

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG COTEC (CTD)

Hoàng Công Tuấn

Email: Tuan.hoangcong@tls.vn

Mã: **CTD** – Sàn niêm yết: **HSX**

Khuyến nghị: **GIỮ**

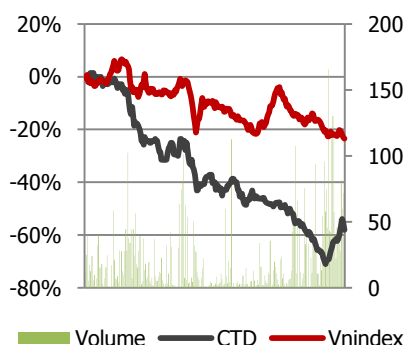
Giá mục tiêu: **29.738 VND**

THỐNG KÊ CỔ PHIẾU

Giá 12/12/2011	VND 28,000
Ngành: Xây dựng	
Mô hình kinh doanh: Xây lắp	
Thời điểm niêm yết	20/1/2010
Số cổ phiếu lưu hành	31,750,000
Số cổ phiếu giao dịch	18,625,000
Vốn hóa (tỷ VND)	718
Cao nhất 52 tuần(VND)	69,600
Thấp nhất 52 tuần(VND)	20,400
KL trung bình 10 ngày	36,165
% thay đổi giá 1 tháng	28.3%
% thay đổi giá 3 tháng	-23.2%
% thay đổi giá 6 tháng	-36.3%
% thay đổi giá 12 tháng	-59.7%
% Sở hữu nước ngoài	26.6%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Nguồn: **TLS**

Biến động giá của CTD & VNINDEX



Nguồn: **TLS**

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH (TỶ VND)

	2010	2011E	2012E
Tổng tài sản	2,017.33	2,324.18	2,312.80
VCSH	1,275.35	1,472.40	1,596.99
DT thuần	3303.78	3763.00	3167.00
EBIT	227.03	189.39	161.79
LNST	240.31	178.79	158.09
EPS (VND)	7815.07	5631.31	4979.29
PB (x)	1.21	0.56	0.60
PE (x)	6.40	4.62	6.02
%tăng DT	68.36%	13.90%	-15.84%
% tăng EPS	-4.40%	-16.58%	-14.57%
LN biên gộp	8.54%	7.77%	8.09%
LN biên ròng	7.27%	4.75%	4.99%
ROA	11.91%	7.69%	6.84%
ROE	18.84%	12.14%	9.90%

Nguồn: **CTD & TLS**

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của CTD sẽ giảm trong năm 2011 và 2012 do tình hình thị trường bất động sản đóng băng tác động tiêu cực đến lĩnh vực xây lắp của Công ty. Chúng tôi dự phóng EPS của CTD trong năm 2011 sẽ khoảng 5,640 VND và giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu là 46,435 VND. Với mức PE, PB trung bình của một số công ty được lựa chọn đang hoạt động trong lĩnh vực xây lắp là 6.04 và 0.55 chúng tôi cho rằng giá hợp lý của CTD là 29,738 VND/cp. Theo hệ thống xếp hạng của chúng tôi (xem trang cuối), chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu này.

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

CTD có vốn điều lệ 317.5 tỷ VND, lợi nhuận chưa phân phối là 219 tỷ VND và vốn chủ sở hữu là 1,316 tỷ VND. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của Công ty là xây lắp, tư vấn thiết kế và quản lý dự án. Năm 2010, Công ty đạt mức doanh thu thuần là 3,303 tỷ VND và lợi nhuận ròng là 240 tỷ VND trong đó lĩnh vực xây lắp là mũi nhọn đem lại 99.8% doanh thu và lợi nhuận. CTD là một công ty vững mạnh có tốc độ phát triển nhanh, chiến lược phát triển bền vững và vị thế trong ngành cao. Hiện tại, Công ty đang đẩy mạnh hoạt động sản xuất kinh doanh trên toàn bộ Việt Nam.

THÔNG TIN CẬP NHẬT

- Ngày 8/9/2011, CTD đã ký hợp đồng thi công dự án phức hợp MG, Grand Hồ Tràm-Hồ Tràm strip tại huyện Xuyên Mộc tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu với chủ đầu tư là tập đoàn Asian Coast Development. Tổng giá trị gói thầu giai đoạn 1 là 155 triệu USD tương đương 3.200 tỷ đồng và dự kiến hoàn thành đầu tháng 1 năm 2013. Quy mô và giá trị thầu của dự án đạt mức cao kỷ lục so với các hợp đồng thi công mà Công ty đã ký kết trước đây.
- CTD đã chính thức được chọn là Nhà Thầu chính thi công dự án "Xây dựng Nhà máy sửa Dielac" do CTCP Sữa Việt Nam (MCK: VNM) làm chủ đầu tư, hợp đồng thi công được ký kết vào ngày 27/9/2011 với tổng giá trị gói thầu gần 300 tỷ đồng, thời gian thi công 12 tháng.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Trong những năm qua CTD luôn được đánh giá là một trong những đơn vị xây dựng hàng đầu tại Việt Nam với bề dày hoạt động trong lĩnh vực xây dựng chuyên nhận thầu thi công xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp, khu đô thị, khu nghỉ dưỡng. Hiện nay, các công trình của CTD có mặt ở hầu hết các Tỉnh thành phố lớn của Cả nước như : Thành phố HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Vũng Tàu và khu vực Miền Trung, Miền Bắc.
- CTD được chọn là tổng thầu thi công dự án phức hợp Grand Hồ Tràm- Hồ Tràm strip tại huyện Xuyên Mộc tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu với chủ đầu tư là tập đoàn Asian Coast Development. Tổng giá trị gói thầu là rất lớn hứa hẹn đem lại doanh thu và lợi nhuận cao cho Công ty trong vài năm tới.

ĐỊNH GIÁ

Với giả định doanh thu của CTD trong năm 2011 vẫn đến chủ yếu từ hoạt động xây lắp, chúng tôi dự phóng doanh thu của Công ty năm 2011 sẽ vào khoảng 3,768 tỷ VND với mức lợi nhuận sau thuế là 178.79 tỷ VND. Với mức PE và PB trung bình của các công ty tiêu biểu đang hoạt động trong lĩnh vực xây lắp là 6.04 và 0.55 mức giá hợp lý cho cổ phiếu CTD là 29,738 VND/ cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị giữ đối với cổ phiếu này.

RỦI RO

- Thị trường bất động sản đang gặp khó khăn khiến nhu cầu xây dựng các khu chung cư, khu đô thị, khu nghỉ dưỡng, khách sạn giảm mạnh. Điều này tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh chính của Công ty là lĩnh vực xây lắp.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

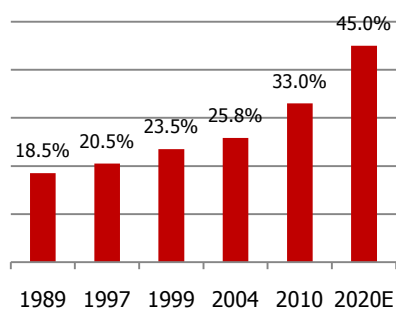
Mô hình thu nhập (tỷ VND)	2010	2011E	2012E	2013E
Doanh thu thuần	3303.78	3763.00	3167.00	3825.00
Giá vốn hàng bán	-3021.57	-3470.44	-2910.70	-3516.06
Lợi nhuận gộp	282.21	292.56	256.30	308.94
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>0.09</i>	<i>0.08</i>	<i>0.08</i>	<i>0.08</i>
Thu nhập hoạt động khác	22.28	12.50	2.00	2.00
Chi phí bán hàng	0.00	0.00	0.00	0.00
Chi phí QLDN	-77.03	-105.36	-95.01	-114.75
Chi phí hoạt động khác	-0.43	-10.30	-1.50	-1.50
EBIT	227.03	189.39	161.79	194.69
Thu nhập từ đầu tư	85.09	50.00	50.00	50.00
Lãi vay ròng	0.71	-1.00	-1.00	-1.00
Thu nhập ròng từ tài chính	85.80	49.00	49.00	49.00
Phân lãi/lỗ từ cty liên quan	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận trước thuế	312.83	238.39	210.79	243.69
Thuế thu nhập	-70.39	-59.60	-52.70	-60.92
Lợi nhuận sau thuế	240.31	178.79	158.09	182.77
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận của Công ty mẹ	240.31	178.79	158.09	182.77
EPS (VND)	7815	5640	4979	5756
<i>Tỷ lệ trả cổ tức</i>	<i>15%</i>	<i>10%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>

