



Bản tin đặc biệt dành cho nhà đầu tư
Ngày cập nhật: 13/12/2021



ĐÁNH GIÁ CỦA TRUNG TÂM TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Trong năm 2020, CTD trải qua thay đổi nhân sự quan trọng trong Hội đồng Quản trị và Ban lãnh đạo do tranh chấp giữa thành viên nội bộ và cổ đông lớn về Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Ricons. Dự án từ năm 2020 cùng với việc dịch bệnh diễn ra phức tạp tại Việt Nam gây ảnh hưởng không nhỏ đến tình hình kinh doanh của công ty trong năm 2021. Tuy nhiên bước sang năm 2022, khi bộ máy nhân sự tạm ổn định, chúng tôi kỳ vọng CTD tiếp tục quay lại quỹ đạo tăng trưởng nhờ: **(1) Triển vọng tích cực của ngành xây dựng trong trung-dài hạn; (2) Kết quả kinh doanh phục hồi từ mức nền thấp, giá trị hợp đồng ký mới cao, định giá hấp dẫn; (3) Bước đầu chuyển hướng sang mảng xây dựng cơ sở hạ tầng**

Tuy nhiên nhà đầu tư cũng nên lưu ý một số điểm tiêu cực như: **(1) Rủi ro nhân sự và cạnh tranh gay gắt trong ngành; (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu; (3) Rủi ro từ diễn biến phức tạp của dịch Covid-19.**

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

CTD là nhà thầu dân dụng hàng đầu Việt Nam với kinh nghiệm, uy tín và khả năng thiết kế - thi công đã được chứng minh qua nhiều siêu dự án như Masteri Thảo Điền (4.400 tỷ), The Gold View (3.000 tỷ), Landmark 81 (2.810 tỷ), Casino Nam Hội An (7.000 tỷ)... Với năng lực tài chính vững mạnh, đội ngũ kỹ sư tài huyết và các chuyên gia giàu kinh nghiệm, Coteccons là nhà thầu được các Chủ đầu tư trong và ngoài nước tín nhiệm.

PHẠM VIỆT DUY TRUNG TÂM TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Email: duy.phamviet@vndirect.com.vn



ĐIỂM TÍCH CỰC

01 TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC CỦA NGÀNH XÂY DỰNG TRONG TRUNG DÀI HẠN

Thị trường Bất động sản sẽ phục hồi từ quý 4/2021 do: (1) Nguồn cung đất nền sau dịch bật lên sau khoảng thời gian dài giãn cách. Theo CBRE dự báo, năm 2022, tại Hà Nội nguồn cung mới và số căn nhà bán được dự báo tăng lần lượt ở mức 42% và 44% YoY, đạt khoảng 25 nghìn và 26 nghìn căn hộ. Trong khi tại Tp.HCM, trên mức nền thấp 2021, nguồn cung mới và số căn nhà bán ước tính lần lượt tăng 64% và 67% YoY, đạt khoảng 23 nghìn và 20 nghìn căn hộ vào năm 2022. (2) Môi trường lãi suất thấp thúc đẩy nhu cầu vay vốn mua nhà hoặc đầu tư BĐS. Năm 2022, dự báo mất bằng lãi suất Việt Nam tiếp tục duy trì ở mức thấp nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng và các gói tín dụng ưu đãi của ngân hàng, tạo điều kiện cho hoạt động cho vay BĐS.

Các nút thắt trong đầu tư công sẽ được giải khai vào năm 2022: Tổng giá trị ngân sách tư công sẽ được duyệt kỹ kế 11 tháng đầu năm 2021 mới đạt 63,85% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao (tương đương với trên 294.589 tỷ đồng đã được giải ngân, thấp hơn so với cùng kỳ năm 2020 (71,22%). Dưới áp lực của dịch COVID-19 tác động lên tăng trưởng kinh tế, chúng tôi tin rằng giá trị giải ngân đầu tư công sẽ có sự cải thiện rõ rệt đáng kể trong năm 2022 nhằm hỗ trợ đà tăng trưởng. Dự kiến tổng số vốn ngân sách Nhà nước đầu tư trong giai đoạn 2021 – 2025 là 2.87 triệu tỷ đồng. Số vốn bố trí bình quân cho 1 dự án là 210.4 tỷ đồng, cao gấp 2.4 lần trong giai đoạn 2016 – 2020.

