

Vài nét về doanh nghiệp

CTD hoạt động trong lĩnh vực thi công, xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp và cơ sở hạ tầng. CTD đã khẳng định vị thế vững vàng khi tham gia những dự án lớn, phức tạp và đạt được hiệu quả cao như: Landmark 81, nhà máy Vinfast, nhà máy Hòa Phát - Dung Quất.

MUA

Giá mục tiêu	76.017 VND
Tiềm năng tăng giá	17%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xây lắp
Thị giá (21/10/2024)	65.000
Biến động 1 năm	49.500 – 77.000
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	1,384
Vốn hóa (Tỷ đồng)	6.495
P/E TTM	21,14
P/B TTM	0,77

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
CTD	5%	-11%	28%
VNindex	2%	1%	16%

Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang

pvtrang@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

HỒI PHỤC MẠNH MẼ MẶT BẰNG LỢI NHUẬN

ĐÁNH GIÁ: MUA

Trong giai đoạn 2025-2027, bên cạnh sự tăng trưởng mạnh mẽ của doanh thu được củng cố bởi khối lượng backlog duy trì tại mức cao, biên lợi nhuận của CTD kỳ vọng sẽ được nới rộng nhờ gia tăng tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp và giảm áp lực trích lập dự phòng.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTD với mức định giá hợp lý là **76.017 VND/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng xây dựng dân dụng: những tín hiệu phục hồi đầu tiên từ thị trường BĐS

Trong giai đoạn 2025 – 2026, VCBS đánh giá nguồn việc và KQKD mảng xây dựng dân dụng của CTD sẽ ghi nhận sự phục hồi tích cực nhờ (1) nguồn cung nhà ở sẽ tiếp tục duy trì xu hướng tăng, (2) Chính phủ đã có những động thái rõ ràng và tương đối quyết liệt trong việc đẩy nhanh quá trình phê duyệt pháp lý các dự án.

Mảng xây lắp công nghiệp & hạ tầng: động lực tăng trưởng quan trọng cho khối lượng backlog

Vị thế vững vàng trong mảng xây dựng công nghiệp là động lực đem lại khối lượng backlog ở mức cao (khoảng 25.000 – 30.000 tỷ đồng) cho CTD trong giai đoạn 2025-2027 nhờ: (1) Tiềm năng thu hút FDI tại Việt Nam còn lớn, (2) CTD sở hữu kinh nghiệm quan trọng và uy tín tốt sau khi thi công thành công các dự án lớn, đòi hỏi khắc khe về kỹ thuật và tiến độ xây dựng, (3) Việc tiên phong áp dụng mô hình quản trị theo các tiêu chí ESG giúp gia tăng khả năng trúng thầu.

Tiềm năng mở rộng biên lợi nhuận

VCBS kỳ vọng biên lợi nhuận của CTD sẽ tiếp tục được cải thiện trong giai đoạn 2025-2027 nhờ gia tăng tỷ trọng đóng góp từ các gói thầu xây dựng công nghiệp và giảm áp lực trích lập chi phí dự phòng phải thu.

Chỉ tiêu tài chính (năm tài chính)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	16.089	21.045	24.291	25.733
+/- yoy (%)		31%	15%	7%
Lợi nhuận thuần	67	309	401	496
TS LN gộp (%)	2,2%	3,4%	4,1%	4,4%
TS LN thuần (%)	0,42%	1,5%	1,7%	1,9%
EPS - TTM (đồng)	680	3.320	3.870	4.784

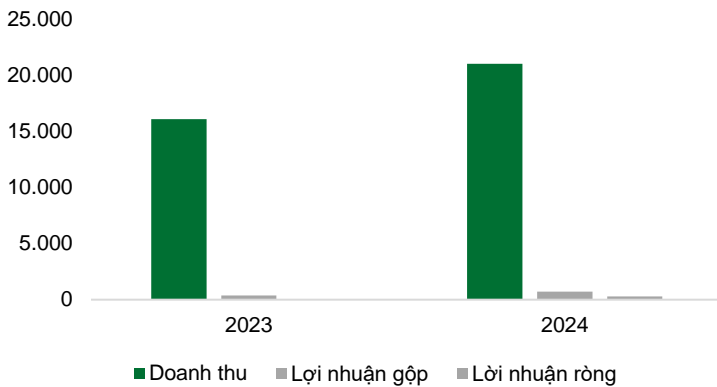
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH

Năm 2024 (CTD sử dụng năm tài chính bắt đầu từ tháng 07 hàng năm), doanh thu và lợi nhuận sau thuế của CTD đạt lần lượt 21.045 tỷ đồng (31% yoy) và 309 tỷ đồng (491% yoy), hoàn thành lần lượt 104% và 102% kế hoạch năm. Biên lợi nhuận gộp năm 2024 cải thiện đáng kể so với cùng kỳ nhờ: (1) các hợp đồng ký kết trong giai đoạn 2021-2022 với giá thấp đã dần hoàn thiện, trong khi những hợp đồng xây dựng công nghiệp mới có biên lợi nhuận cao hơn (2) Mặt bằng giá nguyên vật liệu xây dựng có dấu hiệu ổn định.

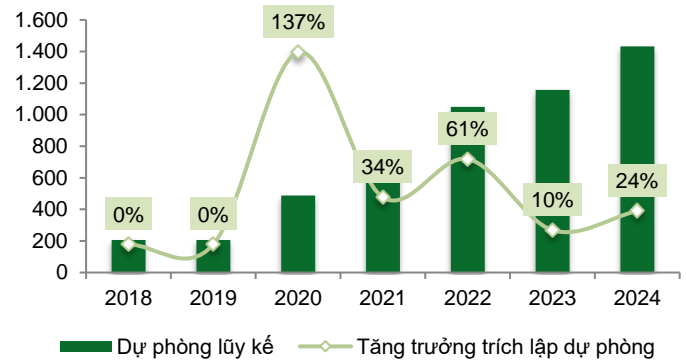
Trong Q1/2025, doanh thu của CTD ước đạt 4.708 tỷ đồng (+15% yoy). Doanh số ký mới đạt khoảng 8.559 tỷ đồng, trong đó gần 69% đến từ hoạt động repeat sale (kí hợp đồng mới với các khách hàng quen thuộc và có uy tín tốt). Giá trị mà Coteccons đang tham gia đấu thầu đạt khoảng 16.900 tỷ đồng.

Doanh thu Q1/2025 tăng trưởng tích cực nhờ giá trị backlog cải thiện trong năm 2024, đến từ các dự án xây dựng công nghiệp lớn như: Nhà máy Lego, nhà máy Suntory Pepsico, nhà máy Pandora. Tỷ lệ repeat sale trong cơ cấu doanh thu ký mới cao, qua đó hạn chế rủi ro trích lập nợ xấu trong năm 2025.

Hình 1: KQKD của CTD (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Chi phí dự phòng nợ xấu của CTD trong 2018-2024 (đv: tỷ đồng)



Nguồn: CTD, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

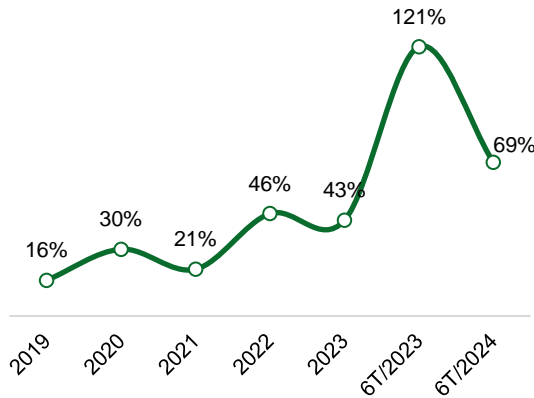
Mảng xây dựng dân dụng: những tín hiệu phục hồi đầu tiên từ thị trường BĐS

Trong nhiều năm qua, mảng xây dựng dân dụng là lĩnh vực cốt lõi và chiếm tỷ trọng chính trong khối lượng backlog của CTD. Mặc dù chịu ảnh hưởng đáng kể từ sự chững lại của thị trường BĐS và nguồn cung hạn chế, lượng backlog mảng xây dựng dân dụng trong năm 2024 vẫn được duy trì nhất định thông qua chiến lược “repeat sale”, bao gồm các dự án lớn như: The Solar Park, The Solar Park Lancaster Nam Ô, khu đô thị biển NovaWorld...

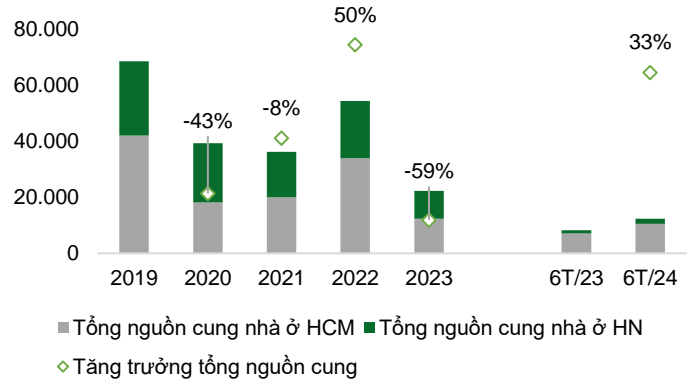
Trong giai đoạn 2025 – 2026, VCBS đánh giá nguồn việc và KQKD mảng xây dựng dân dụng của CTD sẽ ghi nhận sự phục hồi tích cực xét đến:

- Từ nửa đầu năm 2024, nguồn cung nhà ở đã ghi nhận sự cải thiện nhất định, tập trung chủ yếu tại các đô thị lớn như Hà Nội & TP.HCM. Dự kiến trong giai đoạn 12-18 tháng tới, nguồn cung nhà ở sẽ tiếp tục duy trì xu hướng tăng, đến từ các dự án có sẵn, đã hoàn thành cơ bản việc xây dựng và được phê duyệt pháp lý.
- Chính phủ đã có những động thái rõ ràng và tương đối quyết liệt trong việc đẩy nhanh quá trình phê duyệt pháp lý các dự án (bao gồm việc áp dụng sớm các Bộ Luật mới), kỳ vọng hỗ trợ tích cực hoạt động phát triển dự án và nguồn cung nhà ở mới.

Hình 3: Tỷ lệ hấp thụ căn hộ



Hình 4: Nguồn cung nhà ở tại Hà Nội và TP.HCM 2019 - 6T/2024

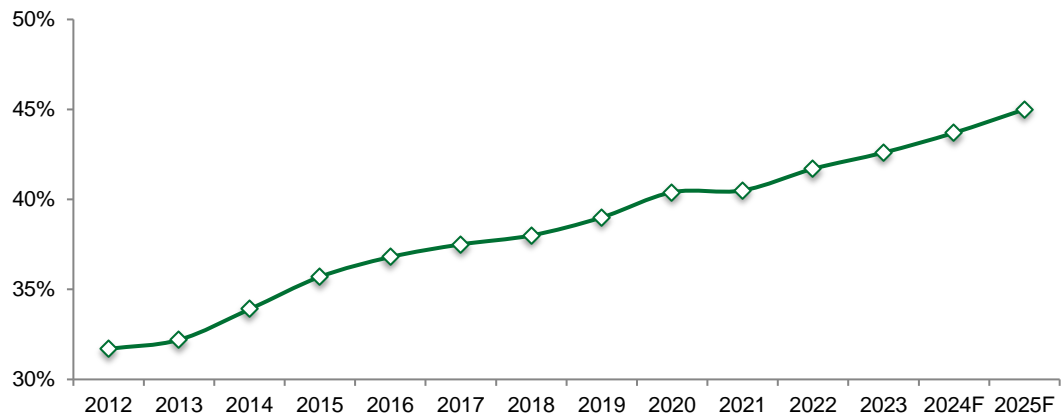


Nguồn: CBRE, Bộ Xây dựng, VCBS tổng hợp

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng lĩnh vực xây dựng dân dụng vẫn sẽ là mảng kinh doanh quan trọng của CTD và sở hữu tiềm năng tăng trưởng, xét đến:

- Việc triển khai áp dụng Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi áp dụng từ ngày 1/8/2024 giúp cung cấp một khung pháp lý rõ ràng và kỳ vọng khơi thông quá trình phê duyệt dự án.
- Khu vực vùng ven đô thị lớn (Hà Nội & TP.HCM) còn nhiều dư địa phát triển các KĐT tích hợp quy mô lớn xét đến: (1) Nhu cầu an cư bứt thiết của người dân, trong khi quỹ đất trung tâm hạn chế và giá thành bị đẩy lên cao, theo đó thúc đẩy xu hướng dịch chuyển sang vùng ven và các tỉnh thành vệ tinh, (2) Hạ tầng giao thông hoàn thiện khiến việc di chuyển đến khu vực trung tâm dễ dàng hơn.
- Tỷ lệ đô thị hóa còn thấp: Năm 2023, tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam là 42% - khá thấp so với các nước trong khu vực và mục tiêu của Bộ Xây Dựng (tỷ lệ đô thị hóa cả nước năm 2025 đạt tối thiểu là 45%). Do đó, dư địa để phát triển mới các dự án BĐS còn rất lớn.

