

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD)

XÂY DỰNG

Giá hiện tại	VND65.800
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND66.000/ 24.419
Giá mục tiêu	VND79.300
Giá mục tiêu cũ	+44,4%
Giá mục tiêu vs Consensus	20,5%
Tỷ suất cổ tức	0 %
Tiềm năng tăng giá	20,5%

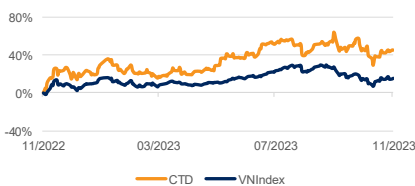
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	266,8
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	3,7
Sở hữu NN (tr USD)	11,3
SLCP lưu hành (tr)	99,2
SLCP pha loãng (tr)	99,2

	CTD	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	47,0	30,1	13,7
P/B hiện tại	0,8	1,4	1,7
ROA	0,4%	1,3%	2,0%
ROE	0,8%	6,0%	11,7%

*số liệu ngày 25/12/2023

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá (%)	1T	3T	12T
CTD	-1,2	-27,1	156,8
VNIIndex	-1,0	-7,5	7,9

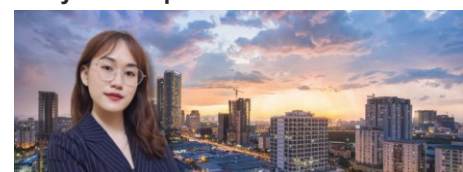
Cơ cấu sở hữu

Kustoshem	17,6%
Công ty TNHH Đầu tư Thành Công	14,2%
The 8th	10,5%
Cổ đông khác	57,7%

Tổng quan doanh nghiệp

Coteccons là nhà thầu xây dựng hàng đầu tại thị trường nội địa trong các lĩnh vực dân dụng và công nghiệp. CTD đã chứng minh năng lực và uy tín thông qua hơn 400 dự án trải khắp Việt Nam và các nước láng giềng (Lào, Campuchia, Myanmar). Là nhà thầu tiên phong áp dụng mô hình quản lý theo tiêu chuẩn ESG, CTD nhắm đến nhu cầu từ dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam dồi dào trong dài hạn.

Chuyên viên phân tích:



Phan Thanh Huyền

huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng mới

Khả quan

- Báo cần đầu với khuyến nghị Khả quan và tiềm năng tăng giá 20,5% tới giá mục tiêu là 79.300 đồng/CP.
- Coteccons là nhà thầu xây dựng hàng đầu tại thị trường nội địa trong các lĩnh vực dân dụng và công nghiệp.
- Mức P/B 0,8 lần hiện tại cao hơn mức trung bình 3 năm (0,6 lần) và 5 năm (0,7 lần) của CTD, nhưng thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành (trung bình 1,7 lần trong 3 năm; 1,5 lần trong 5 năm).

Điểm nhấn tài chính

- CTD là doanh nghiệp xây dựng niêm yết duy nhất có tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH âm (-0,35 lần vào cuối T9/23) và có tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản (0,06 lần tại cuối T9/23) cũng rất thấp so với các doanh nghiệp xây dựng khác.
- Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng ký mới sẽ tăng 13,6% CAGR trong năm tài chính 2023-26, giúp cho doanh thu giai đoạn này tăng 15,3% CAGR.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng 20,2% CAGR trong các năm tài chính 2023-26.

Luận điểm đầu tư

Hậu tái cấu trúc, ban lãnh đạo mới đã cho thấy chiến lược kinh doanh hiệu quả

Sau cuộc tái cấu trúc, CTD ghi nhận giá trị hợp đồng ký mới tăng mạnh 153,4% svck đạt 25.000 tỷ đồng tại cuối năm 2021, cho thấy sự hiệu quả của các chiến lược kinh doanh mới. Khi nhu cầu xây dựng dân dụng sụt giảm do thị trường bất động sản bước vào giai đoạn khó khăn kể từ Q3/22, CTD bù đắp bằng việc trúng các gói thầu xây dựng nhà máy cho doanh nghiệp FDI lớn như Tập đoàn LEGO và Foxconn.

Uy tín đối với các doanh nghiệp FDI sẽ thúc đẩy mảng xây dựng công nghiệp

Bên cạnh việc năng lực thi công dự án công nghiệp được nâng cấp đáng kể sau khi thực hiện các dự án có yêu cầu cao cho các chủ đầu tư FDI, mối quan hệ và sự tin nhiệm của các chủ đầu tư sẽ tạo ra lợi thế để CTD trúng thêm nhiều gói thầu trong thời gian tiếp theo. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng công nghiệp sẽ tăng trưởng 13,2% CAGR trong giai đoạn năm tài chính 2023-26.

CTD đang bồi đắp lợi thế trong việc xây nhà máy xanh

Khi Việt Nam đang nỗ lực thực hiện các mục tiêu về môi trường, việc các hoạt động sản xuất chuyển từ giảm thải carbon đến phát thải ròng bằng 0 là xu hướng tất yếu. Trong những năm qua, khi các nhà thầu chuyên xây dựng dân dụng khác cũng đã tích cực tham gia xây dựng công nghiệp, CTD tạo dấu ấn trong ngành với việc tập trung vào mô hình quản trị theo ESG và công nghệ xanh - tính đến cuối tháng 9/23, Coteccons và Unicons đã thực hiện 38 dự án được cấp chứng nhận **LEED** bạc, vàng.

Thành công trong mảng dân dụng nhờ vào mối quan hệ với các chủ đầu tư lớn

Chúng tôi ước tính doanh thu xây dựng dân dụng của CTD sẽ tăng trưởng 17.2% CAGR trong các năm tài chính 2023-26. Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản nhà ở sẽ phục hồi rõ nét hơn trong năm 2024-25, qua đó củng cố nhu cầu xây dựng, nhờ vào: 1) Mặt bằng lãi suất thấp hơn hỗ trợ tâm lý thị trường và tình hình tài chính của chủ đầu tư; và 2) Các luật mới sẽ hỗ trợ hoạt động trên thị trường kể từ năm 2025. Dựa trên mối quan hệ hợp tác lâu năm của CTD với các nhà phát triển bất động sản lớn nội địa, và năng lực đáp ứng yêu cầu của các nhà đầu tư ngoại đã được chứng minh, chúng tôi tin rằng CTD sẽ tiếp tục là một trong những lựa chọn hàng đầu của các chủ đầu tư muốn thực hiện các đại dự án mảng dân dụng.