Hình 1: Nguồn cung mới được kỳ vọng hồi phục tại TP HCM và Hà Nội từ 2022



ĐIỂM TIÊU CỰC

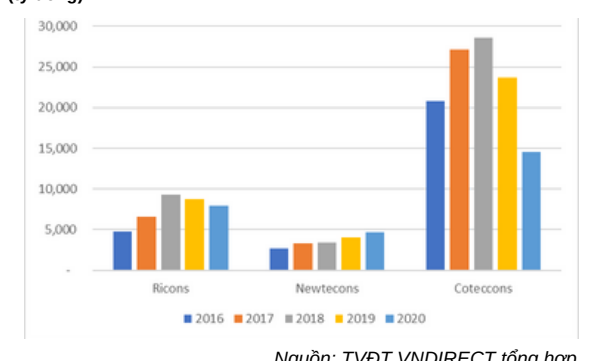
01 RỦI RO NHÂN SỰ VÀ CẠNH TRANH GAY GÁT TRONG NGÀNH

Tranh chấp tại CTD, dù mang lại một số thay đổi tích cực trong quản trị doanh nghiệp, đã khiến nhiều nhân sự cao cấp rời đi, bao gồm ông Nguyễn Bá Dương – người đã nắm vị trí Chủ tịch HĐQT trong 16 năm qua, và các nhân sự cao cấp khác. Không thể phủ nhận rằng, vị thế ngày nay của CTD có phần không nhỏ tới từ khả năng quản lý, kinh nghiệm trong ngành cũng như cống hiến nhiều thức xuất hiện trên vai trò Chủ tịch một công ty xây dựng mới là SOL E&C. Như vậy, ông Dương và các lãnh đạo khác ra đi không chỉ khiến nhiều vị trí chủ chốt tại CTD tạm thời bị bỏ trống (hiện công ty chưa bổ nhiệm Tổng Giám đốc) mà còn trở thành những đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong tương lai của doanh nghiệp.

Trong động thái mới nhất, CTD đã quyết định không ký hợp đồng mới hoặc dừng hợp đồng hiện hành với một loạt nhà thầu phụ, nhà cung cấp liên quan nhóm cựu lãnh đạo là ông Dương. Nguyên nhân do những đơn vị này đang mâu thuẫn lợi ích và là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với CTD cũng như công ty con là Unicons.

Để hạn chế rủi ro này trong tương lai và phục hồi sự tin tưởng của các cổ đông, CTD có thể (1) nhanh chóng bổ sung lãnh đạo có năng lực, kinh nghiệm để vận hành bộ máy CTD, (2) hạn chế các trường hợp có thể xảy ra xung đột lợi ích, và (3) tăng tính minh bạch và kịp thời trong công bố thông tin.

Hình 3: Doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng có gốc Coteccons (tỷ đồng)



Nguồn: TVBT VNDIRECT tổng hợp

02 KQKD PHỤC HỒI TỪ MỨC NỀN THẤP, GIÁ TRỊ HỢP ĐỒNG KÝ MỚI CAO, ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

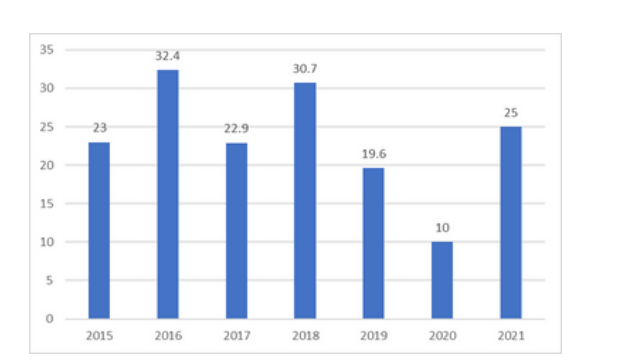
Tranh chấp nội bộ gây ảnh hưởng nặng nề đến kết quả kinh doanh giai đoạn 2020-2021. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng khó khăn của CTD sẽ được cải thiện trong thời gian tới dựa trên một số yếu tố:

Giá trị hợp đồng ký mới cao. Theo Ban lãnh đạo, tổng giá trị hợp đồng ký mới của CTD trong 2021 đạt khoảng 25 nghìn tỷ đồng, trong đó riêng quý 4 đạt mức 10 nghìn tỷ. Với lượng hợp đồng ký mới có giá trị cao này, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng 260% vào 2022 đạt 550 tỷ VND ứng với P/E ở mức 12.3 lần.

