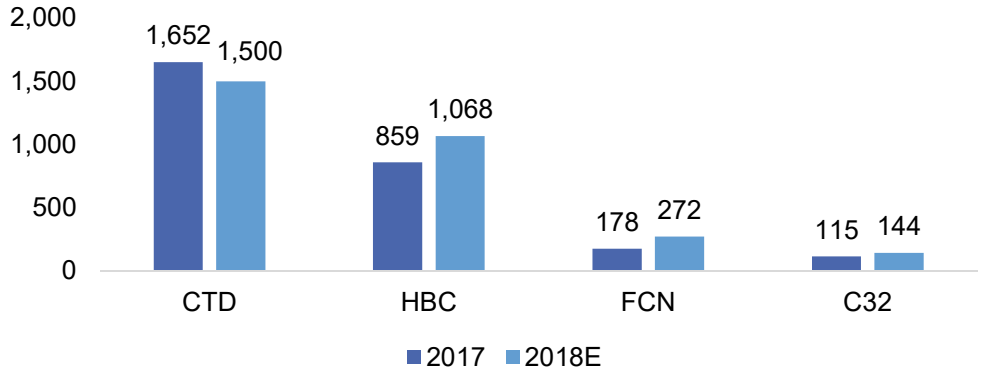
Dưới đây là một số chỉ tiêu so sánh qua các năm của CTD:

Đơn vị: tỷ VND	2014	2015	2016	2017	1H2017	1H2018
Doanh thu	7,634	13,669	20,783	27,153	10,547	12,613
Biên lãi gộp	7.3%	8.1%	8.7%	7.4%	8.3%	6.7%
EBIT/Doanh thu	6.1%	6.8%	8.5%	7.6%	8.5%	7.0%
EBITDA/Doanh thu	6.4%	7.0%	8.6%	7.8%	8.8%	7.4%
Biên lãi ròng	4.7%	5.4%	6.8%	6.1%	6.8%	5.7%

Nguồn: CTD, KISVN

Giá nguyên vật liệu, hay chi phí nhân công tăng là những lý do khách quan ảnh hưởng tới lợi nhuận của tất cả các doanh nghiệp cùng ngành, không riêng mỗi CTD. Bởi đối với ngành xây dựng, nguyên vật liệu chiếm tới 60-70% giá vốn, chi phí nhân công từ 10%-20% trong giá vốn. Tuy vậy, các doanh nghiệp trong ngành đều có những kế hoạch kinh doanh tăng trưởng khá tốt trong 2018. Riêng CTD đưa ra kế hoạch thận trọng với mức lợi nhuận giảm 9.2% so với năm trước đạt 1,500 tỷ.

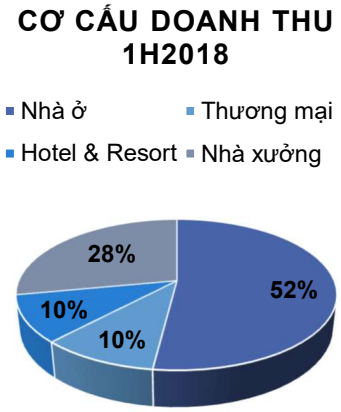
Kế hoạch lợi nhuận của một số công ty xây dựng



Nếu loại bỏ những yêu tố khác quan trên (vì đều ảnh hưởng đối với tất cả các công ty), thì chúng tôi cho rằng, vấn đề mà CTD quan ngại là sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của các đối thủ, cùng với việc giải quyết câu chuyện sát nhập Ricons và các công ty thành viên để tối đa hóa được lợi nhuận.

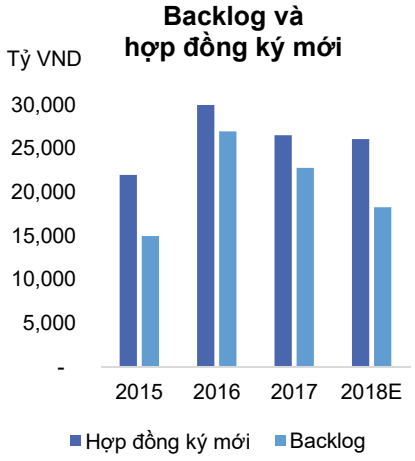
Sự chuyển dịch trong cơ cấu doanh thu

Cơ cấu doanh thu 1H2018 chủ yếu cũng đến từ nhà ở chung cư, biệt thự. So với cùng kỳ năm trước, thì tỷ trọng này đã sụt giảm từ 70% xuống còn 52%, trong khi đó hoạt động xây dựng trung tâm thương mại tăng từ 10% lên 14%, đặc biệt, hoạt động nhà xưởng có mức tăng ấn tượng từ 10% lên 28%.



