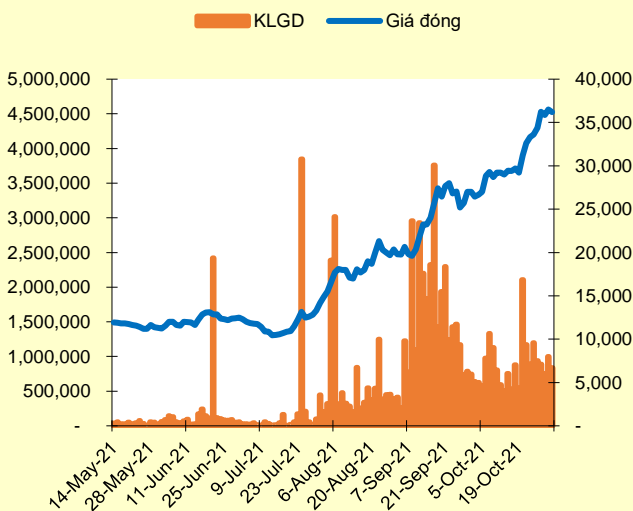


TCD (HOSE)

| | | |
|----------------------------------|---------------|----------------|
| Giá hiện tại (22/11/2021) | 31.250 | |
| Giá trị hợp lý | 33.000 | |
| Lợi nhuận kỳ vọng | n/a | |
| Giá cao nhất 52 tuần qua | 41.000 | |
| Lượng CP đang lưu hành (trCP) | 87,2 | |
| Free-float (trCP) | 17,4 | |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 2.912,8 | |
| KLGD Trung bình 10 ngày (CP) | 945.593 | |
| Beta | 0,05 | |
| Chỉ số trượt 12T | TCD | VNIndex |
| P/E (lần) | 6,68 | 17,24 |
| P/B (lần) | 2,47 | 2,75 |
| EV/EBITDA (lần) | 17,53 | 28,71 |
| Nợ vay/VCSH (lần) | 0,61 | 0,48 |
| Biên LN ròng (%) | 11,21% | 23,07% |
| ROE (%) | 33,78% | 14,06% |
| ROA (%) | 5,45% | 6,66% |

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: SHS, FiiPro

Giới thiệu:

- ❖ Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải (TCD), được thành lập vào năm 1990, hoạt động trong các lĩnh vực xây dựng, khai thác kinh doanh đá, thương mại, và xuất khẩu lao động. Vốn điều lệ hiện tại của TCD là 872,09 tỷ đồng.

Phòng phân tích SHS đánh giá **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu của TCD với giá mục tiêu 33.000 đồng/cổ phiếu, với những luận điểm chính như sau:

- ❖ **TCD đang được hưởng lợi lớn từ việc thi công các dự án của BCG** với hàng loạt các dự án Bất động sản và các dự án xây dựng nhà máy năng lượng mặt trời cũng như điện gió có giá trị lớn.
- ❖ Nguồn backlog cuối năm 2020 có thể đảm bảo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho TCD trong thời gian tới đối với hoạt động xây dựng.
- ❖ Mảng khai thác đá của Antraco vẫn duy trì doanh thu và lợi nhuận ổn định cho TCD, Antraco sắp tới sẽ xin nâng công suất khai thác lên 2 triệu m³/năm.
- ❖ Định hướng hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông mà TCD làm tổng thầu từ năm 2023 sẽ là hoạt động cốt lõi của TCD, tránh phụ thuộc hoàn toàn các hợp đồng đến từ BCG.
- ❖ TCD tăng vốn thành công sẽ giúp Công ty giảm bớt gánh nặng về lãi vay, tăng cường năng lực tài chính, và đồng thời cũng tăng tính minh bạch của Công ty.
- ❖ **Năm 2021**, SHS dự báo doanh thu thuần đạt 3.627,7 tỷ đồng (tăng 27,2% theo năm) và LNST đạt 316,05 tỷ đồng (tăng 115,4% theo năm). EPS năm 2021 sau pha loãng dự báo đạt 3.430 VND/cổ phiếu.
- ❖ **Cổ phiếu TCD đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2021 là 9,11x và P/E trượt là 6,68x**, so với P/E trượt trung bình của thị trường Việt Nam là 17,24x.
- ❖ SHS xác định giá trị hợp lý đối với cổ phiếu TCD là **33.000 đồng/cp**.
- ❖ **Rủi ro đầu tư:** các hợp đồng xây dựng hầu như phụ thuộc vào công ty mẹ (BCG) do vậy tiến độ triển khai dự án của BCG sẽ có ảnh hưởng tới hoạt động của TCD; Rủi ro pha loãng lớn từ việc tăng vốn.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải (TCD) được thành lập vào năm 1990, tiền thân là Tổng công ty Đầu tư Phát triển Giao thông vận tải – Doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Bộ Giao thông vận tải và Bưu điện. Đến năm 2015, TCD chính thức hoạt động theo mô hình Công ty cổ phần với 100% vốn tư nhân sau khi SCIC thoái vốn và được niêm yết trên sàn HSX vào 26/05/2017.