Tổng quan tài chính	T6/22	T6/23	T6/24	T6/25
Doanh thu (tỷ đồng)	9.152,1	16.088,1	17.894,4	21.085,6
Tăng trưởng DT (% svck)	-24,7%	75,8%	11,2%	17,8%
Biên LN gộp (%)	3,3%	2,2%	2,4%	2,2%
Biên EBITDA (%)	-1,7%	0,5%	2,8%	2,7%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	(70,0)	67,6	339,1	413,7
Tăng trưởng LN ròng (% svck)	N/A	N/A	401,8%	22,0%
Nợ vay ròng/VCSH (lần)	0,0	(0,1)	(0,1)	(0,4)
P/B (lần)	0,6	0,6	0,7	0,71
P/E (lần)	N/A	72,3	18,9	15,5
EV/EBITDA (lần)	N/A	25,9	8,8	4,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan ngành: Các xu thế trong ngành xây dựng

Hoạt động xây dựng công nghiệp sôi động trên con đường Việt Nam trở thành một trung tâm sản xuất toàn cầu

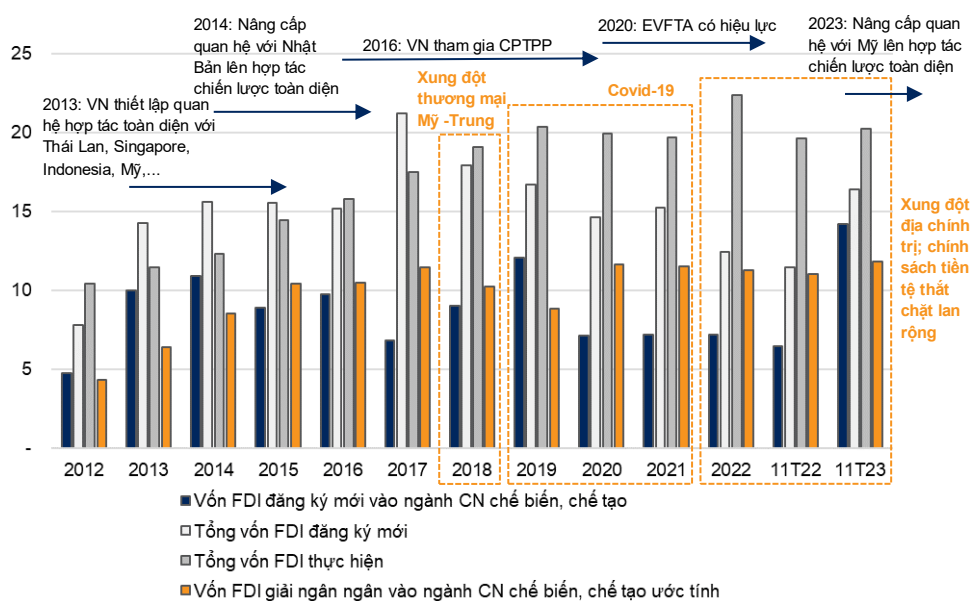
Dòng vốn FDI dồi dào chảy vào Việt Nam mở ra cơ hội cho các nhà thầu với năng lực thi công nổi trội

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đã trở thành một nhân tố quan trọng đóng góp cho tăng trưởng kinh tế của Việt Nam thông qua việc chuyển giao công nghệ và thúc đẩy giao thương quốc tế, với mức tăng trưởng kép của dòng vốn FDI giải ngân đạt 7,9% trong giai đoạn 2012-22.

Xuyên suốt giai đoạn 2012-22, lượng vốn thực hiện duy trì đà tăng trưởng mặc dù vốn đăng ký biến động dưới các ảnh hưởng từ tình hình vĩ mô (hình 1). Vốn đăng ký FDI chậm lại vào các năm 2020-22 với áp lực đến từ việc nền kinh tế toàn cầu yếu đi khi trải qua đại dịch Covid-19, xung đột địa chính trị và làn sóng thắt chặt chính sách tiền tệ của các NHTW để kiềm chế lạm phát. Tuy nhiên, vốn giải ngân tiếp tục cho thấy sự ổn định, chỉ giảm 2,0%/1,2% svck trong các năm 2020/21 và đã tăng 13,5% svck vào năm 2022, cho thấy môi trường đầu tư tại Việt Nam được đánh giá cao trong mắt các nhà đầu tư ngoại. Trong 11T23, tổng vốn FDI giải ngân đã đạt mức 11 tháng cao nhất kể từ 2019, tăng 2,9% svck đạt 20,3 tỷ đô. Vốn FDI đăng ký mới trong 11T23 đạt 16,4 tỷ đô (+42,4% svck), trong đó vốn FDI đầu tư vào lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo chiếm 87%, đạt 14,3 tỷ đô (tăng mạnh 118,7% svck, mức cao nhất trong vòng 5 năm).

Vốn FDI đầu tư vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo đã trở thành cấu phần lớn nhất trong tổng vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài vào Việt Nam kể từ năm 2010, chiếm khoảng 48%-72% tổng vốn FDI tăng ký mới trong giai đoạn 2018-22 và 87% trong 11T23.

Hình 1: Vốn thực hiện FDI vẫn mạnh mẽ qua các năm dù có các bất ổn trong tình hình vĩ mô thế giới (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn FDI trong các năm tới, trên con đường trở thành một trung tâm sản xuất toàn cầu, nhờ vào các yếu tố:

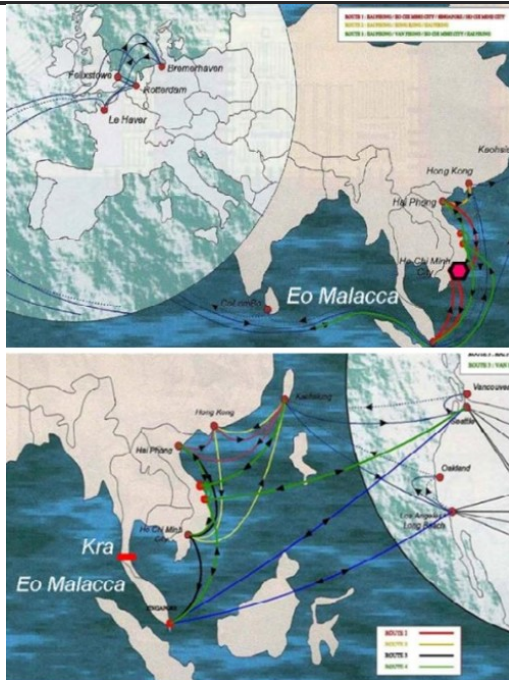
(1) Vị trí địa lý có tính chiến lược và hạ tầng cảng đang phát triển

Việt Nam có lợi thế đường bờ biển dài 3.260km và giáp ranh với Trung Quốc, giúp tạo điều kiện tốt hơn trong việc hội nhập chuỗi cung ứng so với các quốc gia cùng khu vực.

Cùng với sự dịch chuyển hoạt động sản xuất, các doanh nghiệp vận chuyển đã thiết lập những kết nối trực tiếp với Việt Nam. Theo dữ liệu từ MDS Transmodel, Việt Nam số tuyến đường vận tải trực tiếp từ Việt Nam đến Mỹ đã tăng gần gấp đôi từ 13 (năm 2019) lên 23 tuyến tính đến Q3/23. Trong khi đó, số tuyến đường vận tải trực tiếp giữa Mỹ và Trung Quốc từ năm 2019 đến Q3/23 chỉ tăng từ 56 lên 58 tuyến.

Việt Nam đang nỗ lực nâng cấp hạ tầng vận chuyển hàng hóa, tổng lượng hàng hóa thông qua cảng biển đạt tốc độ tăng trưởng kép 8,4% trong giai đoạn 2015-22 (hàng vận chuyển bằng container tăng trưởng 11,9%). Theo Quyết định 1579/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng biển Việt Nam thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050: tổng khối lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển có mục tiêu đạt từ 1.140-1.423 triệu tấn (bao gồm 38-47 triệu TEU hàng hóa đóng container) vào năm 2030, tăng ~ 55% so với công suất năm 2022.

Hình 2: Việt Nam có 32 tuyến vận tải biển, trong đó có 25 tuyến quốc tế và 7 tuyến nội địa



Nguồn: KCN Nam Đình Vũ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: 34 cảng biển Việt Nam theo Quyết định số 804/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ



Nguồn: VPG, VNDIRECT RESEARCH

(2) Việt Nam sở hữu một số lợi thế cạnh tranh để thu hút dòng vốn FDI so với các nước cùng khu vực

Việt Nam có lợi thế cạnh tranh về chi phí nhân công so với các nước láng giềng như Thái Lan, Malaysia hay Trung Quốc; và chi phí năng lượng thấp hơn so với các nước nói chung trong cùng khu vực. Nhằm cải thiện năng suất lao động, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quyết định số 1305/QĐ-TTg “Chương trình quốc gia về tăng năng suất lao động đến năm 2030”, theo đó mục tiêu tăng trưởng năng suất lao động trung bình là hơn 6,5%/năm và riêng ngành chế biến, chế tạo là 6,5%/7%/năm trong giai đoạn 2023-30.