Sự dịch chuyển trong cơ cấu doanh thu phần nào phản ánh được một phần xu hướng, triển vọng của ngành xây dựng nói riêng hay bất động sản nói chung. Khi thời gian gần đây, một số nhà đầu tư quan ngại về chu kỳ bất động sản. Theo CBRE, lượng mở bán chính thức của căn hộ, biệt thự/nhà phố trong quý 2/2018 trầm lắng hơn, lượng mở bán 6T2018 chỉ cao hơn 5% so với cùng kỳ.

Về số lượng hợp đồng ký mới 6T2018 đạt 13,856 tỷ, giảm so với cùng kỳ, backlog 2017 chuyển qua năm 2018 là 22,802 tỷ.



STT	Nội dung	Số tiền (tỷ đồng)
1	Backlog 2017 chuyển qua	22,802
2	Các hợp đồng mới ký 6T2018	13,856
3	Doanh thu 1H2018	12,613

Nguồn: CTD, KISVN

2. Triển vọng năm 2018

Như đã đề cập tại báo cáo cập nhật quý 1/2018, CTD đặt kế hoạch 2018 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 28,000 tỷ (+3.2% YoY), và 1,500 tỷ (-9% YoY). Một kết quả kinh doanh dường như không tăng trưởng.

M&A sẽ là câu chuyện trong thời gian tới. Với dự kiến sát nhập 5 công ty trong đó gồm: 2 công ty về xây dựng với quy mô vừa và nhỏ, 1 công ty sản xuất nhôm kính, 1 công ty thiết kế nội thất và 1 công ty kinh doanh vật tư.

STT	Công ty mục tiêu	Doanh thu dự kiến 2018 (VND bn)
1	Mid-scale construction company (Ricos)	12,000
2	Mid- & Smaill scale construction company	5,000
3	Aluminum Glass Manufacturer	2,000
4	Interior Design & Furniture Company	1,000
5	Material Trading company	500
	Tổng	**20,500**

Kế hoạch sát nhập Ricons vào cuối năm 2018 hoặc đầu năm 2019 theo chia sẽ từ analyst meeting vừa qua có thể thông qua bằng hoán đổi cổ phiếu hoặc bằng tiền. Nếu như việc sát nhập thành công, thì doanh thu của CTD có thể đạt 3 tỷ USD vào năm 2020.

3. Định giá và dự phóng

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh 2018, 2019 dựa trên giá trị hợp đồng mới ký và backlog qua các năm với triển vọng thị trường xây dựng chậm lại và không tính tới yếu tố sát nhập các công ty thành viên.

Đơn vị: tỷ VND	2016	2017	2018E	2019E
Hợp đồng ký mới	32,000	26,564	26,129	36,581
Backlog chuyển qua các năm sau	31,100	37,702	27,122	20,844
Tỷ lệ ghi nhận DT các hợp đồng chuyển tiếp	54%	53%	60%	60%
Doanh thu từ các hợp đồng ký 2015 chuyển tiếp	11,000	4,100	-	-
Doanh thu từ các hợp đồng ký 2016 chuyển tiếp		16,200	6,480	4,320
Doanh thu từ các hợp đồng ký 2017 chuyển tiếp	-	-	13,681	6,567
Doanh thu từ hợp đồng ký mới 2018	-	-	7,839	-
Doanh thu từ các hợp đồng ký 2018 chuyển tiếp	-	-	-	7,525
Doanh thu từ hợp đồng ký mới 2019	-	-	-	10,974
Tổng doanh thu	**20,781**	**27,153**	**28,000**	**29,387**

Một số giả thiết cho dự phóng trên:

- *Doanh thu 2018 kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ là 28,000 tỷ đồng, trong đó bao gồm (1) 60% doanh thu của các hợp đồng chuyển tiếp ký kết trong 2017, tương đương 13,681 tỷ đồng; (2) các hợp đồng ký kết trong 2016 chuyển qua chúng tôi ước tính ghi nhận doanh thu khoảng 6,480 tỷ đồng và (3) Phần còn lại khoảng 7,839 tỷ doanh thu đến từ các hợp đồng ký mới trong 2018 có tổng giá trị khoảng 26,129 tỷ đồng.*
- *Các hợp đồng ký mới năm 2019 chúng tôi giả định tăng 40% so với năm 2018. Doanh thu 2019 gồm 70% đến từ các backlog cuối năm 2018 và 30% từ các hợp đồng ký mới.*

