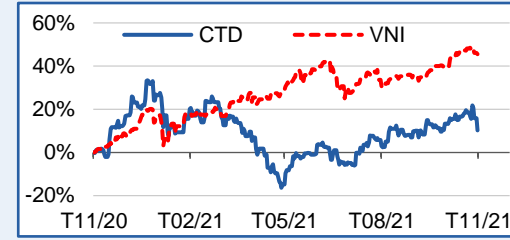


Ngành	Xây dựng		2020A	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	25/11/2021	Tăng trưởng DT	-38,7%	-38,2%	122,2%	15,0%
Giá hiện tại	72.700VND	Tăng trưởng EPS	-50,5%	-55,6%	106,8%	55,3%
Giá mục tiêu	65.700VND	TT LNST sau CĐTS	-53,0%	-55,9%	106,8%	55,3%
Giá mục tiêu gần nhất	56.300VND	Biên LN gộp	5,9%	4,8%	5,0%	5,2%
TL tăng	-9,6%	Biên LN ròng	2,3%	1,6%	1,5%	2,1%
Lợi suất cổ tức	1,4%	P/B	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Tổng mức sinh lời	-8,3%	P/E	17,0x	38,3x	18,5x	11,9x



			CTD	Peers	VNI
GT vốn hóa	233,5tr USD	P/E (trượt)	97,6x	18,9x	17,7x
Room KN	8,4tr USD	P/B (hiện tại)	0,7x	1,1x	2,8x
GTGD/ngày (30n)	2,1tr USD	Nợ ròng/CSH	-0,4x	0,5x	N/A
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	0,6%	5,2%	15,7%
SL cổ phiếu lưu hành	73,9 tr	ROA	0,4%	1,5%	2,5%
Pha loãng	73,9 tr				

**Tổng quan công ty**

CTD là nhà thầu tư nhân dẫn đầu thị trường xây dựng Việt Nam. Công ty đã trúng thầu và triển khai nhiều hợp đồng D&B và EPC được ký kết với các chủ đầu tư trong và ngoài nước. Kustocem và The8th là cổ đông lớn với tỷ lệ cổ phần tương ứng là 17,6% và 10,4%.

Nguyễn Thảo Vy  
Trưởng phòng

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng Cao cấp

## Lợi nhuận sẽ phục hồi trong năm 2022 khi hoạt động xây dựng tái khởi động

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với CTCP Xây dựng Coteccons (CTD) đồng thời nâng giá mục tiêu thêm 17% lên 65.700 đồng/CP, chủ yếu là do tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá mục tiêu đến cuối năm 2022, giả định mức vốn XDCB thấp hơn so với dự báo trước đó và áp dụng mức P/E mục tiêu cao hơn.
- Bất chấp làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam, CTD công bố giá trị hợp đồng ký mới đạt 17,4 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng năm 2021, con số này phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Lượng backlog (hợp đồng đã ký chưa thực hiện) của CTD tính đến cuối quý 3/2021 đạt khoảng 20 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi duy trì giả định giá trị hợp đồng ký mới năm 2021 và 2022 là đạt lần lượt 20 nghìn tỷ đồng mỗi năm.
- Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm 18% doanh thu năm dự phóng 2021 xuống 9 nghìn tỷ đồng (-38% YoY). Chúng tôi cho rằng tiến độ xây dựng của CTD trong quý 3/2021 bị trì hoãn do dịch COVID-19 ảnh hưởng đến hoạt động xây dựng ở một số tỉnh/thành phố, dẫn đến việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận phần nào bị trì hoãn từ quý 3/2021 sáng quý 4/2021 và các quý sau. Diễn biến này - cùng với các giả định về biên lợi nhuận gộp thấp và chi phí bán hàng & hành chính cao - khiến chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 là 148 tỷ đồng (-56% YoY), thấp hơn 23% so với dự báo trước đó của chúng tôi.
- Đối với năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi doanh thu cùng với biên lợi nhuận từ HĐKD (EBIT) được cải thiện sẽ dẫn đến sự phục hồi mạnh mẽ trong LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng năm 2022 đạt 305 tỷ đồng (+107% so với mức thấp của năm 2021).
- Định giá của CTD với P/E 2022 đạt 18,5 lần có vẻ khá phù hợp so với mức P/E trượt trung bình 2 năm của các công ty cùng ngành trong nước là 10,0 lần.