Báo cáo dòng tiền	2010	2011E	2012E	2013E
Lợi nhuận ròng	240.31	178.79	158.09	182.77
Điều chỉnh tăng giảm:				
Khấu hao	28.12	33.00	38.00	48.00
Thay đổi hàng tồn kho	-172.92	-34.70	52.75	-87.90
Thay đổi khoản phải thu	-195.13	-139.42	91.48	-71.36
Thay đổi khoản phải trả	64.75	109.81	-129.98	141.22
Dòng tiền từ hoạt động KD	-34.87	147.48	210.35	212.73
Thay đổi TSCĐ hữu hình	-288.37	0.00	-50.00	-100.00
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	164.31	0.00	0.00	0.00
Thay đổi đầu tư dài hạn	139.40	0.00	0.00	0.00
Dòng tiền hoạt động Đ.Tư	15.34	0.00	-50.00	-100.00
Cổ phần phát hành	101.77	10.00	0.00	0.00
Thay đổi các quỹ khác	10.24	40.00	30.00	40.00
Thay đổi các khoản nợ vay	0.00	0.00	0.00	0.00
Thay đổi nợ dài hạn	3.01	0.00	-6.00	0.00
Chia cổ tức cho cổ đông	-174.64	-31.75	-63.50	-63.50
Dòng tiền hoạt động T.chính	-59.62	18.25	-39.50	-23.50
Dòng tiền thuần	-79.15	165.73	120.85	89.23
Tiền mặt đầu kỳ	369.03	289.87	455.60	576.45
Tiền mặt cuối kỳ	289.87	455.60	576.45	665.67
Ước tính dòng tiền tự do				
Lợi nhuận ròng	240.31	178.79	158.09	182.77
Cộng thêm chi phí khấu hao (-) tăng TSLĐ, không kể tiền mặt	-368.05	-174.13	144.23	-159.26
(+) tăng VNNH	64.75	109.81	-129.98	141.22
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	-211.16	0.00	-50.00	-100.00
Dòng tiền tự do	-246.03	147.48	160.35	112.73

Bảng Cân Đối Kế Toán	2010	2011E	2012E	2013E
Tài sản ngắn hạn				
Tiền & tương đương tiền	289.87	455.60	576.45	665.67
Đầu tư tài chính	5.99	5.99	5.99	5.99
Khoản phải thu	513.48	649.50	563.99	628.77
Hàng tồn kho	440.70	475.40	422.65	510.55
Chi phí trả trước, TSNH khác	34.23	37.63	31.67	38.25
Tổng tài sản ngắn hạn	1,284.27	1,624.13	1,600.74	1,849.23
Tài sản máy móc thiết bị				
Nguyên giá	421.75	421.75	471.75	571.75
Giá trị hao mòn	(62.31)	(95.31)	(133.31)	(181.31)
Tài sản cố định ròng	359.44	326.44	338.44	390.44
Tài sản & đầu tư dài hạn khác	373.62	373.62	373.62	373.62
Tổng tài sản	2,017.33	2,324.18	2,312.80	2,613.29
Vay nợ ngắn hạn				
Vay ngắn hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Khoản phải trả	706.28	808.19	677.83	818.81
Nợ khác	29.73	37.63	38.00	38.25
Tổng vay nợ ngắn hạn	736.01	845.82	715.84	857.06
Vay nợ dài hạn	5.97	5.97	(0.03)	(0.03)
Vốn chủ sở hữu	1,275.35	1,472.40	1,596.99	1,756.26
Cổ phiếu thường	307.50	317.50	317.50	317.50
Quỹ đầu tư phát triển	200.91	230.91	260.91	300.91
Lợi nhuận giữ lại	280.18	427.22	521.82	641.08
Các quỹ khác	486.76	496.76	496.76	496.76
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	0.00
Tổng nguồn vốn	2,017.33	2,324.18	2,312.80	2,613.29
Tăng trưởng & tỷ suất (%)	2010	2011E	2012E	2013E
Tăng trưởng Doanh thu	68.36%	13.90%	-15.84%	20.78%
Tăng trưởng EBIT	-4.40%	-16.58%	-14.57%	20.34%
Tăng trưởng LN ròng	5.36%	-25.60%	-11.58%	15.61%
Tăng trưởng EPS	-36.79%	-27.94%	-11.58%	15.61%
Tỷ suất LN gộp	8.54%	7.77%	8.09%	8.08%
Tỷ suất EBIT	-4.40%	-16.58%	-14.57%	20.34%
Các chỉ số				
ROA	11.91%	7.69%	6.84%	6.99%
ROE	18.84%	12.14%	9.90%	10.41%
Số ngày hàng tồn kho	53	50	53	53
Số ngày khoản phải thu	57	63	65	60
Số ngày khoản phải trả	85	85	85	85
Vay nợ ròng/VCSH	58.18%	57.85%	44.82%	48.80%
Định giá so sánh				
PB(x)	1.21	0.56	0.60	0.72
PE(x)	6.40	4.62	6.02	6.95
Lợi suất cổ tức	3.00%	4.00%	5.00%	4.00%

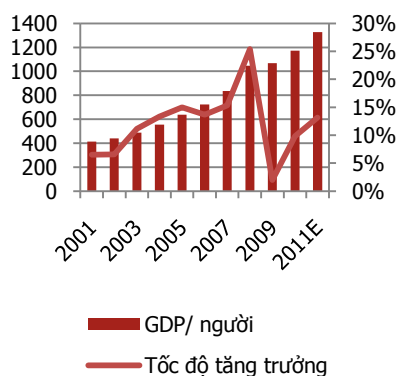
Chú thích: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị;
 TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay
 EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao
 Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam



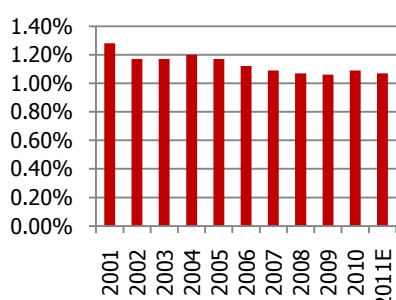
Nguồn: Tổng cục thống kê

Thu nhập bình quân đầu người



Nguồn: IMF

Tốc độ tăng dân số tại Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê

Việt Nam là một nước đang phát triển có dân số đông, mức tăng dân số hàng năm tương đối cao. Nhu cầu nhà ở, cơ sở hạ tầng được dự báo sẽ tiếp tục ở mức cao trong các năm tới.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1.1 Triển vọng ngành xây dựng

1.1.1 Triển vọng ngắn hạn ngành xây dựng

Ngành xây dựng nhiều khả năng sẽ gặp nhiều khó khăn trong Quý 4 năm 2011 và nửa đầu năm 2012 do các yếu tố chủ yếu sau:

Thị trường bất động sản đang khá trầm lắng: nhiều dự án bất động sản có khả năng bị trì hoãn, do chi phí vật liệu đầu vào tăng cao, nguồn tín dụng cho lĩnh vực bất động sản bị thu hẹp theo chủ trương của Chính Phủ, nhiều dự án chung cư, cao ốc văn phòng và trung tâm thương mại đang gặp khó khăn trong việc tiêu thụ sản phẩm do cung đã vượt cầu. Các lý do trên đã khiến nhiều nhà đầu tư phải trì hoãn việc khởi công các dự án mới, qua đó làm giảm lực cầu cho ngành xây dựng.

Đầu tư cơ sở hạ tầng từ nguồn ngân sách và nguồn trái phiếu chính phủ bị cắt giảm: Từ đầu năm 2011, Chính phủ đã đưa ra gói giải pháp kìm chế lạm phát trong đó giải pháp trọng tâm là cắt giảm đầu tư công. Lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ chịu cắt giảm mạnh thông qua việc không tiến hành khởi công dự án mới, đình hoãn các dự án dở dang kéo dài và cắt giảm các dự án kém hiệu quả.

Thị trường vật liệu xây dựng biến động mạnh: Đầu năm 2011, giá thép tăng đến 10%, gạch tăng 15%, xi măng tăng 5%, cộng hưởng với giá nhân công và lãi suất vay ngân hàng gia tăng mạnh đã khiến nhiều doanh nghiệp xây dựng gặp khó khăn, có trường hợp phải tạm dừng hoạt động thi công. Việc điều chỉnh giá điện, xăng dầu và giá than của Chính phủ tiếp tục gây sức ép lên thị trường vật liệu xây dựng trong năm 2012.