Dựa trên các dự phóng trên, chúng tôi định giá CTD bằng phương pháp P/E. Với mức P/E trung bình 1 năm gần đây của CTD là 10x, giá cổ phiếu ước tính khoảng **192,000** đồng vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận kỳ vọng đạt 17**%** so với mức giá hiện tại là 169,800 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG.**

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH CTD			Vốn hóa: 13,145 tỷ VND	
Đvị: Tỷ đồng	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**
Doanh thu thuần	20,783	27,153	28,060	29,449
Tăng trưởng (%)	*52%*	*31%*	*3%*	*5%*
Xây dựng	*20,550*	*27,095*	*28,000*	*29,387*
Bán nguyên vật liệu	*130*	*33*	*30*	*31*
Cho thuê	*101*	*24*	*30*	*31*
Khác	-	*1*	-	-
GVHB	18,983	25,137	26,180	27,475
Biên LN gộp (%)	*8.7%*	*7.4%*	*6.7%*	*6.7%*
Chi phí BH & QLDN	299	395	449	471
EBITDA	1,554	1,701	1,534	1,631
Biên lợi nhuận (%)	*7.5%*	*6.3%*	*5.5%*	*5.5%*
Khấu hao	54	79	103	129
Lợi nhuận từ HĐKD	1,500	1,622	1,431	1,502
Biên LN HĐKD (%)	*7.2%*	*6.0%*	*5.1%*	*5.1%*
Chi phí lãi vay ròng	-156	-324	-335	-351
Khả năng trả lãi	-9.6	-5.0	*-4.3*	*-4.3*
Lãi/lỗ khác	107	115	96	116
Lãi/lỗ hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình	*21*	*29*	*25*	*25*
Lãi/lỗ hoàn nhập chi phí phải trả	*20*	*25*	*17*	*21*
Thuế	341	408	372	394
Thuế suất hiệu dụng (%)	*19%*	*20%*	*20%*	*20%*
Lợi nhuận ròng	1,422	1,653	1,489	1,576
Biên lợi nhuận (%)	*6.8%*	*6.1%*	*5.3%*	*5.4%*
LN cho công ty mẹ	1,422	1,653	1,489	1,576
Số lượng CP (triệu)	77	77	78	78
EPS hiệu chỉnh (VND)	16,925	19,022	18,140	19,193
Tăng EPS (%)	*116%*	*12%*	-5%	6%
Cổ tức (VND)	5,500	5,000	5,000	5,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	*32%*	*26%*	28%	26%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	*6.8*	*5.5*	5.5	5.5
Vòng quay HTK (x)	*9.7*	*10.6*	10.6	10.6
Vòng quay phải trả (x)	*3.8*	*3.6*	3.6	3.6
Thay đổi vốn lưu động	385	157	-108	11
Capex	183	206	236	260
Dòng tiền khác	-1,631	-132	0	0
Dòng tiền tự do	**2,539**	**1,501**	**1,464**	**1,434**
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	257	383	390	234
Thay đổi nợ ròng	-2,282	-1,118	-1,075	-1,201
Nợ ròng cuối năm	**-4,672**	**-5,790**	**-6,865**	**-8,066**
Giá trị doanh nghiệp (EV)	8,510	7,392	6,317	5,116
VCSH	**6,234**	**7,307**	**8,332**	**9,596**
Giá trị sổ sách/cp (VND)	80,904	94,830	106,827	123,031
Nợ ròng / VCSH (%)	*-75%*	*-79%*	-82%	-84%
Nợ ròng / EBITDA (x)	*-3.0*	*-3.4*	-4.5	-4.9
Tổng tài sản	**11,741**	**15,877**	**16,076**	**15,919**

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	30%	24%	19%	18%
ROA (%)	12%	10%	9%	10%
ROIC (%)	108%	91%	82%	86%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	10.0	8.9	9.3	8.8
PBR (x)	2.1	1.8	1.6	1.4
PSR (x)	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	5.5	4.3	4.1	3.1
EV/sales (x)	0.41	0.27	0.23	0.17
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*3.2%*	*2.9%*	*3.0%*	*3.0%*

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM
Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3974 4448
Fax: (+84 24) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên
Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đội lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.