Tại thời điểm 30/06/2021, Vốn điều lệ của TCD là 822,95 tỷ đồng, tương ứng với 82,29 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Quá trình tăng vốn của TCD kể từ khi là CTCP 100% vốn tư nhân như sau:

Năm 2016: Chia cổ tức bằng cổ phiếu; phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, cán bộ nhân viên, và cổ đông chiến lược để tăng vốn điều lệ lên 324,85 tỷ đồng

Năm 2017: Phát hành cổ phiếu trả cổ tức, nâng vốn điều lệ lên 344,4 tỷ đồng

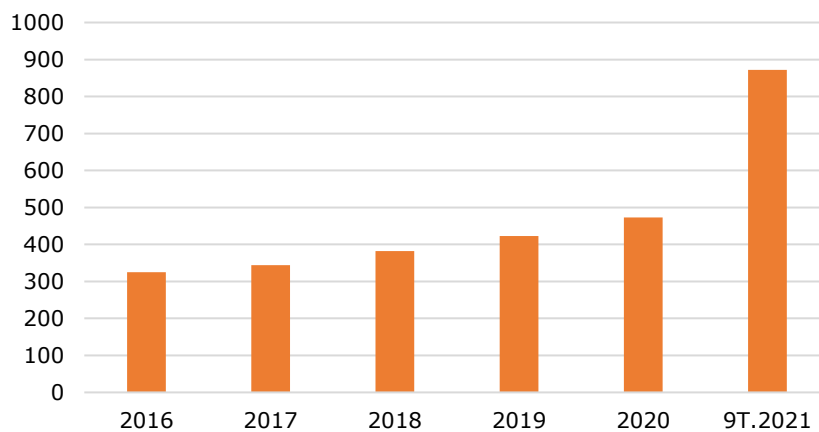
Năm 2018: Phát hành cổ phiếu trả cổ tức, ESOP để nâng vốn điều lệ lên 382,3 tỷ đồng

Năm 2019: Phát hành cổ phiếu trả cổ tức, ESOP để nâng vốn điều lệ lên 423 tỷ đồng

Năm 2020: Phát hành cổ phiếu trả cổ tức, ESOP để nâng vốn điều lệ lên 472,9 tỷ đồng

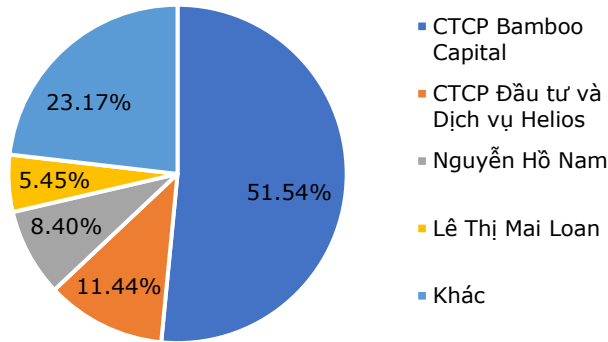
Năm 2021: Phát hành cổ phiếu trả cổ tức và Phát hành riêng lẻ 35 triệu cổ phiếu, nâng vốn điều lệ lên 872,1 tỷ đồng

Vốn điều lệ qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: TCD, SHS Research

1.2. Cơ cấu sở hữu



CTCP Bamboo Capital (BCG) là công ty mẹ, chiếm tỷ lệ chi phối tại TCD với 51,54% cổ phần. Ông Nguyễn Hồ Nam (Chủ tịch HĐQT) và Bà Lê Thị Mai Loan (thành viên HĐQT) nắm giữ tương ứng 8,40% và 5,45% cổ phần. Các cổ đông khác chiếm 23,17%.

Nguồn: TCD, SHS Research

1.3. Cơ cấu tổ chức và cấu trúc đầu tư

Danh sách công ty con và công ty liên kết (tính đến 30/09/2021):

| STT | Tên công ty | Tỷ lệ biểu quyết (%) | Tỷ lệ lợi ích (%) |
|----------------------------|-----------------------------------|----------------------|-------------------|
| I Công ty con | | | |
| 1 | Công ty TNHH Liên danh Antraco | 51,00 | 51,00 |
| 2 | CTCP Xuất khẩu lao động Tracodi | 70,00 | 70,00 |
| 3 | CTCP Nước sạch Life Purify | 51,00 | 51,00 |
| 4 | CTCP Tracodi Trading & Consulting | 55,00 | 55,00 |
| II Công ty liên kết | | | |
| 1 | Công ty Taxi Việt Nam (Vinataxi) | 30,00 | 30,00 |
| 2 | CTCP BCG Land | 36,70 | 36,70 |
| 3 | CTCP 3K Plus Việt Nam | 20,00 | 20,00 |

2. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hoạt động kinh doanh của TCD tập trung vào 4 mảng là xây dựng công trình giao thông, công nghiệp, dân dụng; khai thác – chế biến đá xây dựng; xuất khẩu và thương mại nông sản; xuất khẩu lao động.

Mảng xây dựng và đầu tư hạ tầng giao thông sẽ là hoạt động cốt lõi trong vòng 5 năm tiếp theo

Là công ty thành viên, TCD có lợi thế làm Tổng thầu triển khai thực hiện các công trình xây dựng Bất động sản và các dự án năng lượng của BCG.