1.1.2 Triển vọng dài hạn ngành xây dựng

Về dài hạn ngành xây dựng vẫn có triển vọng sáng sủa khi nhu cầu xây dựng các Công trình tại Việt Nam bao gồm các công trình cơ sở hạ tầng, các công trình dân dụng và các công trình công nghiệp vẫn còn rất lớn.

Trong giai đoạn 10 năm tới, nhu cầu đầu tư cho cơ sở hạ tầng tại Việt Nam là rất lớn. Theo tính toán của Chính phủ, từ nay đến năm 2020, nhu cầu vốn cho cơ sở hạ tầng của Việt Nam chiếm 10-11% GDP. Cụ thể hơn, trong vòng 5 năm tới, nước ta sẽ cần khoảng 70-80 tỷ USD để đầu tư cho lĩnh vực này. Có thể thấy, Chính phủ rất chú trọng công tác đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng trong dài hạn. Đây chính là một nguồn cầu tiềm năng đối của ngành xây dựng trong những năm tới.

Các phân tích về thị trường nhà đất trong hồ sơ về nhà ở đô thị Việt Nam của UN-HABITAT cho thấy, hiện có đến 70% hộ gia đình Việt Nam chưa có phương tiện sinh hoạt phù hợp và cả nước đang thiếu khoảng 20 triệu căn hộ. Như vậy trong tương lai hoạt động xây dựng các dự án khu đô thị, khu nhà ở chắc chắn sẽ được đẩy mạnh nhằm đáp ứng lượng cầu tiềm năng của người dân tạo thêm một nguồn cầu tiềm năng đối của ngành xây dựng trong những năm tới.

1.2 Triển vọng Công ty CTD

1.2.1 Kinh nghiệm hoạt động và vị thế vượt trội trong lĩnh vực xây dựng

Công trình tiêu biểu của CTD**Đơn vị: Tỷ VNĐ**

Công trình	Giá trị thầu
Công trình ký kết năm 2009	
Cao ốc KenTon	474
Cargo Warehouse	450
Marble Mountain Beach Resort	1144
Công trình ký kết năm 2010	
Khu căn hộ City Garden	866
Indochina Plaza	441
Pullman Sai Gon Center	1200
Công trình ký kết năm 2011	
Khu căn hộ Thăng Long	598
Madarin Gaden	450
Everich II (Phần thân)	469
Hồ Tràm Strip	3200

Nguồn: CTD công bố

Các công trình chính mà CTD làm nhà thầu đều thuộc lĩnh vực dân sinh và du lịch có giá trị tương đối lớn. Các công trình này đều có chủ đầu tư là khối doanh nghiệp ngoài nhà nước.

Trong những năm qua CTD luôn được đánh giá là một trong những Đơn vị xây dựng hàng đầu tại Việt Nam với bề dày hoạt động trong lĩnh vực xây dựng chuyên nhận thầu thi công xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp, khu đô thị, khu nghỉ dưỡng.

Công ty có bề dày kinh nghiệm tích hợp từ những dự án khu nghỉ dưỡng, chung cư, khu đô thị, công nghiệp có yêu cầu kỹ, mỹ thuật cao đã được thực hiện trước đây như: Nam Hải Resort, Marble mountain Beach Resort, Ocean Villas – Đà Nẵng và Hồ Tràm Sanctuary... Bên cạnh đó, CTD có đầy đủ trang thiết bị, đội ngũ công nhân lành nghề, đội ngũ kỹ sư tài năng và năng lực tài chính để thực hiện những dự án có quy mô lớn có yêu cầu cao về tiến độ và chất lượng.

CTD được xếp hàng thứ nhất các doanh nghiệp tư nhân ngành xây dựng trong 4 năm liên tiếp 2007, 2008, 2009 và năm 2010 do báo điện tử Vietnamnet và Vietnam Report bình chọn.

Trong giai đoạn 2008 -2011, nền kinh tế Việt Nam có nhiều bất ổn gây nhiều khó khăn cho các đơn vị thi công xây lắp. Tuy nhiên Trong giai đoạn này, hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty vẫn tiếp tục tăng trưởng và giữ được thương hiệu trên thị trường.

1.2.2 Triển vọng doanh thu và lợi nhuận lớn từ dự án

Với mức đầu tư cực lớn 4.2 tỷ USD, xây dựng trên diện tích 160 ha, Hồ Tràm Strip được xếp vào hàng khu nghỉ dưỡng cao cấp có qui mô lớn nhất Việt Nam. Dự án được CTD triển khai từ tháng 11/2010 nhưng lễ ký kết hợp đồng chính thức vừa được tổ chức vào ngày 08/09/2011 giữa Tập Đoàn Asian Coast Development và Công ty CTD – Đơn vị được chọn làm tổng thầu dự án (CTD đảm trách thi công các hạng mục chính và điều hành toàn bộ dự án), tổng giá trị thầu giai đoạn 1 là 155 triệu USD (tương đương 3.200 tỷ đồng) được hoàn thành vào đầu năm 2013.

Dự án này đóng vai trò rất quan trọng cho sự phát triển của CTD các năm tới nhờ qui mô và giá trị thầu của dự án đạt mức cao kỷ lục so với các hợp đồng thi công mà CTD đã ký kết trước đây, đảm bảo nguồn công việc ổn định lâu dài cho Công ty trong nhiều năm.

Dự án đánh dấu một bước phát triển mới của Công ty bởi lẽ ngoài Hồ Tràm Strip thì từ trước đến nay hầu hết các dự án có qui mô lớn, 100% vốn nước ngoài đầu tư tại Việt nam đều do các nhà thầu nước ngoài làm tổng thầu hoặc thầu chính, các Công ty xây dựng trong nước chỉ đóng vai trò là thầu phụ.

RỦI RO ĐẦU TƯ**2.1 Rủi ro nền kinh tế**

Nền kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn khó khăn và bất ổn. Điều này tác động mạnh mẽ đến ngành xây dựng nói chung và kết quả sản xuất kinh doanh của CTD nói riêng.

Hàng loạt các dự án trong nước cũng phải dừng hoặc giãn tiến độ do thiếu vốn hoặc do nhu cầu suy giảm. Điều này đã ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn công việc của các đơn vị hoạt động trong lĩnh vực xây dựng.

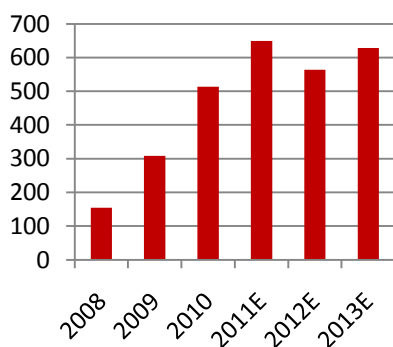
2.2 Rủi ro đặc thù ngành xây dựng

Ngành xây dựng thường tác động lớn bởi chu kì kinh tế. Trên thực tế cầu trong ngành xây dựng phụ thuộc chặt chẽ vào tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế suy giảm thì hoạt động sản xuất kinh doanh của CTD sẽ suy giảm theo do nhu cầu xây dựng nhà ở, văn phòng, khu nghỉ dưỡng, siêu thị... suy giảm. Hiện tại, ngành xây dựng đang gặp nhiều khó khăn do nhiều yếu tố không thuận lợi như lãi suất cao, hạn mức tín dụng thu hẹp, cạnh tranh khốc liệt... đang tác động cùng một lúc.

Những biến động về giá cả nguyên vật liệu (sắt, thép, xi măng...) và giá nhiên liệu (điện, xăng, dầu v.v...) có thể gây ảnh hưởng lớn đến hoạt động xây dựng của Công ty vì các chi phí này chiếm tỉ trọng lớn trong giá thành các công trình xây dựng.

Ngành xây dựng có rào cản gia nhập ngành thấp và số lượng công ty trong ngành cao nên áp lực cạnh tranh trong ngành luôn ở mức rất cao. Bên cạnh đó, việc hội nhập với nền kinh tế thế giới mang đến Việt Nam hàng loạt các Nhà thầu xây dựng có tên tuổi trên thế giới, họ có tiềm lực tài chính mạnh, công nghệ kỹ thuật cao tạo ra áp lực cạnh tranh lớn cho các Doanh nghiệp xây dựng trong nước.

Các khoản phải thu của CTD qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Các khoản phải thu gia tăng khiến rủi ro trong việc trì hoãn, kéo dài thời gian thanh toán do Chủ đầu tư thiếu hụt tài chính tăng lên.

