

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD)

Khả quan (Duy trì)

XÂY DỰNG

Giá thị trường	VND86.900
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND96.000/ VND58.127
Giá mục tiêu	VND101.700
Giá mục tiêu cũ	VND78.900
Consensus	-17,1%
Tiềm năng tăng giá	17,0%
Tỷ suất cổ tức	1,5%
Tổng tỷ suất sinh lời	18,5%

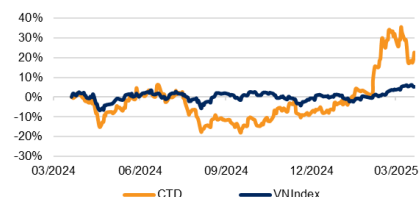
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	339,8
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	4,1
Sở hữu NN (tr USD)	0,6
Số CP lưu hành (tr)	99,9
Số CP pha loãng (tr)	99,9

	CTD	Ngành	VNI
P/E trượt (lần)	23,3	19,9	13,1
P/B hiện tại (lần)	1,0	1,3	1,7
ROA	1,5%	1,4%	2,1%
ROE	4,3%	5,0%	13,0%

*dữ liệu ngày 20/03/2025

Diễn biến giá



Thay đổi giá (%)	1T	3T	12T
CTD	-5,0	31,1	22,7
VNINDEX	2,4	5,3	5,1

Cơ cấu sở hữu

Kustoshem	18,6%
Công ty TNHH Đầu tư Thành Công	14,9%
The 8th	11,0%
CT TNHH Quản lý quỹ KIM Việt Nam	7,6%
Quỹ ETF VinaCapital VN100	7,4%

Tổng quan công ty

Coteccons là nhà thầu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam trong nhiều lĩnh vực bao gồm dân dụng, thương mại và công nghiệp, đã hoàn thành hơn 800 dự án lớn trải dài khắp Việt Nam và các nước láng giềng. Là một trong những doanh nghiệp xây dựng tiên phong trong việc thực hiện các dự án xanh tại Việt Nam, CTD là đơn vị ưa thích của các nhà đầu tư FDI và các nhà phát triển bất động sản lớn trong nước.

Chuyên viên phân tích:



Phan Thanh Huyền

huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Xây nền tảng vững chắc, dẫn đầu thị trường

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với mức tăng giá 17,0% và tỷ suất cổ tức 1,5%. Giá mục tiêu tăng 28,9% trong khi giá CP đã tăng 26,3% kể từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu cao hơn đến từ dự phóng KQKD cao hơn cho mô hình chiết khấu dòng tiền 5 năm (2024/25 – 2028/29), và hệ số P/B mục tiêu tại 1,0 lần.
- Mức P/B hiện tại ở 1,0 lần thấp hơn so với trung bình ngành (1,3 lần), tuy nhiên, tâm lý thị trường đối với CTD đã cải thiện theo HĐ thu hồi nợ xấu.

Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận ròng 6T24/25 tăng 45,6% svck, đạt 198 tỷ đồng, hoàn thành 45,1% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Biên LN gộp 6T tăng 0,7 điểm % svck, đạt 3,5%, do biên LN gộp Q1 ở mức 4,3% nhờ các dự án đóng góp biên LN gộp cao hơn giai đoạn trước.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm tài chính 2024/25 và 2025/26 lần lượt tăng trưởng 48,4%/5,8% svck lên 459 tỷ đồng và 486 tỷ đồng.

Luân điểm đầu tư

Backlog và giá trị các hợp đồng mới tăng ổn định đảm bảo tăng trưởng KQKD

Trong 6T24/25, CTD đã ký các gói thầu với tổng giá trị lên tới 16.800 tỷ đồng, hoàn thành 58,7% kế hoạch cả năm. Giá trị hợp đồng chuyển tiếp tại thời điểm cuối tháng 12/2024 đạt 35.000 tỷ đồng, trong đó các dự án repeat-sale chiếm 79% tổng số dự án trúng thầu. Lượng backlog ổn định nhấn mạnh năng lực của CTD trong việc duy trì đà tăng trưởng và đảm bảo sự ổn định lâu dài của hoạt động kinh doanh.

Mảng xây dựng dân dụng lấy lại vai trò doanh thu chủ chốt trong 2024-26

Thị trường BĐS nhà ở đang trên đà phục hồi nhờ môi trường pháp lý hỗ trợ và gia tăng số lượng dự án được phê duyệt. CTD có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng này, với mối quan hệ hợp tác chiến lược với các chủ đầu tư và danh mục dự án đa dạng để thúc đẩy tăng trưởng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng dân dụng đạt 13.305 tỷ đồng trong năm 2024/25, và 13.267 tỷ đồng trong năm 2025/26.

Mảng XD công nghiệp duy trì phong độ trước những biến động thị trường

Thị trường BĐS công nghiệp Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong 2025-26, nhờ các ưu đãi về chính sách, cùng với nỗ lực mở rộng quan hệ thương mại, mặc dù có các khó khăn ngắn hạn với rủi ro làm chững lại dòng vốn đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ ghi nhận doanh thu 10.495 tỷ đồng và 11.157 tỷ đồng trong năm tài chính 2024/25 và 2025/26, tăng lần lượt 6,27% và 6,31% svck.

Các dự án hạ tầng đang gia tăng đóng góp vào tổng doanh thu

CTD cũng hưởng lợi từ việc Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công vào các dự án hạ tầng giao thông. Quy định đấu thầu trực tuyến từ năm 2025 sẽ nâng cao tính minh bạch và cạnh tranh, tạo lợi thế cho các nhà thầu có nền tảng vững chắc như CTD. Chúng tôi dự báo doanh thu từ các gói thầu hạ tầng của CTD sẽ đạt 1.004 tỷ đồng trong năm tài chính 2024/25 và 1.228 tỷ đồng trong năm tài chính 2025/26, tương ứng tăng trưởng 377,7% và 22,3% svck.

Việc thu hồi bớt các khoản nợ xấu giúp thúc đẩy tâm lý nhà đầu tư

BLĐ đặt mục tiêu thu hồi nợ xấu 100 tỷ đồng trong năm 2024/25. Với việc các khoản nợ xấu đã được trích lập dự phòng, các khoản này có khả năng ảnh hưởng đến lợi nhuận của CTD trong tương lai. Tuy nhiên, việc thu hồi phần nào đó các khoản nợ có thể mang lại nguồn LN bất ngờ, qua đó cải thiện tâm lý nhà đầu tư đối với CP.

Tổng quan tài chính	T6/23	T6/24	T6/25	T6/26	T6/27
Tăng trưởng DT (% svck)	75,8%	30,8%	19,2%	3,4%	9,1%
Biên LN gộp (%)	2,2%	3,4%	3,8%	4,0%	4,1%
Biên EBITDA (%)	-0,2%	0,8%	2,3%	2,3%	2,5%
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	N/A	358,1%	48,4%	5,8%	3,1%
Nợ vay ròng/VCSH (lần)	-34,7%	-29,5%	-27,2%	-21,1%	-18,5%
P/B (lần)	0,7	0,7	1,0	1,0	1,1
P/E (lần)	60,3	23,5	22,9	21,7	21,0
ROE (%)	0,8%	3,6%	5,1%	4,9%	4,8%

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan công ty

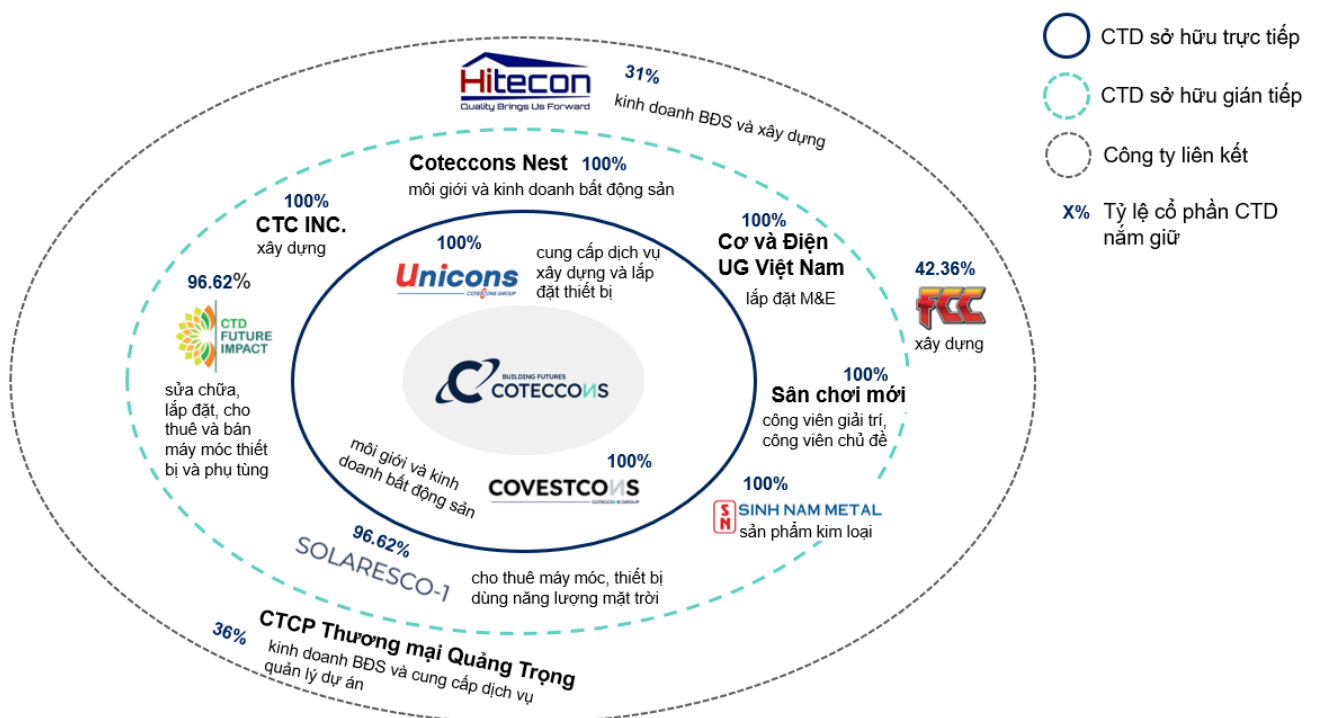
Được thành lập vào năm 2004, CTCP Xây dựng Coteccons đã trở thành doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực xây dựng nhà ở, thương mại, và gần đây là công nghiệp. Công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) vào năm 2010 với mã chứng khoán CTD. Sau cuộc xung đột nội bộ trong giai đoạn 2017-2020 và ban lãnh đạo mới lên nắm quyền, CTD tái khẳng định vị thế đầu ngành với việc trúng gói thầu xây dựng nhà máy sản xuất đồ chơi LEGO vào năm 2022 – nhà máy trung hòa carbon đầu tiên trên thế giới của Tập đoàn LEGO với các yêu cầu khắt khe về mặt kỹ thuật và việc kiểm soát tác động đến môi trường.