Doanh thu mảng xây dựng bắt đầu tăng trưởng mạnh từ năm 2019. Doanh thu năm 2020 đạt 1.895 tỷ đồng, gấp gần 10 lần so với thực hiện năm 2018. Hầu hết các hợp đồng TCD thực hiện đến từ các dự án do BCG làm chủ đầu tư. Các dự án tiêu biểu mà TCD đã và đang tham gia, hoàn thành nghiệm thu, và ghi nhận doanh thu như Nhà máy năng lượng mặt trời BCG Hanwha Băng Dương (100MWP tại Long An), Nhà máy năng lượng mặt trời Phù Mỹ 1, 2, 3 (330 MWP tại Bình Định), Nhà máy năng lượng mặt trời VNECo (45MWP tại

Vũng Liêm – Vĩnh Long), Radisson Blue Hội An, và King Crown Village Thảo Điền (tại Q2, Tp.HCM).

Giá trị các hợp đồng chuyển tiếp (Backlog) tính đến thời điểm cuối năm 2020 còn 8.853 tỷ đồng. Trong đó, giá trị các hợp đồng thuộc dự án bất động sản dân dụng chiếm 76%, các dự án xây dựng nhà máy năng lượng chiếm 24%. Giá trị các hợp đồng ký mới trong năm 2021 đến thời điểm hiện tại là 1.346 tỷ đồng. TCD dự kiến sẽ thực hiện khoảng 2.833 tỷ đồng trong năm 2021. Nguồn backlog còn lại có thể đảm bảo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của TCD trong thời gian tới.

Đơn vị: tỷ đồng

| Dự án | Loại hình | Giá trị hợp đồng (bao gồm VAT) | Đã nghiệm thu hết 2020 | Kế hoạch nghiệm thu 2021 |
|--|--------------|--------------------------------|------------------------|--------------------------|
| Các hợp đồng từ 2020 trở về trước | | 11.239,04 | 2.386,55 | 2.340,72 |
| King Crown Village | Bất động sản | 1.108,98 | 276,44 | 37,46 |
| King Crown Infinity | Bất động sản | 3.113,28 | - | 230,39 |
| Radisson Blue Hội An | Bất động sản | 2.258,35 | 756,68 | 628,11 |
| Amor Riverside Villa | Bất động sản | 240,00 | - | 18,00 |
| Casa Marina Premium | Bất động sản | 1.600,69 | - | 20,00 |
| Casa Marina Mũi Né | Bất động sản | 177,18 | - | 25,37 |
| Amor Garden | Bất động sản | 46,41 | - | 40,69 |
| Nhà máy ĐMT Phù Mỹ | Năng lượng | 890,87 | 578,17 | 312,70 |
| Nhà máy ĐMT VNECo Vĩnh Long | Năng lượng | 933,39 | 567,26 | 366,13 |
| Solar Rooftop (các địa phương) | Năng lượng | 869,86 | 207,99 | 661,86 |
| Các hợp đồng ký mới 2021 | | 1.346,29 | - | 493,39 |
| Sim City 2 | Bất động sản | 470,90 | - | 10,00 |
| Hội An D'or | Bất động sản | 477,37 | - | 110,00 |
| Điện gió Khai Long | Năng lượng | 244,70 | - | 220,10 |
| Solar Rooftop (các địa phương) | Năng lượng | 153,29 | - | 153,29 |

Nguồn: TCD, SHS tổng hợp

Năm 2022, TCD dự kiến ghi nhận doanh thu xây dựng chủ yếu từ phần còn lại của dự án Radisson Blue Hội An, Hội An D'or và 1 phần của dự án King Crown Infinity.

Việc phụ thuộc hoàn toàn vào các dự án xây lắp từ BCG cũng là một rủi ro đối với TCD, do vậy TCD hiện nay đang chuyển hướng dần dần sang đầu tư xây dựng hạ tầng giao thông. TCD đã nghiên cứu và có định hướng tham gia vào một số dự án từ đầu năm nay, trong đó có dự án tại Long An với việc xây dựng trục đường từ Long An đến Tiền Giang, qua tp. Hồ Chí Minh dài 55km (trong đó đoạn Long An dài 35km, Hồ Chí Minh dài 5km, và phần tại Tiền Giang dài 15km, với tổng vốn đầu tư dự kiến 20.000 tỷ đồng). Dự án là liên danh giữa 3 bên, trong đó TCD nắm 51% cổ phần, phần còn lại thuộc về BCG và CC1, dự kiến triển khai từ năm 2023.

Màng khai thác đá đóng góp doanh thu ổn định

TCD nắm giữ cổ phần chi phối tại Liên danh Antraco (51%), là doanh nghiệp chuyên khai thác đá, sở hữu mỏ đá tại núi Dài Lớn, xã Châu Lăng, huyện Tri Tôn, tỉnh An Giang. Đây là một trong những mỏ đá lộ thiên có trữ lượng lớn nhất ĐBSCL (chỉ mới khai thác có +10m), mỏ đá được cấp phép trữ lượng khai thác giai đoạn 1 là 28 triệu m³ (đã khai thác khoảng 20 triệu m³), hiện còn khoảng 8 triệu m³, thời hạn khai thác đến năm 2026. Sản lượng khai thác cho phép hàng năm là 1,5 triệu m³.