2.3 Rủi ro của Công ty CTD

Các dự án xây dựng thường kéo dài có thể từ một đến hai năm, do đó không thể lường hết những biến động trong khoảng thời gian dài đó. Công ty CTD thường phải đối mặt với rủi ro trong việc trì hoãn, kéo dài thời gian thanh toán do Chủ đầu tư thiếu hụt tài chính, điều này ảnh hưởng đến tài chính của dự án làm giảm hiệu quả sản xuất kinh doanh của CTD.

Tình hình kinh doanh ảm đạm của thị trường bất động sản có thể khiến những công ty bất động sản chậm triển khai dự án nhất là những công ty dựa vào tiền đặt mua của khách hàng để tài trợ dự án.

Sự thờ ơ của CTD trước các hợp đồng thầu phụ đã tạo cơ hội cho đối thủ cạnh tranh là công ty HBC dẫn đầu vị trí này trong các dự án thương mại. Mặc dù chúng tôi tin rằng CTD vẫn có thể thắng thầu các dự án thông qua các mối quan hệ đã có với các công ty bất động sản trong nước nhưng chúng tôi không chắc chắn về khả năng tăng trưởng lợi nhuận của công ty trong tương lai khi phần lớn các hợp đồng mới là các dự án dân sinh và du lịch có tỷ suất lợi nhuận thấp. Do chúng tôi chưa nhận thấy những biến chuyển trong việc CTD phát triển quan hệ với các công ty bất động sản nước ngoài, quan tâm hơn đến các hợp đồng thầu phụ và nhận được nhiều hợp đồng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn trong các dự án thương mại.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự phóng doanh thu của CTD trong năm nay và các năm tới sẽ đến chủ yếu từ hoạt động xây lắp. Các Công trình đã ký kết của CTD có thể đem lại cho Công ty doanh thu ổn định đặc biệt là dự án Hồ Tràm Strip. Doanh thu từ cho thuê văn phòng của Công ty hứa hẹn vẫn ổn định do tòa nhà văn phòng của Công ty đã được thuê 90% diện tích. Doanh thu từ cho thuê thiết bị được kỳ vọng sẽ tiếp tục ổn định trong các năm sau.

Chúng tôi cho rằng CTD sẽ gặp một số khó khăn trong năm 2012 do thị trường bất động sản đóng băng khiến cầu trong lĩnh vực xây lắp giảm đi đáng kể. Tuy nhiên với lợi thế là một công ty đầu ngành và các dự án đã ký kết, doanh thu của Công ty sẽ chỉ giảm trong năm 2012 trước khi tăng trở lại vào năm 2013.

3.1 Doanh thu dự phóng năm 2011, 2012 và 2013

Chúng tôi dự phóng rằng doanh thu của Công ty CTD trong năm 2011, 2012 và 2013 sẽ đến chủ yếu từ các công trình đã ký kết vào năm 2010 và 2011. Chúng tôi không kỳ vọng Công ty sẽ trúng thầu nhiều hợp đồng xây lắp vào năm 2012 và 2013 do thị trường bất động sản trầm lắng.

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ hoạt động xây lắp của Công ty dựa trên giá trị các công trình đã ký kết, tiến độ xây dựng các công trình đó và mức độ ghi nhận doanh thu của Công ty đối với từng công trình.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng, tiến độ triển khai xây dựng các công trình này trên thực tế có thể khác với tiến độ mà chủ đầu tư đã công bố, do đó mức độ ghi nhận doanh thu của CTD có thể khác biệt so với dự phóng.

Chúng tôi dự phóng nền kinh tế Việt Nam sẽ gặp nhiều khó khăn và thị trường bất động sản sẽ tiếp tục trầm lắng trong năm 2012, do đó các chủ đầu tư có xu hướng hoãn triển khai hoặc giãn tiến độ xây dựng các công trình. Đây là một rủi ro không nhỏ, có khả năng ảnh hưởng nhiều đến doanh thu thực tế của CTD.

Doanh thu dự phóng năm 2011, 2012 và 2013

Đơn vị: Tỷ VND

Công trình	Giá trị xây lắp	Doanh thu dự kiến phát sinh		
		2011	2012	2013
Công trình ký kết năm 2009				
Cao ốc KenTon	474	150	100	0
Khách sạn Hoàn Cầu	206	0	0	0
Khách sạn đảo xanh	148	0	0	0
Nha Trang Phaza	237	47	0	0
Khu chung cư Carina Plaza	355	0	0	0
River Park – Phú Mỹ Hưng	349	0	0	0
Cargo Warehouse	450	0	0	0
Marble Moutain Beach Resort	1144	576	0	0
River Park Residence	350	223	0	0
Carina Plaza	236	20		
Tòa nhà NH Nam Á	88	20		
Ocean Villas – Đà Nẵng	341	0	0	0
Công trình ký kết năm 2010				
Khu căn hộ City Garden	866	770	0	0
Diamond Island	185	120	0	0
Tòa Nhà Thanh Yến	122	98	0	0
Căn hộ cao cấp Ken Ton	117	20	0	0
Everich II (nhà mẫu + tầng hầm)	199	190	0	0
Tricon Tower	233	140	93	0
Chung cư Ecopark	171	71	100	0
Indochina Plaza	441	69	0	0
Trường quốc tế Unis	111	78	0	0
Pullman Sai Gon Center	1200	0	400	600
Công trình ký kết năm 2011				
Nhà máy sửa Dielac	300	40	260	0

Khu căn hộ Thăng Long	598	60	300	238
Nestle Route	344	147	197	0
Erowindow Tower	165	65	100	0
Madarin Gadern	450	45	150	150
President Palace	229	29	100	100
Lim Tower	135	135	0	0
Everich II (Phần thân)	469	69	30	200
Hồ Tràm Strip	3200	366	1000	1200
Các công trình khác		180	0	0
Công trình ký kết năm 2012	1200		300	700
Công trình ký kết năm 2013	1500			600
Doanh thu cho thuê văn phòng		20	22	22
Doanh thu cho thuê thiết bị		15	15	15
Tổng		3728	3130	3788

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

3.4 Giá vốn hàng bán năm 2011

Chúng tôi kì vọng biên giá vốn hàng bán của CTD trong năm 2011 sẽ cao hơn so với mức biên giá vốn hàng bán trong năm 2010, do giá vật liệu xây dựng, giá nhân công đều tăng. Đối với phần doanh thu từ hoạt động xây lắp biên giá vốn hàng bán sẽ tăng từ mức 91.5% lên mức 92.3%. Đối với phần doanh thu từ cho thuê văn phòng biên giá vốn hàng bán sẽ giữ nguyên tại mức 80%. Đối với phần doanh thu từ cho thuê thiết bị biên giá vốn hàng bán sẽ giữ nguyên ở mức 90%. Cụ thể, chúng tôi dự phóng biên giá vốn hàng bán của CTD trong năm 2011 sẽ ở mức 92.2%.

3.5 Giá vốn hàng bán năm 2012 và 2013

Chúng tôi kì vọng biên giá vốn hàng bán của CTD trong năm 2012 và năm 2013 sẽ thấp hơn một chút so với mức biên giá vốn hàng bán trong năm 2011 do Công ty có thể tăng giá các hợp đồng mới ký kết trong khi giá vật liệu xây dựng và nhân công được dự báo không có biến động nhiều. Cụ thể, chúng tôi dự phóng biên giá vốn hàng bán của CTD trong năm 2012 và 2013 sẽ ở mức 91.9%.

3.6 Thuế thu nhập doanh nghiệp

Hoạt động sản xuất kinh doanh của CTD phần lớn là hoạt động kinh doanh xây lắp, chính sách thuế của Chính phủ áp dụng mức thuế 25% đối với hoạt động này. Chúng tôi dự phóng mức thuế thu nhập doanh nghiệp mà CTD phải chịu trong năm 2011, 2012 và 2013 giữ ở mức 25%.

3.7 Các yếu tố khác trong năm 2011

Dựa trên bản nghiên cứu của chúng tôi, có thể thấy lợi nhuận biên gộp trong hoạt động kinh doanh xây lắp của Công ty trong năm 2011 khoảng 7.7%, do đó lĩnh vực này sẽ đem lại khoản lợi nhuận gộp là 287.06 tỷ VND. Lợi nhuận biên gộp trong hoạt động cho thuê văn phòng là 20% do đó lĩnh vực này sẽ đem lại khoản lợi nhuận gộp là 4 tỷ VND. Lợi nhuận biên gộp cho hoạt động cho thuê thiết bị là 10% do đó lĩnh vực này sẽ đem lại

khoản lợi nhuận gộp là 1.5 tỷ VND. Chúng tôi dự phóng, lợi nhuận gộp của Công ty trong năm 2011 sẽ đạt mức 292.56 tỷ VND.

