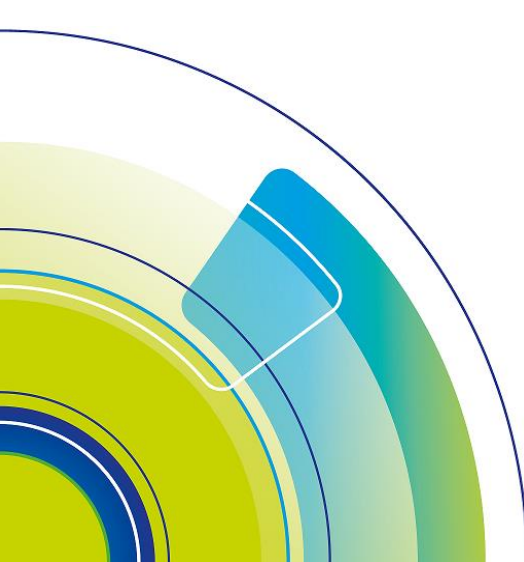




Cập Nhật CTD – MUA

Ngày 11/12/2017



Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: CTD

Xây dựng

Giá hiện tại (VND) **214.100**

Giá mục tiêu (VND) **247.095**

Tỷ lệ tăng giá 15,4%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,8%

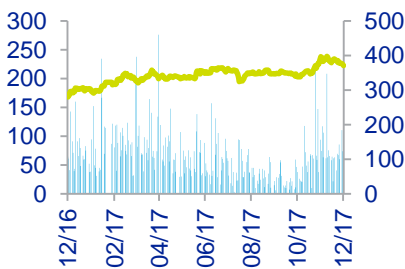
Tổng tỷ suất lợi nhuận **18,2%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	24,8	-6,5	6,9	35,6
Tương đối	-21,6	-18,3	-13,3	-14,6

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Kustocem Pte Ltd	18,06%
Cty TNHH KD&ĐT Thành Công	14,54%
Nguyễn Bá Dương (Chủ tịch)	4,71%

Thông kê

Mã Bloomberg	08/12/17	CTD VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	167.000 –	244.900
SL lưu hành (triệu cp)	77	
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.386	
Vốn hóa (triệu USD)	720	
Room khối ngoại còn lại (%)	0,02	
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	89	
KLGD TB 3 tháng (cp)	91.052	
VND/USD	22.750	
Index: VNIndex / HNX	940,16/113,81	

CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (CTD VN)

Chuyển giá mục tiêu qua năm 2018 và giữ khuyến nghị Mua

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục giảm do giá nguyên vật liệu xây dựng tăng

Trong Q3/2017, CTD đạt trên 7.600 tỷ đồng doanh thu (+44% n/n) và gần 480 tỷ đồng lợi nhuận ròng (+30% n/n). Lợi nhuận tăng chậm hơn doanh thu do biên lợi nhuận gộp giảm 1,2 điểm %, xuống 7,4%, mức thấp nhất kể từ Q1/2015. Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng vọt, đặc biệt là giá cát đen để xây tô tại Tp.HCM tăng gấp 2 lần trong 9 tháng đầu năm và giá thép xây dựng tăng 18% kể từ đầu năm, mức cao nhất kể từ năm 2010, là lý do chính làm biên lợi nhuận gộp giảm. Việc Trung Quốc tiếp tục cắt giảm hoạt động sản xuất thép, nhu cầu lớn về cát xây dựng của Singapore để mở rộng lãnh thổ và việc thắt chặt hoạt động khai thác cát tại Việt Nam có thể giữ giá cát và giá thép ở mức cao trong sáu tháng tới vì đây là mùa cao điểm của ngành xây dựng. Hiện nguyên vật liệu chiếm khoảng 60% giá vốn hàng bán của CTD.

Trong 9T2017, công ty đạt doanh thu 18.200 tỷ đồng (+35% n/n) và lợi nhuận ròng 1.200 tỷ đồng (+20% n/n), hoàn thành gần 70% kế hoạch năm. Cũng trong giai đoạn này, tiền và tương đương tiền tăng 700 tỷ đồng lên gần 5.400 tỷ đồng. Các khoản phải thu vẫn được quản lý tốt và tăng 29% lên 4.300 tỷ đồng trong khi dự phòng phải thu khó đòi giảm nhẹ.

Nghiêng về phân khúc nhà trung bình và giảm tỷ trọng các dự án nhà ở

Tổng giá trị hợp đồng ký mới trong 9T2017 đạt hơn 21.000 tỷ đồng, trong đó khoảng 1/3 là dự án của Vingroup. Các dự án nhà ở giảm tỷ trọng trong tổng giá trị hợp đồng ký mới từ 70% trong 6T2017 xuống còn 45% trong 9T2017 nhờ vào dự án Casino Hội An với tổng giá trị hợp đồng là 7.000 tỷ đồng.

