



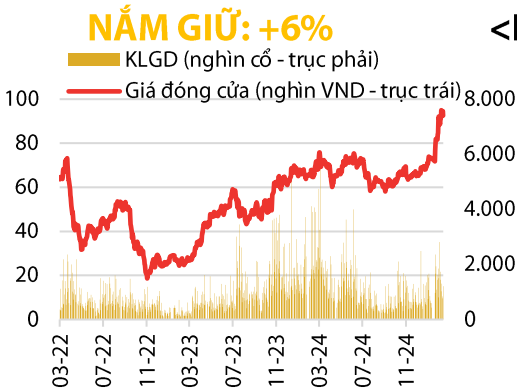
CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (CTD: HSX)

*Nâng giá mục tiêu trước triển vọng
tươi sáng*

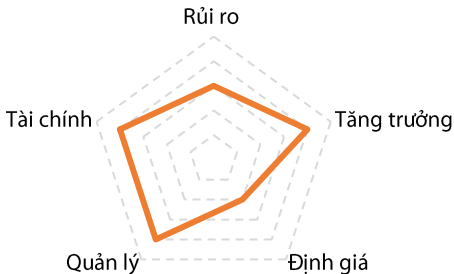
Nguyễn Minh Hiếu – hieu1.nm@vdsc.com.vn

FLASHNOTE | Tư Vấn Cá Nhân
(27/02/2025)





<HT: 92.600> <GMT: 98.100>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NHĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

TÀI CHÍNH

Xây dựng	Doanh thu (tỷ đồng)	21.045	25.658	28.485
9.443	LNST (tỷ đồng)	299	496	631
100	ROA (%)	1,3%	2,0%	2,3%
1.472	ROE (%)	3,5%	5,5%	6,5%
101,7	EPS (đồng)	707	4.772	6.069
0,0	GTSS (đồng)	104.923	82.798	87.570
59,0-95,0	Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	0
	P/E (x)	117,5	132,3	19,6
	P/B (x)	1,13	1,07	1,20

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD Q2/2025 tiếp tục khởi sắc khi doanh thu tăng trưởng mạnh và không còn trích lập dự phòng

- KQKD Q2/2025 theo năm tài chính mới (hay Q4/2024 năm tài chính cũ) của CTD tích cực với doanh thu đạt 6.886 tỷ đồng (+21,7% svck, +44,7% QoQ) mức cao nhất trong 20 quý qua và bám sát kế hoạch của năm. Biên lợi nhuận gộp giảm còn 2,9%, mức thấp nhất trong 4 quý qua nhưng do không còn trích lập dự phòng giúp LNST của công ty vẫn tăng trưởng mạnh, +51,1% svck. Trong đó, quy mô việc làm (backlog) tăng cao với giá trị đạt trên 16.800 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm là cơ sở của đà tăng trưởng doanh thu.

Khối lượng việc làm ngày càng tăng nhờ tận dụng tốt tập khách hàng hiện hữu và kết quả khả quan bước đầu ở mảng cơ sở hạ tầng

- Nhờ tận dụng tốt tập khách hàng hiện hữu và có thêm khách hàng cũ quay trở lại sau quá trình tái cơ cấu như Masteries, cũng như thế mạnh từ triển khai các dự án FDI. Chúng tôi đánh giá triển vọng việc làm của CTD là sáng trong những năm tới, khi thị trường BĐS đang được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong thời gian tới đây. Ngoài ra, với định hướng mới từ mở rộng sang thi công các dự án cơ sở hạ tầng, CTD cũng sẽ hưởng lợi từ kế hoạch giải ngân đầu tư công lớn trong thời gian tới, khi công ty đã có kinh nghiệm thi công các dự án đường xá và dự án thành phần của sân bay Long Thành.

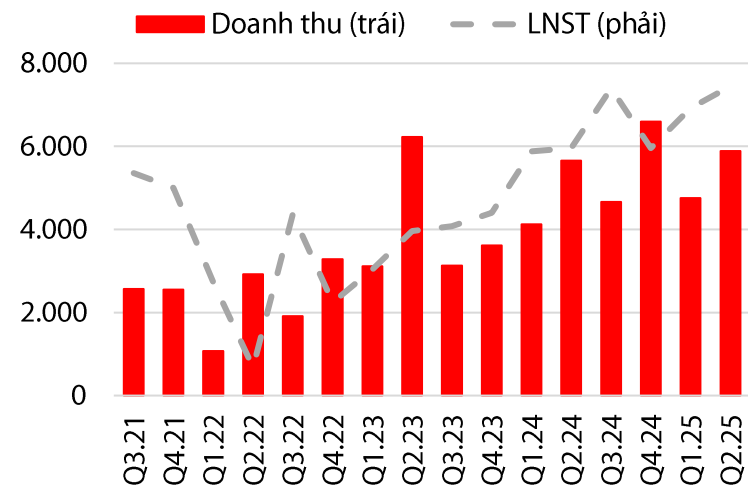
Tiếp tục điều chỉnh tăng lợi nhuận từ triển vọng việc làm và hoàn thành vượt kế hoạch hoàn nhập dự phòng

- Chúng tôi tiếp tục điều chỉnh doanh thu và LNST của CTD lần lượt là 25.658/28.485 tỷ đồng và 496/631 tỷ đồng trong năm tài chính mới 2025F/2026F tăng 3,0%/10,5% về doanh thu và 10,5%/12,5% về lợi nhuận so với dự báo trước đây (dự báo cũ doanh thu và LNST lần lượt là 24.905/25.780 tỷ đồng và 449/561 tỷ đồng), trong đó ở năm 2026F chúng tôi kỳ vọng công ty có thể ghi nhận 106 tỷ đồng thu nhập khác từ bán dự án BĐS Ngọc Lục Bảo 68.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

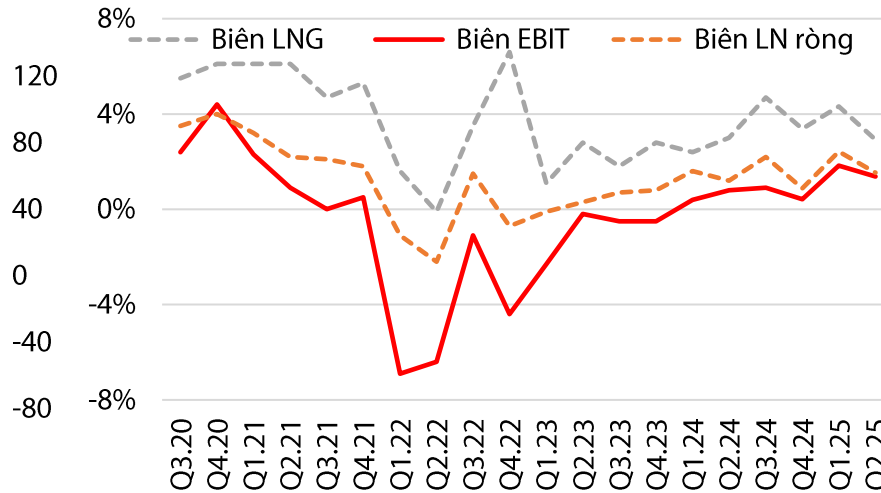
- Rủi ro cần lưu ý đối với cổ phiếu CTD là (1) ngành BĐS khó khăn kéo dài làm giảm khối lượng việc làm trong tương lai (2) công nợ phải thu tăng cao ảnh hưởng đến dòng tiền và (3) giá vật tư xây dựng tăng cao làm giảm biên lợi nhuận.

Hình 1: Doanh thu và LNST của CTD (tỷ đồng)



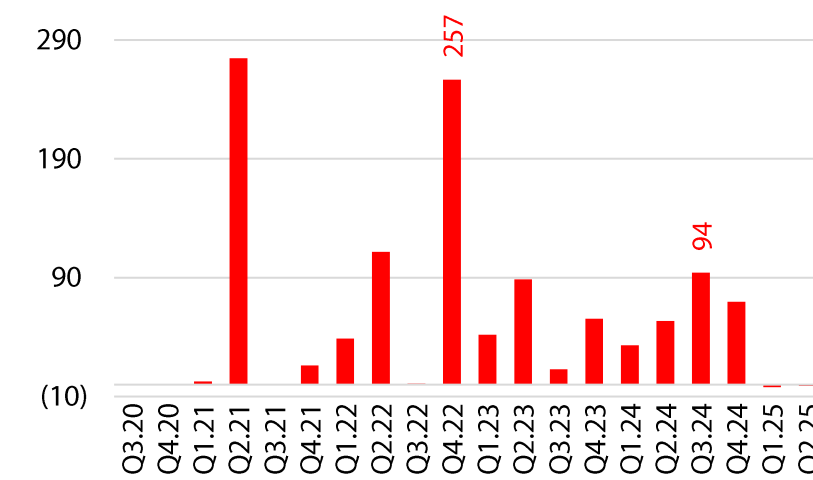
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên lợi nhuận của CTD



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Chi phí dự phòng khoản phải thu (tỷ đồng)



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Điểm nhấn tích cực từ doanh thu tăng trưởng và không trích lập dự phòng

- KQKD Q2/2025 (hay Q4/2024 theo năm tài chính cũ) của Cotecons giữ vững đà tăng trưởng khả quan, với mức doanh thu cao nhất trong 20 quý qua, đạt 6.886 tỷ đồng (+21,7% svck, +44,7% QoQ) và hoàn thành 46,6% kế hoạch năm. Công ty cũng duy trì tốc độ ký mới hợp đồng ấn tượng, với giá trị 16.800 tỷ đồng trong nửa đầu năm. Kết quả này đạt 69% ước tính cả năm là 24.420 tỷ đồng và bằng 76% so với mức 22.000 tỷ đồng cả năm trước. Hiện backlog của CTD đạt gần 35.000 tỷ đồng là yếu tố giúp đảm bảo tăng trưởng doanh thu trong các năm tới. Ngoài ra, tỷ lệ trong doanh số các dự án của “khách hàng cũ - Repeat Sale” trên tổng số dự án trúng thầu đang là ~70% và chủ yếu với các đối tác lớn như Vingroup, Sun Group, Ecopark đã cho thấy năng lực đấu thầu và mối quan hệ bền vững của CTD với nhóm khách hàng cũ.
- Tuy nhiên, điểm chưa tốt trong KQKD của CTD là biên lợi nhuận gộp, Q2/2025 giảm còn 2,9% (so với 4,3% ở Q1/2025 và 3,0% cùng kỳ năm trước). Tuy nhiên, nhờ không còn phải trích lập dự phòng, mà thay vào đó hoàn nhập 1,1 tỷ đồng (so với mức trích lập 53,6 tỷ đồng cùng kỳ), điều này đã hỗ trợ tích cực lên biên EBIT của công ty, trong đó đây là quý CTD ghi nhận EBIT có giá trị cao nhất trong 18 quý qua, đạt 84,5 tỷ đồng.
- Trong buổi họp ĐHCĐ mới đây, BLĐ công ty chia sẻ quan điểm rằng, dự kiến CTD sẽ không phải trích lập dự phòng trong năm tài chính mới 2025 và đồng thời sẽ hoàn nhập khoảng 100 tỷ đồng nợ xấu đã trích lập trong khoảng thời gian trước đó (6 tháng đầu năm đã hoàn nhập 3,3 tỷ đồng). Như vậy, ngoài những tín hiệu tích cực ở hoạt động kinh doanh thì việc áp lực trích lập nợ xấu giảm hoặc có thể không còn sẽ là yếu tố thúc đẩy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của CTD trong ít nhất 2 quý tới.

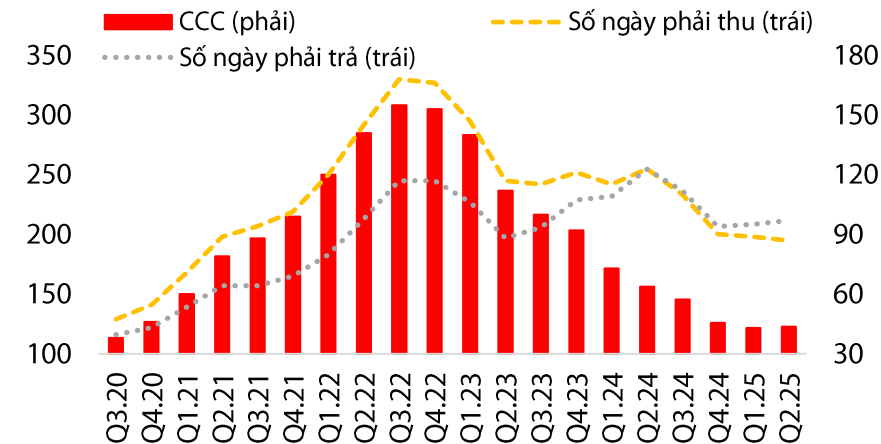
Chất lượng công nợ cùng các chỉ số vòng quay hiệu quả hoạt động tiếp tục cải thiện

- Trong quý, nợ vay của CTD tăng thêm 340 tỷ đồng so với quý trước, đưa tổng nợ lên 2.652 tỷ đồng (+1.500 tỷ đồng svck). Trong đó, phần lớn khoản vay có kỳ hạn ngắn, phục vụ nhu cầu vốn lưu động của công ty con mới được M&A. Ngoài ra, quy mô phải thu, vòng quay vốn lưu động cho tới tốc độ gia tăng nợ xấu đều có những tín hiệu cải thiện. Nợ xấu giảm còn 2.033 tỷ đồng so với 2.162 tỷ đồng của quý trước, đồng thời giá trị nợ xấu chưa trích lập cũng giảm còn 681 tỷ đồng (so với 809 tỷ đồng quý trước). Điều này giúp giảm áp lực tài chính, đồng thời tạo cơ sở để hoàn nhập 100 tỷ đồng nợ xấu trong năm 2025 (đã hoàn nhập 3,2 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm).

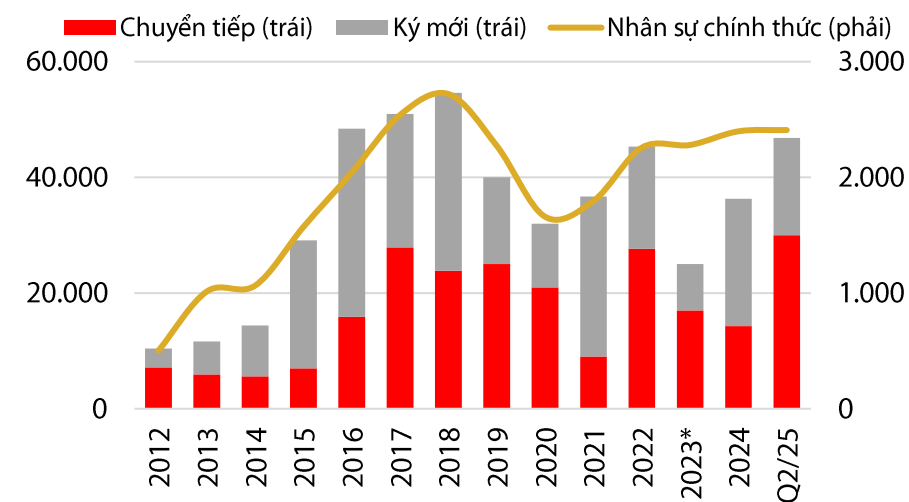
Điểm nhấn từ việc tăng thu nhập và mở rộng quy mô nhân sự

- Sự phục hồi ở doanh thu của CTD trong hơn 2 năm qua có gắn liền với sự gia tăng của lực lượng lao động** khi khối lượng và triển vọng việc làm được cải thiện. Sau khi hợp nhất 2 công ty con mới M&A trong Q3/2024, số lượng nhân sự của CTD đã tăng 12,1% so với quý trước đó lên 2.182 người. Đến hết Q2/2025 quy mô nhân sự của CTD tiếp tục tăng 2,1% so với trước lên 2.409 người, khi khối lượng việc làm tiếp tục tăng cao.
- Trong khi diễn biến ngành các doanh nghiệp xây dựng từ 2020 đến nay có điểm chung là đều cắt giảm nhân sự và hạ lương thưởng, khi việc làm khan hiếm cùng biên lợi nhuận mỏng. Tuy nhiên, ở CTD đã cho thấy sự khác biệt so với phần còn lại của ngành khi kết thúc năm tài chính 2024 (hay Q2/2024 với các công ty khác) CTD gần như là công ty đầu tiên có chính sách tăng lương trên diện rộng (phần lớn công nhân được tăng từ 5 -15%) và thưởng KPI vượt tiến độ xây dựng.
- Chúng tôi cho rằng, việc duy trì chính sách thận trọng trong đánh giá dự phòng các khoản nợ tổn động trong những năm qua để có được tài chính vững chắc, việc bối cảnh thị trường BĐS đang bước đầu có những tín hiệu khởi sắc, giúp CTD có thể tự tin mở rộng quy mô nhân sự, đón đầu khối lượng việc làm đang ngày càng tăng lên. Hơn nữa, có thể cho rằng việc tự tin tăng phúc lợi cho đội ngũ nhân sự lại một lần nữa cho thấy triển vọng kinh doanh cùng nền tảng tài chính của CTD ở thời điểm hiện tại đang rất vững chắc.

Hình 4: Hệ số vòng quay của CTD



Hình 5: Giá trị backlog và nguồn nhân sự của CTD (tỷ đồng)



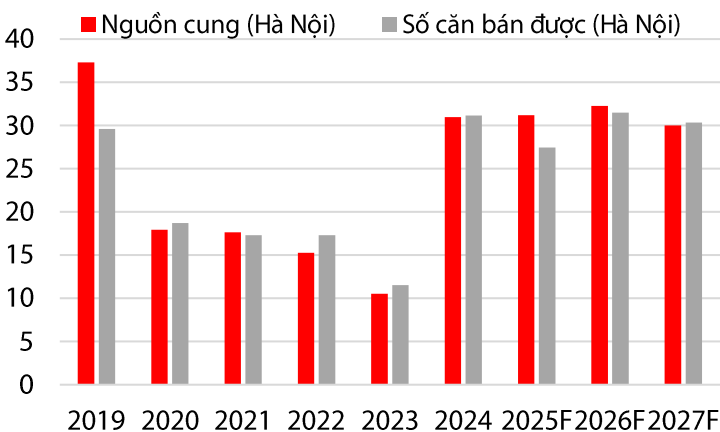
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

* từ năm 2023 trở đi là năm tài chính mới và riêng số liệu 2023 tính trong 6 tháng cuối năm

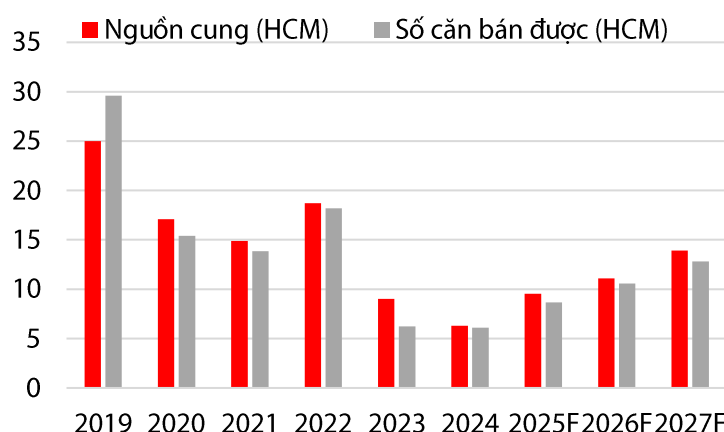
Sự phục hồi sẽ tiếp tục diễn ra ở thị trường bất động sản (BDS)

- Theo nghiên cứu thị trường mới đây của CBRE đã chỉ ra sự hồi phục trên diện rộng ở thị trường BĐS cả nước, trong đó đi đầu là miền Bắc với số lượng căn hộ mở bán và tỷ lệ hấp thụ hồi phục rõ ràng ở thị trường Hà Nội. Trong 2 năm tới, tổ chức này kỳ vọng thị trường phía Nam sẽ ghi nhận đà phục hồi mạnh nhờ một số dự án được ngở vướng pháp lý sau quãng thời gian dài ngủ đông. Trong đó, riêng ở TP. Hồ Chí Minh, CBRE kỳ vọng số căn hộ mở bán mới năm 2025 sẽ tăng gần gấp đôi so với năm 2024. Ngoài ra, thị trường Hà Nội cũng được kỳ vọng sẽ tiếp tục ổn định trong hai năm tới (Hình 6).
- Bên cạnh đó, số liệu vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài gần đây cũng cho thấy những lạc quan nhất định của NĐT nước ngoài về triển vọng ngành BĐS trong nước, trong năm 2024 giá trị FDI đăng ký vào ngành BĐS ghi nhận giá trị cao nhất kể từ năm 2018 đến nay khi đạt 6,31 tỷ USD (Hình 7).
- Hơn nữa, khi nhìn lại quá khứ như năm 2014-2015 và 2017-2018 đây cũng là giai đoạn các NĐT nước ngoài đăng ký lượng lớn FDI vào ngành BĐS, thì thị trường BĐS **ngay sau đó đã có nhiều diễn biến tích cực (minh họa tại thị trường TP. HCM - Hình 8).**

Hình 6: Số lượng căn hộ mở bán mới và tiêu thụ tại Hà Nội và Tp.HCM (nghìn căn)

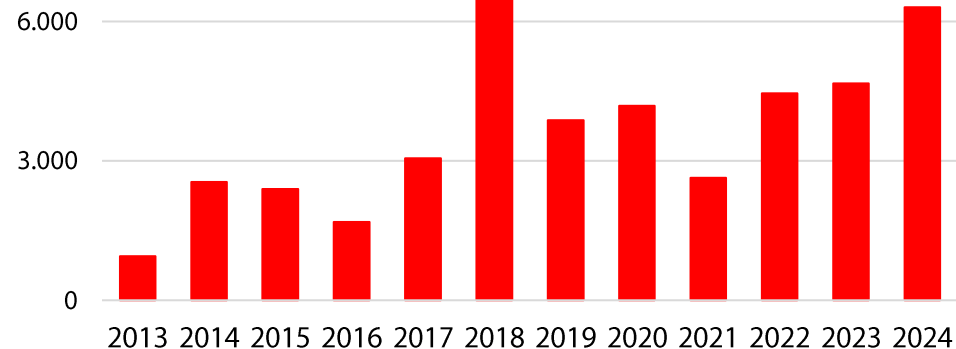


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt



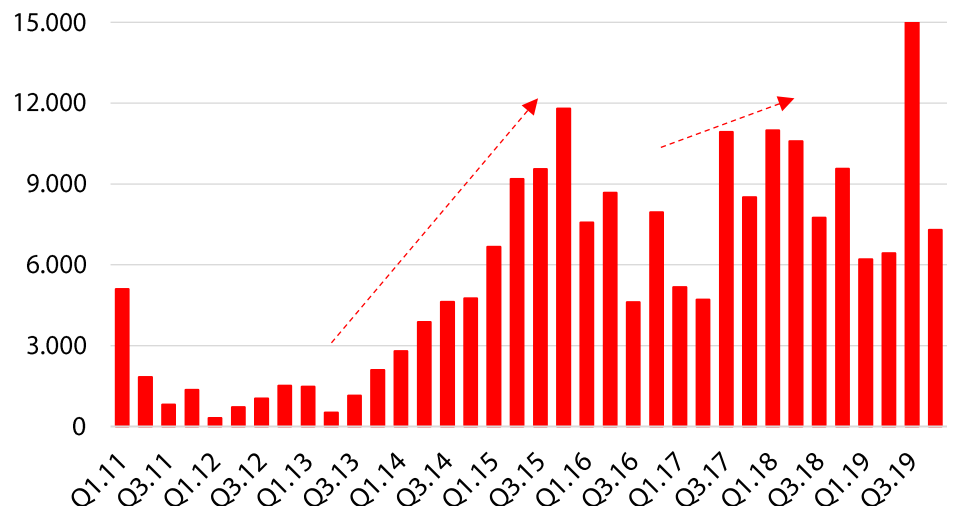
Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Hình 7: FDI đăng ký vào ngành BĐS (tr. USD)



Nguồn: Bộ KHĐT, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Số căn hộ mở bán tại TP. HCM (căn)



Nguồn: Savills, CTCK Rồng Việt

Tiếp tục điều chỉnh dự báo KQKD sau kết quả đạt được ở 6 tháng đầu năm tài chính mới

- Với kết quả đạt được trong nửa đầu năm tài chính mới 2025, CTD có nhiều khả năng hoàn thành vượt dự phóng kế hoạch kinh doanh đã đưa ra trước đó (quy mô doanh thu hơn 25.000 tỷ đồng và quy mô lợi nhuận là 430 tỷ đồng) nhờ khối lượng hợp đồng ký mới và giá trị hoàn nhập dự phòng nợ xấu đã trích lập vượt kỳ vọng.
- Từ khối lượng hợp đồng ký mới đạt 16.800 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm với nhiều dự án tới từ các đối tác lớn là Vingroup, SunGroup hay Ecopark và đạt 68,8% dự phóng cả năm trước đây của chúng tôi. Với việc định hướng tham gia vào các dự án cơ sở hạ tầng ở khu vực công (sân bay, trường học và cầu đường) và tiếp tục mở rộng tìm kiếm các dự án của các chủ đầu tư lớn, là nhóm khách hàng cũ quay trở lại như Masterise, MİK Group. Chúng tôi kỳ vọng, khối lượng hợp đồng sẽ còn tăng lên trong thời gian tới đây nhờ trúng thêm các dự án của các chủ đầu tư lớn này, đặc biệt là các dự án của Masteries và các dự án của khu vực công như sân bay Long Thành, Gia Bình, Phú Quốc mở rộng và trường học...
- Chúng tôi tiếp tục điều chỉnh dự phóng mới cho KQKD của CTD sau diễn biến tích cực hơn ở thời gian qua. Trong dự phóng mới, chúng tôi nâng giá trị hợp đồng ký mới của CTD lên 26.400/30.360 tỷ đồng cho năm tài chính 2025F/2026F từ 24.420/27.350 tỷ đồng trước đó. Ngoài ra, chi phí dự phòng cũng được điều chỉnh từ trích lập 50/50 tỷ đồng trong 2025F/2026F sang hoàn nhập 110/20 tỷ đồng. Điều này thể hiện đúng với thống báo mới đây của doanh nghiệp về hoàn nhập vượt kế hoạch đặt ra (năm 2025 CTD đặt kế hoạch hoàn nhập 100 tỷ đồng nợ xấu đã trích lập).
- Do đó, chúng tôi tiếp tục điều chỉnh doanh thu và LNST của CTD lần lượt là 25.658/28.485 tỷ đồng và 496/631 tỷ đồng trong năm tài chính mới 2025F/2026F (dự báo cũ doanh thu và LNST lần lượt là 24.905/25.780 tỷ đồng và 449/561 tỷ đồng), trong đó ở năm 2026F chúng tôi kỳ vọng công ty có thể ghi nhận 106 tỷ đồng thu nhập khác từ bán dự án BĐS Ngọc Lục Bảo 68.

Bảng 1: Dự phóng KQKD của CTD (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F
Doanh thu	21.045	25.658	28.485
svck	30,80%	21,92%	11,02%
Giá trị backlog mới	22.000	26.400	30.360
svck		20,00%	15,00%
Lợi nhuận gộp	713	973	1.122
svck	97,18%	36,56%	15,33%
Biên LNG	3,39%	3,79%	3,94%
Chi phí hoạt động	-580	-454	-578
svck	21,12%	-21,64%	27,22%
% Doanh thu	2,76%	1,77%	2,03%
Chi phí dự phòng	-251	110	20
EBIT	133	519	544
Biên EBIT	0,63%	2,02%	1,91%
LNST cổ đông cty mẹ	310	496	631
svck	358,14%	60,28%	27,17%

Nguồn: CTD, CTCK Rong Viet

Quan điểm và định giá

Chúng tôi đánh giá CTD có tiềm năng tăng trưởng tốt hơn trong những năm tới khi thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ phục hồi rõ ràng hơn và với việc tham gia các dự án cơ sở hạ tầng giúp công ty có thêm nguồn việc mới từ mảng kinh doanh mới này. Với việc liên tiếp trúng thầu nhiều dự án của các chủ đầu tư là các khách hàng quen thuộc như SunGroup, Vingroup, CapitaLand, Ecopark... và gần đây là Masteries, cũng như các dự án cơ sở hạ tầng ở Vũng Tàu, sân bay Long Thành, sân bay Gia Bình... Chúng tôi tiếp tục có những góc nhìn khả quan hơn cho CTD trong thời gian tới khi thị trường BĐS hồi phục và việc đẩy nhanh giải ngân đầu tư công của chính phủ.

Sau khi điều chỉnh KQKD, chúng tôi tiếp tục nâng giá mục tiêu (phương pháp FCFF) của Cotecons lên **98.100 đồng/cp** sau khi điều chỉnh tăng phóng lợi nhuận từ việc nhận thấy sự tích cực hơn của CTD ở các giá trị hợp đồng ký mới. Các giả định như sau:

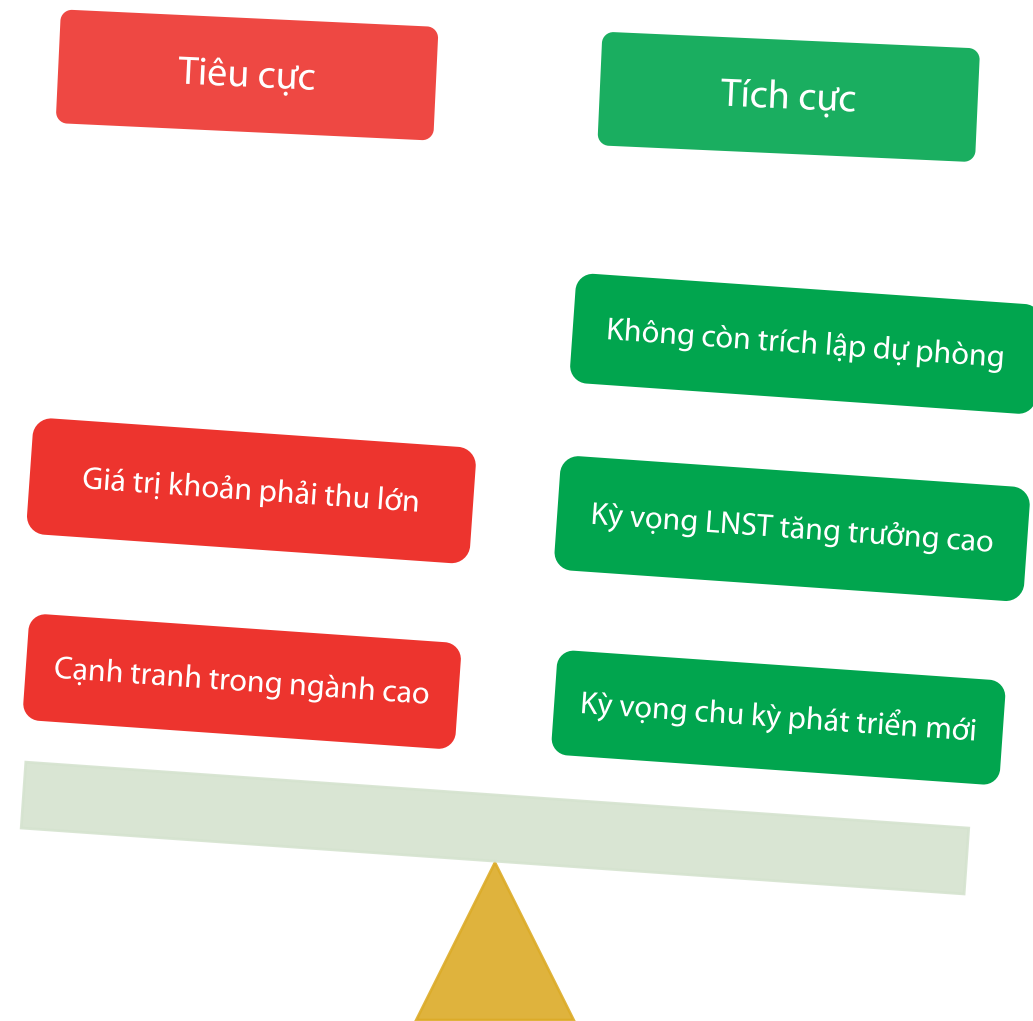
- Chi phí vốn bình quân WACC là 12,8%
- Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,5% và
- Exit EV/EBITDA là 10,3 lần.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro vĩ mô. Mặt bằng lãi suất và tỷ giá cao cùng chính sách thắt chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS kéo dài sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu phát triển dự án mới và nhu cầu mua nhà của người dân.

Rủi ro giá vật liệu xây dựng tăng cao. Giá vật xây dựng tăng cao sẽ làm giảm biên LNG của CTD

Phát sinh dự phòng khoản phải thu. Giá trị khoản phải thu nếu còn phát sinh ngoài kế hoạch sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền cũng như lợi nhuận của doanh nghiệp.



MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

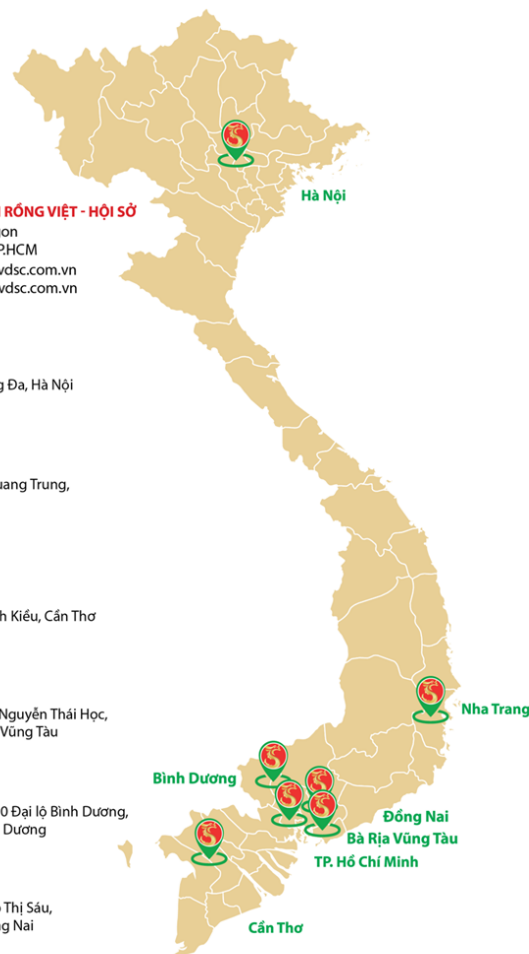
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Nguyễn Đại Hiệp

Giám đốc

hiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1331)

Nguyễn Huy Phương

Trưởng phòng cao cấp

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Nguyễn Minh Hiếu

Trưởng phòng

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (2226)

Đoàn Hoàng Gia Bảo

Chuyên viên

bao.dhg@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Trần Trung Hiếu

Chuyên viên

hieu1.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Nguyễn Trần Gia Hưng

Chuyên viên

hung.ntg@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006