Là người nhà thầu xây dựng tiên phong tại thị trường Việt Nam áp dụng quản lý ESG để xây dựng các dự án xanh, CTD rất được ưa chuộng bởi các nhà đầu tư FDI và các nhà phát triển bất động sản (BDS) lớn trong nước. Tính đến cuối tháng 9/2024, Coteccons và Unicons đã thực hiện 46 dự án đạt chứng nhận LEED hoặc LOTUS.

CTD đã chứng minh năng lực và uy tín thông qua hơn 800 dự án trải khắp Việt Nam và các nước láng giềng (Lào, Campuchia, Myanmar). Với việc áp dụng BIM (mô hình thông tin xây dựng) hoặc sử dụng phương pháp fast-track, một phiên bản tối ưu hóa của D&B (thiết kế và xây dựng), CTD liên tục cải tiến và sáng tạo các phương pháp để nâng cao chất lượng xây dựng và tận dụng quy trình thực hiện. CTD có năng lực thực hiện các dự án phức tạp đúng hạn hoặc trước thời hạn theo kế hoạch, trong khi vẫn đảm bảo chất lượng dự án, điều này giúp xây dựng mối quan hệ lâu dài với các doanh nghiệp BĐS lớn.

Tính đến cuối tháng 12/2024, CTD sở hữu 11 công ty thành viên và có ba công ty liên kết. Trong đó, 2 công ty được sở hữu trực tiếp là Unicons và Covestcons: Unicons cung cấp dịch vụ xây dựng và lắp đặt thiết bị cho các dự án quy mô vừa và nhỏ (trong khi công ty mẹ Coteccons tập trung vào các đại dự án). Hoạt động chính của Covestcon là môi giới, kinh doanh bất động sản và tìm kiếm các cơ hội đầu tư nhằm đa dạng hóa các nguồn thu nhập của tập đoàn.

Hình 1: Hệ sinh thái Coteccons



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD Q2 2024/25: LN duy trì đà tăng trưởng nhờ HĐ xây dựng tích cực

Hình 2: Cập nhật kết quả kinh doanh Q2 năm tài chính 2024/25

(Tỷ đồng)	Q2 năm 24/25	% sv quý trước	% svck	6T24/25	% svck	6T23/24 sv thực hiện cả năm	6T24/25 sv dự phóng cả năm
Doanh thu	6.886	44,7%	21,7%	11.645	19,0%	46,5%	47,3%
Xây dựng	6.766	45,0%	19,7%	11.430	17,0%	46,5%	46,8%
Hoạt động khác	120	27,2%	1309,4%	214	1350,7%	43,9%	97,4%
Lợi nhuận gộp	197	-4,0%	16,5%	403	49,4%	37,8%	41,1%
Biên lợi nhuận gộp (%)	2,9%	-1,5 đ %	-0,1 đ %	3,5%	0,7 đ %		
Biên LN gộp mảng xây dựng (%)	2,9%	-1,1 đ %	0,0 đ %	3,3%	0,6 đ %		
Chi phí BH&QLDN	(102)	-14,0%	-16,9%	(220)	7,1%	35,4%	36,2%
% Chi phí BH&QLDN/DT	1,5%	-1,0 đ %	-0,7 đ %	1,9%	-0,2 đ %		
Doanh thu tài chính	57	-19,1%	-14,7%	128	-24,0%	60,3%	46,8%
Lãi tiền gửi, trái phiếu	43	18,5%	-16,2%	79	-36,2%	0,0%	0,0%
Lãi từ đầu tư chứng khoán	4	-78,5%	342,1%	23	124,2%		
Chi phí tài chính	(34)	-12,0%	11,8%	(73)	16,0%	60,2%	34,4%
Chi phí lãi vay	(38)	19,9%	75,4%	(70)	52,6%	50,2%	62,0%
Chi phí dự phòng/(hoàn nhập)	5	443,4%	270,5%	6	N/A		
Lợi nhuận trước thuế	136	16,6%	52,0%	252	43,8%	45,4%	46,1%
Lợi nhuận ròng	105	12,6%	51,4%	198	45,6%	43,8%	45,1%
Biên LN ròng (%)	1,5%	-0,4 đ %	0,3 đ %	1,7%	0,3 đ %		

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu duy trì đà tăng trưởng nhờ triển khai dự án đúng tiến độ

Doanh thu Q2 năm 2024/25 tăng 44,7% sv quý trước 21,7% svck, đạt 6.886 tỷ đồng, chủ yếu nhờ doanh thu xây dựng (chiếm 98% tổng doanh thu) tăng 45,0% sv quý trước và 19,7% svck. Các dự án trọng điểm bao gồm Ecopark Sky Forest, The Infinity, nhà máy Suntory Pepsico và dự án trục đường Thùy Vân.

Doanh thu 6T24/25 tăng 19,0% svck, đạt 11.645 tỷ đồng. Trong 6T24/25, CTD đã bắt đầu ghi nhận doanh thu từ thị trường Mỹ và Campuchia, dù giá trị còn nhỏ so với tổng doanh thu và chưa được công bố chi tiết

Lợi nhuận gộp giảm do ảnh hưởng của biến động giá nguyên vật liệu

LN gộp Q2 năm 2024/25 giảm 4,0% sv quý trước xuống 197 tỷ đồng, chủ yếu do biến động giá vật liệu xây dựng. Biên LN gộp giảm 1,5 điểm % sv quý trước còn 2,9%.

Biên LN gộp 6T24/25 tăng 0,7 điểm % svck lên 3,5%, do biên LN gộp Q1 đạt mức 4,3%, nhờ đóng góp của các dự án có biên LN gộp tốt hơn giai đoạn trước.

LN ròng Q2 được hỗ trợ khi chi phí BH&QLDN giảm

Chi phí BH&QLDN giảm 14,0% sv quý trước và 16,9% svck trong Q2 năm 2024/25 xuống còn 102 tỷ đồng, nhờ những nỗ lực tối ưu hóa chi phí của công ty theo các tiêu chuẩn ESG trong vòng hai năm qua. Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/Doanh thu trong Q2 giảm 1,0 điểm % sv quý trước và 0,7 điểm % svck, đạt 1,5%. Trong 6T24/25, tỷ lệ này giảm 0,2 điểm % svck còn 1,9%.

Nhờ đó, LN ròng tăng 12,6% sv quý trước và 51,4% svck, đạt 105 tỷ đồng trong Q2 năm 2024/25. Lũy kế 6T24/25, LN ròng tăng 45,6% svck lên 198 tỷ đồng.

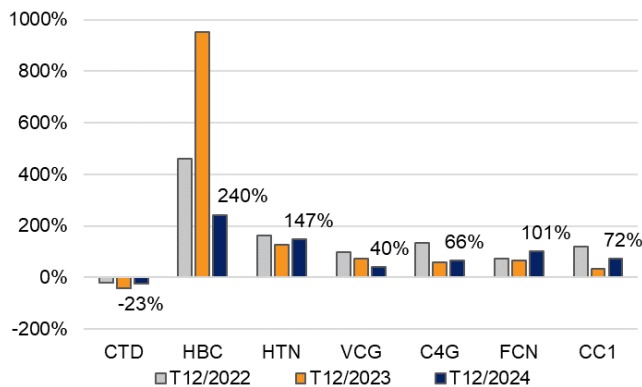
Hình 3: Các chỉ tiêu đáng chú ý trong bảng CĐKT

	Q2-23/24	Q3-23/24	Q4-23/24	Q1-24/25	Q2-24/25
Các chỉ tiêu trong Bảng CĐKT					
Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	4.611	3.338	4.078	4.335	4.667
Phải thu ngắn hạn từ khách hàng	11.670	11.365	12.246	12.199	13.644
Hàng tồn kho	2.603	2.924	3.126	3.541	4.935
Phải thu khó đòi (Nợ xấu)	1.660	2.207	2.243	2.162	2.067
Dự phòng cho nợ xấu	(1.178)	(1.279)	(1.355)	(1.353)	(1.375)
Dự phòng phải thu khác	(80)	(77)	(79)	(77)	(74)
Trả trước của khách hàng	2.471	2.247	2.387	3.051	3.410
Chi phí phải trả ngắn hạn	2.752	2.388	3.123	3.627	4.147
Vay nợ ngắn hạn	582	1.479	1.519	2.293	2.634
Vay nợ dài hạn	496	23	21	20	19
Phải trả người bán ngắn hạn	5.770	5.033	6.161	5.408	7.145
Các chỉ tiêu chính					
Số ngày phải thu	250	225	207	193	202
Số ngày tồn kho	60	55	54	54	60
Vòng quay tiền	187	186	159	161	155
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	38,8%	40,7%	37,6%	36,6%	32,1%
Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu	-42,0%	-21,6%	-29,5%	-23,3%	-23,2%