Chúng tôi giả định chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2011 cũng sẽ tăng nhẹ do Công ty mở rộng hoạt động, tăng lương cho đội ngũ nhân viên quản lý và chiếm 2.8% doanh thu.

Trong năm 2011 doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty sẽ đến chủ yếu từ cổ tức được chia trong khoản đầu tư tài chính, tiền lãi từ tiền gửi ngân hàng và các hoạt động tài chính khác.

Dựa trên các giả thuyết và dự phóng trên, lợi nhuận ròng của CTD trong năm 2011 sẽ vào khoảng 178.79 tỷ VND.

3.8 Các yếu tố khác trong năm 2012 và 2013

Chúng tôi kì vọng lợi nhuận biên gộp trong hoạt động kinh doanh xây lắp của công ty trong năm 2012 và 2013 sẽ vào khoảng 8% do đó lĩnh vực này sẽ đem lại khoản lợi nhuận gộp là 250.4 tỷ VND trong năm 2012 và 303.4 tỷ VND trong năm 2013. Chúng tôi kì vọng lợi nhuận biên gộp trong hoạt động cho thuê văn phòng và cho thuê thiết bị trong năm 2012 và 2013 sẽ vẫn ổn định như năm 2011 lần lượt là 20% và 10%, do đó lĩnh vực này sẽ đem lại khoản lợi nhuận gộp là 4.4 tỷ VND và 1.5 tỷ VND trong năm 2012 và 2013. Như vậy lợi nhuận gộp của Công ty trong năm 2012 sẽ ở mức 256.3 tỷ VND và lợi nhuận gộp trong năm 2013 sẽ ở mức 356.94 tỷ VND.

Chúng tôi giả định chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2012 và 2013 sẽ tăng nhẹ, chiếm 3% doanh thu.

Chúng tôi dự phóng rằng doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty trong năm 2012 và năm 2013 sẽ vào khoảng 50 tỷ VND, tương đương so với năm 2011. Trong năm 2012 và năm 2013 doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty sẽ đến chủ yếu từ cổ tức được chia trong các khoản đầu tư tài chính, tiền lãi từ tiền gửi ngân hàng và các hoạt động tài chính khác.

Dựa trên các giả thuyết và dự phóng trên, lợi nhuận ròng của CTD trong năm 2012 và 2013 sẽ vào khoảng 158 tỷ VND và 182.77 tỷ VND.

3.10 Định giá cổ phiếu CTD

3.10.1 Định giá cổ phiếu theo phương pháp so sánh PE

Mã	P/E	EPS dự phóng	Giá trung bình trong năm 2011
	<i>x</i>	<i>VND</i>	<i>VND</i>
LIG	4.17	2,400	10,000
PHH	6.57	700	4,600
PVV	7.87	750	5,900
PXI	6.18	1,100	6,800
SD9	7.17	1,200	8,600
SD6	4.11	1,800	7,400
ICG	4.55	2,200	10,000
CTD	3.85	5,640	21,700
HBC	3.90	5,000	19,500

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

Chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh chỉ số PE để định giá cổ phiếu CTD với mức PE trung bình của các công ty tiêu biểu trong lĩnh vực xây dựng là 6.04. Sau khi phân tích thận trọng về triển vọng doanh thu và lợi nhuận của CTD, chúng tôi kì vọng lợi nhuận ròng của Công ty trong năm 2011 sẽ vào khoảng 178.79 tỷ VND và EPS của Công ty sẽ vào khoảng 5,640 VND. Chúng tôi cho rằng giá mục tiêu phản ánh giá trị của CTD trong năm 2011 theo phương pháp này sẽ là 34,091 VND/cổ phiếu.

Định giá cổ phiếu CTD theo phương pháp so sánh PE

Đơn vị: VND

	Mức trung bình ngành	EPS	Giá
PE	6.04	5,640	34,091
Giá trung bình trọng số			34,091

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

3.10.2 Định giá cổ phiếu theo phương pháp so sánh PB

Mã	P/B	Giá trị sổ sách	Giá trung bình trong năm 2011
	<i>x</i>	<i>VND</i>	<i>VND</i>
LIG	0.68	14,745	10,000
PHH	0.34	13,400	4,600
PVV	0.54	10,900	5,900
PXI	0.61	11,200	6,800
SD9	0.51	16,746	8,600
SD6	0.51	14,400	7,400
HBC	0.52	37,300	19,500
ICG	0.73	13,650	10,000
CTD	0.47	46,435	21,700

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

Chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh chỉ số PB để định giá cổ phiếu CTD với mức PB trung bình của các công ty tiêu biểu trong lĩnh vực xây dựng là 0.55. Chúng tôi dự phóng giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của Công ty trong năm 2011 sẽ vào khoảng 46.435 VND. Chúng tôi cho rằng giá mục tiêu phản ánh giá trị của CTD theo phương pháp này trong năm 2011 sẽ là 25,384 VND/ cổ phiếu.

Định giá cổ phiếu CTD theo phương pháp so sánh PB

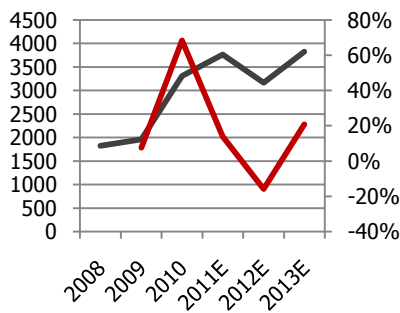
Đơn vị: VND

	Mức trung bình ngành	BV	Giá
PB	0.55	46,435	25,384
Giá trung bình trọng số			25,384

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

Tổng hợp cả hai phương pháp định giá với trọng số của mỗi phương pháp là 50%, chúng tôi dự phóng giá cổ phiếu CTD trong năm 2011 là 29,738 VND/cp.

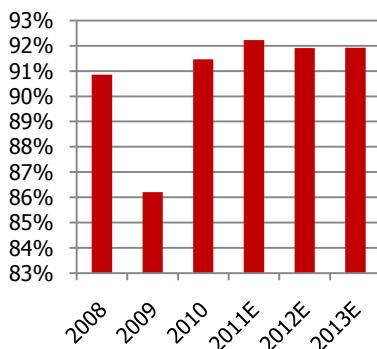
Doanh thu CTD qua các năm



— Doanh thu
— Tăng trưởng doanh thu

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Biên giá vốn bán hàng của CTD qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

4.1 Phân tích các chỉ tiêu tài chính CTD qua các năm

4.1.1 Doanh thu

Doanh thu của CTD có sự tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn 2008 – 2011 nhờ vào sự tăng trưởng của ngành xây dựng và năng lực sản xuất kinh doanh của Công ty. Trong năm 2012 nhiều khả năng doanh thu của Công ty sẽ sụt giảm đáng kể do nền kinh tế Việt Nam bất ổn và sự khó khăn của thị trường bất động sản khiến cầu xây dựng công trình giảm đi. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của CTD sẽ tăng trở lại vào năm 2013 khi nền kinh tế Việt Nam ổn định trở lại.

Nhìn chung, doanh thu của Công ty tăng trưởng khá lành mạnh thể hiện sự phát triển trong hoạt động sản xuất kinh doanh và năng lực của Công ty. Chúng tôi dự phóng doanh thu của Công ty sẽ tiếp tục đứng ở mức cao trong các năm tới dựa trên vị thế cao trong ngành của Công ty và các công trình Công ty đã ký kết.

Doanh thu của CTD

Đơn vị: Tỷ VND, %

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Doanh thu	1823.18	1962.32	3303.78	3763.00	3167.00	3825.00
Tăng trưởng doanh thu		7.63%	68.36%	13.90%	-15.84%	20.78%
Phân tích khối tích	100.00%	107.63%	181.21%	206.40%	173.71%	209.80%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Từ năm 2010 doanh thu của Công ty có sự gia tăng đột biến là do Công ty đã nhận làm tổng thầu nhiều công trình bất động sản dân sinh và nghỉ dưỡng lớn. Chúng tôi kỳ vọng với kinh nghiệm triển khai các dự án lớn Công ty sẽ tiếp tục thành công với mô hình này.