Hiện nay đá phục vụ cho nhu cầu xây dựng tại Nam Bộ chủ yếu đến từ các tỉnh Đông Nam Bộ như Đồng Nai, Bình Dương trong khi các tỉnh miền Tây Nam Bộ chỉ có An Giang (trừ lượng 111 triệu m³) và Kiên Giang (133,8 triệu m³) là có các mỏ đá. Riêng tại An Giang các mỏ đá tập trung tại các địa bàn trực thuộc huyện Tri Tôn và Tịnh Biên với 6 mỏ được cấp phép.

Bảng: Danh sách các mỏ đá tại An Giang

| Tên doanh nghiệp | Địa chỉ mỏ | Diện tích (ha) | Công suất khai thác (m ³ /năm) | Thời hạn khai thác |
|---|----------------------------|----------------|---|--------------------|
| Công ty TNHH MTV khai thác & chế biến đá An Giang | Núi Cô Tô, Tri Tôn | 56 | 1.500.000 | 2033 |
| | Đồi Sóc Triết, Tri Tôn | 9,5 | 150.000 | 2024 |
| Công ty TNHH MTV TM nhà hàng khách sạn Hòa Bình | Núi Cô Tô (khu B), Tri Tôn | 23 | 100.000 | 2030 |
| Công ty TNHH MTV 622 | Núi Cô Tô (khu B), Tri Tôn | 13 | 300.000 | 2022 |
| Công ty TNHH Liên doanh Antraco | Núi Dài, Tri Tôn | 70 | 1.500.000 | 2026 |
| Công ty TNHH MTV xây lắp An Giang | Núi Bà Đội, Tịnh Biên | 20 | 350.000 | 2021 |

Nguồn: SHS tổng hợp

Đá Antraco là loại đá có cường độ kháng nén cao, đạt tiêu chuẩn để sử dụng trong các công trình trọng điểm. Thị trường tiêu thụ chủ yếu của Antraco là khu vực BĐSCL và một số tỉnh lân cận. Nhằm đáp ứng nhu cầu về đá tại khu vực ĐBSCL sẽ gia tăng để phục vụ xây dựng các dự án hạ tầng lớn, Antraco đã lập hồ sơ xin cấp phép trữ lượng giai đoạn 2 dự kiến nâng lên khoảng 50 triệu m³, đồng thời sẽ xin tăng công suất khai thác lên 2 triệu m³/năm. Giai đoạn 2 sau khi khảo sát được trữ lượng sẽ được cấp phép cho thời gian khai thác tiếp theo. Đặc điểm lớn nhất của ngành kinh doanh khai thác đá là phương tiện vận chuyển hạn chế, phạm vi cung cấp bị giới hạn nên mỏ đá của Antraco vẫn chiếm ưu thế cả về số lượng cũng như loại sản phẩm, cung cấp đá cho đa số các công trình xây dựng cơ sở hạ tầng trong khu vực.

Trong năm 2020, doanh thu khai thác đá đạt 650,9 tỷ đồng, tăng trưởng 36,6% so với năm 2019. Lợi nhuận sau thuế đạt 48,5 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp của mảng khai thác đá duy trì ổn định quanh mức 33%, cụ thể đạt 32,9% và 33,1% tương ứng trong năm 2019 và năm 2020. Trong 6 tháng đầu năm 2021, doanh thu của Antraco đã đạt 293,75 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 32,4%.

Hoạt động thương mại và xuất khẩu lao động chịu tác động bởi dịch Covid-19

Đối với hoạt động thương mại, TCD tập trung duy trì xuất khẩu các sản phẩm chủ lực như tinh bột sắn, cà phê, đồ gỗ ngoài trời, và một số sản phẩm nội thất cung cấp cho các dự án bất động sản mà Tracodi là tổng thầu thi công. Tuy nhiên, do ảnh hưởng bởi tình hình dịch bệnh Covid-19 mà các hoạt động xuất khẩu gặp khó khăn khiến doanh thu không đạt kỳ vọng như kế hoạch đặt ra. Cụ thể, doanh thu thương mại năm 2020 chỉ đạt 136,5 tỷ đồng so với kế hoạch 393,4 tỷ đề ra. Tính đến hết 6 tháng đầu năm 2021, doanh thu mảng này chỉ đạt 56,9 tỷ đồng, tương đương 7,2% kế hoạch đề ra. Tuy nhiên, con số này trong

6 tháng cuối năm có thể sẽ được cải thiện hơn khi TCD ghi nhận doanh thu mua sắm hoàn thiện cho các gói thầu có giá trị cao tại dự án trọng điểm Radisson Blu Hội An.