**Làn sóng thứ tư của dịch COVID-19 khiến hoạt động xây dựng bị gián đoạn, từ đó ảnh hưởng việc ghi nhận doanh thu; dự kiến phục hồi vào năm 2022.** Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng lượng backlog của CTD sẽ phục hồi từ mức thấp của năm 2020 trong bối cảnh ban lãnh đạo đang nỗ lực vực dậy công ty. CTD đã ký 17,4 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng mới trong 9 tháng đầu năm 2021 – bao gồm các dự án như Lancaster Luminaire, Lancaster Legacy, Intercontinental Residences Hạ Long Bay, Hyatt Regency Hồ Tràm và Ecopark Swan Lake Residence. Với sự cạnh tranh gay gắt đang diễn ra từ cả các công ty hiện hữu và cả các doanh nghiệp mới tham gia vào ngành xây dựng của Việt Nam, chúng tôi giữ quan điểm rằng CTD sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức để lấy lại tăng trưởng backlog mạnh mẽ. Do đó, chúng tôi tiếp tục giả định giá trị hợp đồng ký mới của CTD trong giai đoạn 2021-2025 đạt 20 nghìn tỷ đồng/ năm, thấp hơn mức trung bình là 27,0 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2015-2018.

**Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận từ HĐKD sẽ tăng nhẹ trong năm 2022 từ mức hòa vốn vào năm 2021.** Do tình trạng gián đoạn do dịch COVID-19 và môi trường giá vật liệu xây dựng (cụ thể, giá thép) cao, biên lợi nhuận gộp của CTD giảm mạnh còn 1,6% trong quý 3/2021 so với mức 5,0% trong nửa đầu năm. Biên lợi nhuận gộp giảm và chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) cao liên quan đến quá trình tái cơ cấu hiện tại của công ty dẫn đến dự báo của chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ HĐKD sẽ đạt điểm hòa vốn trong năm 2021. Đối với năm 2022, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận từ HĐKD sẽ đạt 1,0% dựa trên kỳ vọng của chúng tôi cho rằng (1) hoạt động xây dựng của CTD – và tương ứng là việc ghi nhận doanh thu – sẽ được thực hiện trở lại, (2) biên lợi nhuận gộp tăng từ 4,8% vào năm 2021 lên 5,0% khi chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ giảm và tình trạng gián đoạn do dịch COVID-19 giảm ảnh hưởng, và (3) tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu giảm trong năm 2022.

## Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F	CĐKT (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14,558</b>	<b>9,000</b>	<b>20,000</b>	<b>23,000</b>	Tiền và tương đương tiền	1,397	1,613	1,832	2,184
Giá vốn hàng bán	-13,702	-8,573	-19,010	-21,816	Đầu tư TC ngắn hạn	1,981	1,765	1,765	1,200
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>856</b>	<b>428</b>	<b>990</b>	<b>1,185</b>	Các khoản phải thu	7,648	5,671	9,041	10,397
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	Hàng tồn kho	1,492	1,409	1,719	1,793
Chi phí QLDN	-656	-428	-800	-805	TS ngắn hạn khác	350	189	300	345
<b>LN hoạt động (EBIT)</b>	<b>201</b>	<b>0</b>	<b>190</b>	<b>380</b>	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>12,868</b>	<b>10,648</b>	<b>14,658</b>	<b>15,919</b>
Doanh thu tài chính	228	197	170	181	TS cố định (nguyên giá)	1,359	1,419	1,619	1,819
Chi phí tài chính	0	0	0	0	- Khấu hao lũy kế	547	652	760	876
- trong đó, chi phí lãi vay	0	0	0	0	TS cố định (ròng)	812	767	859	944
LN từ công ty liên kết	-27	-30	0	0	Đầu tư TC dài hạn	365	365	365	365
Lợi nhuận/(chi phí) khác	27	18	22	32	TS dài hạn khác	112	69	154	177
<b>LN trước thuế</b>	<b>428</b>	<b>185</b>	<b>382</b>	<b>593</b>	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1,290</b>	<b>1,202</b>	<b>1,378</b>	<b>1,486</b>
Thuế TNDN	-93	-37	-76	-119	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>14,157</b>	<b>11,849</b>	<b>16,036</b>	<b>17,405</b>
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>335</b>	<b>148</b>	<b>305</b>	<b>474</b>	Phải trả ngắn hạn	3,307	2,067	4,427	4,961
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ vay ngắn hạn	0	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>334</b>	<b>148</b>	<b>305</b>	<b>474</b>	Nợ ngắn hạn khác	2,446	1,305	2,900	3,335
<b>LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh</b>	<b>334</b>	<b>148</b>	<b>305</b>	<b>474</b>	Tổng nợ ngắn hạn	5,753	3,372	7,327	8,296
EBITDA	308	105	298	495	Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
EPS cơ bản (đồng)	4,276	1,899	3,927	6,097	Nợ dài hạn khác	6	6	6	6
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	4,276	1,899	3,927	6,097	<b>Tổng nợ</b>	<b>5,759</b>	<b>3,377</b>	<b>7,333</b>	<b>8,301</b>
EPS pha loãng (đồng)	4,276	1,899	3,927	6,097	Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	1,000	1,000	1,000	1,000	Vốn đầu tư của chủ sở hữu	793	793	793	793
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	23%	53%	25%	16%	Thặng dư vốn cổ phần	3,039	3,039	3,039	3,039
					Lợi nhuận giữ lại	365	439	670	1,070
					Vốn khác	4,148	4,148	4,148	4,148
					Lợi ích CĐTS	54	54	54	54
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8,399</b>	<b>8,472</b>	<b>8,703</b>	<b>9,104</b>
					<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>14,157</b>	<b>11,849</b>	<b>16,036</b>	<b>17,405</b>
					SL cổ phiếu tại cuối năm <sup>(1)</sup> (triệu)	74	74	74	74
					(1) không bao gồm cổ tức bằng cổ phiếu/cổ phiếu thưởng t				
<b>CHỈ SỐ</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>LCTT (tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Tăng trưởng:</b>					<b>Tiền đầu năm</b>	<b>801</b>	<b>1,397</b>	<b>1,613</b>	<b>1,832</b>
Doanh thu thuần	-38.7%	-38.2%	122.2%	15.0%	LNST sau lợi ích CĐTS	334	148	305	474
EBIT	-66.0%	-100.0%	N.M.	99.7%	Khấu hao	108	105	108	115
LN trước thuế	-52.0%	-56.9%	106.8%	55.3%	Thay đổi vốn lưu động	-731	-129	56	-522
EPS cơ bản điều chỉnh	-50.5%	-55.6%	106.8%	55.3%	Điều chỉnh khác	-279	11	24	-8
					<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>-567</b>	<b>135</b>	<b>493</b>	<b>60</b>
<b>Khả năng sinh lời:</b>					Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-5	-60	-200	-200
Biên LN gộp	5.9%	4.8%	5.0%	5.2%	Khác	1,397	216	0	565
Biên EBIT	1.4%	0.0%	1.0%	1.7%	<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>1,392</b>	<b>156</b>	<b>-200</b>	<b>365</b>
Biên EBITDA	2.1%	1.2%	1.5%	2.2%	Cổ tức đã trả	-229	-74	-74	-74
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	2.3%	1.6%	1.5%	2.1%	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
ROE	4.0%	1.8%	3.6%	5.4%	Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	0	0	0	0
ROA	2.2%	1.1%	2.2%	2.8%	Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	0	0	0	0
					Khác	0	0	0	0
<b>Chỉ số hiệu quả:</b>					<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>-229</b>	<b>-74</b>	<b>-74</b>	<b>-74</b>
Số ngày tồn kho	41.5	61.8	30.0	29.4	Lưu chuyển tiền thuần	596	216	220	351
Số ngày phải thu	206.2	270.1	134.3	154.2	Tiền cuối năm	1,397	1,613	1,832	2,184
Số ngày phải trả	104.9	114.4	62.3	78.5					
Chu kỳ luân chuyển tiền	142.8	217.4	101.9	105.1					
<b>Thanh khoản:</b>									
CS thanh toán hiện hành	2.2	3.2	2.0	1.9					
CS thanh toán nhanh	2.0	2.7	1.8	1.7					
CS thanh toán tiền mặt	0.6	1.0	0.5	0.4					
Nợ vay/ Tài sản	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
Nợ vay/ Vốn	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	-40.2%	-39.9%	-41.3%	-37.2%					
CS khả năng thanh toán lãi vay	N/M	N/M	N/M	N/M					

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tổng Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.