4.1.2 Giá vốn hàng bán

Biên giá vốn hàng bán đã và đang có xu hướng gia tăng trong các năm gần đây. Nguyên nhân chính bắt nguồn từ giá vật liệu xây dựng, nhân công liên tục gia tăng trong năm 2010 và 2011 trong khi đó giá thầu xây lắp công trình của CTD khó tăng do áp lực cạnh tranh quyết liệt trên thị trường khiến biên giá vốn hàng bán có xu hướng tăng lên.

Chúng tôi dự phóng diễn biến không thuận lợi này sẽ tiếp diễn trong năm 2012 và 2013 làm biên giá vốn hàng bán của Công ty ngày càng tăng qua các năm khiến hiệu quả hoạt động của Công ty giảm. Cụ thể biên giá vốn hàng bán từ mức 90.85% doanh thu năm 2009 tăng lên mức là 91.92% doanh thu năm 2013.

Giá vốn hàng bán CTD qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND, %

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Giá vốn hàng bán	1656.42	1691.64	3021.57	3470.44	2910.70	3516.06
Biên giá vốn hàng bán	90.85%	86.21%	91.46%	92.23%	91.91%	91.92%
Phân tích khối tích	100.0%	102.13%	182.42%	209.51%	175.72%	212.3%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

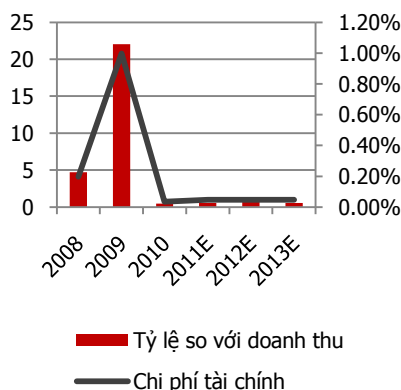
4.1.3 Chi phí tài chính

Một trong những lợi thế của CTD so với các Công ty cùng ngành là chi phí tài chính rất thấp và chiếm tỷ trọng nhỏ so với doanh thu. Công ty thường tập trung thầu các công trình của các nhà đầu tư tư nhân do đó ít chịu rủi ro thanh toán hơn các công ty khác trong ngành. Do đó, Công ty luôn có nguồn tiền mặt dồi dào và không phải sử dụng nhiều vốn vay trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Chi phí tài chính của CTD qua các năm

Chi phí tài chính của CTD qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND, %



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Chi phí tài chính	4.12	20.77	0.71	1.00	1.00	1.00
Tỷ lệ so với doanh thu	0.23%	1.06%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

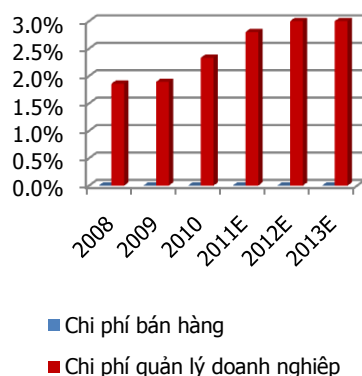
Chúng tôi dự phóng chi phí tài chính của Công ty trong các năm tới vẫn tiếp tục giữ ở mức thấp do vị thế trong ngành của Công ty vẫn rất vững chắc.

4.1.4 Chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng

Chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng của CTD chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ so với doanh thu.

Nhờ vị thế cao trong ngành, năng lực thi công tốt và các mối quan hệ mật thiết với các chủ đầu tư công trình nên Công ty không phải chi các chi phí bán hàng cho các chủ đầu tư. Chi phí bán hàng của Công ty chiếm 0% so với doanh thu.

Tỷ trọng so với doanh thu của chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của CTD qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của CTD qua các năm

Đơn vị: %

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Chi phí bán hàng	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.9%	1.9%	2.3%	2.8%	3.0%	3.0%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

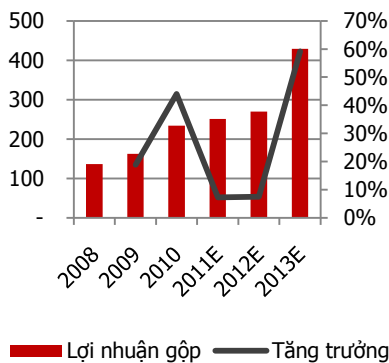
Chi phí quản lý doanh nghiệp của Công ty có xu hướng tăng lên do Công ty đã mở rộng quy mô hoạt động rất nhanh trong các năm qua. Bên cạnh đó, Công ty đã tăng lương khá mạnh cho đội ngũ nhân viên quản lý cũng khiến cho chi phí quản lý doanh nghiệp tăng vọt. Chúng tôi dự phóng trong các năm tiếp theo chi phí quản lý doanh nghiệp của Công ty vẫn ở mức cao do Công ty sẽ đẩy mạnh quy mô hoạt động của Công ty.

4.1.5 Lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng

Lợi nhuận gộp của Công ty nhiều khả năng sẽ suy giảm trong năm 2012 do thị trường bất động sản trầm lắng khiến cầu xây dựng công trình giảm. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp của Công ty sẽ tăng trở lại vào năm 2013 khi thị trường bất động sản khởi sắc giúp cho cầu xây dựng công trình sẽ lại tăng.

Tuy nhiên về tổng thể, mức tăng trưởng lợi nhuận gộp thấp hơn mức tăng trưởng doanh thu phản ánh hiệu quả hoạt động đang yếu đi của Công ty do chi phí xây dựng công trình gia tăng trong khi mức giá thầu xây dựng công trình không tăng tương ứng.

Lợi nhuận gộp của CTD qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

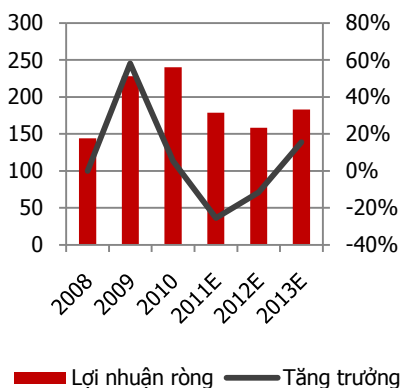
Lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng của CTD qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND, %

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Lợi nhuận gộp	166.76	270.68	282.21	292.56	256.30	308.94
Tăng trưởng		62.32%	4.26%	3.67%	-12.39%	20.54%
Phân tích khối tích	100.00%	162.32%	169.23%	175.44%	153.69%	185.26%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Lợi nhuận ròng	144.18	228.09	240.31	178.79	158.09	182.76
Tăng trưởng		58.21%	5.36%	-25.60%	-11.58%	15.61%
Phân tích khối tích	100.00%	158.21%	166.68%	124.01%	109.65%	126.77%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Lợi nhuận ròng của CTD qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Lợi nhuận ròng của Công ty cũng có xu hướng biến động tương tự như lợi nhuận gộp. Tuy nhiên các chi phí trung gian nhiều khả năng sẽ tăng trong các năm sau nên lợi nhuận ròng sẽ có mức tăng trưởng thấp hơn lợi nhuận gộp.

4.1.6 Khả năng sinh lời

Biên lợi nhuận của CTD chỉ ở mức trung bình so với các công ty cùng ngành và có xu hướng giảm. Nguyên nhân chính là Công ty theo đuổi mô hình làm tổng thầu các công trình lớn do đó biên lợi nhuận không cao. Bên cạnh đó chi phí xây dựng công trình đã tăng lên nhiều trong năm 2010 và 2011 trong khi giá thầu công trình không tăng tương ứng cũng khiến biên lợi nhuận suy giảm.

Khả năng sinh lời của CTD qua các năm

Đơn vị: %

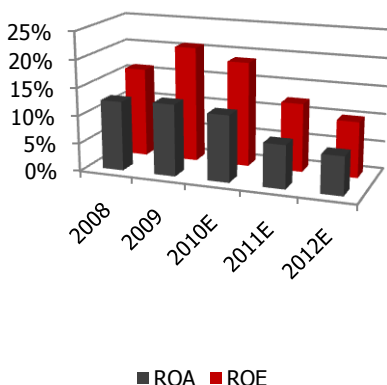
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Biên lợi nhuận gộp	9.15%	13.79%	8.54%	7.77%	8.09%	8.08%
Biên lợi nhuận ròng	7.91%	11.62%	7.27%	4.75%	4.99%	4.78%
ROA	12.47%	12.87%	11.91%	7.76%	6.89%	7.03%
ROE	16.09%	20.78%	18.84%	12.30%	10.01%	10.50%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

ROA của Công ty cũng ở mức trung bình so với các công ty cùng ngành và có xu hướng giảm trong các năm tới do việc gia tăng quy mô của Công ty khiến quy mô tài sản tăng trong khi đó doanh thu và lợi nhuận lại không tăng tương ứng. ROE của Công ty cũng giảm rất mạnh trong các năm tới do Công ty đã tăng vốn điều lệ rất mạnh trong năm 2009 nhằm huy động nguồn vốn cho phát triển.