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	13.669	20.783	28.341	32.003	34.350
Tăng trưởng (%)	79,1%	52,0%	36,4%	12,9%	15,5%
EBITDA (tỷ đồng)	794	1.553	1.925	2.064	2.222
Tăng trưởng (%)	111,2%	95,6%	23,9%	7,2%	7,6%
LN ròng (tỷ đồng)	666	1.422	1.846	1.963	2.095
Tăng trưởng LN (%)	103,5%	113,5%	29,8%	6,4%	6,7%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	10.166	17.539	22.910	24.372	26.008
Tăng trưởng (%)	74,0%	72,5%	30,6%	6,4%	6,7%
ROE (%)	23,1%	30,0%	26,7%	23,6%	21,5%
ROIC (%)	51,7%	99,8%	73,5%	55,8%	47,4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-3,0	-3,0	-2,7	-2,9	-3,0
EV/EBITDA (x)	13,5	6,9	5,6	5,2	4,8
PER (lần)	25,9	12,1	9,3	8,8	8,2
PBR (lần)	5,1	2,6	2,2	1,8	1,6
Cổ tức (đồng)	5.000	5.500	5.000	6.000	7.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,3%	2,6%	2,3%	2,8%	3,3%

Do phân khúc nhà ở hạng B và C sẽ chiếm lĩnh thị trường bất động sản giai đoạn 2017-2018 nên Cotecons dự kiến sẽ có nhiều hợp đồng xây dựng hơn với các nhà phát triển BĐS tầm trung và thấp như Nam Long và Sacomreal. CTD cũng có những nỗ lực để giảm tỷ trọng dự án nhà ở, đặc biệt là các dự án của Vingroup về mức cân bằng hơn nhưng chúng tôi cho rằng sẽ khó thực hiện với những dự án lớn như VinCity và Vinfast sắp được ký kết.

Giá trị hợp đồng còn lại vào thời điểm 30/9/2017 là 25.567 tỷ đồng (+20% n/n). Chúng tôi dự phóng tổng giá trị hợp đồng ký mới năm 2017 sẽ tăng 10% n/n, đạt 32.000 tỷ đồng và giá trị hợp đồng còn lại đến cuối năm 2017 sẽ tăng 17% so với cùng kỳ năm trước, lên 27.200 tỷ đồng. Tổng giá trị hợp đồng mới năm 2018 ước đạt 35.000 tỷ đồng (+10% n/n).

Dự phóng 2017-2018

Chúng tôi dự phóng Cotecons sẽ vượt kế hoạch đề ra cho năm 2017 với doanh thu đạt 28.341 tỷ đồng (+36% n/n) và LNST đạt 1.846 tỷ đồng (+30% n/n). Đối với năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng 13% n/n lên 32.000 tỷ đồng và LNST tăng 6% n/n lên gần 2.000 tỷ đồng.

Giá thị trường khá hấp dẫn

Mặc dù biên lợi nhuận giảm và phân khúc nhà ở hạng A có sự sụt giảm về khối lượng giao dịch nhưng chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị **Mua** cổ phiếu CTD do công ty có tình hình tài chính tốt, không vay nợ, chiến lược phát triển thận trọng và P/E dự phóng chỉ bằng một nửa so với P/E trượt của VNIndex (8,8x so với 18,5x).