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

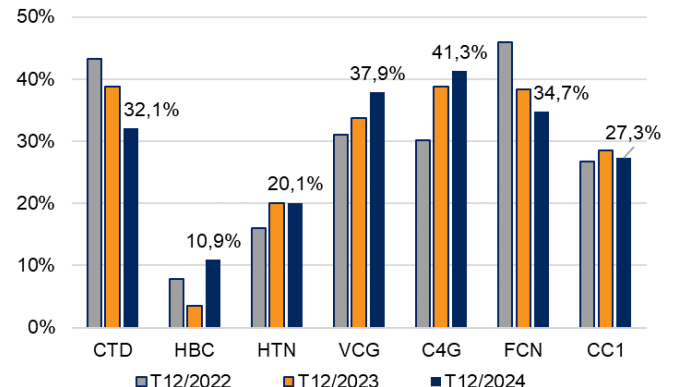
So sánh tình hình tài chính của CTD với các đối thủ trong ngành

Hình 4: CTD tiếp tục là doanh nghiệp xây dựng duy nhất có tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH (%) ở mức âm



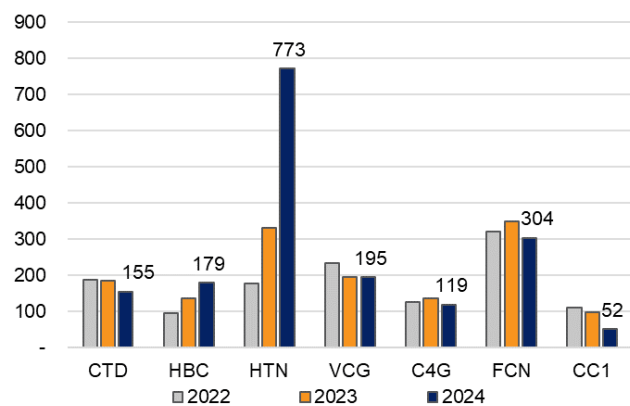
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Tỷ lệ VCSH/Tổng tài sản (%) giảm nhưng vẫn cao hơn các nhà thầu dân dụng khác



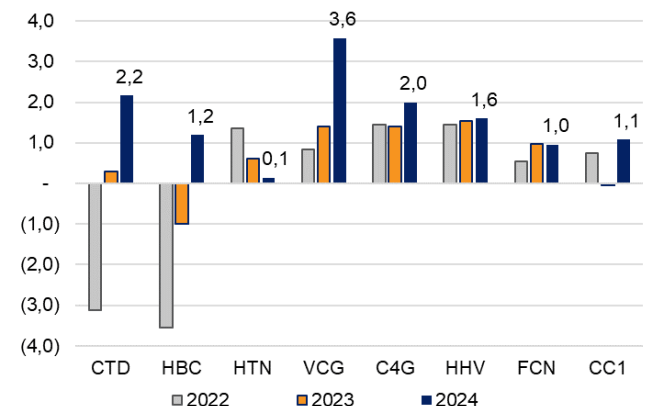
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: CTD có vòng quay tiền mặt (ngày) thấp hơn các nhà thầu dân dụng khác



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Hệ số bao phủ lãi vay (lần) cao hơn so với các nhà thầu dân dụng và phần lớn các nhà thầu hạ tầng



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2024-26: Xây nền tảng vững chắc, khẳng định vị thế trên thị trường

Thay đổi dự phóng KQKD giai đoạn 2024-26

Hình 8: Cập nhật thay đổi dự phóng KQKD giai đoạn năm tài chính 2024-26

Đơn vị: Tỷ đồng	Cũ		Mới				Ghi chú về thay đổi dự phóng		
	2023/24	2024/25	2025/26	2024/25	% svck	2025/26		% svck	
Doanh thu	21.045	24.620	25.150	25.076	19,2%	25.937	3,4%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu năm 2024/25 và 2025/26 lần lượt 1,9%/3,1%, được thúc đẩy bởi mức tăng 7,0%/14,2% trong mảng nhà ở và 40,2%/305,4% trong mảng hạ tầng, dựa trên tiến độ ký kết hợp đồng mới và triển khai dự án tốt hơn kỳ vọng của công ty trong các lĩnh vực này. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu mảng công nghiệp 6,8%/14,2%, phản ánh quan điểm thận trọng hơn về nhu cầu xây dựng công nghiệp trong giai đoạn năm tài chính 2024-26.	
Dịch vụ xây dựng	21.012	24.400	24.919	24.803	18,0%	25.651	3,4%		
Xây dựng dân dụng	10.926	12.429	11.613	13.305	21,8%	13.266	-0,3%		
Xây dựng công nghiệp	9.875	11.255	13.003	10.495	6,3%	11.157	6,3%		
Xây dựng hạ tầng	210	716	303	1.004	377,7%	1.228	22,3%		
Hoạt động khác	34	220	231	273	710,3%	286	5,0%		
Lợi nhuận gộp	713	1.027	1.156	955	34,1%	1.044	9,3%		
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>3,39%</i>	<i>4,17%</i>	<i>4,59%</i>	<i>3,8%</i>	<i>0,4 đ %</i>	<i>4,0%</i>	<i>0,2 đ %</i>		
Chi phí BH&QLDN	(581)	(609)	(628)	(543)	-6,5%	(572)	5,4%		Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo chi phí BH&QLDN năm 2024/25 và 2025/26 lần lượt 10,7% và 8,9%, chủ yếu do tác động của việc hoàn nhập dự phòng nợ xấu.
<i>Chi phí BH&QLDN/Doanh thu</i>	<i>2,76%</i>	<i>2,47%</i>	<i>2,50%</i>	<i>2,2%</i>	<i>-0,6 đ %</i>	<i>2,21%</i>	<i>0,0 đ %</i>		
EBIT	132	403	515	396	200,6%	460	249,2%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo chi phí lãi vay năm 2024/25 và 2025/26 lần lượt 11,1% và 2,5%, phản ánh việc DN gia tăng vay nợ.	
Doanh thu tài chính	280	274	261	252	-10,0%	239	-14,5%		
Chi phí lãi vay	(92)	(113)	(128)	(126)	37,2%	(132)	43,7%		
Lợi nhuận trước thuế	387	548	581	576	49,0%	610	57,7%		
Lợi nhuận ròng	310	438	465	459	48,4%	486	5,8%		
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>1,47%</i>	<i>1,78%</i>	<i>1,85%</i>	<i>1,83%</i>	<i>0,4 đ %</i>	<i>1,87%</i>	<i>0,0 đ %</i>		
EPS	3.320	4.216	4.470	4.432	33,5%	4.691	5,8%		

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Trong 6 tháng đầu năm tài chính 2024/25, Cotecons và Unicons đã ký các gói thầu với tổng giá trị lên tới 16.800 tỷ đồng, hoàn thành 58,7% kế hoạch cả năm. Giá trị hợp đồng chuyển tiếp tại thời điểm cuối tháng 12/2024 đạt 35.000 tỷ đồng, trong đó các dự án repeat-sale chiếm 79% tổng số dự án trúng thầu.

Chúng tôi dự phóng giá trị hợp đồng ký mới sẽ tăng 29,6%/9,9% svck, lần lượt đạt 28.503 tỷ đồng trong năm 2024/25 và 31.316 tỷ đồng trong năm 2025/26.

Mảng XD dân dụng lấy lại vai trò doanh thu chủ chốt trong 2024-26

Lĩnh vực xây dựng dân dụng khởi sắc theo thị trường BĐS nhà ở

Hoạt động xây dựng dân dụng sẽ phục hồi nhờ các dự án được tháo gỡ pháp lý

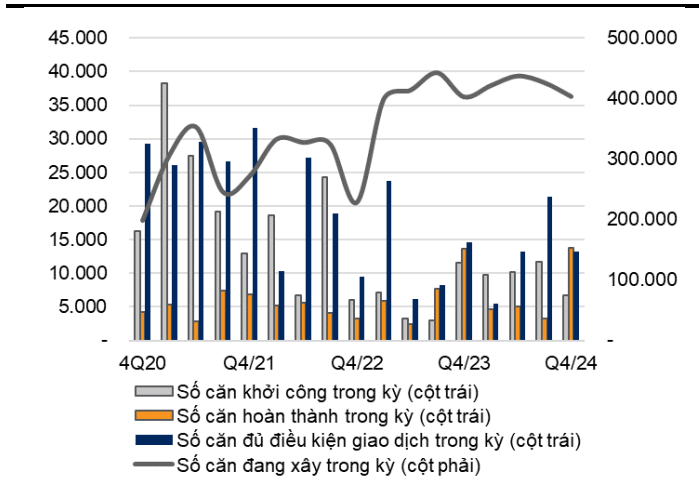
Việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý và cải thiện quy trình cấp phép dự án đã giúp số dự án mới được phê duyệt tăng đáng kể. Theo dữ liệu từ Bộ Xây dựng, năm 2024 có 79 dự án mới (~38.345 căn hộ) được cấp phép xây dựng, tăng sv 67 dự án (~24.993 căn) trong năm 2023.

Hoạt động xây dựng đã sôi động trở lại, báo hiệu nguồn cung tương lai sẽ gia tăng. Trong năm 2024, khoản phải thu ngắn hạn và số tiền khách hàng ứng trước cho các nhà thầu xây dựng nhà ở lần lượt tăng 8,6% và 7,3% svck.

Ngoài ra, Nghị quyết số 171/2024/QH15 dự kiến có hiệu lực từ tháng 4/2025 trong giai đoạn 5 năm, với một nghị định hướng dẫn thi hành đang được soạn thảo. Nghị quyết này nhằm giảm bớt tình trạng thiếu hụt nguồn cung nhà ở bằng cách cho phép các dự án nhà ở thương mại (NOTM) đáp ứng tiêu chí nhất định được thực hiện thông qua thỏa thuận về nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất, khắc phục những khoảng trống trong các luật sửa đổi, khi Luật Đất đai 2024 hạn chế phát triển nhà ở thương mại trên đất không phải đất ở. Tuy nhiên, tổng diện tích đất ở trong các dự án thí điểm không

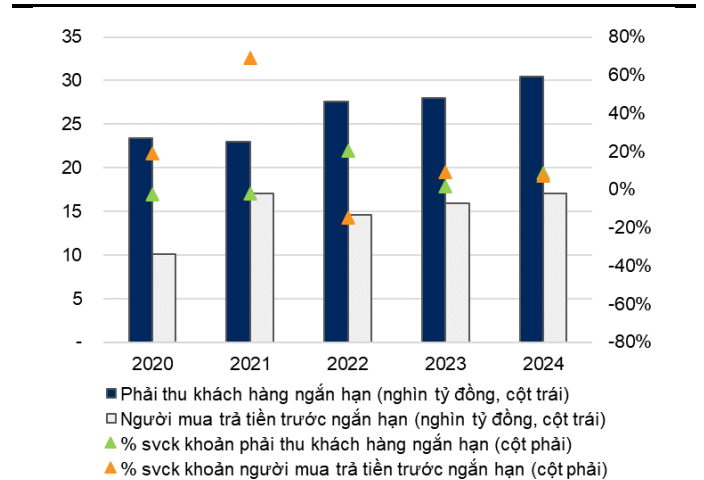
được vượt quá 30% quỹ đất ở bổ sung theo quy hoạch tổng thể địa phương giai đoạn 2021-30.

Hình 9: Số lượng căn hộ được cấp phép xây dựng đã tăng 53,4% svck trong năm 2024



Nguồn: BỘ XÂY DỰNG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Khoản phải thu khách hàng và người mua trả tiền trước ngắn hạn tăng lên trong 2024 cho thấy sự phục hồi trong hoạt động của các nhà thầu dân dụng (*)



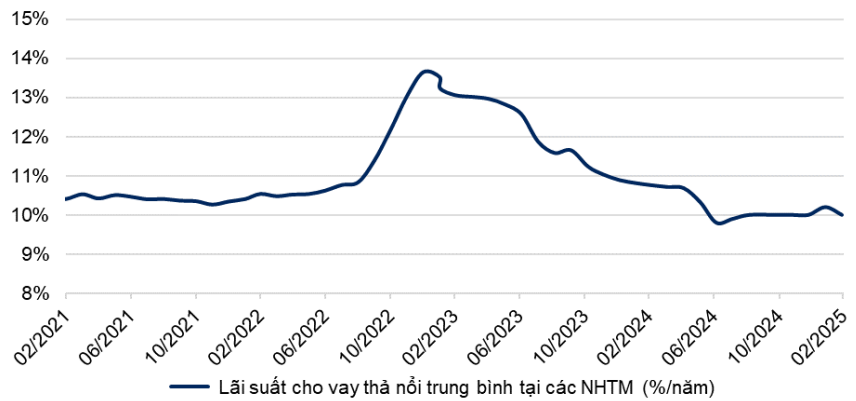
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

*dữ liệu từ 42 DN xây dựng dân dụng niêm yết

Lãi suất duy trì ở vùng thấp hỗ trợ các DN huy động vốn để thực hiện dự án

Một động lực ngắn hạn quan trọng hỗ trợ các chủ đầu tư và nhà thầu huy động vốn để thực hiện dự án mới là lãi suất cho vay sẽ duy trì ở mức thấp, phù hợp với chính sách của NHNN. Lãi suất cho vay thả nổi trung bình tại các ngân hàng thương mại đã nhích lên trong tháng 1/2025, trước khi giảm trở lại vào tháng 2 theo chỉ đạo của NHNN nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

Hình 11: Lãi suất cho vay thả nổi trung bình ước tính tại các NHTM (%)



Nguồn: CÁC NHTM, VNDIRECT RESEARCH

CTD duy trì hiệu suất mạnh mẽ trong mảng xây dựng dân dụng

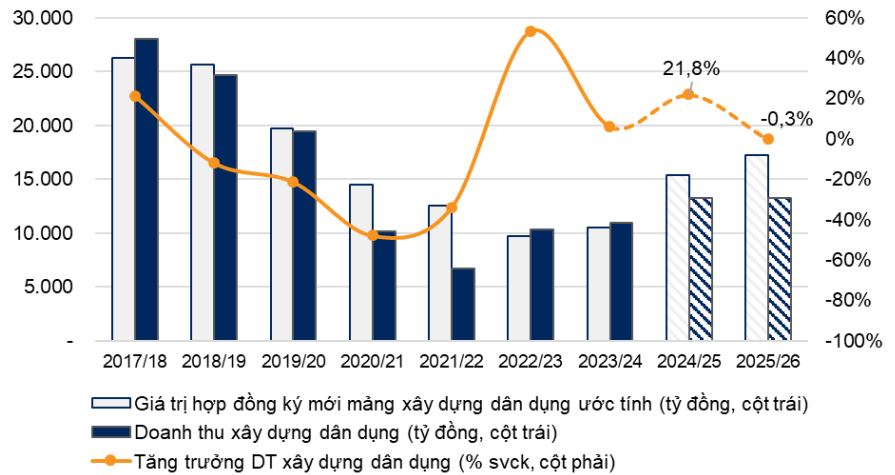
Hàng loạt dự án repeat-sale trong 6T24/25 đến từ đối tác chiến lược Sungroup, bao gồm gói thầu MEP và xây dựng nhà liền kề tại Phân khu 1 và 3 của Sun Urban City; tòa nhà cao tầng đa chức năng I.1-HH4A tại Khu đô thị Quảng trường Biển Sầm Sơn (Sun Thanh Hóa); Dự án 1A Hà Nội; và Dự án Du lịch, Thương mại và Dịch vụ Cát Bà Central Bay (Sun Cát Bà).

Quan hệ đối tác chiến lược với các nhà phát triển BĐS giúp CTD duy trì khối lượng công việc thông qua các hợp đồng thực hiện dự án dài hạn, và tạo ra nhu cầu ổn định cho các dịch vụ xây dựng của công ty. Những mối quan hệ này giúp

CTD vượt qua biến động thị trường và duy trì tăng trưởng, đồng thời khiến doanh nghiệp trở thành một đối tác đáng tin cậy cho các dự án quy mô lớn của các chủ đầu tư tiếp theo.

Các hợp đồng khác bao gồm thi công kết cấu, hoàn thiện mặt ngoài và lắp đặt thô hệ thống MEP cho shophouse tại giai đoạn 17 và 18 của KN Paradise; hạ tầng và cảnh quan cho Ecopark CT6; xây dựng nhà ở tại Phân khu 3 của Ecopark CT2; hai tòa khách sạn tại Ixora 2 Hồ Tràm; và Block F2-CH01 của các tòa D3, D5, D6 tại Khu đô thị Tây Mỗ – Vinhomes Smart City.

Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng dân dụng sẽ tăng 21,8% svck trong năm tài chính 2024/25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CTD đã đạt được những cột mốc quan trọng tại dự án Sky Forest Residence (giá trị hợp đồng khoảng 2.600 tỷ đồng), bao gồm thi công hạ tầng và lắp đặt hệ thống M&E. Hiện công ty đang tập trung vào phần mặt dựng – yếu tố quan trọng định hình diện mạo tổng thể của các tòa nhà. Dự án vẫn bám sát tiến độ và dự kiến bàn giao cho chủ đầu tư Ecopark trong năm 2024/25.

Vào tháng 2/2025, Cotecons chính thức cất nóc The Infiniti Riviera Point, giai đoạn ba của tổ hợp hạng sang Riviera Point tại Quận 7, TP.HCM, sau hơn một năm thi công. Dự án dự kiến bàn giao cho chủ đầu tư Keppel trong 6T25/26. The Infiniti Riviera Point là dự án đầu tiên tại Việt Nam ứng dụng công nghệ bê tông khoáng hóa CO₂, giúp giảm lượng khí thải carbon trong giai đoạn xây dựng.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng dân dụng sẽ tăng 21,8% svck lên 13.305 tỷ đồng trong năm 2024/25, sau đó giảm nhẹ 0,3% svck xuống 13.267 tỷ đồng trong năm 2025/26 từ mức nền cao của năm trước. Các dự án đóng góp chính vào doanh thu mảng nhà ở bao gồm: TTC Plaza, Ecopark Swan Lake Onsen, Ixora Hồ Tràm giai đoạn 2, Imperial Smart City – phân khu The Solar Park, Sun Cosmo Residence, Eco Central Park – phân khu The Campus và The Infiniti Riviera Point.

Mảng XD công nghiệp duy trì phong độ trước những biến động ngắn hạn của thị trường

Cơ hội và rủi ro đối với thị trường BĐS công nghiệp Việt Nam

Thị trường BĐS công nghiệp Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong 2025-26, nhờ các ưu đãi về chính sách, cùng với nỗ lực mở rộng quan hệ thương mại và hỗ trợ tài chính trực tiếp cho ngành công nghệ cao của Chính phủ. Những yếu tố này củng cố vị thế chiến lược của Việt Nam như một trung tâm công nghiệp và logistics trong khu vực, thu hút đầu tư vào nhiều lĩnh vực giá trị cao. Tuy nhiên, một số thách thức ngắn hạn như bất ổn kinh tế toàn cầu, cạnh tranh khu vực gia tăng, thiếu hụt lao động trình độ cao và năng lượng, có thể làm chậm dòng vốn đầu tư, ảnh hưởng đến nhu cầu xây dựng công nghiệp.

Nguồn cung mở rộng nhờ môi trường chính sách hỗ trợ sẽ giúp thu hút thêm các nhà sản xuất FDI

- Môi trường đầu tư thuận lợi:** Chính phủ Việt Nam đang tích cực cải thiện môi trường đầu tư thông qua việc đơn giản hóa thủ tục hành chính, phát triển cơ sở hạ tầng giao thông và các chương trình đào tạo nhân lực nhằm duy trì sức hút đối với nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt trong bối cảnh thực thi Thuế tối thiểu toàn cầu (GMT). Kể từ ngày 01/01/2024, Việt Nam đã áp dụng mức thuế tối thiểu 15% đối với các tập đoàn đa quốc gia có doanh thu toàn cầu vượt 750 triệu EUR. Trước đây, Việt Nam thu hút đầu tư bằng các ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp, chẳng hạn như mức thuế 10% trong tối đa 15 năm đối với các ngành công nghệ cao. Tuy nhiên, các ưu đãi này trở nên hạn chế dưới cơ chế thuế mới. Để duy trì năng lực cạnh tranh, Chính phủ đang chuyển hướng sang các ưu đãi phi thuế quan, bao gồm đẩy nhanh quá trình phê duyệt khu công nghiệp, nâng cấp cơ sở hạ tầng logistics và hỗ trợ phát triển các khu công nghiệp công nghệ cao, thân thiện với môi trường. Một sáng kiến quan trọng nhằm giảm tác động của GMT là Quỹ Hỗ trợ Đầu tư (ISF), có hiệu lực từ năm tài chính 2024 theo Nghị định số 182/2024/NĐ-CP. Quỹ ISF cung cấp hỗ trợ tài chính trực tiếp cho doanh nghiệp công nghệ cao và các dự án nghiên cứu & phát triển, đặc biệt trong lĩnh vực bán dẫn và trí tuệ nhân tạo.
- Mở rộng quan hệ thương mại:** Việt Nam đang tiếp tục tích cực mở rộng mạng lưới thương mại toàn cầu. Vào tháng 10/2024, Việt Nam ký hiệp định thương mại tự do (FTA) đầu tiên với một quốc gia Trung Đông, Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất (UAE), giúp xóa bỏ thuế quan đối với 99% hàng xuất khẩu của Việt Nam. Hiện Việt Nam có 17 FTA có hiệu lực và đang đàm phán thêm hai hiệp định mới, củng cố vai trò trong chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Gia tăng nguồn cung khu công nghiệp:** Nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư ngày càng tăng, Chính phủ đã đẩy nhanh việc phê duyệt các khu công nghiệp mới từ đầu năm 2025. Các dự án đáng chú ý bao gồm Khu thương mại tự do Đà Nẵng với quy mô 2.350 ha, hướng tới mục tiêu biến thành phố thành trung tâm giao thương trọng điểm, và các khu công nghiệp mới tại Quảng Trị, dự kiến tạo ra tới 40.000 việc làm. Tỉnh Đồng Nai đã thu hút 738 triệu USD vốn đầu tư mới, bao gồm mở rộng của Mapletree Logistics Park và SMC Manufacturing Vietnam. Trong khi đó, tỉnh Vĩnh Long đang mở rộng quy mô công nghiệp với 5 khu công nghiệp mới, tổng diện tích 1.700 ha, tập trung vào chế biến nông sản và năng lượng tái tạo. Chính phủ cũng đang thúc đẩy phát triển khu công nghiệp sinh thái (eco-IPs) với mục tiêu chuyển đổi 40-50% khu công nghiệp hiện có thành eco-IPs vào năm 2030, phù hợp với xu hướng bền vững toàn cầu.

Tuy nhiên, một số thách thức ngắn hạn có thể kìm hãm tốc độ tăng trưởng dòng vốn đầu tư, bao gồm:

- **Những yếu tố bất định trong nền kinh tế toàn cầu:** Tăng trưởng thương mại toàn cầu chững lại, nhu cầu suy yếu từ các nền kinh tế lớn như Mỹ và EU, cùng với căng thẳng địa chính trị, có thể ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư. Mặc dù các ngân hàng trung ương đang cắt giảm lãi suất, tình trạng kinh tế trì trệ kéo dài ở các thị trường chủ chốt có thể hạn chế kế hoạch mở rộng của các nhà sản xuất đa quốc gia, tác động đến nhu cầu khu công nghiệp tại Việt Nam.
- **Cạnh tranh gia tăng với các nước trong khu vực:** Chương trình ưu đãi liên kết sản xuất (PLI) của Ấn Độ đã thu hút hơn 17 tỷ USD đầu tư tính đến năm 2024, cung cấp các khoản trợ cấp tiền mặt đáng kể cho nhiều lĩnh vực trọng điểm. Trong khi đó, các dự án hạ tầng của Malaysia, như hệ thống giao thông nhanh Johor Bahru – Singapore (RTS) Link, nhằm tăng cường kết nối kinh tế với Singapore. Mặc dù Việt Nam đã triển khai Quỹ Hỗ trợ Đầu tư (ISF) để thu hút các nhà đầu tư công nghệ cao, nhưng hiệu quả vẫn chưa rõ ràng, đặc biệt khi so sánh với quy mô rộng hơn và mức ưu đãi tài chính cao hơn của PLI Ấn Độ.
- **Thiếu lao động:** Lực lượng lao động Việt Nam đạt khoảng 53 triệu người vào năm 2024, với 28,3% có bằng cấp hoặc chứng chỉ, tăng 1,1 điểm % so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, hơn 70% lao động chưa qua đào tạo ở mức sơ cấp trở lên, cho thấy khoảng cách kỹ năng đáng kể, theo Bảo hiểm Xã hội Việt Nam (VSS). Tình trạng thiếu lao động có tay nghề, đặc biệt trong các ngành công nghệ cao, có thể làm chậm tốc độ mở rộng các ngành công nghiệp sản xuất nếu các chương trình nâng cao kỹ năng không được đẩy mạnh.
- **Thách thức về nguồn cung năng lượng:** Năm 2024, Việt Nam đối mặt với tình trạng thiếu điện do sản lượng thủy điện giảm và sự cố vận hành tại các nhà máy nhiệt điện, dẫn đến thiếu hụt 30,9-50,8 triệu kWh mỗi ngày, gây gián đoạn sản xuất công nghiệp và sinh hoạt dân cư. Để khắc phục, Chính phủ đang triển khai các biện pháp tiết kiệm năng lượng, nâng cấp lưới điện và cải cách quy định, đồng thời mở rộng công suất điện than nhằm ổn định nguồn cung. Luật Điện lực, có hiệu lực từ ngày 01/02/2025, hướng đến đẩy nhanh phát triển năng lượng tái tạo, nhưng những vướng mắc trong chính sách có thể ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư. Ngoài ra, hơn 13 tỷ USD đầu tư vào điện mặt trời và điện gió đang gặp rủi ro do chính sách chưa rõ ràng, theo một bức thư từ 28 nhà đầu tư gửi lãnh đạo Việt Nam vào ngày 05/03/2025.

Kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng công trình xanh của CTD thu hút các chủ đầu tư nước ngoài

Việt Nam đang chuyển đổi sang một lĩnh vực xây dựng bền vững hơn, với việc phát triển các nhà máy và kho bãi xanh ngày càng được đẩy mạnh, ưu tiên tính bền vững và tuân thủ các tiêu chuẩn môi trường toàn cầu. Năm 2024, số lượng công trình xanh đạt chứng nhận tại Việt Nam – bao gồm EDGE, LEED, Green Mark và Lotus – đã tăng lên 559 công trình, với tổng diện tích sàn (GFA) hơn 13,6 triệu m². Đây là mức tăng trưởng mạnh mẽ so với 396 công trình (9,7 triệu m² GFA) vào năm 2023 và 130 công trình (6,5 triệu m² GFA) vào năm 2022. Phân khúc bất động sản công nghiệp (nhà máy và kho bãi) là động lực chính, chiếm 56,5% tổng diện tích sàn công trình xanh mới trong năm 2024, tiếp theo là văn phòng (15,6%) và nhà ở (14,2%).

Coteccons đang dẫn đầu xu hướng xây dựng xanh tại Việt Nam, áp dụng các giải pháp sáng tạo phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế. Công ty đã triển khai hệ

thống kiểm kê khí nhà kính toàn diện, tích cực thúc đẩy sử dụng vật liệu xây dựng bền vững và tích hợp năng lượng mặt trời vào các dự án nhằm giảm sự phụ thuộc vào nguồn tài nguyên không tái tạo. Những sáng kiến này không chỉ củng cố cam kết của Coteccons đối với tính bền vững mà còn đặt ra tiêu chuẩn cho ngành trong việc giảm phát thải carbon. Với hồ sơ năng lực có bề dày trong việc triển khai các dự án chất lượng cao và bền vững, Coteccons đang có lợi thế lớn trong việc thu hút nhà đầu tư nước ngoài trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các nhà thầu công nghiệp.

CTD duy trì tiến độ đúng kế hoạch trong các dự án xây dựng công nghiệp

Vào tháng 3/2025, CTD đã hoàn thành hạng mục quan trọng đầu tiên của nhà máy Suntory Pepsico (tổng vốn đầu tư 300 triệu USD) sau khoảng 10 tháng thi công. Dự án hiện bước vào giai đoạn lắp đặt dây chuyền sản xuất và thiết bị máy móc.

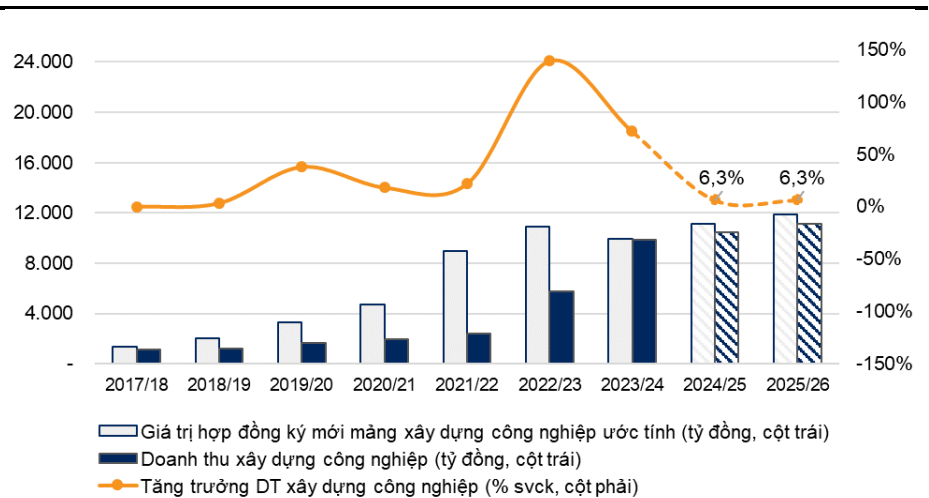
Trong khi đó, tại dự án CN7-CN8 thuộc Khu công nghiệp Phố Nối A (Hưng Yên) do BWID làm chủ đầu tư, CTD đã hoàn thiện phần móng, cột tầng hai và hệ giàn mái bê tông cốt thép. Các hạng mục đang triển khai bao gồm kết cấu thép mái, lợp mái, ốp tường, tòa nhà văn phòng, hạ tầng kỹ thuật và hệ thống MEP.

Cả hai dự án đều yêu cầu đạt chứng nhận LEED Gold sau khi hoàn thành.

Trước đó, nhà máy sản xuất đồ chơi LEGO tại Bình Dương (tổng vốn đầu tư 1,3 tỷ USD), với khối lượng công việc đã hoàn thành 90%, đã bắt đầu vận hành thử nghiệm vào ngày 06/11/2024. Cơ sở này đã đạt hai chứng nhận LEED Platinum và một chứng nhận LEED Gold.

Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ ghi nhận doanh thu 10.495 tỷ đồng và 11.157 tỷ đồng trong năm tài chính 2024/25 và 2025/26, tăng lần lượt 6,27% và 6,31% svck. Các dự án đóng góp chính vào mức tăng trưởng này dự kiến bao gồm nhà máy Logos Yên Phong IIA, LEGO, Foxconn, Pandora và Suntory Pepsico.

Hình 13: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng công nghiệp sẽ tăng 6,3% svck trong năm tài chính 2024/25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Các dự án hạ tầng đang gia tăng đóng góp vào tổng doanh thu

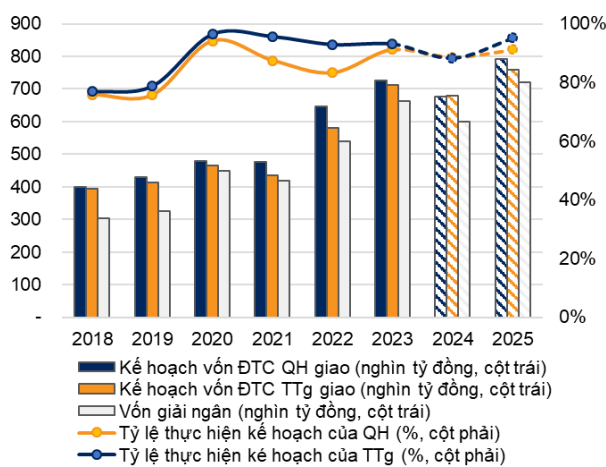
Việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công giúp gia tăng khối lượng công việc cho các nhà thầu

Quốc hội và Thủ tướng Chính phủ Việt Nam đã giao kế hoạch đầu tư công từ ngân sách nhà nước trong năm 2025, với mức tăng lần lượt là 16,7%/13,1% svck, đạt 790.700 tỷ đồng và 769.100 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ giải ngân

sẽ đạt 92%/95%, phản ánh quyết tâm của Chính phủ trong việc đẩy nhanh phát triển hạ tầng nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Việc tăng cường giải ngân đầu tư công trong năm 2025 sẽ gia tăng khối lượng công việc cho các nhà thầu xây dựng, khi các dự án cơ sở hạ tầng và công trình công cộng mới sẽ tạo cơ hội cho các nhà thầu tham gia triển khai các dự án này.

Năm 2025 cũng là năm cuối của giai đoạn đầu tư công trung hạn 2021-2025, vì vậy các dự án sẽ được đẩy nhanh tiến độ để đảm bảo hoàn thành tiến độ ở mức gần nhất có thể. Việc tăng tốc triển khai các dự án sẽ tạo cơ hội tăng trưởng doanh thu nhưng cũng gây áp lực buộc các nhà thầu phải nâng cao năng lực xây dựng, quản lý dự án, hiệu quả và chất lượng trong thời gian yêu cầu. Ngoài ra, các dự án hạ tầng, kể từ khởi công đến khi hoàn thành, sẽ có tác động tích cực lan tỏa đến thị trường bất động sản nhà ở và công nghiệp ở các khu vực lân cận.

Hình 14: Kế hoạch đầu tư công do Quốc hội và Thủ tướng Chính phủ giao cho năm 2025 tăng lần lượt 16,7%/11,6% svck



Nguồn: BỘ GIAO THÔNG VẬN TẢI, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Các DA hạ tầng giao thông trọng điểm đang được xây dựng hoặc đã được phê duyệt đầu tư, cùng với các nhà thầu hưởng lợi

Dự án	Chiều dài, công suất	Tổng mức đầu tư dự kiến (nghìn tỷ đồng)	Khởi công	Thời gian hoàn thiện dự kiến	Các nhà thầu tiềm năng/yết/công ty đại chúng
Cao tốc Bắc Nam (GD 2)	721km	147	Tháng 1/2023	2025	VCG, C4G, HHV, LCG, TTL, CC1, RCC, G36
Sân bay quốc tế Long Thành (GD 1)	25 triệu lượt khách, 1,2 triệu tấn hàng hóa	114,5	Tháng 1/2021	2026	VCG, C4G, HHV, PHC, TTL, CC1
Đường vành đai 4 Hà Nội	112,8km	85,8	Tháng 6/2023	2026-27	VCG, C4G, LCG
Đường vành đai 3 TP.HCM (GD 1)	76km	75,4	Tháng 6/2023	2025-26	VCG, C4G, HHV, DPG, HBC
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	1.541 km, 350 km/h, 22,5 tấn/trục, 21,5 triệu tấn/năm	1.713	Dự kiến vào tháng 12/2027	2035	N/A

Nguồn: BỘ GIAO THÔNG VẬN TẢI, VNDIRECT RESEARCH

Quy định đấu thầu trực tuyến thúc đẩy tính minh bạch và hiệu quả

Từ ngày 01/01/2025, Việt Nam yêu cầu tất cả hoạt động đấu thầu, bao gồm các gói thầu xây dựng, phải được thực hiện trực tuyến thông qua Hệ thống đấu thầu qua mạng quốc gia. Quy định này, theo Luật Đấu thầu 2023, nhằm nâng cao tính minh bạch và hiệu quả trong công tác mua sắm công.

Việc số hóa quy trình đấu thầu giúp giảm bớt thủ tục giấy tờ, hạn chế rủi ro tham nhũng và tạo ra môi trường cạnh tranh công bằng hơn giữa các nhà thầu. Điều này cũng giúp giảm chi phí, rút ngắn thời gian đấu thầu và đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án. Hơn nữa, việc tăng cường khả năng tiếp cận hệ thống trực tuyến sẽ tạo điều kiện cho nhiều nhà thầu hơn, bao gồm cả doanh nghiệp vừa và nhỏ, tham gia vào thị trường, góp phần thúc đẩy ngành xây dựng trở nên năng động và cạnh tranh hơn.

CTD từng bước xây dựng vị thế trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng

Ngày 07/03/2025, CTD, phối hợp với Tổng công ty Xây dựng số 1 (UPCoM: CC1) và FECON (HOSE: FCN), đã khởi công dự án Nhà để xe tại Sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA). Gói thầu trị giá 3.143 tỷ đồng, dự kiến hoàn thành trong 16 tháng, bao gồm thiết kế và thi công các hạng mục kiến trúc, kết cấu và hạ tầng, cùng với cung cấp và lắp đặt thiết bị, kết cấu thép và hệ thống cơ điện.

Ngày 21/3, CTD tiếp tục khởi công xây dựng các tòa nhà và hạ tầng cho Khoa Y thuộc dự án Phát triển các Đại học Quốc gia Việt Nam.

Hiện tại, CTD đang triển khai dự án đường Lương Hòa – Bình Chánh (Long An), dự kiến hoàn thành trong nửa đầu năm tài chính 2025/26. Đồng thời, công ty cũng thực hiện cải tạo tuyến đường Thùy Vân tại Bãi Sau, Vũng Tàu – một dự án có tổng vốn đầu tư 1.097 tỷ đồng, dự kiến hoàn thành vào năm tài chính 2024/25.

Chúng tôi dự báo doanh thu từ các gói thầu hạ tầng của CTD sẽ đạt 1.004 tỷ đồng trong năm tài chính 2024/25 và 1.228 tỷ đồng trong năm tài chính 2025/26, tương ứng tăng trưởng 377,7% và 22,3% svck. Các dự án đóng góp chính bao gồm đường Lương Hòa – Bình Chánh, khu đô thị Legend City, cải tạo đường Thùy Vân, Nhà để xe – LTIA và gói thầu thuộc Dự án Phát triển Đại học Quốc gia Việt Nam.

Việc thu hồi bớt các khoản nợ xấu giúp thúc đẩy tâm lý nhà đầu tư

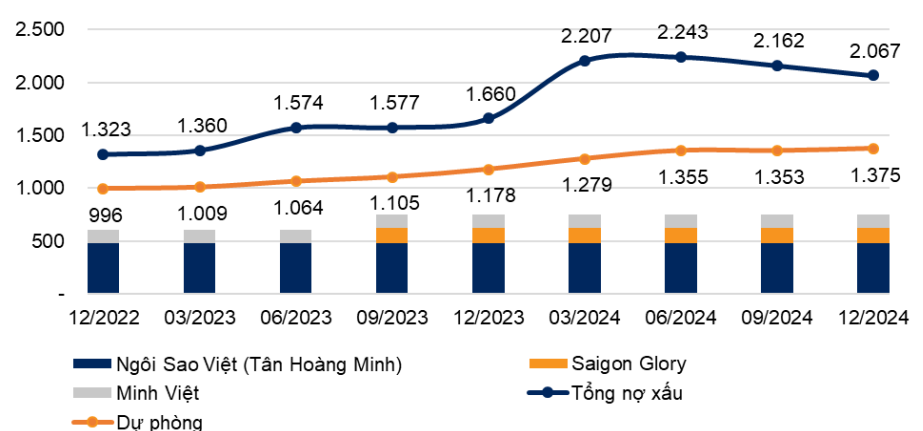
Các khoản phải thu được phân loại là không có khả năng thu hồi (nợ xấu) giảm 7,8% kể từ đầu năm, đạt 2.067 tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2 năm 2024/25. Trong đó bao gồm các khoản nợ xấu lớn từ các khách hàng như Tân Hoàng Minh, Minh Việt, Saigon Glory, vẫn không thay đổi so với quý trước. Dự phòng cho nợ xấu tăng 1,4% kể từ đầu năm, đạt 1.375 tỷ đồng vào cuối Q2. Ban lãnh đạo dự kiến không trích lập thêm dự phòng nợ xấu trong năm nay. Nợ của ba dự án kể trên đã được trích lập dự phòng 100%.

Vào tháng 2/2025, CTD nhận được Quyết định số 08/2025/QĐST-KDTM từ Tòa án Nhân dân Quận 1, TP.HCM về việc công nhận sự thỏa thuận của các bên trong vụ tranh chấp hợp đồng thi công. Thỏa thuận này sẽ góp phần giúp CTD đạt được mục tiêu thu hồi nợ xấu 100 tỷ đồng BLĐ đã công bố tại ĐHĐCĐ thường niên năm 2023/24.

Chúng tôi kỳ vọng khoản trích lập dự phòng sẽ giảm trong những năm tới nhờ vào việc công ty đã áp dụng cách tiếp cận thận trọng hơn trong việc lựa chọn các hợp đồng để thực hiện, từ đó giảm thiểu rủi ro hình thành nợ khó đòi, cũng như việc thu hồi lại được phần nào các khoản phải thu.

Với việc các khoản nợ xấu đã được trích lập dự phòng, các khoản này có khả năng ảnh hưởng đến lợi nhuận của CTD trong tương lai. Tuy nhiên, việc thu hồi phần nào đó các khoản nợ có thể mang lại nguồn lợi nhuận bất ngờ, qua đó cải thiện tâm lý nhà đầu tư đối với cổ phiếu.

Hình 16: Các khoản phải thu khó đòi và nợ đã được trích lập sự phòng 100% (Tỷ đồng)



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 101.700/CP

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa hai phương pháp với tỷ trọng tương đương là định giá từng phần (SOTP) và định giá P/B:

- Phương pháp DCF: Chúng tôi tăng dự phóng lợi nhuận trong giai đoạn năm tài chính 2024/25 – 2028/29, trong khi chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu WACC cao hơn tại 10,4% (chi tiết trong hình 19), với mức lãi suất phi rủi ro bằng 3,0% (dựa trên lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tại ngày 31/12/2024) và phần bù rủi ro thị trường bằng 8,35% (theo NYU Stern).
- Chúng tôi tăng hệ số P/B mục tiêu từ 0,9 lần lên 1,0 lần trên giá trị sổ sách ước tính cho năm tài chính 2024/25, bằng với mức P/B hiện tại cao hơn sv mức trung bình 1 năm của CTD tại 0,8 lần. Tuy nhiên, mức P/B này vẫn thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành (có P/B lần lượt đạt 1,3 lần và 1,4 lần).

Hình 17: Tổng hợp định giá (đơn vị: Đồng)

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu	Tỷ trọng (%)	Giá trị theo tỷ trọng
SOTP	120.469	50%	60.234
P/B	82.901	50%	41.450
Giá mục tiêu (làm tròn)			101.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá DCF – Dòng tiền tự do doanh nghiệp (đơn vị: Tỷ đồng)

	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
EBIT	388	452	565	622	566
Khấu hao TSCĐ hữu hình	178	128	150	151	143
Khấu hao TSCĐ vô hình	7	8	6	6	6
Thay đổi vốn lưu động	899	1.163	1.160	1.341	1.207
Đầu tư tài sản cố định	(192)	(213)	(257)	(247)	(239)
Chi phí thuế	(115)	(122)	(126)	(128)	(142)
FCFF	1.166	1.416	1.499	1.744	1.542
Giá trị cuối cùng					6.606
Giá trị hiện tại của FCFF	1.109	1.220	1.170	1.233	987
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	-	-	-	-	4.229

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Giá định WACC

	Cũ	Mới
Beta (lần)	1,40	1,40
Phần bù rủi ro thị trường	7,78%	8,35%
Lãi suất phi rủi ro	2,66%	3,00%
Chi phí vốn	9,83%	10,49%
Chi phí nợ	8,80%	11,00%
WACC	9,75%	10,42%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	5.719	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối mô hình	4.229	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	12.486	Tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	4.078	Tỷ đồng
Tổng nợ vay	1.540	Tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu	12.485	Tỷ đồng
Giá mục tiêu	120.469	Đồng/CP

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Độ nhạy giá mục tiêu DCF với các giả định về WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Tăng trưởng dài hạn (%)	Giả định (%)	WACC (%)						
		Giá định						
		11,9%	11,4%	10,9%	10,4%	9,9%	9,4%	8,9%
1,0%	1,0%	107.785	110.444	113.340	116.510	119.998	123.861	128.167
	1,5%	109.061	111.886	114.977	118.378	122.144	126.341	131.056
	2,0%	110.467	113.482	116.798	120.469	124.560	129.156	134.363
	2,5%	112.022	115.256	118.835	122.823	127.302	132.377	138.184
	3,0%	113.751	117.241	121.129	125.495	130.441	136.100	142.651

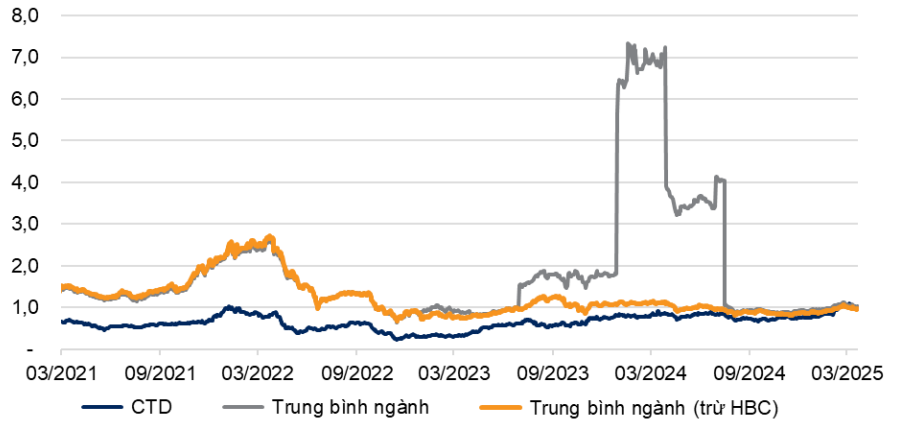
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Định giá P/B

Giá trị sổ sách ước tính năm tài chính 2024/25					82.901
P/B (lần)	Hiện tại	TB 1 năm	TB 3 năm	TB 5 năm	
CTD	1,0	0,8	0,6	0,6	
Trung bình ngành	1,4	1,3	1,4	1,5	
P/B mục tiêu (lần)					1,0
Giá mục tiêu (đồng)					82.901

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Lịch sử mức P/B được giao dịch của CTD và trung bình các DN trong ngành (lần)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Độ nhạy của giá mục tiêu bằng P/B

P/B mục tiêu cho năm tài chính 2024/25 (lần)									
Giá định									
0,80	0,85	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10	1,15	1,20	
66.321	70.466	74.611	78.756	82.901	87.046	91.191	95.336	99.481	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 20/03/2024)