Nhìn chung, Công ty đã cố gắng mở rộng hoạt động, đầu tư phát triển song hiệu quả sinh lời không tăng trưởng tương xứng với quy mô. Điều này bắt nguồn từ khả năng

ROA, ROE của CTD qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

quản trị và hiệu quả quản lý chi phí trung gian của CTD chưa bắt kịp quy mô hoạt động mới của Công ty.

4.1.7 Cơ cấu vốn

Cơ cấu vốn của CTD khá lành mạnh với tỷ lệ vay nợ thấp và tương đối ổn định qua các năm. Công ty có vị thế cao trong ngành nên có khả năng lựa chọn thầu các công trình của các chủ đầu tư có uy tín và tiềm lực tài chính do đó Công ty chịu ít rủi ro thanh toán và luôn có nguồn tiền mặt dồi dào.

Chúng tôi cho rằng tỷ lệ vay nợ của Công ty trong các năm 2012 và 2013 sẽ giảm do Công ty luôn có đủ nguồn tiền mặt để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh thường nhật của mình.

Cơ cấu vốn của CTD qua các năm

Đơn vị: %

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Nợ/ Tổng Tài Sản	22.48%	38.05%	36.78%	36.95%	31.18%	32.98%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu	29.01%	61.42%	58.18%	58.61%	45.30%	49.22%
Nợ dài hạn/ Vốn chủ sở hữu	0.00%	0.27%	0.47%	0.41%	0.00%	0.00%
Nợ ngắn hạn/ Vốn chủ sở hữu	29.01%	61.15%	57.71%	58.20%	45.31%	49.22%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

4.1.8 Khả năng thanh khoản

Khả năng thanh khoản của CTD thể hiện qua các hệ số về khả năng thanh khoản từ trước đến nay khá tốt và ở mức an toàn. Hệ số tiền mặt mặc dù nhỏ hơn 1 song cũng không quá thấp. Hai hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh là khá cao và đều lớn hơn nhiều so với mức an toàn.

Mặc dù vậy hai hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh tương đối xa nhau thể hiện Công ty có lượng hàng tồn kho lớn. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng hàng tồn kho của CTD là các công trình đang thi công dở dang và tính thanh khoản của nó là thấp do đó hệ số thanh toán hiện thời của Công ty cao cũng chưa đảm bảo được khả năng thanh khoản của Công ty. Tuy nhiên, Chúng tôi cho rằng tình trạng này là không đáng lo ngại do các nghĩa vụ nợ ngắn hạn của Công ty chủ yếu là các khoản phải trả nhà cung cấp vật liệu, dịch vụ xây dựng.

Khả năng thanh khoản của CTD qua các năm

Đơn vị: lần

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Hệ số thanh toán hiện thời	2.92	1.73	1.74	1.90	2.21	2.14
Hệ số thanh toán nhanh	2.34	1.33	1.15	1.34	1.62	1.54
Hệ số tiền mặt	1.69	0.80	0.40	0.52	0.79	0.77

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

4.1.9 Phân tích DUPONT

Phân tích các yếu tố cấu thành hệ số ROE của CTD qua các năm có thể nhận thấy biên lợi nhuận ròng của Công ty suy giảm là nguyên nhân chính khiến hệ số ROE của CTD giảm khá mạnh.

Vòng quay tổng tài sản của CTD được giữ ở mức khá tốt song cũng có xu hướng giảm do doanh thu không tăng tương ứng so với mức tăng quy mô.

Phân tích DUPONT cổ phiếu CTD

Đơn vị: %, lần

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Biên lợi nhuận ròng	7.91%	11.62%	7.27%	4.75%	4.99%	4.78%
Hệ số đòn bẩy	1.29	1.61	1.58	1.59	1.45	1.49
Vòng quay tài sản	1.58	1.11	1.64	1.63	1.38	1.47
ROE	16.09%	20.78%	18.84%	12.30%	10.01%	10.50%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Hệ số đòn bẩy tài chính được giữ ở mức thấp so với các Công ty cùng ngành và tương đối ổn định thể hiện định hướng phát triển bền vững của Công ty.

MÔ HÌNH KINH DOANH

5.1 Định hướng chiến lược

Định hướng chiến lược của CTD là trở thành Công ty xây dựng hàng đầu tại Việt Nam chuyên thi công các công trình Dân dụng & Công nghiệp và đặc biệt làm tổng thầu thi công các công trình có quy mô lớn.

CTD xác định xây lắp vẫn là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, chiếm tỷ trọng cao trong toàn bộ cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Công ty. Công ty không đầu tư dàn trải vào các dự án bất động sản như nhiều công ty cùng ngành khác. Chiến lược này giúp cho CTD tập trung nguồn lực nhằm chiếm lĩnh vị thế cao trong ngành và hạn chế được nhiều rủi ro.

Trong thời gian tới, CTD hướng tới mô hình làm tổng thầu thi công những công trình dân sinh và khu nghỉ dưỡng có giá trị lớn tạo nguồn công việc lâu dài, đảm bảo sự tăng trưởng ổn định cho Công ty. Công ty tiếp tục mở rộng thị trường tại các vùng kinh tế trọng điểm của đất nước như Tp. HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Nha Trang ...

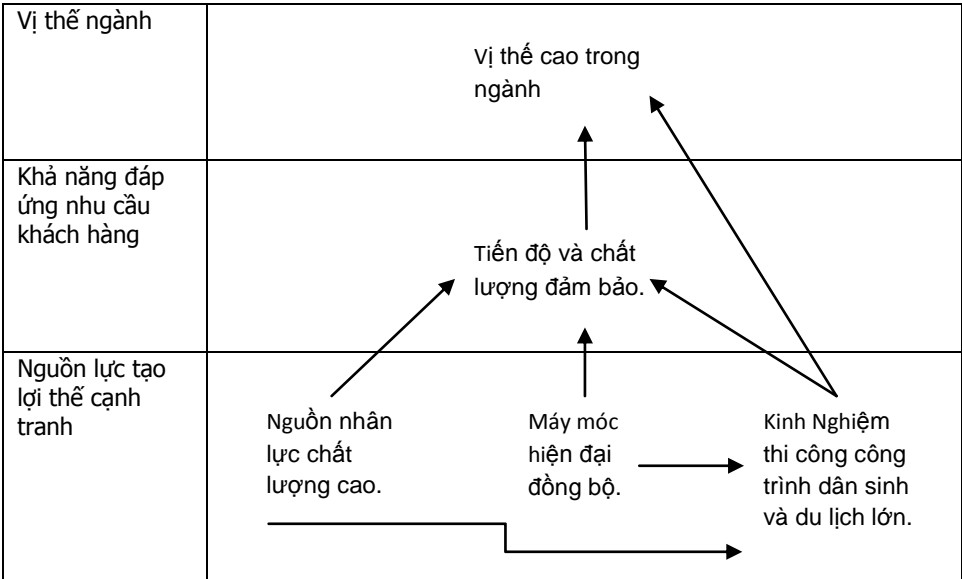
Bên cạnh đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, CTD cũng xem xét hợp tác với các đối tác nước ngoài, các đơn vị lớn có tiềm năng để thi công công trình cơ sở hạ tầng như đường sá, cầu cống, công trình cấp thoát nước. Đây là lĩnh vực có nhu cầu rất lớn hiện nay trong xã hội, CTD sẽ không bỏ qua cơ hội này khi có điều kiện.

5.2 Mô hình kinh doanh hiện tại

5.2.1 Mô hình hoạt động

Hoạt động sản xuất kinh doanh của CTD lấy hoạt động xây lắp làm mũi nhọn đột phá để phá triển. Không giống như các công ty cùng ngành khác thường phân tán nguồn lực cho nhiều hoạt động khác nhau, mô hình kinh doanh của CTD thể hiện tính tập trung rất cao trong lĩnh vực hoạt động chính và đầu tư.

Mô hình hoạt động của CTD giúp cho Công ty có thể tập trung nguồn lực để tạo dựng sự khác biệt so với các công ty cùng ngành về chất lượng công trình do công ty xây lắp bao gồm yêu cầu kỹ thuật và tiến độ thi công.