Hình 5: Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam



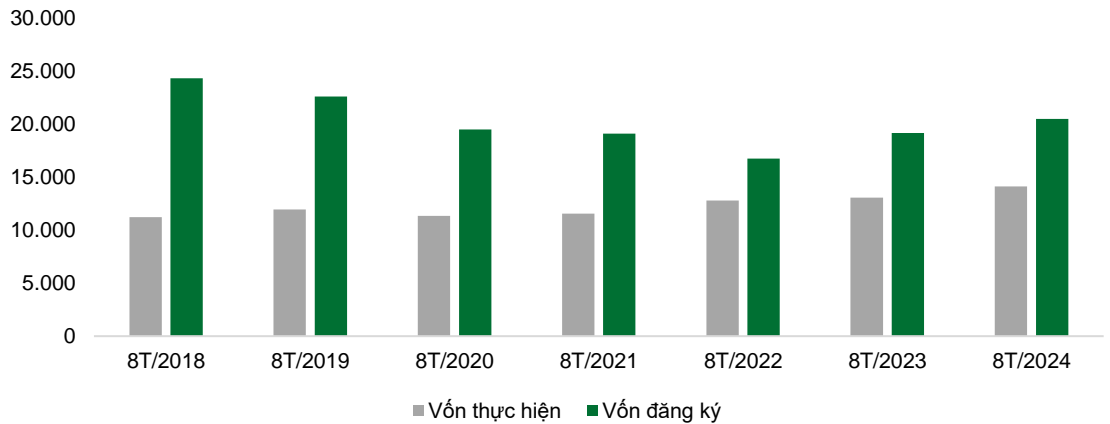
Nguồn: VCBS tổng hợp

Mảng xây lắp công nghiệp & hạ tầng: động lực tăng trưởng quan trọng cho khối lượng backlog

Tính đến cuối tháng 8 năm 2024, vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng tích cực với giá trị FDI thực hiện đạt 14.150 tỷ đồng (+8% yoy), qua đó thúc đẩy nhu cầu xây dựng công nghiệp. Trong giai đoạn 2025-

2027, CTD dự kiến sẽ ghi nhận phần lớn doanh thu từ các gói thầu lớn khởi công trong năm 2024 như: nhà máy Suntory Pepsico, nhà máy Pandora, dự án Logos Yên Phong IIA.

Hình 6: Vốn FDI lũy kế 8T/2018 - 8T/2024

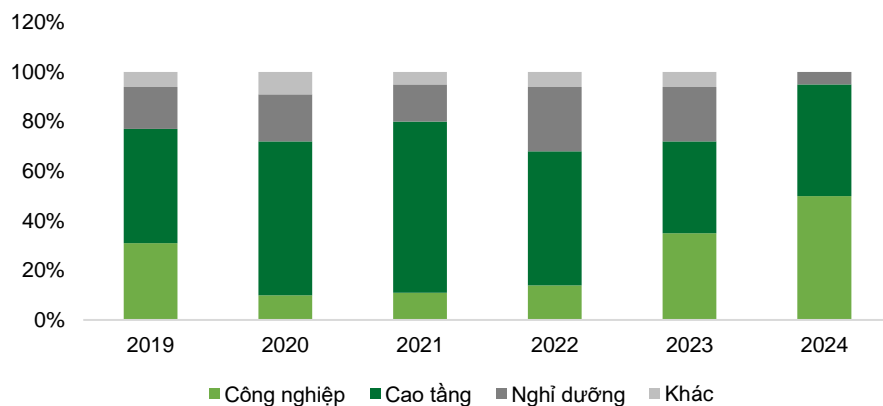


Nguồn: GSO

Nhờ đẩy mạnh tham gia các gói thầu xây dựng công nghiệp trọng điểm trong 2 – 3 năm vừa qua, CTD hiện đã thiết lập một vị thế khá vững vàng trên thị trường. Đây là động lực quan trọng giúp CTD duy trì khối lượng backlog ở mức cao (khoảng 25.000 – 30.000 tỷ) trong giai đoạn 2025-2027 nhờ:

- Tiềm năng thu hút FDI tại Việt Nam còn lớn xét đến: (1) xu hướng dịch chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang các quốc gia lân cận, (2) lợi thế từ chi phí xây dựng tương đối cạnh tranh so với các quốc gia trong khu vực, (3) sự ổn định về địa chính trị.
- Việc trúng thầu và thi công thành công các dự án lớn, đòi hỏi khắc khe về kĩ thuật và tiến độ xây dựng (Như nhà máy Lego – VSIP III Bình Dương) mang về cho CTD kinh nghiệm quan trọng và uy tín lớn khi tham gia đấu thầu các dự án mới.
- Việc tiên phong áp dụng mô hình quản trị theo các tiêu chí ESG vào các dự án lớn như: nhà máy Lego & nhà máy Vinfast, và cam kết giảm phát thải carbon đáp ứng được những tiêu chuẩn khắt khe của các doanh nghiệp nước ngoài (đặc biệt các doanh nghiệp phương Tây), giúp gia tăng khả năng trúng thầu.

Hình 7: Tỷ trọng backlog CTD 2019 - 2023



Nguồn: CTD, VCBS tổng hợp

Bên cạnh lĩnh vực xây lắp công nghiệp, trong dài hạn mảng xây dựng hạ tầng được xác định là một trong các trụ cột kinh doanh mà CTD muốn phát triển. Trong năm 2024, CTD đã thầu tóm thành công Sinh Nam Metal và

UG M&E, tạo tiền đề thâm nhập sâu hơn vào lĩnh vực xây dựng hạ tầng do hai doanh nghiệp này đã có kinh nghiệm thi công các dự án trong lĩnh vực này trước đó.

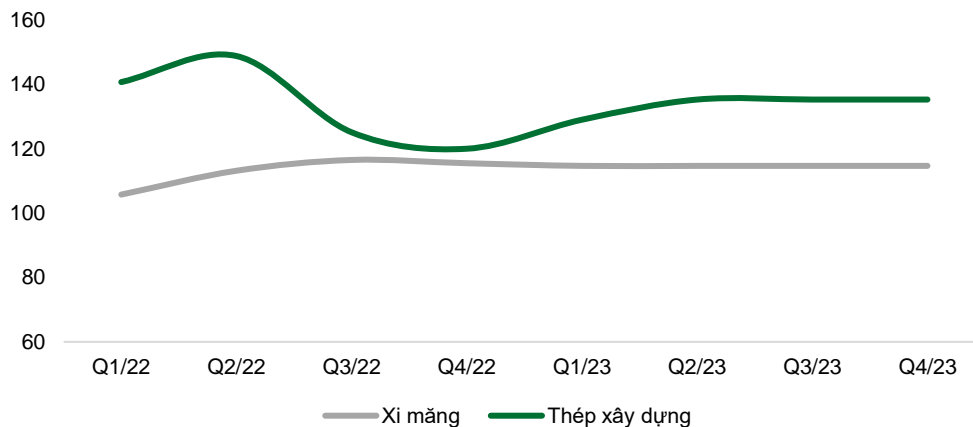
Việc mở rộng đa dạng lĩnh vực giúp làm giảm tính chu kỳ, đem lại sự ổn định cho hoạt động kinh doanh của CTD. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ cần thêm thời gian để tích lũy kinh nghiệm và nâng cao năng lực cạnh tranh, xét đến việc đặc điểm về phạm vi, quy mô và nguyên vật liệu mảng xây dựng hạ tầng tương đối khác so với xây dựng dân dụng và công nghiệp.

Tiềm năng mở rộng biên lợi nhuận

Giai đoạn 2021-2023, các nhà thầu xây dựng (trong đó có CTD) ghi nhận mức biên lợi nhuận sụt giảm đáng kể do:

- Nguồn việc hạn chế trong giai đoạn thị trường BĐS trầm lắng, do đó các doanh nghiệp phải sử dụng chiến lược cạnh tranh về giá, khiến mặt bằng giá bị đẩy xuống thấp.
- Một số vật liệu xây dựng quan trọng tăng giá mạnh, trong khi nhà thầu không thể đẩy hết áp lực tăng giá đầu vào trong đơn giá hợp đồng xây lắp.