Năng lực BLĐ mới phần nào được chứng minh. Với lượng backlog mới, khách hàng là những cái tên mới như BIM, Ecopark, BW Industrial thay vì những cái tên quen thuộc như Vinhomes trước đây phần nào chứng minh được năng lực của BLĐ trong việc mang lại những hợp đồng giá trị cho CTD. Với danh tiếng và kinh nghiệm CTD đạt được trong quá khứ cùng với các mối quan hệ tốt từ Kusto group, chúng tôi tin rằng CTD vẫn là sự lựa chọn tốt đối với các chủ đầu tư, đặc biệt là các dự án vốn đầu tư nước ngoài, yêu cầu về mặt kỹ thuật cao.

Định giá hấp dẫn. Hiện tại CTD đang giao dịch ở vùng giá 90,000 VND/cp tương đương P/B trailing đạt 0.75x, thấp hơn so với mức trung bình P/B 5 năm của CTD là 1.3x cũng như tương quan so với các doanh nghiệp xây dựng cùng ngành như HBC (1.7x), CII (1.3x). Với vị thế đầu ngành cùng với triển vọng hồi phục mạnh mẽ trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng CTD xứng đáng có mức định giá cao hơn so với thời điểm hiện tại.

Hình 2: Giá trị hợp đồng ký mới (nghìn tỷ VND)



Nguồn: TVBT VNDIRECT Tổng hợp

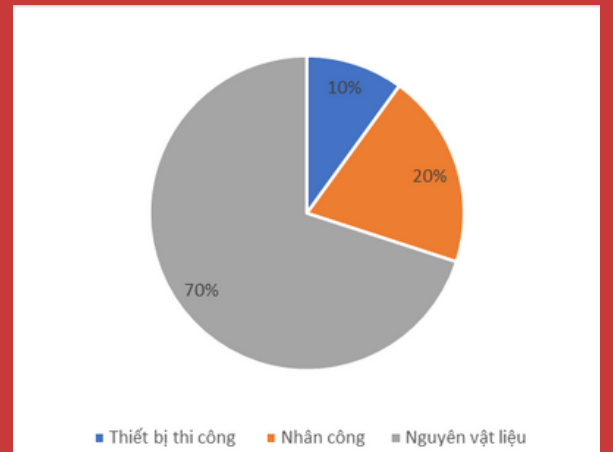
02 RỦI RO BIẾN ĐỘNG GIÁ NGUYÊN VẬT LIỆU

Do đặc thù ngành xây dựng, nguồn cung nguyên vật liệu thường phụ thuộc vào địa điểm và yêu cầu cụ thể của từng dự án – nghĩa là các nhà thầu đầu thầu tại một dự án với giải pháp thi công tương tự sẽ có chi phí và nguồn nhập nguyên vật liệu khác nhau. Qua đó khi chi phí nguyên vật liệu tăng cao thì biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây lắp cũng sẽ bị ảnh hưởng. Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu là rủi ro lớn nhất đối với nhà thầu xây dựng do nguyên vật liệu chiếm tới khoảng 70% chi phí xây dựng.

Rủi ro này càng quan trọng hơn đối với tổng thầu như CTD do (1) biên lợi nhuận gộp trung bình của CTD chỉ ở mức khoảng 7% trong 6 năm trở lại đây, và (2) rủi ro này tỷ lệ thuận với quy mô dự án, không chỉ do các dự án lớn có giá trị hợp đồng cao mà còn bởi thời gian thực hiện có thể kéo dài tới 02 – 03 năm.

Để hạn chế rủi ro này, CTD có thể (1) ký các hợp đồng theo đơn giá sửa đổi với khách hàng, (2) ký hợp đồng đơn giá cố định hoặc trọn gói với các nhà thầu phụ, và (3) đàm phán, ký kết hợp đồng mua nguyên vật liệu cho cả dự án với các nhà cung cấp.

Hình 4: Cơ cấu chi phí xây dựng



Nguồn: TVBT VNDIRECT Tổng hợp

03 BƯỚC ĐẦU CHUYỂN HƯỚNG SANG MẢNG XÂY DỰNG CƠ SỞ HẠ TẦNG

Chiến lược đa dạng hóa hoạt động kinh doanh giúp công ty không phụ thuộc vào vòng xoáy thị trường, chu kỳ tăng giảm của ngành bất động sản. Công ty hiện đang chú kỳ tăng hồ sơ xin phát hành 500 tỷ trái phiếu lên UBCK từ tháng 9.2021. Nguồn tiền này sẽ bổ sung giúp công ty tham gia các dự án năng lượng. Do chưa có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực này, chiến lược của CTD là sẽ chậm rãi tham gia vào từng mảng bằng cách trở thành các nhà thầu phụ đến nhà thầu tổng cho từng dự án. Mặc dù rào cản gia nhập ngành của mảng xây dựng cơ sở hạ tầng là cao hơn so với xây dựng dân dụng do đòi hỏi trình độ kỹ thuật cao, tuy nhiên với triển vọng đầu tư công tích cực cũng với thương hiệu và nguồn lực hiện có, chúng tôi kỳ vọng mảng xây dựng hạ tầng sẽ có những đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận của CTD trong dài hạn.