Nguồn: TLS lập

Bên cạnh đó, CTD luôn chú trọng xây dựng mối quan hệ mật thiết với các công ty đầu tư kinh doanh bất động sản trong nước nhằm đảm bảo nguồn dự án. Cụ thể, CTD đã xây dựng quan hệ mật thiết với các công ty bất động sản tên tuổi như Phát Đạt, Năm Bẩy Bẩy, Indochina Land. Gần đây, Công ty cũng đang phát triển quan hệ hợp tác với các công ty bất động sản mới ở Hà Nội như: Minh Việt (MVI), VIHAJICO và Thủy Dương (TD Group).

CÁC CÔNG TRÌNH TIÊU BIỂU

6.1 Dự án MGM Hồ Tràm - Hồ Tràm Strip

MGM Grand Hồ Tràm là khu vực đầu tiên thuộc khu phức hợp nghỉ dưỡng Hồ Tràm Strip trị giá 4,2 tỷ USD nằm trên bờ biển tuyệt đẹp dọc theo biển Đông, do công ty ACDL phát triển và dự kiến là khu phức hợp du lịch lớn nhất Việt Nam. ACDL là chủ sở hữu và chịu trách nhiệm về vấn đề tài chính cho dự án này. Công ty MGM Resorts International sẽ hỗ trợ, quản lý phát triển thương hiệu và điều hành khu nghỉ dưỡng đa chức năng 5 sao này khi hoàn thành. MGM Grand Hồ Tràm, dự kiến là khu nghỉ dưỡng sang trọng nhất tại Việt Nam, sẽ được thiết kế với hàng loạt hoạt động giải trí, khu vực nhà hàng cao cấp, trung tâm spa sang trọng và các thiết bị vui chơi tiên tiến nhất.

CTD là đơn vị được chọn làm tổng thầu dự án (CTD đảm trách thi công các hạng mục chính và điều hành toàn bộ dự án), tổng giá trị thầu giai đoạn 1 là 155 triệu USD (tương đương 3.200 tỷ đồng) được hoàn thành vào đầu năm 2013. Dự án hứa hẹn đem lại cho CTD nguồn doanh thu và lợi nhuận lớn trong các năm tới. Có thể nói kết quả sản xuất kinh doanh của CTD trong các năm tới phụ thuộc rất lớn vào dự án này.

- Khu vực: Bãi biển Hồ Tràm – Vũng Tàu
- Loại hình: khu nghỉ dưỡng phức hợp
- Tổng diện tích: 160 ha
- Tổng giá trị thầu: 155 triệu USD

Dự án MGM Hồ Tràm - Hồ Tràm Strip



<http://www.asiancoastdevelopment.com/>

Dự án Pullman Sai Gon Center



Nguồn: <http://www.coteccons.vn/>

- Tiến độ: đang xây dựng một block nhà

Mặc dù sự bất ổn của nền kinh tế toàn cầu đã gây ra nhiều thách thức lớn cho các dự án không chỉ ở Việt Nam và cả thế giới trong thời gian qua, nhưng hầu như không ảnh hưởng đến công trình Hồ Tràm Strip, dự án vẫn được triển khai theo đúng kế hoạch. Nhiều khả năng dự án sẽ được hoàn thành đúng tiến độ đặt ra và đưa vào khai thác vào năm 2013.

6.2 Dự án Pullman Sai Gon Center

Khách sạn Pullman Saigon Centre có tổng vốn đầu tư khoảng 60 triệu đô la Mỹ, được xây dựng trên khu đất khách sạn Metropole trước đây và trạm xăng của công ty Comeco. Theo thiết kế, khách sạn sẽ gồm 3 tầng hầm và 24 tầng với khoảng 300 phòng và các hạng mục dịch vụ khác như nhà hàng, khu hội nghị, câu lạc bộ sức khỏe và trò chơi có thưởng.

Theo kế hoạch, khách sạn Pullman Saigon Centre sẽ hoàn thành vào năm 2013, và tập đoàn Accor sẽ quản lý khách sạn này.

- Địa điểm: Phố Trần Hưng Đạo, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
- Tổng vốn đầu tư : 60 triệu USD
- Thời gian xây dựng: 2011 – 2013
- Tiến độ: đang xây dựng hạ tầng kỹ thuật

6.3 Khu căn hộ City Garden

Nằm vị trí giao thông thuận lợi, số 51 Đường Ngô Tất Tố, Quận Bình Thạnh Tp. HCM, City Garden bao gồm 6 tòa tháp lượn sóng hình eclips, cao từ 21 đến 26 tầng, với 927 căn hộ, được xây dựng trên khuôn viên đất 2.3 hecta, trong đó với 23% diện tích để xây dựng căn hộ, 77% diện tích tích ưu tiên thiết kế cảnh quan, City Garden được ví như một khoảng trời riêng ẩn mình giữa sự tất bật và nhộn nhịp của TP. HCM.

- Địa điểm: Thành phố mới Bình Dương
- Tổng giá trị thầu : 885 tỷ VND
- Thời gian xây dựng: 2010 – 2011
- Tiến độ: đã hoàn thành phần xây thô.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ CÔNG TY CTD

7.1 Phân tích SWOT

Dựa trên cơ sở phân tích toàn diện mọi khía cạnh của Công ty CTD, chúng tôi cho rằng CTD đang có những điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và thách thức như sau:

Điểm mạnh:	Điểm yếu:
<ol style="list-style-type: none"> 1. Là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp với năng lực thi công được đánh giá cao, uy tín tốt và kinh nghiệm thi công các công trình có quy mô lớn. 2. Tình trạng tài chính lành mạnh, đội ngũ cán bộ kỹ thuật và công nhân có năng lực. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Chưa khai thác được lĩnh vực làm thầu phụ cho các nhà thầu nước ngoài tại các công trình lớn có vốn đầu tư nước ngoài, lĩnh vực được đánh giá là có biên lợi nhuận cao và ít rủi ro.

<p>Cơ hội:</p> <ol style="list-style-type: none"> Về dài hạn nhu cầu xây dựng công trình dân sinh tại Việt Nam là rất lớn khi nền kinh tế Việt Nam phát triển ổn định thúc đẩy quá trình đô thị hoá và nâng cao mức sống của người dân. 	<p>Thách thức:</p> <ol style="list-style-type: none"> Áp lực cạnh tranh trong ngành xây dựng là rất lớn do rào cản gia nhập ngành thấp. Cạnh tranh quyết liệt khiến biên lợi nhuận thấp. Thị trường bất động sản đóng băng khiến nhu cầu xây dựng công trình dân sinh và du lịch giảm trong năm 2012.
---	--

7.2 Đánh giá chung CTD

CTD là một công ty có chiến lược phát triển đúng đắn. Hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty khá lành mạnh dựa trên các lợi thế cạnh tranh vững bền và vị thế vượt trội trong ngành. Mặc dù CTD hoạt động trong môi trường cạnh tranh rất khốc liệt do rào cản gia nhập ngành thấp song sự tăng trưởng và phát triển của Công ty trong những năm gần đây là rất ấn tượng. Nhờ chiến lược phát triển tập trung, Công ty đã giảm được các rủi ro hoạt động, xây dựng được thương hiệu và thiết lập được vị thế vượt trội trong ngành.

Chúng tôi đánh giá cao bề dày kinh nghiệm trong hoạt động xây lắp các công trình dân sinh và du lịch nghỉ dưỡng của Công ty thể hiện qua việc Công ty đã thi công rất nhiều Công trình lớn và có tiếng trong các lĩnh vực này.

Chúng tôi dự phóng kết quả sản xuất kinh doanh của Công ty trong năm 2012 sẽ không khả quan như năm 2011 do tình hình nền kinh tế còn nhiều bất ổn. Tuy nhiên, các lợi thế cạnh tranh và vị thế của Công ty sẽ giúp Công ty chống đỡ tốt hơn so với các công ty cùng ngành khác.

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long ("TLS") và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. TLS phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

KHOẺ NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)



Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với hơn 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam.

Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB, Đà Nẵng bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB CapNTLI. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các khách hàng công ty.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tòa nhà Thăng Long, 98 Nguyễn Như Kon Tum, Thanh Xuân, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.tls.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh: Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

Trụ sở Phân tích: Tầng 7, tòa nhà Thăng Long, 98 Nguyễn Như Kon Tum, Thanh Xuân, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: research@tls.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

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 TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. TLS 2000-2011, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.