Hình 4: So sánh giữa các doanh nghiệp cùng khu vực (số liệu năm 2022)

	Chi phí nhân công (USD/giờ)	Số lượng lao động sẵn có (triệu người)	Năng suất lao động (nghìn đô/người/năm)	Chi phí xây dựng trung bình (USD/m2)	Giá thuê đất trung bình (USD/m2/chu kỳ thuê)	Chi phí điện (USD/kWh)	Thuế TNDN (%/năm)
Việt Nam	1,53	66,6	7,0	337,5	162,5	0,07	20%
Thái Lan	2,55	50,1	11,5	407,5	152,5	0,14	20%
Indonesia	1,00	183,9	8,3	440,0	215,0	0,07	22%
Philippines	1,35	71,8	8,7	410,0	115,0	0,15	25%
Malaysia	4,34	23,2	24,5	372,5	240,0	0,10	23%
Trung Quốc	5,50	988,5	21,8	N/A	147,5	0,09	26%
Ấn Độ	1,00	940,4	6,3	315,0	85,0	0,12	30%

Nguồn: JLL, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng loạt dự án phát triển hạ tầng giao thông (theo kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2023-25) khi được hoàn thiện sẽ tạo điều kiện cho xu hướng phát triển khu công nghiệp sang các thị trường 2¹, khu vực hiện đang có diện tích đất trống dồi dào, giá thuê đất và thuê lao động hấp dẫn hơn so với thị trường 1.

Hình 5: Chúng tôi nhận thấy nhiều công trình giao thông trọng điểm kết nối TT cấp 1 và TT cấp 2 sẽ được hoàn thành trong 2023-30



Nguồn: CBRE, JLL, CushmanWakefield, VNDIRECT RESEARCH

(3) Quan hệ đối tác chiến lược toàn diện giữa Việt Nam và Mỹ được tăng cường nhằm thúc đẩy sự hợp tác giữa các ngành, trong đó tập trung ưu tiên kinh tế, khoa học và công nghệ, thương mại, điều này sẽ càng củng cố cho xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất sang Việt Nam.

¹ Thị trường 1: TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An; Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên, Hải Dương
Thị trường 2: Bà Rịa – Vũng Tàu, Bình Phước, Bình Thuận, Tây Ninh; Thái Nguyên, Vĩnh Phúc, Bắc Giang, Quảng Ninh, Hà Nam, Thái Bình.

Việt Nam cũng đã nâng cấp quan hệ chặt chẽ hơn với Nhật Bản và Hàn Quốc trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng những kết nối này không chỉ giúp thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam mạnh mẽ hơn, mà còn đem lại cơ hội để các nhà sản xuất Việt Nam mở rộng phạm vi hoạt động nhờ trình độ kỹ thuật và hiệu suất được cải tiến trong các năm tới.

Nhà máy xanh đang là xu hướng khi Việt Nam hướng tới các mục tiêu về môi trường

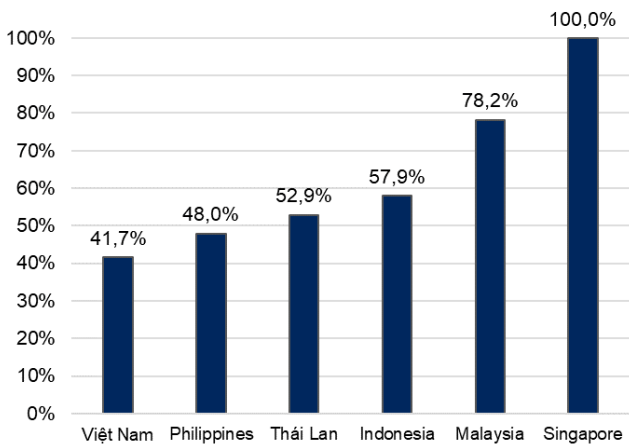
Việt Nam đã cam kết sẽ đưa mức phát thải ròng về 0 (net-zero) vào năm 2050 tại Hội nghị Liên Hợp Quốc về Biến đổi Khí hậu lần 26 vào năm 2021 (COP26) và đã tiếp tục cho thấy những nỗ lực thực hiện cam kết này: đưa ra kế hoạch giảm ít nhất 30% tổng lượng phát thải khí mê-tan vào năm 2030 (so với năm 2020) tại hội nghị COP27; thiết lập mối quan hệ Hợp tác Chiến lược Xanh với Đan Mạch (vào tháng 11/2023) trước thềm COP28.

Khi Việt Nam đang nỗ lực thực hiện các mục tiêu về môi trường, việc các hoạt động sản xuất chuyển từ giảm thải carbon đến phát thải ròng bằng 0 là xu hướng tất yếu. Theo một nghiên cứu của Bộ Xây dựng và IFC, 55% các công trình xanh tại Việt Nam là thuộc lĩnh vực công nghiệp; 56% các dự án được cấp chứng nhận **LEED** là nhà máy và tòa nhà văn phòng được đặt tại các khu công nghiệp, còn 4% là nhà kho. Vào tháng 4/2023, một biên bản ghi nhớ đã được ký về dự án khu công nghiệp net-zero đầu tiên tại Việt Nam, do tập đoàn Gia Định và tập đoàn SEP Cooperative (Hàn Quốc) hợp tác phát triển tại Bình Dương (quy mô 180ha, tổng vốn đầu tư dự kiến 200 triệu đô).

Thị trường xây dựng dân dụng áp ủ nhu cầu lớn trong dài hạn
Đô thị hóa dẫn dắt nhu cầu xây nhà trong dài hạn

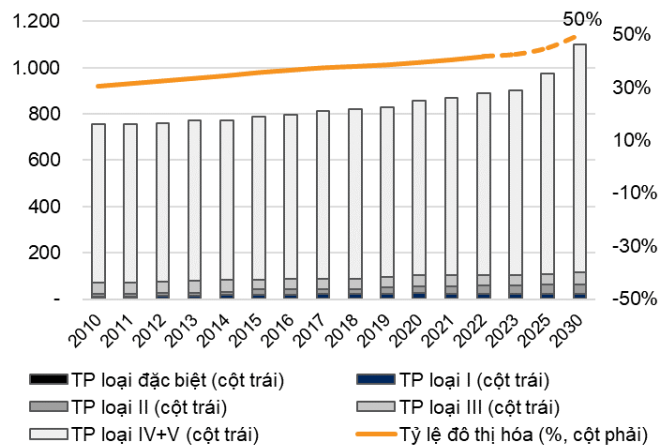
Chúng tôi tin rằng thị trường bất động sản dân dụng vẫn đang mang nhu cầu lớn trong dài hạn theo đà tăng trưởng đô thị hóa của Việt Nam. Tốc độ đô thị hóa ở Việt Nam đã tăng nhanh từ mức 30,5% lên 40% trong năm 2022, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với các nước trong khu vực (hình 6). Bộ Xây dựng đã đặt mục tiêu tỷ lệ đô thị hóa đạt 45% vào năm 2025 và hơn 50% vào năm 2030.

Hình 6: Tỷ lệ đô thị hóa tính đến năm 2022 tại các nước (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Việt Nam kỳ vọng sẽ đạt tỷ lệ đô thị hóa 50% vào năm 2030 (đơn vị: Số thành phố)

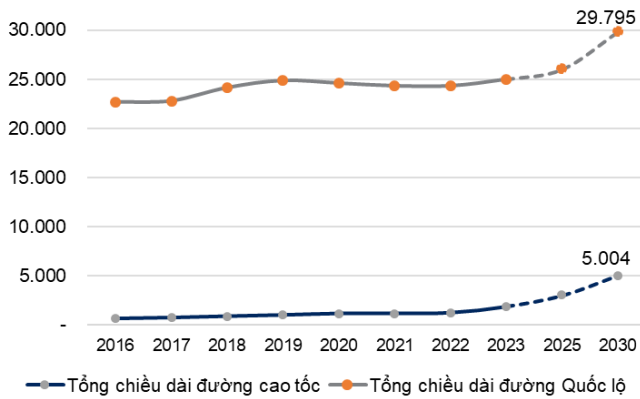


Nguồn: BỘ XÂY DỰNG, VNDIRECT RESEARCH

Việc hạ tầng giao thông được đầu tư nâng cấp cũng sẽ hỗ trợ quá trình đô thị hóa. Theo kế hoạch thực hiện quy hoạch mạng lưới đường bộ thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn năm 2050, Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu đến năm 2030 sẽ hoàn tất 5.004km đường cao tốc (tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2021-30 đạt 17,6%) và 29.795km đường quốc lộ (tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2021-30 đạt 2,3%).

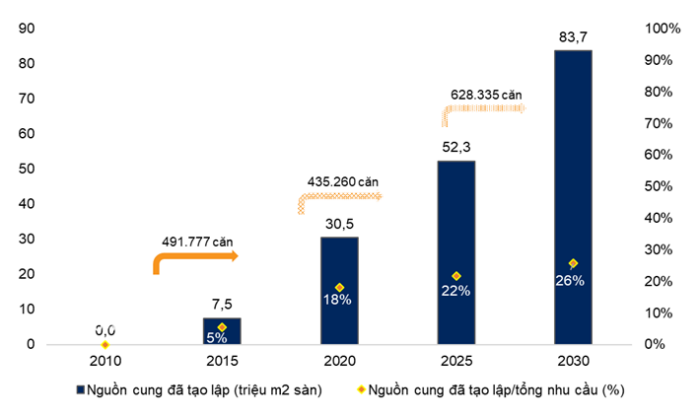
Thêm vào đó, Chính phủ đã cam kết xây ít nhất một triệu căn nhà ở xã hội cho đến năm 2030 để đáp ứng nhu cầu của các hộ gia đình thu nhập trung bình và thấp, qua đó cũng sẽ tăng thêm hợp đồng xây dựng cho các nhà thầu.

Hình 8: Kế hoạch phát triển đường cao tốc và đường quốc lộ của Chính phủ Việt Nam (km)



Nguồn: BỘ XÂY DỰNG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Nguồn cung NOXH dự kiến (triệu m2 sàn) theo dự thảo tại Quyết định số 338



Nguồn: QUYẾT ĐỊNH SỐ 338/QĐ-TTG, VNDIRECT RESEARCH

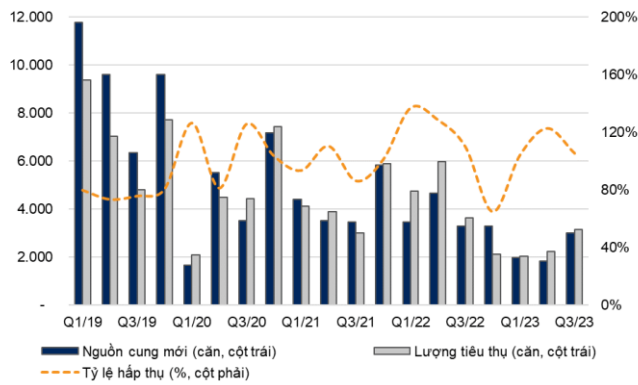
Thị trường bất động sản nhà ở đã đi qua giai đoạn khó khăn nhất

Thị trường bất động sản nhà ở bước vào giai đoạn trầm lắng kể từ nửa cuối năm 2022 sau khi (1) một số lãnh đạo doanh nghiệp bị xử lý do vi phạm pháp luật phát hành trái phiếu doanh nghiệp, (2) tín dụng cho lĩnh vực bất động sản bị thắt chặt, (3) lãi suất cho vay tăng lên làm suy yếu nhu cầu mua nhà. Theo đó, trong nửa cuối năm 2022, thị trường Hà Nội và TP.HCM đã lần lượt chứng kiến nguồn cung căn hộ giảm 18,8%/73,6% svck và số căn bán được giảm 46,4%/27,6% so với 6 tháng đầu năm. Trong 9T23, nguồn cung mới và số căn bán được lần lượt giảm 40,6%/48,2% svck tại thị trường Hà Nội, và giảm 57,2%/67,7% ở TP.HCM.

Tuy nhiên, thị trường đã cho thấy dấu hiệu phục hồi qua các quý:

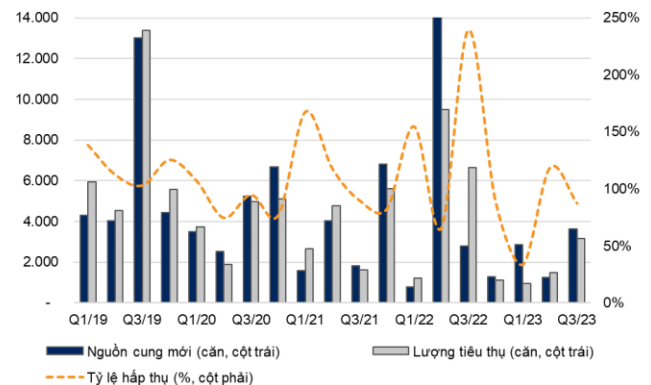
Trong Q3/23, thị trường Hà Nội chứng kiến nguồn cung căn hộ mới tăng 65,0% sv quý trước, trong khi số căn bán được tăng 41,5% sv quý trước và tiếp tục vượt nguồn cung mới trong 3 tháng liên tiếp. Tại thị trường TP.HCM, nguồn cung mới tăng mạnh 189,1% sv quý trước và tăng 30,5% svck; số căn bán được tăng 78,3% sv quý trước. Mức tăng trưởng svck của nguồn cung mới phản ánh kết quả tích cực từ những nỗ lực của chính quyền thành phố trong việc tháo gỡ pháp lý cho các dự án (44 dự án trên tổng số 148 dự án bị vướng mắc pháp lý ở TP.HCM đã được gỡ vướng, tính đến ngày 15/11/2023, theo HOREA).

Hình 10: Hà Nội: Nhu cầu mua nhà vượt nguồn cung mới trong 3 tháng liên tiếp



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: TP.HCM: nguồn cung căn hộ mới tăng mạnh trong Q3/23



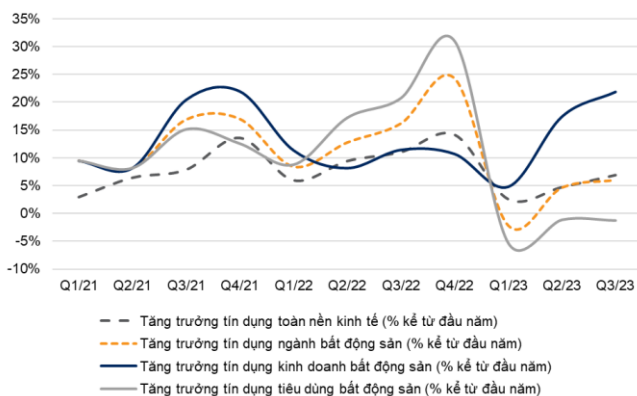
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản nhà ở sẽ phục hồi rõ nét hơn trong năm 2024-25 và thúc đẩy nhu cầu xây dựng, nhờ vào:

(1) Môi trường lãi suất thấp hơn sẽ hỗ trợ tâm lý thị trường và tình hình tài chính của các chủ đầu tư

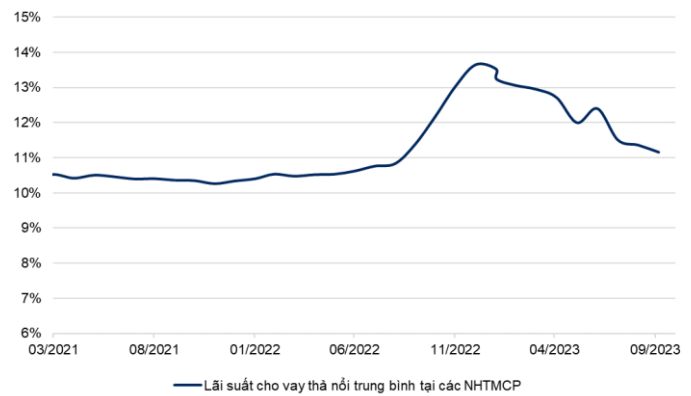
Lãi suất cho vay đã giảm về mức dễ tiếp cận hơn đối với các chủ đầu tư, khi tín dụng kinh doanh bất động sản vào thời điểm cuối tháng 9/2023 đã tăng mạnh 21,9% kể từ đầu năm (đạt gần 990 nghìn tỷ đồng), mức tăng trưởng cao nhất kể từ tháng 12/2021. Tín dụng tiêu dùng bất động sản giảm 1,2% kể từ đầu năm, đạt 1,75 triệu tỷ đồng trong 9T23, phản ánh tâm lý thận trọng vẫn hiện hữu ở phía người mua nhà, tuy nhiên chúng tôi cho rằng nhu cầu sẽ mạnh hơn trong các tháng tới khi mà mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà đã giảm đáng kể từ vùng đỉnh (và đang có tiềm năng tiếp tục giảm sâu hơn nữa) – lãi suất cho vay mua nhà thả nổi trung bình tại các ngân hàng thương mại đang ở quanh mức 11%/năm (từ mức 13-14%/năm vào cuối năm 2022).

Hình 12: Tín dụng kinh doanh bất động sản tăng mạnh trong 9T23



Nguồn: NHNN, TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Lãi suất cho vay mua nhà thả nổi tại các NHTMCP đã giảm đáng kể từ đỉnh



Nguồn: CÁC NHTMCP, VNDIRECT RESEARCH

(2) Các luật mới sẽ hỗ trợ hoạt động trên thị trường kể từ năm 2025

Sau các kỳ họp của Quốc hội khóa XV về dự thảo sửa đổi ba luật có tác động mạnh đối với thị trường bất động sản (bao gồm Luật Đất đai, Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản) trong tháng 6 và tháng 10/2023, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi đã được thông qua trong tháng 11/2023. Do việc thi hành Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản cần có sự đồng bộ với các quy định trong Luật Đất đai sửa đổi, hai luật này dự kiến sẽ có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2025.

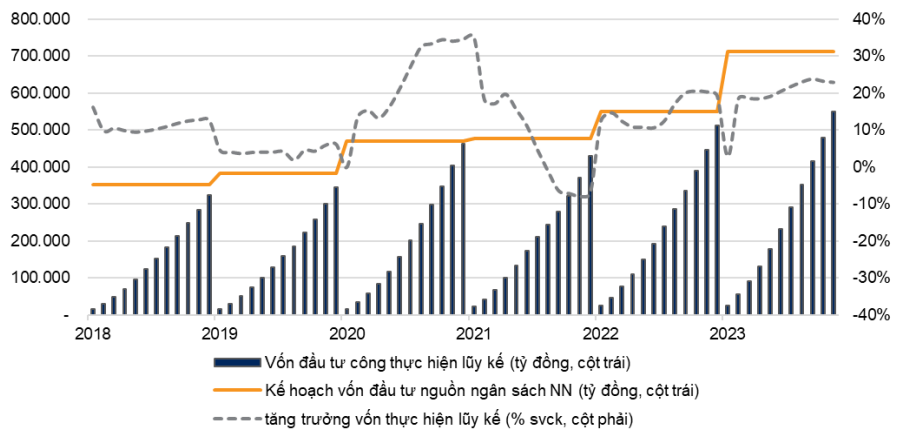
Chúng tôi kỳ vọng Luật Đất đai mới sẽ được thông qua theo đúng kế hoạch và bắt đầu có hiệu lực kể từ năm 2025, từ đó khơi thông nguồn cung dự án mới qua việc giải quyết được các điểm nghẽn pháp lý.

Xây dựng hạ tầng đang được thúc đẩy để hỗ trợ nền kinh tế

Quốc hội đã phê duyệt kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2021-25 là 2.870 tỷ đồng, trong đó tập trung vào phát triển hạ tầng giao thông.

Theo Tổng cục Thống kê, vốn nhà nước thực hiện trong 11T23 đạt 549,1 nghìn tỷ đồng (+22,1% svck), đạt 75% kế hoạch cả năm. Hàng loạt các dự án đường cao tốc lớn (Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột, Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng, Hà Giang – Tuyên Quang) đã hoàn thành việc lựa chọn nhà thầu cho tất cả các dự án thành phần, đây là tiền đề giúp đẩy nhanh tiến độ thực hiện đầu tư công những quý sắp tới. Chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công cả năm 2023 sẽ tăng 25% svck. Chúng tôi ước tính Việt Nam sẽ giải ngân khoảng 1.300 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư công trong giai đoạn 2024-25, qua đó hỗ trợ các hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng.

Hình 14: Giải ngân đầu tư công tăng trưởng tích cực trong năm 2023



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động kinh doanh của CTD: Sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng mới

Tổng quan công ty

Nhà thầu xây dựng dân dụng hàng đầu

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.

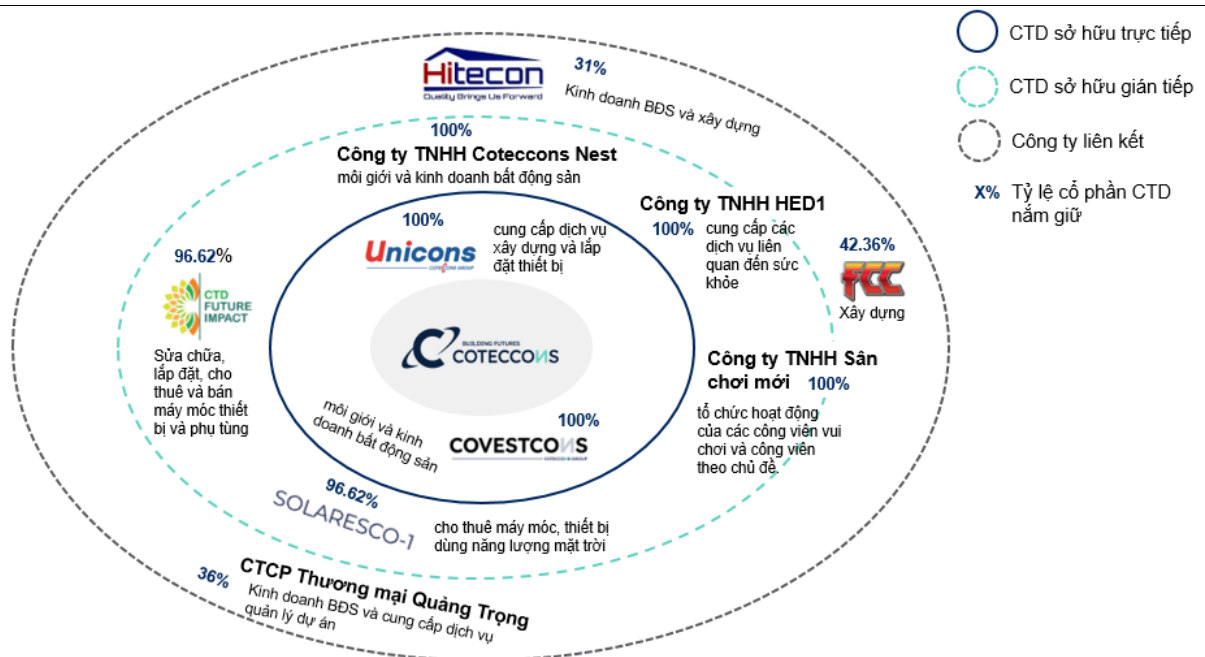
CTD đã chứng minh năng lực và uy tín thông qua hơn 400 dự án trải khắp Việt Nam và các nước láng giềng (Lào, Campuchia, Myanmar). Là doanh nghiệp xây dựng tiên phong tại Việt Nam áp dụng mô hình quản lý theo tiêu chuẩn ESG (môi trường, xã hội, quản trị), CTD nhắm đến các dự án xanh của các chủ đầu tư ngoại trong bối cảnh dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam tiếp tục dồi dào trong dài hạn. *Xem các dự án tiêu biểu của CTD tại [Phụ lục 1](#).*

Hệ sinh thái Coteccons

CTD sở hữu bảy công ty thành viên và có ba công ty liên kết. Xem chi tiết tại hình 15.

Trong đó, CTD sở hữu trực tiếp 2 công ty 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 15: Hệ thống công ty con và công ty liên kết của CTD



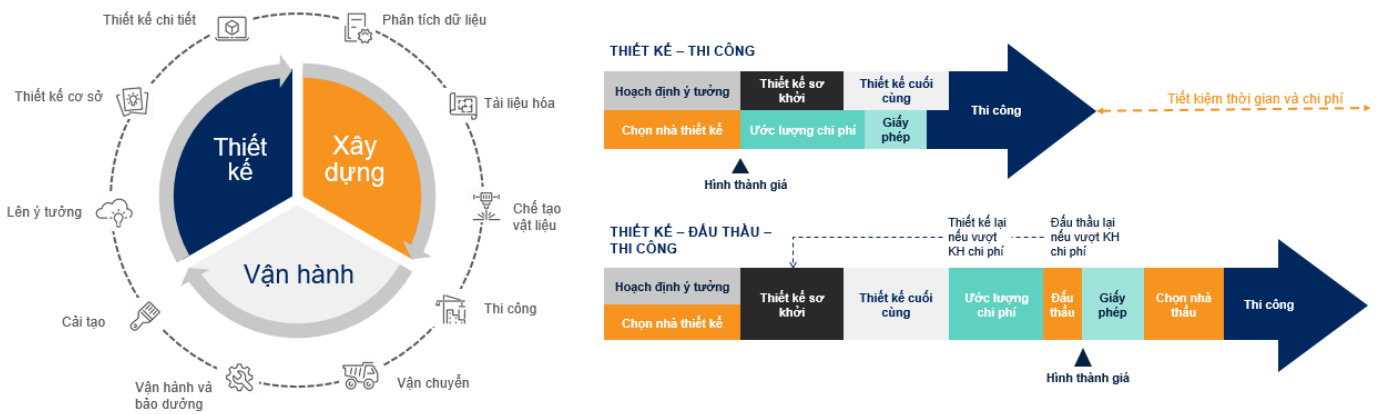
Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Sở hữu thế mạnh trong việc thi công các dự án kết cấu phức tạp

CTD là nhà thầu đầu tiên áp dụng BIM (mô hình thông tin xây dựng) để triển khai dự án, đây là mô hình trực quan hóa dữ liệu công trình về kết cấu, thời gian thi công, tính toán các loại chi phí, qua đó hỗ trợ cho công tác quản trị rủi ro trong quá trình thực hiện dự án.

CTD cũng cung cấp dịch vụ triển khai dự án theo mô hình fast-track – phiên bản tối ưu hóa của phương pháp D&B (thiết kế và thi công), giúp tiết kiệm chi phí và thời gian cho chủ đầu tư. D&B là phương pháp được tinh gọn lại từ mô hình DBB truyền thống (thiết kế, đấu thầu, thi công), theo đó CTD sẽ thực hiện dịch vụ trọn gói từ thiết kế đến xây dựng và triển khai xen kẽ các khâu của dự án.

Hình 16: Quy trình triển khai dự án theo mô hình BIM và phương pháp D&B



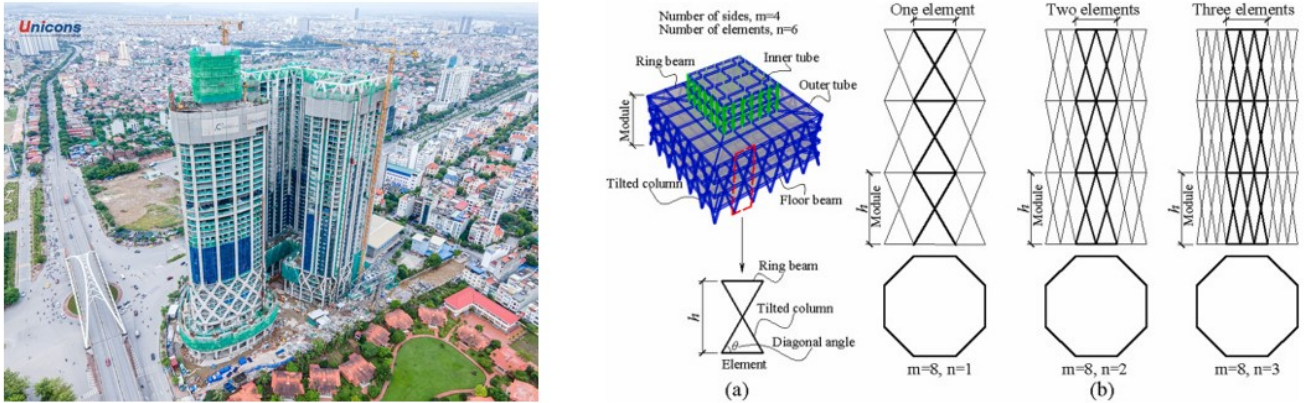
Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Trong khi các công nghệ trên giờ đã được các nhà thầu trên thị trường ứng dụng rộng rãi, CTD với lợi thế của người đi trước, đã không ngừng cải thiện và sáng tạo ra những phương thức bổ sung để nâng cấp chất lượng công trình và tối ưu hóa tiến độ triển khai dự án. Điều này lý giải cho việc CTD được biết đến với tư cách là một nhà thầu có năng lực thực hiện các dự án phức tạp, thời gian thi công đúng (hoặc vượt) tiến độ kế hoạch trong khi vẫn đảm bảo được chất lượng công trình; và đã giúp doanh nghiệp tạo dựng mối quan hệ lâu năm với các nhà phát triển bất động sản lớn như Vinhomes, Novaland, Thảo Điền, Ecopark,...