So với các đối thủ cùng ngành, CTD có bảng cân đối tài chính vững mạnh với cơ cấu Tổng công nợ/Vốn chủ sở hữu ở mức 57% và hoàn toàn không có nợ vay tại Q3.2021. Tiên, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn lên tới trên 2.990 tỷ đồng ~29% Tổng tài sản, nên việc phát hành trái phiếu không quá rủi ro. Đây được cho là bước chuẩn bị của doanh nghiệp trước khi bắt tay vào mở rộng hoạt động kinh doanh.

Khuyến cáo: Nội dung này được viết và phát hành bởi Trung tâm Tư vấn đầu tư – Công ty CP chứng khoán VNDIRECT. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư của CTCP Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong Báo cáo này. Nhà đầu tư nên có nhận định độc lập về thông tin trong Báo cáo này trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của công ty được đề cập trong Báo cáo.

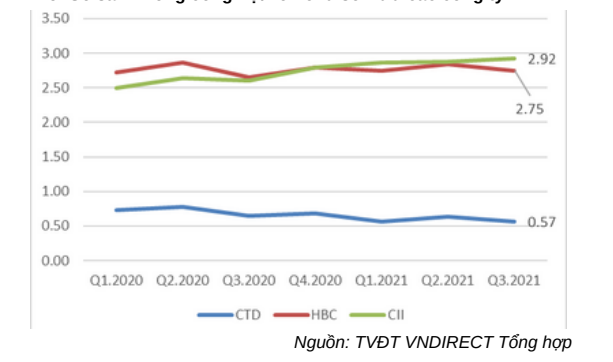
Tuyên bố về mâu thuẫn lợi ích: Chuyên viên phụ trách báo cáo này hiện không nắm giữ vị thế liên quan đến cổ phiếu CTD, không được hưởng lợi từ việc tăng, giảm giá của cổ phiếu.

03 RỦI RO DIỄN BIẾN PHỨC TẠP CỦA DỊCH COVID-19.

Trong ngành xây dựng, ảnh hưởng của dịch tới xây dựng dân dụng cao hơn xây dựng cơ sở hạ tầng. Do đó, các tổng thầu dân dụng và công nghiệp sẽ có rủi ro cao hơn với các tổng thầu hạ tầng. Trong trường hợp dịch Covid-19 diễn biến xấu, CTD sẽ bị ảnh hưởng: (1) tiến độ thực hiện các hợp đồng bị trì hoãn do giãn cách xã hội; (2) chi phí trích lập dự phòng khoản phải thu tăng. Với tỷ lệ Phải thu ngắn hạn/Tài sản ngắn hạn ~ 53.4%, chất lượng các khoản phải thu là vấn đề cần theo dõi trong hoạt động kinh doanh của CTD, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế vẫn đang gặp khó khăn do ảnh hưởng của dịch bệnh.

Tuy nhiên đối với CTD, ảnh hưởng tiêu cực của rủi ro này được hạn chế bởi cơ cấu nguồn vốn không có nợ vay, đảm bảo CTD có đủ năng lực tài chính để vượt qua giai đoạn khó khăn trong dịch. Thêm nữa, tỷ lệ tiềm ẩn ở Việt Nam đã ở mức cao và Chính Phủ đã có kinh nghiệm đối phó với dịch, các chính sách sẽ hạn chế việc giãn cách xã hội để tránh ảnh hưởng đến sức khỏe nền kinh tế.

Hình 5: So sánh Tổng công nợ/Vốn chủ sở hữu các công ty



Nguồn: TVBT VNDIRECT Tổng hợp

Phạm Việt Duy - Chuyên viên tư vấn đầu tư
Email: duy.phamviet@vndirect.com.vn
Nguyễn Thị Quyên - Chuyên viên tư vấn đầu tư
Email: quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: 1900 54 54 09
Email: trungtamtuvandautu@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn