

# MUA

Giá mục tiêu 2025: **81.000 VND**  
% tăng giá: **23%**  
Cập nhật: 11/20/2024

## TRIỂN VỌNG 2025

**Tích cực:** (1) Lượng hợp đồng chuyển tiếp duy trì cao, trên 20.000 tỷ, (2) Biên lợi nhuận mở rộng, (3) Sức cầu thị trường BĐS phục hồi dần, (3) Mở rộng hoạt động xây dựng ở nước ngoài, sẵn sàng tham gia thêm vào lĩnh vực đầu tư công.

**Rủi ro:** (1) Biến động giá vật liệu xây dựng; (2) Thị trường BĐS hồi phục chậm hơn dự kiến.

	Q3/2023	Q3/2024	2025F
DTT	4.124	4.759	26.306
% YoY	32%	15%	25%
LNST	67	93	463
% YoY	-	39%	50%

\*Mục 2025F theo NBTC của CTD

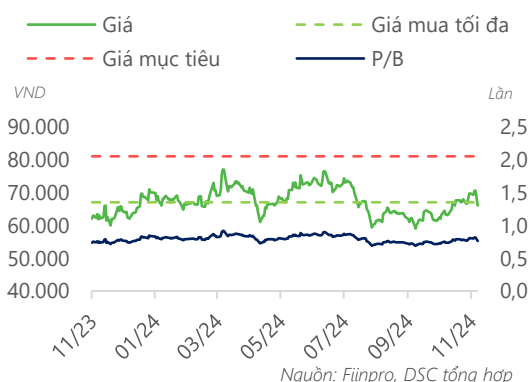
Đơn vị: tỷ VND

## Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD VN) – giữ vững vị thế công ty xây dựng hàng đầu Việt Nam, đáp ứng được các tiêu chuẩn xây dựng khắt khe của các chủ đầu tư lớn trong và ngoài nước (LEED - LOTUS), và tiêu chuẩn công nghệ xanh (ESG). CTD tiếp tục hoạt động hiệu quả dưới triều đại của Chủ tịch Bolat Duisenov.

### Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Xây dựng
Giá hiện tại:	66.000 VND
Vốn hóa:	6.595 tỷ VND
Số lượng CPLH:	99,9 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	3.369 VND
P/E:	19,6 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	2,5%



# CTD

## CTCP Xây dựng Coteccons

# DSC

## KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu năm tài chính 2025 của CTD đạt 26.306 tỷ (+25% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 463 tỷ (+50% YoY).

Dựa trên bối cảnh (1) Dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định, (2) Sức cầu từ thị trường Bất động sản phục hồi sau khi luật đất đai (sửa đổi) đưa vào triển khai, (3) Năng lực và vị thế của CTD ngày càng mở rộng, (4) Tiềm năng tăng trưởng doanh thu khi doanh nghiệp đang từng bước thâm nhập thị trường quốc tế.

Sử dụng định giá P/B, DSC dự phóng mục tiêu giá cổ phiếu trong năm 2025 là 81.000 VND/cổ phiếu, với mức P/B dự phóng là 0,9 lần. DSC khuyến nghị, nhà đầu tư có thể giải ngân cổ phiếu ở vùng giá khoảng 65.000-66.000 VND cho vị thế nắm giữ dài hạn.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Khối lượng công việc khổng lồ nhờ chuyển dịch đường lối kinh doanh

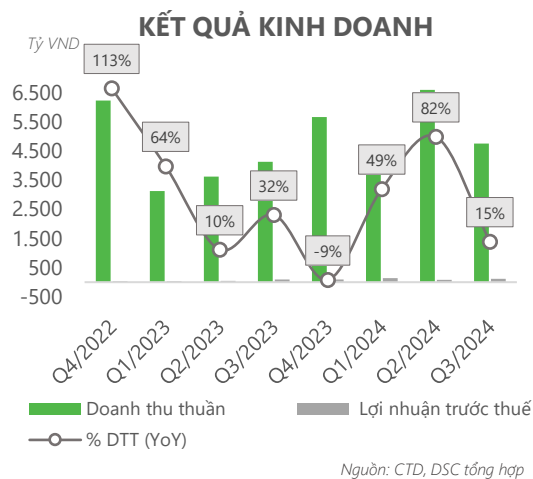
Điều hướng phát triển mảng xây dựng Công nghiệp (đây là nhóm khách hàng phục hồi nhanh sau suy thoái) đã hỗ trợ cho doanh thu của CTD phục hồi so với ngành. Với hồ sơ năng lực, vị thế ngày càng gia tăng tỷ lệ thắng thầu của CTD cao với tỷ lệ 58%. Lượng hợp đồng Backlog dự kiến duy trì tích cực (25.000-30.000 tỷ) trong giai đoạn năm 2025-2030.

### Xu thế vĩ mô phục hồi

DSC đánh giá Coteccons được hưởng lợi trên bối cảnh vĩ mô phục hồi: (1) dòng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam giữ đà tăng trưởng dài hạn, (2) thị trường BĐS dân dụng phục hồi chậm, nhưng dần có tín hiệu bứt phá, đặc biệt tại thị trường miền Bắc, (3) Giải ngân đầu tư công vẫn là nhiệm vụ quan trọng của Chính phủ giúp nâng cao chuỗi giá trị ngành xây dựng, và là nguồn doanh thu tiềm năng khi CTD cũng có dự định tham gia vào mảng này.

### Biên lợi nhuận mở rộng

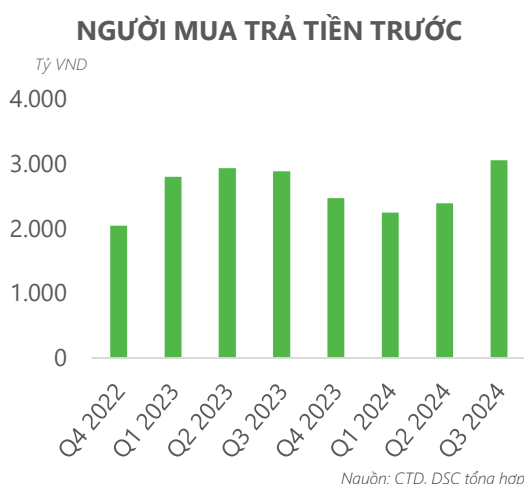
Nhờ chuẩn hóa các hoạt động xây dựng theo tiêu chuẩn quốc tế, CTD đang chủ động trong việc "tiếp đón" tệp khách hàng FDI. Tỷ lệ trúng thầu được cải thiện nhờ chiến lược "repeat sales". Giá vật liệu xây dựng trong nước không có nhiều biến động. Tất cả các điều đã hỗ trợ cho biên lợi nhuận gộp của CTD cải thiện.



### Tăng trưởng dài hạn

Q3/2024 (tức Q1/NDTC năm 2025), CTD đã trúng loạt thầu lớn với tổng quy mô 10.300 tỷ. Hơn 5.000 tỷ được hợp nhất với lượng Backlog chuyển tiếp năm tài chính trước đó, lũy kế đạt 25.000 tỷ.

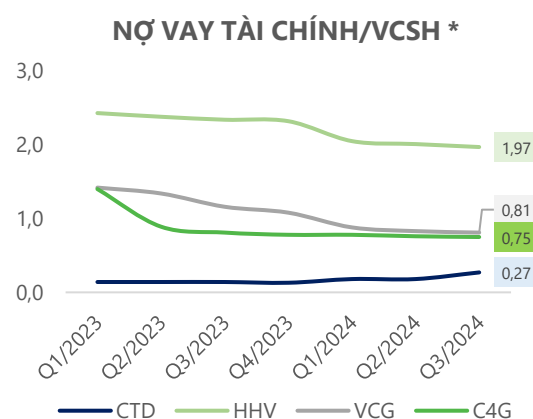
Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận trước thuế ghi nhận tín hiệu cải thiện, lần lượt đạt 4.759 tỷ (+15% YoY), và 117 tỷ (+35% YoY). Mảng xây dựng cốt lõi duy trì đà tăng trưởng, trong khi doanh thu tài chính giảm nhẹ, đạt 71 tỷ (-30% YoY) do môi trường lãi suất điều chỉnh giảm.



### Tiền thu từ khách hàng tăng trưởng mạnh

Giá trị người mua trả tiền trước của CTD phục hồi, đạt 3.051 tỷ (+28% QoQ, +5% YoY), chạm đỉnh kỷ lục trong giai đoạn đầu năm 2023. Trong đó, đóng góp chủ yếu là khoản trả trước gia tăng từ công ty Hợp tác Việt Lào, và Tập đoàn Sun Group (Sunset Village).

Với giá trị trả trước từ khách hàng lớn nhất so với nhóm doanh nghiệp cùng ngành, CTD có dư địa lớn duy trì và bứt phá kết quả kinh doanh trong năm tài chính 2025.



### Duy trì nợ vay ở mức hợp lý

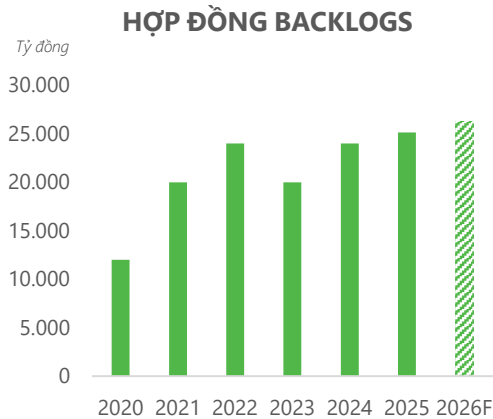
Tỷ lệ nợ vay tài chính/VCSH của CTD đạt 0,27 lần, tăng nhẹ so với mức 0,18 lần tại quý 2 vừa qua. Nợ vay tài chính Q3 ghi nhận 2.312 tỷ (+104% YoY, +50% QoQ).

Coteccons tăng cường vay tài chính, hỗ trợ vốn cho các dự án xây dựng đang triển khai trong khi xu hướng nợ vay của ngành xây dựng đang giảm dần. Đây là lợi thế của CTD khi có tỷ lệ vay nợ thấp so với ngành, hoàn toàn chủ động trong việc huy động dòng tiền thêm (nếu cần) nhằm đảm bảo tiến độ thực hiện dự án xuyên suốt. Doanh nghiệp có gia tăng khoản tiền gửi ngắn hạn lên 2.391 tỷ (+48% QoQ), do đó, DSC đánh giá khả năng thanh toán của CTD được đảm bảo an toàn.

\*Được biết, CTD có ý định tham gia vào lĩnh vực đầu tư công trong năm nay, cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp đối thủ nêu trên.

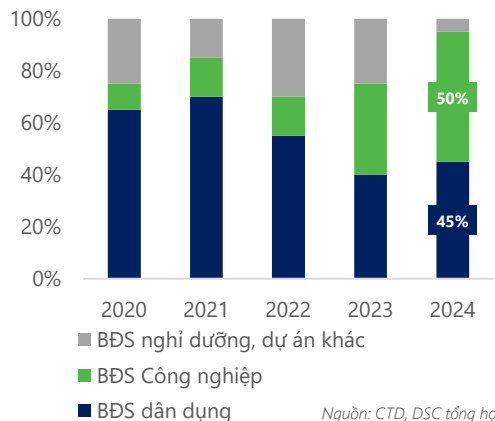
## LUẬN ĐIỂM 1:

### Khối lượng công việc khổng lồ



Nguồn: CTD, DSC tổng hợp

### TỶ TRỌNG MẢNG XÂY DỰNG



Nguồn: CTD, DSC tổng hợp

Ảnh: Nhà máy Lego, KCN VSIP3, Bình Dương



# CTD

## CTCP Xây dựng Coteccons

# DSC

### Hợp đồng Backlogs duy trì cao

Coteccons có giá trị trúng thầu mới đạt 22.000 tỷ đồng trong năm NĐTTC 2024, và lượng hợp đồng chuyển tiếp (Backlogs) sang năm 2025 đạt 20.000 tỷ. Cập nhật tới hết Q3/2024 (tức Q1/NĐTTC năm 2025), lượng HĐ Backlogs chuyển tiếp lên đến 25.000 tỷ đồng.

Coteccons hiện là đơn vị dẫn đầu tại Việt Nam về số lượng dự án đang triển khai, với tổng cộng 66 dự án và đã có 22 dự án hoàn tất bàn giao với độ hài lòng tuyệt đối trong năm nay. Bên cạnh đó, tỷ lệ thắng thầu của CTD mở rộng, đạt 58%, cao hơn tỷ lệ trung bình 20-30% trong 5 năm gần đây.

Ngoài ra, CTD đang từng bước tiến ra biển lớn thế giới, thành công mở chi nhánh tại Hoa Kỳ, mở văn phòng tại Indo và bắt đầu xây dựng công trình tại Ấn Độ; hiện, doanh thu từ thị trường quốc tế chưa đóng góp nhiều. \*Mảng này chưa được DSC dự phóng vào KQKD

DSC dự phóng, khối lượng backlog của Coteccons tiếp tục duy trì tích cực (25.000-30.000 tỷ) trong giai đoạn năm 2025-2030.

### Sự chuyển dịch "hợp thời", mũi nhọn tăng trưởng

Sự chuyển dịch mở rộng mảng xây dựng Công nghiệp trong cơ cấu doanh thu đem lại "quả ngọt", đặc biệt trong bối cảnh lĩnh vực bất động sản phục hồi còn chậm. Tập khách hàng, đối tác quốc tế được đánh giá có tình hình tài chính vượt trội so với chủ dự án trong nước hiện tại đem lại nguồn thu đều đặn và có rủi ro nợ xấu thấp.

Trong năm NĐTTC 2024, CTD đã bàn giao các dự án FDI tiêu biểu như Foxconn Phase 1, Apache,... Ngoài ra, một số dự án khu công nghiệp với các đối tác lớn nước ngoài khác đang thực hiện như Tập đoàn Lego (1,4 tỷ đô), Suntory Pepsico (300 triệu đô), Pandora (150 triệu đô),... Các dự án lớn trong nước khác như Tổ hợp sản xuất xe điện Vinfast (giai đoạn 3), nhà máy Dung Quất (giai đoạn 2),...

Mảng xây dựng Công nghiệp kỳ vọng là "mũi nhọn" tăng trưởng chính của CTD khi mà Việt Nam vẫn là điểm đến lý tưởng của dòng vốn FDI, đặc biệt là làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng thế giới và đáp ứng quy hoạch của Chính phủ về xu thế công nghiệp hóa đất nước. Đây là mảng xây dựng có biên lợi nhuận tốt nhất.

Chuyển dịch sang lĩnh vực đòi hỏi chất lượng cao hơn từ tập khách nước ngoài, song với áp lực cạnh tranh thầu nội địa thấp hơn. Các dự án lớn như nhà máy Lego, tổ hợp sản xuất Vinfast đang là điểm nổi bật trong hồ sơ năng lực của Coteccons.

## LUẬN ĐIỂM 2:

### Xu hướng vĩ mô phục hồi

CTD

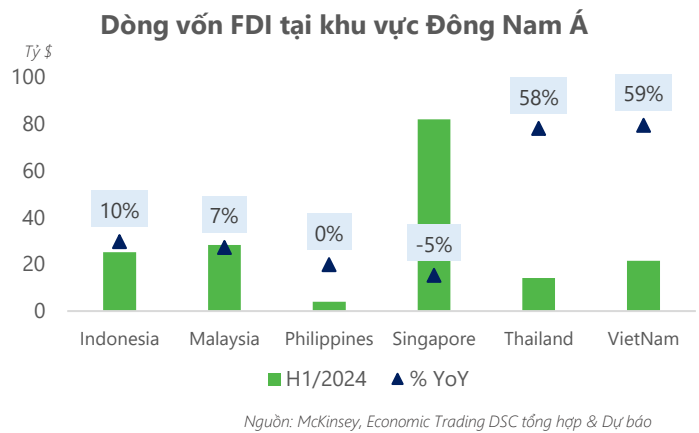
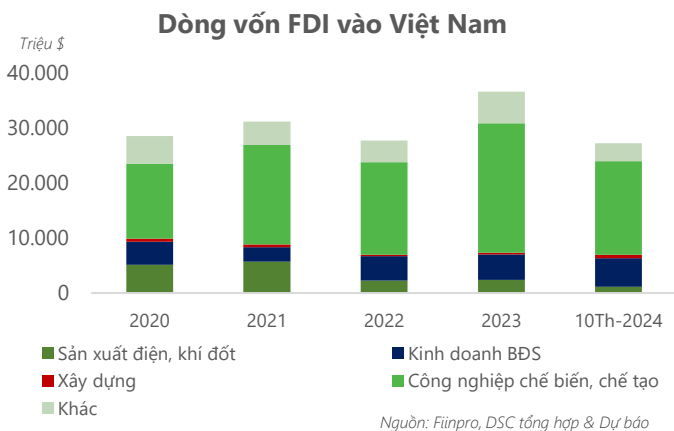
CTCP Xây dựng Coteccons

DSC

#### Dòng vốn đầu tư nước ngoài tăng trưởng

Lũy kế 10T /2024, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam đạt mức 27,26 tỷ USD, tăng 1,9% so với cùng kỳ năm trước. Điểm nổi bật, cơ cấu dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực Bất động sản - Xây dựng trong 10T đầu năm đạt 5,8 tỷ USD, tăng 18% so với cả năm 2023; và chiếm tỷ trọng hơn 21% tổng nguồn vốn, cao hơn trung bình 14,3% trong 5 năm gần nhất. Điều này cho thấy tầm nhìn đầu tư ngoại vào lĩnh vực bất động sản được mở rộng.

Xét khu vực Đông Nam Á, Việt Nam đứng thứ 4 về tổng giá trị vốn FDI trong H1/2024, nhưng có tốc độ tăng trưởng cao nhất đạt 59%. DSC đánh giá, Việt Nam tiếp tục là điểm đến lý tưởng của dòng vốn ngoại bởi (1) tỷ giá ổn định so với khu vực, (2) tăng trưởng GDP cao nhất khu vực, (3) địa chính trị ổn định; từ đó, gia tăng sức cầu kỳ vọng của CTD trong lĩnh vực xây dựng Công nghiệp.

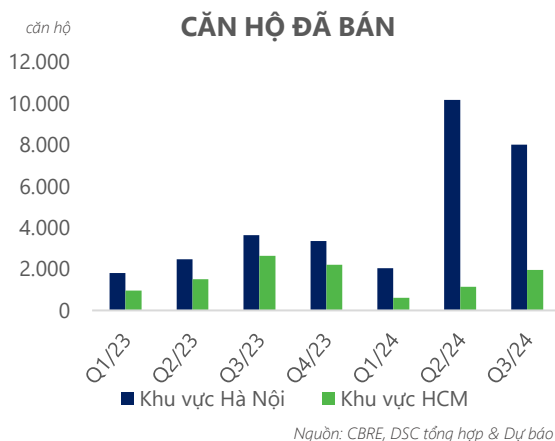


#### Thị trường bất động sản dân dụng vượt qua "vùng đáy"

Lĩnh vực chiếm tới 45% cơ cấu doanh thu của CTD. Xét riêng trong Q3/2024, thị trường căn hộ tại Hà Nội phục hồi tốt hơn tại TP.HCM, lần lượt đạt 8.227 căn (+174% YoY) và 127 căn (-96% YoY). Ngoài ra, số căn hộ thực bán ghi nhận tín hiệu phục hồi so với nền thấp ở H1/2024, minh chứng cho thấy sức cầu đã cải thiện dưới môi trường lãi suất điều chỉnh giảm như hiện tại.

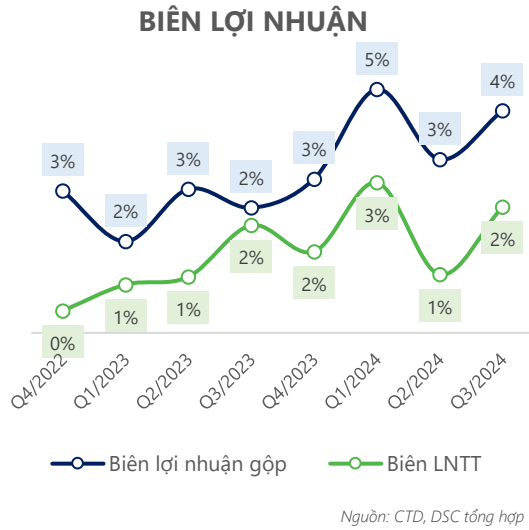
DSC đánh giá, tốc độ phục hồi được kỳ vọng sẽ mở rộng trong những năm tiếp theo sau khi luật đất đai (sửa đổi) được triển khai, hỗ trợ khơi thông tiến độ tại các dự án nghẽn về mặt pháp lý. Hiện tại, CTD đang thực hiện các dự án BĐS thương mại cho các đối tác lớn như SunGroup, Ecopark, Vinhomes, Doji,... với rủi ro nợ xấu ở mức thấp.

\*Chúng tôi chỉ tập trung bóc tách dữ liệu căn hộ chung cư, mảng mà CTD xây dựng chính trong ngành BĐS dân dụng.



## LUẬN ĐIỂM 3:

### Biên lợi nhuận mở rộng



# CTD

## CTCP Xây dựng Coteccons

# DSC

### Hiệu quả hoạt động gia tăng

Kết Q3/2024, tức Q1/NĐTC năm 2025, CTD ghi nhận biên lợi nhuận gộp và biên LNTT hồi phục, lần lượt đạt 4,3% và 2,4%. Đây là mức nền cao sau giai đoạn doanh tái cơ cấu tổ chức.

Thay đổi chính đến từ tầm nhìn chiến lược của ban lãnh đạo của Coteccons khi mở rộng cơ cấu doanh thu tại lĩnh vực xây dựng công nghiệp, ghi nhận chiếm hơn 50% tổng doanh thu so với thời điểm đầu tái cơ cấu doanh nghiệp (năm 2020) chỉ chiếm ~10%. Trước tiên là góc nhìn đa dạng hóa sản phẩm, sau trở thành điểm lợi thế của CTD khi sức cầu từ nhóm khách hàng có vốn đầu tư nước ngoài luôn ở mức ổn định và có rủi ro nợ xấu thấp.

Việc cải thiện tỷ lệ trúng thầu, nâng cao hiệu suất lao động, đóng góp mở rộng biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

### (1) Chuẩn bị các điều kiện cao của doanh nghiệp FDI

CTD là đơn vị tiên phong trong ngành xây dựng áp dụng mô hình quản trị theo chuẩn quốc tế (ESG), và tiêu chuẩn xây dựng xanh, hiệu quả, tiết kiệm (LEED); cùng với việc cấp chuỗi sản phẩm xây dựng hoàn chỉnh và mạng lưới, nguồn lực dàn trải cả nước là lợi thế lớn của CTD trong việc thu hút các doanh nghiệp FDI.

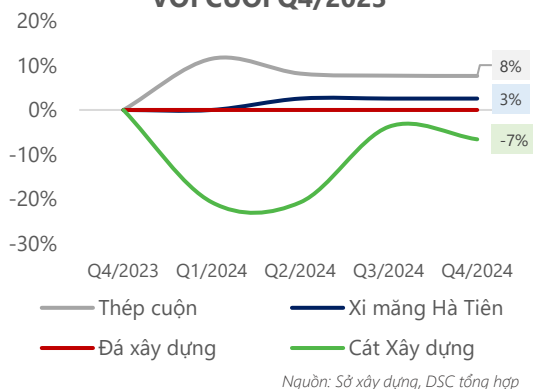
### (2) Tạo dựng giá trị cốt lõi

Ngoài thành công trong việc chuyển dịch đường lối kinh doanh, CTD xây dựng mối quan chiến lược, song hành cùng đối tác thông qua chiến lược "repeat sales" giúp tiết giảm chi phí đầu thầu, chi phí tiếp cận dự án. Tỷ lệ doanh thu từ khách hàng cũ trong cả NĐTC 2024 trung bình đạt 38%, được cải thiện trong Q3/2024 là 69%. Ngoài ra, CTD thành công xây dựng văn hóa doanh nghiệp "DNA của Coteccons", với năng suất lao động cao kỷ lục, ghi nhận 13 tỷ doanh thu/mỗi nhân sự.

### Giá nguyên vật liệu vẫn ở mức thấp

Bên cạnh đó, trong bối cảnh ngành bất động sản trong nước phục hồi chậm, mặt bằng giá vật liệu xây dựng chưa có tín hiệu tăng đáng kể. Một số giá vật liệu (cập nhật T11/2024): thép cuộn xây dựng (6-8) tăng 7,7% YoY, xi măng Hà Tiên tăng nhẹ 2,6% YoY, giá đá xây dựng không đổi, cát xây dựng giảm 6,6%. Giá nguyên vật liệu chưa có nhiều biến động, hỗ trợ cho chi phí xây dựng ổn định.

### BIẾN ĐỘNG GIÁ VẬT LIỆU SO VỚI CUỐI Q4/2023



(Tỷ VND)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	16.088	21.045	26.306
% DTT (YoY)	76%	31%	25%
Lợi nhuận gộp	361	713	1.052
Lợi nhuận sau thuế	68	310	463
% LNST (YoY)	-197%	358%	50%

**ĐỊNH GIÁ P/B**

Lợi nhuận sau thuế dự phóng	463
BV dự phóng	9.030
P/B TB ngành	1,41
P/B trung vị 5y	0,62
P/B hợp lý	0,9
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>81.327</b>
% Tăng giá	23%

**DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ****Dự phóng kết quả kinh doanh**

DSC nhận định kết quả kinh doanh năm tài chính 2025 giữ đà tăng trưởng mạnh, hoàn toàn có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng kép hàng năm 20-30% (giai đoạn 2025-2030) của BLĐ doanh nghiệp đề ra.

Động lực đến từ dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định, và sức cầu từ thị trường Bất động sản phục hồi sau khi luật đất đai (sửa đổi) đưa vào triển khai.

Ước tính, doanh thu đạt 26.306 tỷ (+25% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 463 tỷ (+50% YoY). Lưu ý, dự phóng trên, DSC chưa đánh giá đóng góp từ hoạt động xây dựng tại nước ngoài và tiềm năng tham gia vào lĩnh vực đầu tư công trong nước.

**Định giá**

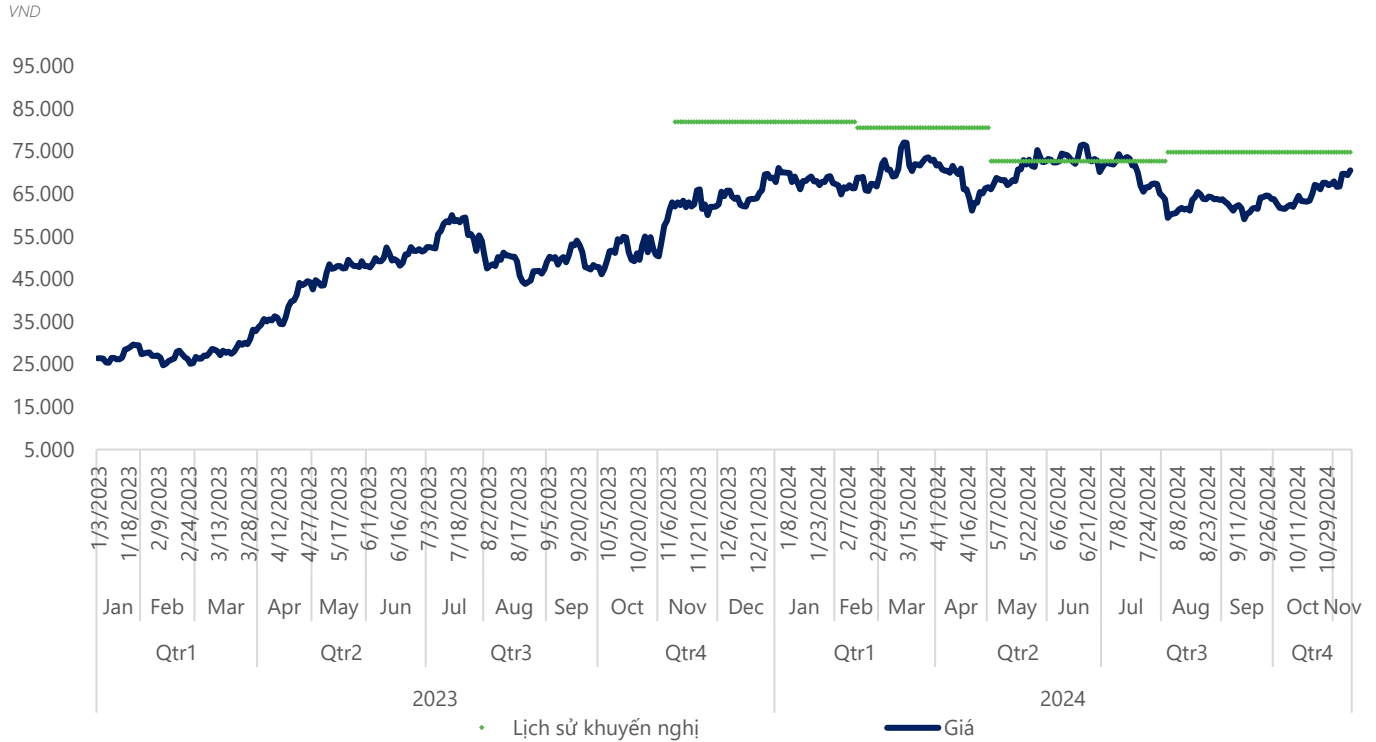
Kết phiên 19/11/2024, cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/B 0,75 lần, cao hơn mức trung bình 5 năm của CTD (0,62 lần). Dù chưa phải mức định giá cao, song nhịp tăng hiện tại đã phản ánh (1) kết quả báo cáo tài chính tích cực trong Q1/NĐTC 2025, (2) thông tin mua thêm cổ phiếu của Chủ tịch Bolat (200.000 cp) và nhiều cổ đông quỹ lớn khác. NĐT cần nhắc điểm mua cho vị thế dài hạn quanh vùng giá 65.500 VND/cp.