Hình 8: Chỉ số giá VLXD (Năm cơ sở: 2020)

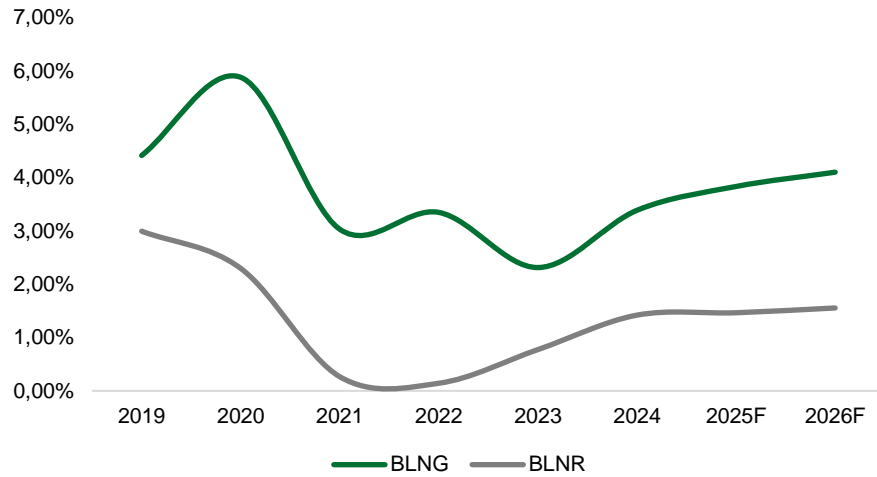


Nguồn: Bộ Xây dựng

Tuy vậy, mặt bằng biên lợi nhuận của CTD đã bắt đầu ghi nhận xu hướng hồi phục từ giữa năm tài chính 2024. Sang đến giai đoạn 2025-2027, VCBS kỳ vọng biên lợi nhuận của CTD sẽ tiếp tục được cải thiện xét đến:

- CTD dần hoàn thành ghi nhận phần doanh thu và lợi nhuận tương ứng cho các gói thầu thực hiện từ giai đoạn 2021-2022 (có đơn giá thầu khá thấp và chưa phản ánh mặt bằng giá vật liệu mới).
- Gia tăng tỷ trọng đóng góp từ các gói thầu xây dựng công nghiệp, vốn có biên lợi nhuận cao hơn mảng xây dựng dân dụng do các chủ đầu tư FDI thường quan tâm nhiều về năng lực và tiến độ của nhà thầu hơn là đặt nặng yếu tố về giá.
- Áp lực trích lập chi phí dự phòng phải thu giảm bớt trong giai đoạn tới nhờ: (1) lượng backlog mảng xây dựng dân dụng năm 2024 chủ yếu đến từ hình thức repeat sale, do đó các chủ đầu tư dự án đều là đối tác quen thuộc, uy tín lớn và giảm khả năng phát sinh nợ xấu, (2) tiến độ thu tiền và chính sách xử lý công nợ tại các dự án ký mới trong giai đoạn 2023-2025 được doanh nghiệp siết chặt. Dự kiến trong năm 2025 CTD có thể thu hồi 100 tỷ đồng từ các khoản trích lập nợ xấu.

Hình 9: Biên lợi nhuận CTD 2019-2026F



Nguồn: CTD, VCBS

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của CTD năm 2025 đạt lần lượt **24.291 tỷ đồng (+11% yoy)** và **401 tỷ đồng (+20% yoy)**, tương ứng với EPS là **3.870 đồng/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu CTD dựa trên một số phương pháp:

Chiết khấu dòng tiền

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
FCFF	169	120	402	427	900
Tổng giá trị doanh nghiệp					6.526
Cộng: Tiền mặt					3.039
Trừ: Vay nợ ròng					1.540
Giá trị VCSH					8.025
Số lượng CPLH (tr.cp)					103,6
Định giá (VND)					77.455

Định giá tương đối

	P/B
HBC	1,11
CII	0,79
VCG	1,45

PHC	0,45
LCG	0,82
Trung vị	0,82
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	90.710
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	74.382

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu CTD là **76.017 đồng/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp chiết khấu dòng tiền	74.985
Phương pháp định giá tương đối	77.455
Kết hợp 2 phương pháp	76.017

ĐÁNH GIÁ

Trong giai đoạn 2025-2027, bên cạnh sự tăng trưởng mạnh mẽ của doanh thu được củng cố bởi khối lượng backlog duy trì tại mức cao, biên lợi nhuận của CTD kỳ vọng sẽ được nới rộng nhờ gia tăng tỷ trọng mảng xây dựng công nghiệp và giảm áp lực trích lập dự phòng.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của CTD năm 2025 đạt lần lượt **24.291 tỷ đồng (+11% yoy)** và **401 tỷ đồng (+20% yoy)**, tương ứng với EPS là **3.870 đồng/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Văn Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>