Hoạt động xuất khẩu lao động cũng chịu tác động không nhỏ do dịch Covid kéo dài từ đầu năm 2020 đến nay, làm gián đoạn và đứt gãy mọi hoạt động của công tác xuất khẩu lao động. Doanh thu năm 2020 chỉ đạt 11,08 tỷ đồng, giảm 38% so với năm 2019; doanh thu 6 tháng đầu năm 2021 cũng mới đạt 4,67 tỷ đồng do Nhật Bản (thị trường chính của TCD) đã tạm dừng nhập cảnh với các thực tập sinh kỹ năng làm cho hơn 250 lao động của công ty đã có thể tư cách lưu trú vẫn chưa thể xuất cảnh được làm ảnh hưởng rất lớn đến tình hình kinh doanh.

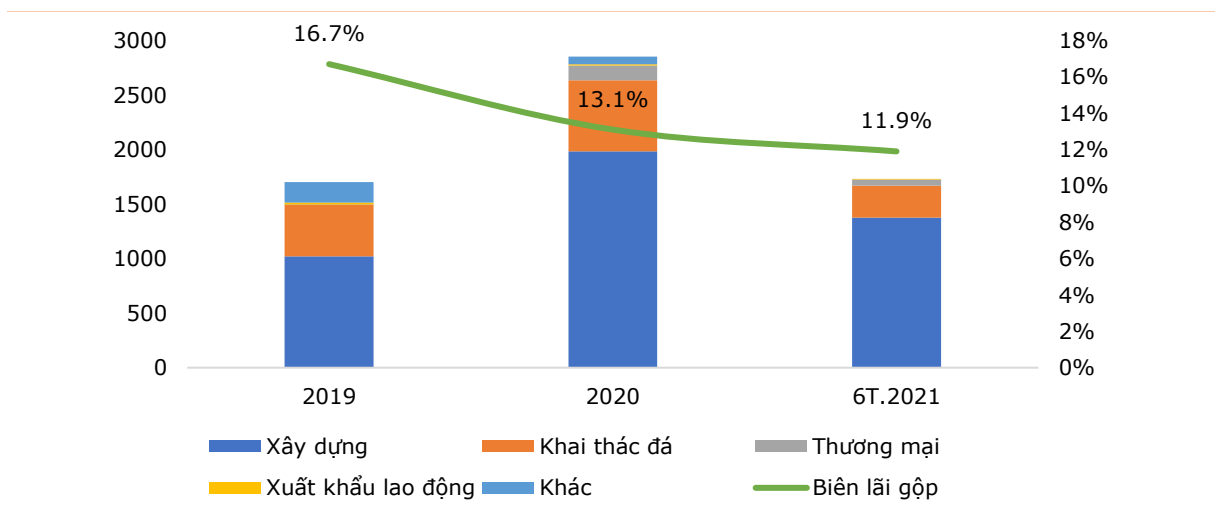
3. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu hợp nhất và lợi nhuận của TCD chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng và khai thác đá. Hoạt động xây dựng bắt đầu tăng trưởng mạnh từ năm 2019 nhờ vào việc thi công các dự án lớn (từ các dự án bất động sản dân dụng cho tới các dự án năng lượng) mà BCG làm chủ đầu tư. Doanh thu hoạt động này năm 2020 đạt 1.983 tỷ đồng, tăng trưởng 94,4% so với năm 2019 do đóng góp từ việc hoàn thành nghiệm thu xây lắp cho dự án Nhà máy ĐMT BCG Hanwha Bằng Dương, Phù Mỹ 1,2,3, và VNECo; và ghi nhận doanh thu theo tiến độ từ dự án Radisson Blu Hội An, giai đoạn 1 dự án Amor Garden (Hội An) và bàn giao 17 căn Villa của dự án King Crown Thảo Điền Village (Quận 2, tp.HCM). Hoạt động xây dựng đóng góp 82 tỷ đồng LNST trong năm 2020.

Hoạt động khai thác đá đóng góp doanh thu và lợi nhuận ổn định hàng năm cho TCD. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt tương ứng 650,9 và 48,5 tỷ đồng. Hai hoạt động còn lại là thương mại và xuất khẩu lao động đã chịu tác động khá lớn khi dịch bệnh Covid-19 bùng phát.

Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC TCD, SHS tổng hợp

Biên lợi nhuận các mảng hoạt động của TCD vẫn ổn định, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp chung của TCD giảm dần từ 16,7% trong năm 2019 xuống 11,9% trong năm 2021. Nguyên nhân là do biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng (chỉ hơn 7%) thấp hơn nhiều so với biên lợi nhuận gộp của mảng khai thác đá (khoảng 33%), do đó khi doanh thu hoạt động xây dựng tăng mạnh hơn nhiều so với mảng khai thác đá đã kéo biên lãi gộp trung bình của TCD đi xuống. Biên lợi nhuận gộp của từng loại hình trong mảng xây dựng lại có sự khác

biệt đáng kể: đối với hoạt động xây dựng bất động sản, biên lợi nhuận gộp ở mức 8-10%; đối với hoạt động xây dựng nhà máy năng lượng, biên lợi nhuận gộp chỉ ở mức 5-7%; trong khi đó con số này với các dự án ĐMT áp mái là 7-9%. Biên lợi nhuận gộp mảng xuất khẩu lao động rất cao, ở mức trên 60%, tuy nhiên do doanh thu khá là khiêm tốn so với các hoạt động khác nên lợi nhuận mảng này chỉ chiếm một phần rất nhỏ trong cơ cấu lợi nhuận của TCD.