Chúng tôi chuyển giá mục tiêu sang cuối năm 2018 lên 247k, tăng 6% so với giá mục tiêu năm 2017, sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền. Ngoài ra, những thông tin về việc nới room ngoại lên 60%, ký kết những hợp đồng lớn như VinCity và M&A một công ty hoạt động trong lĩnh vực M&E/đồ nội thất có thể sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu trong thời gian tới.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ CTD	Giá hiện tại (VNĐ):	214.100	Giá mục tiêu (VNĐ):	247.095	Vốn hóa (Tỷ đồng):	16.386
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	13,669	20,783	28,341	32,003	34,350	36,445
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>79.1%</i>	<i>52.0%</i>	<i>36.4%</i>	<i>12.9%</i>	<i>15.5%</i>	<i>6.1%</i>
Trong đó: Xây dựng	13,229	20,550	28,077	31,692	34,009	36,069
Bán vật liệu xây dựng	404	131	144	158	174	192
Cho thuê văn phòng	24	81	97	126	139	153
Khác	12	21	23	26	28	31
GVHB trừ khấu hao	12,512	18,930	25,977	29,394	31,544	33,427
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>8.1%</i>	<i>8.7%</i>	<i>8.1%</i>	<i>7.8%</i>	<i>7.7%</i>	<i>7.7%</i>
Chi phí bán hàng và QLDN	363	299	439	544	584	620
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>2.7%</i>	<i>4.0%</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.7%</i>
EBITDA	794	1,553	1,925	2,064	2,222	2,398
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>5.8%</i>	<i>7.5%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.5%</i>	<i>6.5%</i>	<i>6.6%</i>
Khấu hao	45	53	82	124	172	223
Lợi nhuận từ HĐKD	749	1,500	1,843	1,940	2,049	2,175
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>5.5%</i>	<i>7.2%</i>	<i>6.5%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.0%</i>	<i>6.0%</i>
Chi phí lãi vay ròng	-101	-156	-327	-350	-385	-430
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>5.8%</i>	<i>4.4%</i>	<i>6.7%</i>	<i>6.3%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.1%</i>
Lợi nhuận từ các công ty LDLK	14	33	19	40	57	67
Thuế	194	341	457	481	510	544
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>21.2%</i>	<i>19.7%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>
Lợi ích cổ đông thiểu số	67	0	0	0	0	0
Lợi nhuận ròng	666	1,422	1,846	1,963	2,095	2,242
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>4.9%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.5%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.2%</i>
Tiền mặt đạt được	711	1,475	1,928	2,087	2,268	2,465
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	46.7	77.0	76.5	76.5	76.5	76.5
EPS hiệu chỉnh (VND)	10,166	17,539	22,777	24,372	26,008	27,824
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>74.0%</i>	<i>72.5%</i>	<i>30,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,0%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-1.159	128	295	58	104	165
Capex	241	188	300	360	400	400
Các khoản mục dòng tiền khác	-217	-495	-467	-467	-467	-467
Dòng tiền tự do	1.413	664	866	1.203	1.297	1.433
Phát hành cp	46	1.875	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	167	257	383	459	536	612
Thay đổi nợ ròng	-1.292	-2.282	-484	-743	-761	-821
Nợ ròng cuối năm	-2.390	-4.672	-5.155	-5.899	-6.660	-7.481
Vốn CSH	3.243	6.233	7.604	9.010	10.465	11.982
Giá trị sổ sách/cp (VND)	69.457	80.972	99.357	117.728	136.737	156.560
Nợ ròng / VCSH (%)	-73,7%	-74,9%	-67,8%	-65,5%	-63,6%	-62,4%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-3,0	-3,0	-2,7	-2,9	-3,0	-3,1
Tổng tài sản	7.815	11.741	18.203	25.055	32.349	40.142

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
ROE (%)	23,1%	30,0%	26,7%	23,6%	21,5%	20,0%
ROA (%)	10,5%	14,5%	12,3%	9,1%	7,3%	6,2%
ROIC (%)	51,7%	99,8%	73,5%	55,8%	47,4%	41,9%
WACC (%)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EVA (%)	36,7%	13,5%	58,5%	40,8%	32,4%	26,9%
PER (x)	25,9	12,1	9,3	8,8	8,2	7,7
EV/EBITDA (x)	13,5	6,9	5,6	5,2	4,8	4,5
EV/FCF (x)	7,6	16,1	12,4	8,9	8,3	7,5
PBR (x)	5,1	2,6	2,2	1,8	1,6	1,4
PSR (x)	1,2	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/sales (x)	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,3%	2,6%	2,3%	2,8%	3,3%	3,7%

ĐỊNH GIÁ FCFF	2018E	2019E	2020E	2021E
Lợi nhuận từ HĐKD sau thuế	1.593	1.696	1.807	1.869
Dòng tiền tự do của công ty (FCFF)	832	898	998	1.031
Hệ số chiết khấu	1,0	1,2	1,3	1,5
Giá trị hiện tại của FCFF	832	781	755	678
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	3.045			
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	5,0%			
Giá trị hiện tại của FCFF cuối kỳ dự phóng	10.822			
Giá trị mỗi cổ phần	247.095			

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 8) 3823 4159
Fax: (+84 8) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản
Trần Thị Hải Yến
(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Trần Nhật Trung
(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu
Trần Vi Phúc
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế
Tyler Cheung
(+84 8) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc PTKH
Đặng Mạnh Hùng
(+84 8) 3823 4798
hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 8) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC
Huỳnh Thị Mỹ Hạnh
(+84 8) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Xuân Hằng
(+84-8) 38234160
hanganx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84-8) 54046626
thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

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

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2017). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.