CTD đang triển khai dự án có cấu trúc mắt võng diagrid phức tạp là Diamond Crown² (Hải Phòng) cho DOJILand, khởi công từ Q2/22 và đang hoàn thiện các khâu cuối cùng trong Q4/23. Nhờ vào việc triển khai đúng tiến độ và chất lượng được đảm bảo của Diamond Crown, CTD đã được chủ đầu tư này trao thêm một gói thầu khác là Golden Crown trong T11/23.

² Đây là dự án đầu tiên ở Châu Á sử dụng cột kết cấu diagrid làm khung cột chịu lực (Nhiều dự án tiêu biểu khác trên thế giới chỉ dùng cấu trúc diagrids với mục đích trang trí và bố trí cột thép bên trong, ví dụ Capital Gate (Dubai), Hearst Tower (Mỹ), Mopheus Hotel (Macau),...). Bên trong hệ cột không chỉ có kết cấu bê tông và thép, mà còn có hệ thép phức tạp hình chữ I, H, X. Nguyên vật liệu và thép để xây các hệ cột này phải nhập khẩu. Đối với dự án này, nhân lực huy động vào lúc cao điểm lên đến mức cao hơn 1,5 lần so với các dự án khác của CTD (~gần 60 nhân sự chủ chốt, 1.500 công nhân). Tốc độ xây dựng trung bình đạt 4 ngày/sàn. Dự án được cất nóc sau 300 ngày thi công. Chi tiết dự án xem tại [Phụ lục 1](#).

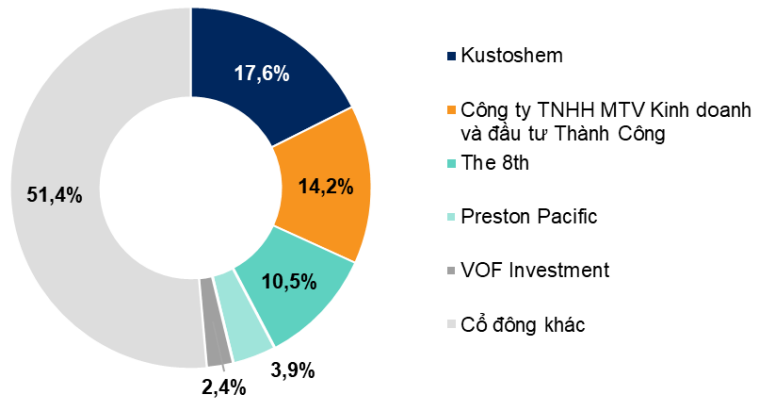
Hình 17: Dự án Diamond Crown và cấu trúc mắt võng diagrid



Nguồn: CTD, SCIENCE DIRECT, VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Hình 18: Cơ cấu sở hữu của CTD tính đến ngày 30/09/2023



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Kustoshem (nắm giữ 17,6%) là một thành viên của Kusto Group (trụ sở chính tại Singapore) – tập đoàn đầu tư đa lĩnh vực, đã tham gia nhiều thương vụ đầu tư tại Việt Nam, trong đó có các doanh nghiệp như Gemadept, VCM (thành viên của SCG Xi măng),...

CTD đã có chuyển biến tích cực sau giai đoạn tái cấu trúc

Giai đoạn 2019-20, cuộc xung đột giữa nhóm cổ đông lớn và ban lãnh đạo cũ căng thẳng lên mức đỉnh điểm, cựu Chủ tịch HĐQT Nguyễn Bá Dương và những người thân cận rời Coteconcs. Công cuộc tái cấu trúc bắt đầu diễn ra trên phạm vi toàn tập đoàn, thời điểm đó đã dấy lên những câu hỏi rằng ban lãnh đạo mới đến từ Kustoshem – những người có chuyên môn là đầu tư – liệu có thể chèo lái một doanh nghiệp xây dựng.

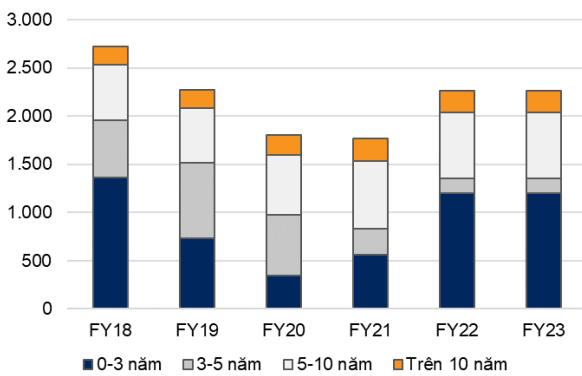
Cơ cấu ban lãnh đạo và nguồn nhân lực toàn diện hơn

Cuộc tái cơ cấu, tổng số lượng lao động của CTD đã giảm 20,5% svck về mức 1.807 người trong năm 2020, và tiếp tục giảm xuống còn 1.764 người vào năm 2021. Tuy nhiên số lượng nhân sự có thâm niên nhiều hơn 5 năm đã tăng 9,7%/13,0% trong năm 2020-21, phần nào cho thấy nhiều nhân sự lâu năm tiếp

tục ở lại công ty. Tính đến tháng 6/2023, nhân sự với 5 năm kinh nghiệm trở lên chiếm 40% tổng lực lượng lao động, đạt 905 người. Trong đó, số lượng các giám đốc dự án có từ 15-20 năm kinh nghiệm đạt trên 20 người.

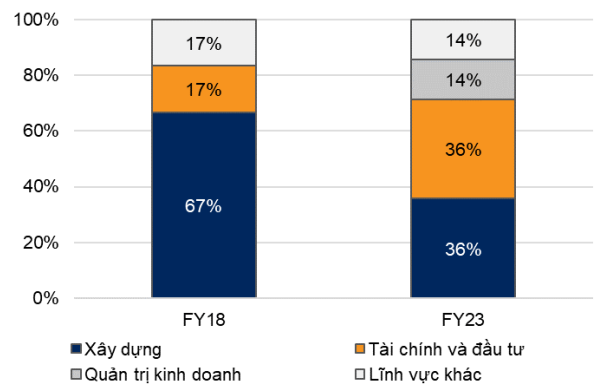
So sánh với năm 2018, cơ cấu thành viên trong ban điều hành có chuyên môn trong mảng xây dựng đã giảm đáng kể, từ 8 người (trên tổng số 12 người) về mức 5 người (trên tổng số 14 người) vào năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng bộ máy lãnh đạo mới có cấu trúc toàn diện hơn với sự góp sức của các chuyên gia trong mảng tài chính và quản trị doanh nghiệp, điều mà chúng tôi cho rằng là cần thiết cho sự phát triển bền vững của doanh nghiệp.