Bảng 5: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 9T2021

| tỷ đồng | Q3/2021 | Q3/2020 | % thay đổi | 9T/2021 | 9T/2020 | % thay đổi | % KH 2021 |
|---|---------|---------|------------|----------|----------|------------|-----------|
| Doanh thu thuần | 370,47 | 651,01 | (43,09%) | 2.101,37 | 1.610,31 | 30,49% | 69,30% |
| Giá vốn | 306,43 | 543,66 | | 1.831,84 | 1.360,78 | | |
| Lợi nhuận gộp | 64,04 | 107,35 | | 269,53 | 249,53 | 8,01% | |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i> | 17,3% | 16,5% | | 12,8% | 15,5% | | |
| Doanh thu tài chính | 52,95 | 0,54 | 9705,56% | 266,42 | 29,61 | 799,67% | |
| Chi phí tài chính | 52,58 | 16,95 | 210,21% | 215,19 | 48,69 | 341,95% | |
| <i>Chi phí lãi vay</i> | 12,81 | 16,67 | (23,16%) | 78,10 | 42,12 | 85,43% | |
| Lãi/ lỗ từ công ty liên doanh/ liên kết | 56,58 | (8,77) | | 124,23 | -3,81 | | |
| Chi phí bán hàng | 12,55 | 27,72 | (54,73%) | 52,37 | 81,53 | (35,77%) | |
| Chi phí QLDN | 21,12 | 22,72 | (7,04%) | 76,96 | 69,98 | 9,97% | |
| Lợi nhuận trước thuế | 87,69 | 29,20 | 200,31% | 316,41 | 73,27 | 331,85% | |
| Lợi nhuận ròng | 80,43 | 20,30 | 296,21% | 280,28 | 54,15 | 417,64% | 100,04% |

Nguồn: BCTC TCD, SHS tổng hợp

Tính đến hết Q3.2021, TCD ghi nhận doanh thu 2.101,37 tỷ đồng, tăng 30,49% so với cùng kỳ 2020. Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng, đạt 1.725,88 tỷ đồng, tăng 100% so với cùng kỳ. Doanh thu và chi phí tài chính đều tăng mạnh, tương ứng là các khoản lợi tức được hưởng theo tỷ lệ dựa trên hiệu quả của các Dự án từ các hợp đồng hợp tác đầu tư các dự án Bất động sản và lãi vay phải trả từ việc nhận các khoản hợp tác đầu tư do TCD là tổng thầu thi công nhiều dự án cần vốn đầu tư rất lớn. Lợi nhuận được chia từ các công ty liên doanh, liên kết cũng tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm do ghi nhận từ BCG Land với giá trị 124,23 tỷ đồng.

Với kết quả này, TCD đã hoàn thành 69,30% kế hoạch doanh thu và 100% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

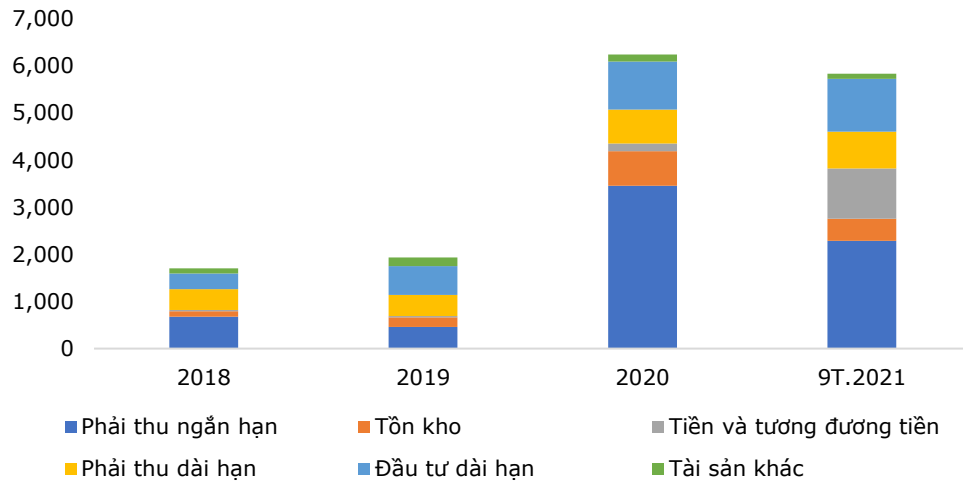
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Cơ cấu tài sản nguồn vốn