Mức giá mục tiêu 12 tháng DSC xác định cho cổ phiếu CTD là 81.000 VND/cổ phiếu, tương đương mức định giá P/B dự phóng là 0,9 lần.

**BIỂU ĐỒ GIÁ**

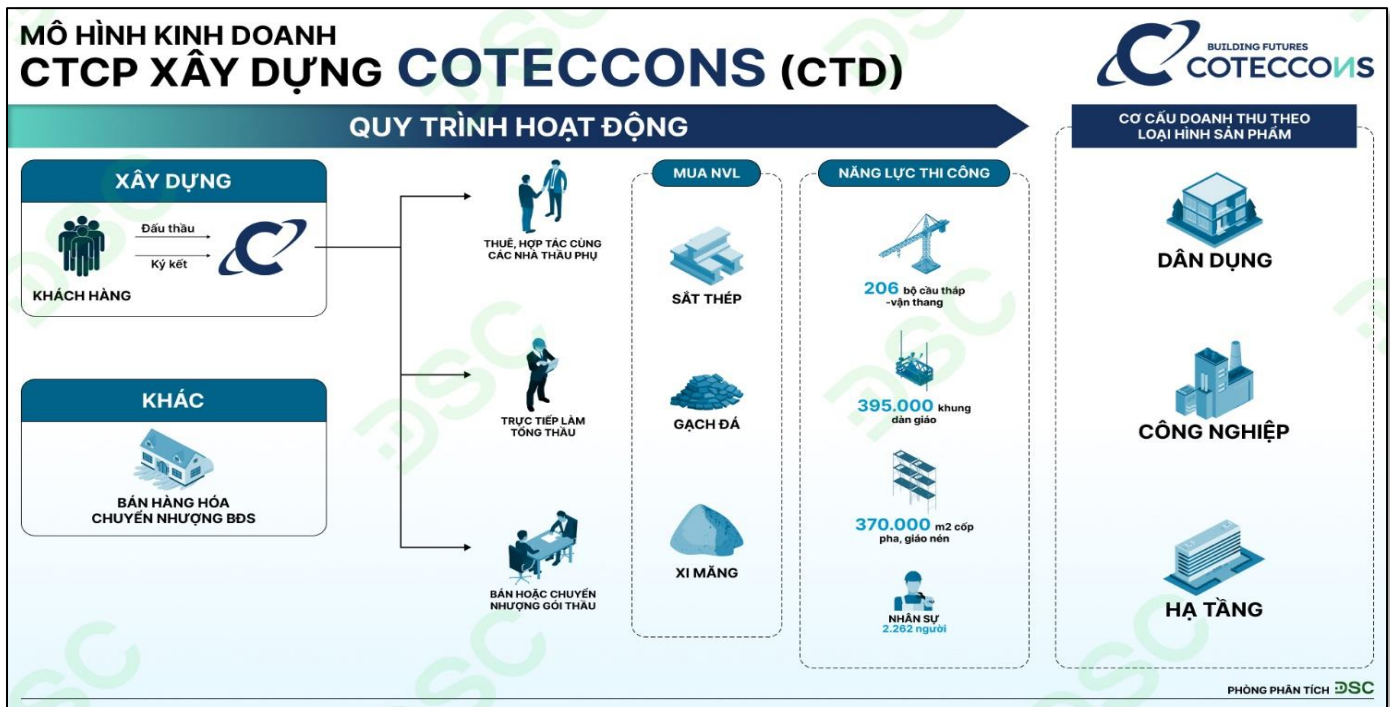
Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



\*Lịch sử khuyến nghị là giá mục tiêu của cổ phiếu được xác định bởi báo cáo gần nhất ở thời điểm đó

MÔ HÌNH KINH DOANH



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

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

## Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>THEO DÕI</b>	Giá mục tiêu CHÉNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
<b>BÁN</b>	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>CHỐT LỜI</b>	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

### Nguyễn Quốc Văn

Chuyên viên Phân tích  
van.nq@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎️ (024) 3880 3456

✉️ info@dsc.com.vn