Công ty	Mã chứng khoán	Vốn hóa Triệu USD	P/E (lần)		Doanh thu (Triệu USD)		Lợi nhuận ròng (Triệu USD)		Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	ROE (%)		ROA (%)	D/E (lần)
			Trượt 12T	Hiện tại	TTM	% YoY	TTM	% YoY		Trượt 12T	Trượt 12T		
CTCP Xây dựng Cotecccons	CTD	342	23,3	1,0	898,27	38,6	14,74	98,4	353,6	4,3	1,5	0,2	
Nhà thầu dân dụng													
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	HBC	90	2,7	1,4	250,00	(15,4)	33,56	Thoát lỗ	58,8	N/A	N/A	50,5	
CTCP Hưng Thịnh Incons	HTN	40	40,4	0,7	44,71	(57,5)	0,71	(70,0)	(55,5)	1,7	0,3	1,6	
CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải	TCD	35	11,9	0,2	45,49	(35,0)	2,81	(41,8)	(36,3)	1,9	0,8	0,5	
Trung bình			18,4	0,8	113,4	(36,0)	12,4	(55,9)	(11,0)	1,8	0,6	17,5	
Trung vị			11,9	0,7	45,5	(35,0)	2,8	(55,9)	(36,3)	1,8	0,6	1,6	
Nhà thầu hạ tầng													
CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	VCG	492	13,4	1,5	504,82	1,3	37,35	133,9	135,2	12,2	3,1	0,8	
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G	120	21,0	0,8	124,35	20,6	7,08	37,7	(45,0)	4,2	1,5	0,8	
Tổng Công ty Xây dựng số 1 - CTCL	CC1	241	26,4	1,5	398,31	81,0	9,49	9,1	(5,6)	5,7	1,4	1,0	
Trung bình			20,3	1,3	342,5	34,3	18,0	60,2	28,2	7,4	2,0	0,9	
Trung vị			21,0	1,5	398,3	20,6	9,5	37,7	(5,6)	5,7	1,5	0,8	

Nguồn: BLOOMBERG, DSTOCK, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá là giá trị hợp đồng xây dựng ký mới vượt kỳ vọng nhờ:

- 1) Thị trường bất động sản nhà ở phục hồi sớm hơn dự kiến.
- 2) Làn sóng dịch chuyển các trung tâm sản xuất sang Việt Nam mạnh hơn kỳ vọng.
- 3) Giải ngân đầu tư công vào hạ tầng giao thông diễn ra tốt hơn dự báo.

Rủi ro giảm giá đến từ:

- 1) Tiến độ xây dựng các dự án chậm hơn kỳ vọng.
- 2) Dòng vốn đầu tư nước ngoài chững lại do bất ổn kinh tế vĩ mô.
- 3) Việc phê duyệt dự án mới bị trì hoãn.

Lịch sử khuyến nghị

Hình 26: Khuyến nghị trong quá khứ của chúng tôi so với diễn biến thực tế của giá cổ phiếu (đồng/cp)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

* Tính từ thời điểm analyst hiện tại bắt đầu cover cổ phiếu.

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	06-20	06-21	06-22	06-23	06-24	06-25	06-26
Doanh thu thuần	21.221	12.152	9.152	16.088	21.045	25.076	25.937
Giá vốn hàng bán	(20.192)	(11.479)	(8.850)	(15.727)	(20.333)	(24.121)	(24.893)
Lợi nhuận gộp	1.029	673	302	361	713	955	1.044
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(417)	(718)	(723)	(479)	(581)	(543)	(572)
Chi phí bán hàng	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)
EBIT	613	(71)	(449)	(137)	132	396	460
Khấu hao	110	105	105	105	44	178	128
EBITDA	723	34	(344)	(33)	175	573	587
Lãi tiền gửi và cho vay	235	184	175	263	187	256	236
Chi phí tài chính	(30)	28	(71)	(170)	(105)	(156)	(178)
Thu nhập khác	25	26	52	68	80	84	88
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	1	(27)	(29)	(20)	(0)	(16)	(12)
Lợi nhuận trước thuế	852	203	(79)	92	387	576	610
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(173)	(49)	10	(25)	(77)	(115)	(122)
Lợi nhuận sau thuế	679	153	(70)	68	310	461	488
Lợi nhuận ròng	679	153	(70)	68	310	459	486

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	06-20	06-21	06-22	06-23	06-24	06-25	06-26
Tiền và tương đương tiền	226	652	913	1.883	2.210	3.652	3.367
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.456	3.015	2.784	2.180	1.868	1.600	1.371
Phải thu ngắn hạn	8.518	6.963	9.231	12.079	12.024	13.843	14.565
Hàng tồn kho	1.228	1.474	2.112	3.148	3.126	4.694	4.793
Tài sản ngắn hạn khác	221	321	430	593	1.228	1.294	1.358
Tài sản ngắn hạn	13.648	12.425	15.471	19.884	20.456	25.083	25.454
Tài sản cố định	1.165	1.074	935	860	880	780	780
Đầu tư dài hạn	48	42	39	50	331	625	840
Tài sản dài hạn khác	136	89	111	581	1.202	1.559	1.831
Tổng tài sản	14.997	13.630	16.556	21.375	22.869	28.046	28.906
Nợ vay ngắn hạn	-	-	789	697	1.519	2.758	2.594
Phải trả ngắn hạn	3.288	2.797	2.695	5.196	6.161	8.632	8.830
Nợ ngắn hạn khác	3.240	2.482	4.346	6.710	6.543	7.548	7.459
Nợ ngắn hạn	6.528	5.279	7.829	12.603	14.223	18.939	18.883
Nợ vay dài hạn	-	-	525	498	21	34	37
Nợ dài hạn khác	48	5	2	3	33	26	9
Vốn cổ phần	793	793	793	788	1.036	1.036	1.036
LNST chưa phân phối	312	390	321	388	698	1.157	1.643
Vốn chủ sở hữu	8.421	8.346	8.199	8.272	8.591	9.048	9.976
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	54	54	1	1	1	1	1
Tổng cộng nguồn vốn	14.997	13.630	16.556	21.375	22.869	28.046	28.906

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	06-20	06-21	06-22	06-23	06-24	06-25	06-26
Lợi nhuận trước thuế	852	203	(79)	92	387	576	610
Khấu hao và hao mòn	110	105	105	105	44	185	136
Thuế TNDN đã trả	(141)	(174)	(40)	(35)	(80)	(81)	(85)
Các điều chỉnh khác	(63)	362	224	155	240	266	280
Thay đổi vốn lưu động	(1.459)	(309)	(1.335)	287	(566)	(899)	(1.163)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	(702)	186	(1.126)	603	24	47	(223)
Đầu tư TSCĐ	(12)	(8)	(150)	(128)	(551)	(192)	(213)
Thanh lý TSCĐ	19	1	2	0	24	0	0
Khác	285	235	261	329	314	(261)	(240)
Thay đổi không liên quan đến TSCĐ	103	421	38	281	453	1.135	(261)
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	395	648	151	482	240	682	(713)
Phát hành cổ phiếu	0	(178)	178	6	7	0	0
Mua lại cổ phiếu	(4)	0	(178)	0	0	0	0
Thu từ đi vay và trả nợ gốc vay	0	0	1.311	(121)	57	714	654
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	(1)	(1)	(1)	98	(2)
Trả cổ tức	(229)	(229)	(74)	0	0	(100)	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	(233)	(407)	1.237	(117)	63	712	651
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	750	226	652	913	1.883	2.210	3.652
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(540)	426	261	969	328	1.441	(285)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	226	652	913	1.883	2.210	3.652	3.367

Các chỉ tiêu chính

Chi tiêu về định giá	06-20	06-21	06-22	06-23	06-24	06-25	06-26
EPS (đồng)	8.566	1.932	(883)	857	2.987	4.432	4.691
P/E	5,78	24,75	(43,25)	60,30	23,47	22,94	21,68
PEG 1 năm	(14,99)	(31,96)	29,69	(30,60)	9,44	47,42	370,92
EV/EBIT	0,39	(1,71)	(1,43)	(8,79)	35,91	20,42	18,35
EV/EBITDA	0,33	3,62	(1,87)	(36,91)	26,98	14,09	14,35
P/S	2,33	3,94	4,17	3,21	3,33	4,06	3,92
P/B	0,80	0,80	0,67	0,70	0,70	1,00	1,00
Tỷ suất cổ tức	4,69%	5,33%	1,93%	0,00%	0,00%	1,50%	0,00%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,35	1,55	(1,13)	-	-	0,23	-
Chi tiêu về tăng trưởng							
Doanh thu (svck)	-18,34%	-42,74%	-24,69%	75,79%	30,81%	19,15%	3,43%
Lợi nhuận gộp (svck)	-28,58%	-34,57%	-55,07%	19,48%	97,18%	34,05%	9,30%
Lợi nhuận ròng (svck)	-38,55%	-77,45%	-145,70%	N/A	358,14%	48,38%	5,84%
EPS (svck)	-38,55%	-77,45%	-145,70%	-197,08%	248,49%	48,38%	5,84%
Chi tiêu về khả năng sinh lời							
Biên lợi nhuận gộp	4,85%	5,54%	3,30%	2,25%	3,39%	3,81%	4,03%
Biên EBITDA	3,41%	0,28%	-3,76%	-0,20%	0,83%	2,29%	2,26%
Biên LN thuần từ HĐKD	3,90%	1,45%	-1,43%	0,15%	1,46%	1,96%	2,01%
Biên lợi nhuận ròng	3,20%	1,26%	-0,76%	0,42%	1,47%	1,83%	1,87%
ROAA	4,44%	1,07%	-0,46%	0,36%	1,40%	1,80%	1,71%
ROAE	8,26%	1,83%	-0,85%	0,82%	3,67%	5,21%	5,11%
Chi tiêu về sử dụng đòn bẩy							
EBIT/Lãi vay	N/A	(75,26)	(14,90)	(1,38)	1,44	3,15	3,49
EBITDA/(Lãi vay+CAPEX)	60,21	3,68	(1,91)	(0,14)	0,27	1,81	1,71
Nợ vay/Vốn	-	-	0,14	0,13	0,15	0,24	0,21
Nợ vay/VCSH	-	-	0,16	0,14	0,18	0,31	0,26
Nợ vay ròng/VCSH	(0,44)	(0,44)	(0,29)	(0,35)	(0,30)	(0,27)	(0,21)

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

- KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
- TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
- KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

- TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
- TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
- TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Steven Woo – Trưởng phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Phan Thanh Huyền – Chuyên viên Phân tích

Email: huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>