Tổng tài sản của TCD tăng đột biến trong năm 2020, tập trung phần lớn tại các khoản phải thu ngắn hạn. Tại thời điểm 30/09/2021, giá trị các khoản phải thu ngắn hạn là 2.286 tỷ đồng, chiếm 39,21% tổng tài sản, trong đó tập trung tại khoản mục Trả trước cho người bán ngắn hạn (1.154 tỷ đồng) và Phải trả ngắn hạn khác (745 tỷ đồng). Đây là các khoản huy động vốn hợp tác kinh doanh và đầu tư để thực hiện các dự án. Các khoản tiền và tương đương tiền chiếm 1.063 tỷ đồng, trong đó 963 tỷ đồng là kinh doanh chứng khoán ngắn hạn. Phải thu dài hạn khác cũng chiếm tỷ trọng tương đối lớn với 779 tỷ đồng, tương

ứng 13,3% tổng tài sản, đây cũng là các khoản huy động vốn hợp tác kinh doanh và đầu tư. TCD làm tổng thầu thi công nhiều dự án có giá trị lớn trong khi còn hạn chế về vốn, TCD do vậy nhận hợp tác kinh doanh từng dự án cụ thể với thời hạn dựa trên thời hạn thi công dự án và lãi vay thỏa thuận dựa trên lãi suất cho vay trên thị trường của ngân hàng. Việc này, tuy nhiên, cũng phần nào làm giảm tính minh bạch của TCD khi các khoản phải thu, phải trả khác quá lớn trong cơ cấu tổng tài sản, nguồn vốn cũng như việc ghi nhận doanh thu/ chi phí tài chính từ các hợp đồng trên.

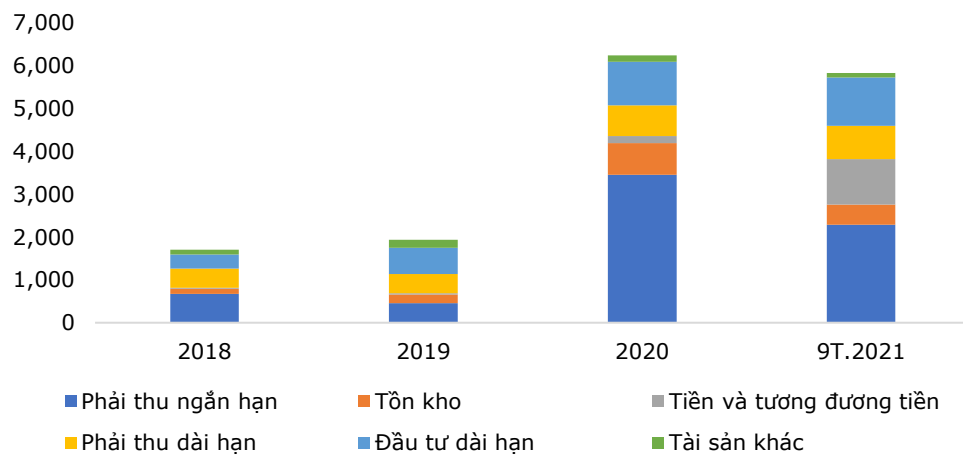
Cơ cấu tài sản của TCD



Nguồn: TCD, SHS Research

Tại thời điểm 30/09/2021, tổng nợ phải trả của TCD là 4.612 tỷ đồng, giảm 17% so với cuối năm 2020. Trong đó, các khoản mục Phải trả người bán, người mua trả tiền trước, và các khoản “phải trả ngắn hạn khác” và phải trả dài hạn khác” chiếm tỷ trọng lớn nhất với tổng giá trị gần 3.534 tỷ đồng, tương ứng 63,3% tổng nợ phải trả, đây là các khoản phải trả nhà cung cấp và các khoản nhận huy động vốn hợp tác đầu tư. Dư nợ vay của TCD tại 30/09/2021 ở mức 738,9 tỷ đồng, bao gồm 678,2 tỷ đồng vay ngắn hạn và 60,7 tỷ đồng vay dài hạn. Các khoản vay của TCD chịu lãi suất từ 6,5% tới 12,25%/năm, trong đó khoản vay lớn nhất tại Ngân hàng Nam Á (420 tỷ đồng) đang chịu lãi suất 10,5-12,25%/năm.

Cơ cấu nợ phải trả của TCD



Nguồn: TCD, SHS Research

Phương án tăng vốn năm 2021

TCD có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 872,09 tỷ đồng lên 2.244 tỷ đồng trong năm 2021 bằng việc:

- (1) Phát hành 87.209.319 cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 1:1;
- (2) Phát hành riêng lẻ 50.000.000 cổ phiếu cho đối tác chiến lược.

Mục đích của đợt phát hành là nâng cao năng lực về vốn để có thể thực hiện các dự án có giá trị lớn, bổ sung nguồn vốn nhằm phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, đồng thời cũng tăng tính minh bạch của Công ty.

Dự phóng KQKD

Năm 2021, SHS ước tính doanh thu của TCD đạt 3.627,7 tỷ đồng, tăng 27,2% và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 264,9 tỷ đồng, tăng 115,4% theo năm, EPS điều chỉnh do pha loãng năm 2021 dự báo đạt 3.430 đồng/cổ phiếu, dựa trên các giả định:

- ❖ Doanh thu của TCD trong năm 2021 chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng, tăng 42,9% so với năm trước, trong đó doanh thu từ các dự án năng lượng chiếm hơn 1.700 tỷ đồng (từ các dự án Điện mặt trời Rooftop, VNECO Vĩnh Long, Phù Mỹ, và Điện gió Khai Long); doanh thu từ các dự án xây dựng dân dụng ước tính đạt hơn 1.100 tỷ đồng, phần lớn ghi nhận từ các dự án Radisson Blue Hội An và King Crown Village. Hoạt động khai thác đá tiếp tục đóng góp doanh thu ổn định do đã đạt đến giới hạn khai thác tối đa, giả định giá bán đá mỗi năm tăng 3%.
- ❖ Biên lợi nhuận giảm nhẹ từ 13,1% xuống 12,2% do doanh thu hoạt động xây dựng tăng trưởng mạnh, tuy nhiên biên lãi gộp lại thấp hơn nhiều so với hoạt động khai thác đá, tương ứng 7,6% và 33%.
- ❖ Chi phí QLDN không thay đổi nhiều so với năm trước, tuy nhiên tỷ lệ chi phí QLDN/Doanh thu được cải thiện hơn nhờ tiết giảm được chi phí bán hàng.
- ❖ Doanh thu và chi phí tài chính dự báo tương ứng đạt 305,7 và 279,8 tỷ đồng (trong đó chi phí lãi vay 124 tỷ đồng). Đây là các khoản lãi nhận được từ và lãi phải trả cho các hợp đồng hợp tác kinh doanh.
- ❖ Lợi nhuận từ công ty con/liên kết ước tính đạt 150 tỷ đồng, là phần lợi nhuận được chia từ BCG Land.
- ❖ Theo đó, dự báo LNST hợp nhất đạt 316,05 tỷ đồng và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ ở mức 264,95 tỷ đồng, theo đó EPS sau pha loãng dự báo đạt 3.430 đồng.

Định giá cổ phiếu

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TCD, SHS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF kết hợp phương pháp so sánh P/E với các công ty cùng ngành với tỷ lệ 70:30. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu TCD là:

| Phương pháp | Trọng số | Đóng góp (đồng/cp) |
|--------------------------------|-----------------|---------------------------|
| FCFF | 70% | 30.725 |
| P/E | 30% | 38.400 |
| Giá cổ phiếu (làm tròn) | | 33.000 |

Như vậy, SHS định giá cổ phiếu TCD ở mức 33.000 đồng/cổ phiếu (làm tròn). Cổ phiếu TCD ngày 22/11/2021 đóng cửa ở mức 31.250 đồng/cổ phiếu, tương ứng PE trượt 12 tháng là 6,68x

Rủi ro đầu tư

- ❖ **Rủi ro phụ thuộc gần như hoàn toàn vào các dự án của BCG:** Tuy được hưởng lợi lớn từ việc thực hiện các dự án lớn của BCG, đây cũng là một rủi ro rất lớn vì TCD phụ thuộc hoàn toàn vào các dự án này.
- ❖ **Lĩnh vực Bất động sản nghỉ dưỡng tăng trưởng chậm:** TCD đang thực hiện nhiều các dự án Bất động sản du lịch nghỉ dưỡng. Tuy nhiên phân khúc Bất động sản nghỉ dưỡng đang chịu tác động tiêu cực từ đại dịch Covid-19 khiến các sản phẩm này kém hấp dẫn đối với các nhà đầu tư và tiến độ thi công của TCD cũng hoàn toàn phụ thuộc vào thời gian thực hiện dự án của BCG.
- ❖ **Rủi ro pha loãng:** Sau khi tăng vốn từ 472,9 tỷ lên 822,9 tỷ vào đầu năm 2021, cổ phiếu TCD sẽ tiếp tục chịu rủi ro pha loãng EPS mạnh với kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 822,9 tỷ lên 2.244 tỷ đồng dự kiến trong năm nay, điều này sẽ làm ảnh hưởng trực tiếp đến quyền lợi của các cổ đông hiện hữu.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội**Trụ sở chính tại Hà Nội**

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex, Số 41
Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 1&3, Tòa nhà AS, 236-238
Nguyễn Công Trứ, P, Nguyễn
Thái Bình, Quận I

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số
1-3 Lê Đình Lý, Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Kiểm duyệt**Ngô Thế Hiển**

Phó Trưởng phòng Phân tích

Hien.nth@shs.com.vn

Thực hiện**Nguyễn Khắc Thành**

Chuyên viên phân tích

Thank.nk@shs.com.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Những quan điểm được trình bày trong báo cáo đã phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về công ty này, Chúng tôi xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan tới các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu, Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo, Ngoài yếu tố nội tại, tâm lý thị trường có thể ảnh hưởng tới biến động giá cổ phiếu, Quá trình định giá doanh nghiệp cũng có thể có những thay đổi tùy thuộc vào diễn biến nền kinh tế vĩ mô, chính sách của nhà nước đối với ngành nghề kinh doanh, sự phát triển chung của ngành và biến động liên quan đến tình hình hoạt động, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Việc diễn giải các khuyến nghị này cần được thực hiện một cách linh hoạt và chúng tôi không có bất cứ trách nhiệm nào nếu việc sử dụng khuyến nghị này gây ra thiệt hại cho nhà đầu tư.