Hình 19: Cơ cấu nhân sự theo thâm niên (người)



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Cơ cấu ban lãnh đạo theo chuyên môn của thành viên (%)

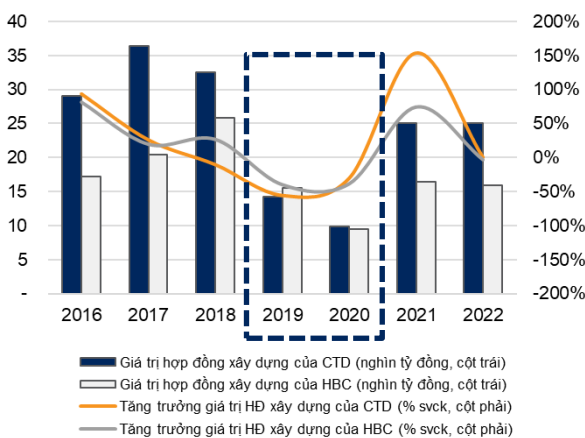


Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Backlog phục hồi từ năm 2021 sau công cuộc tái cơ cấu

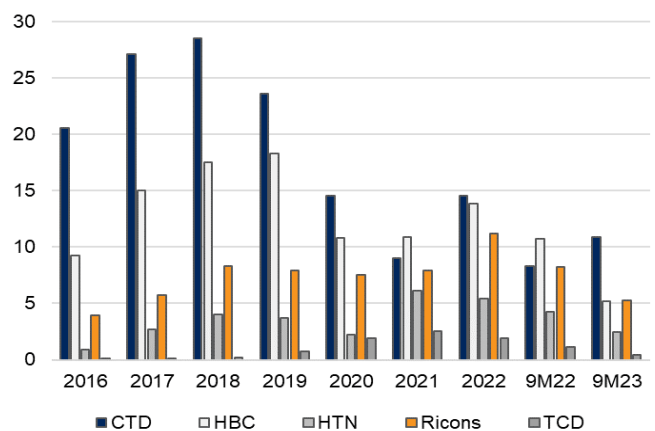
Trong giai đoạn cuộc xung đột nội bộ lên đến đỉnh điểm vào 2019-20, giá trị hợp đồng ký mới của CTD lần lượt giảm 56,1%/30,9% svck, dẫn đến backlog năm 2020-21 giảm 43,2%/36,6% svck. Đồng thời, giãn cách xã hội trong đại dịch Covid-19 làm đình trệ quá trình xây dựng dự án, là khó khăn chung đối với hoạt động kinh doanh của các nhà thầu. Kết quả, doanh thu của CTD đã giảm mạnh 38,7%/37,6% svck trong các năm 2020-21.

Hình 21: Xung đột nội bộ và Covid-19 đã khiến cho giá trị hợp đồng của CTD giảm mạnh



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Doanh thu xây dựng trong 9T23 của CTD vượt trội so với các nhà thầu khác (nghìn tỷ đồng)



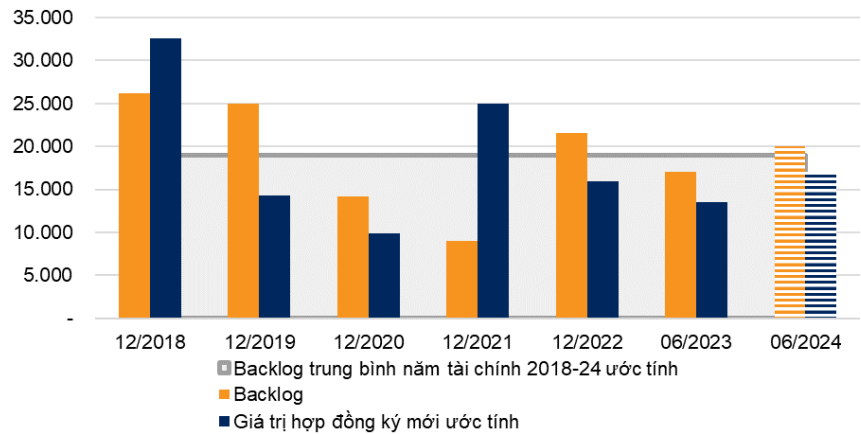
Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

CTD bắt đầu đối mặt với áp lực cạnh tranh lớn hơn khi vị cựu chủ tịch và các lãnh đạo cũ rời công ty, trở thành những đối thủ tham gia tranh thầu tại các dự án của nhà đầu tư lớn dựa vào lợi thế của họ về kinh nghiệm lâu năm, danh tiếng và mạng lưới quan hệ trong ngành, và việc được biết đến là đã góp phần vào con đường phát triển của CTD. Mặt khác, CTD đã tiếp nhận những chiến lược kinh doanh mới từ ban lãnh đạo mới, trong khi chứng minh rằng các công trình vẫn được thực hiện với chất lượng tốt, nhờ đó hợp đồng ký mới và doanh thu đã phục hồi mạnh mẽ trong giai đoạn tiếp theo.

Giá trị hợp đồng ký mới của CTD tăng mạnh 153,4% svck đạt 25.000 tỷ đồng vào cuối năm 2021, với các dự án cho các doanh nghiệp đầu ngành tại thị trường nội địa như Vinhomes Ocean Park 2, Tổ hợp sản xuất Gang thép Hòa Phát Dung Quất giai đoạn 2, giai đoạn mở rộng của nhà máy sản xuất ô tô VinFast ở Hải Phòng,... giúp công ty ghi nhận mức tăng trưởng backlog ấn tượng 139,0% svck trong năm 2022. Kể từ nửa cuối năm 2022, thị trường bất động sản dần dựng bước vào giai đoạn trầm lắng khiến cho nhu cầu xây dựng trên toàn ngành giảm sút, CTD lật ngược tình thế bằng việc trúng các gói thầu xây dựng công nghiệp lớn cho các chủ đầu tư nước ngoài như LEGO và sau đó là Foxconn.

Nhờ lượng backlog dồi dào, doanh thu xây dựng của CTD phục hồi từ năm 2022, tăng trưởng 60,3% svck lên mức 14.517 tỷ đồng. Mặc dù vẫn còn cách xa so với thời kỳ 2017-19, so với các doanh nghiệp cùng lĩnh vực, CTD đã cho thấy đà tăng trưởng tốt hơn và lấy lại vị trí đầu bảng trong 9T23. Giữa bối cảnh hoạt động xây dựng ảm đạm do chịu ảnh hưởng từ thị trường bất động sản, doanh thu xây dựng của CTD đã tăng 30,9% svck trong 9T23, trong khi các doanh nghiệp khác chứng kiến mức giảm 2 chữ số svck (hình 22).

Hình 23: Backlog của CTD qua các năm (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Chiến lược kinh doanh mới của CTD

Các chiến lược mới trong mô hình kinh doanh của CTD:

- (1) Repeat sales: Cung cấp dịch vụ cho các khách hàng quen, khách hàng CTD đã biết rõ và xác định là đáp ứng đủ các tiêu chí, khi khả năng phát triển dự án và thanh toán của họ đã được kiểm chứng thông qua lịch sử hợp tác với CTD.

- (2) Tập trung vào các đại dự án: ưu tiên các dự án có quy mô đầu tư lớn, yêu cầu kỹ thuật phức tạp, do các dự án này có ít sự cạnh tranh hơn và CTD có thể phát huy hết các thế mạnh về năng lực thi công.
- (3) Phát triển các hoạt động kinh doanh mới: gia nhập thị trường xây dựng hạ tầng (sân bay, metro, đường cao tốc...) và phát triển bất động sản nhằm đa dạng hóa nguồn thu nhập.

Ngoài ra, CTD đã trở thành nhà thầu Việt Nam đầu tiên áp dụng mô hình quản trị theo các tiêu chí ESG vào năm 2021, hướng đến sự phát triển bền vững và minh bạch, một bước đi phù hợp để thu hút các nhà đầu tư lớn từ nước ngoài cũng như những chủ đầu tư hàng đầu tại thị trường nội.

Từ năm 2022, CTD đã thay đổi chính sách tính giá trị backlog (hợp đồng chuyển tiếp), theo đó các dự án hoàn thiện tới 99% mới được tính vào backlog chuyển sang năm tài chính tiếp theo. Chúng tôi tin rằng chính sách này sẽ giúp bảo đảm tăng trưởng KQKD của năm tiếp theo nhờ phòng ngừa được rủi ro xảy ra các sự cố khiến nhu cầu xây dựng sụt giảm hoặc gián đoạn tiến độ thực hiện dự án trong năm đó.

Để dự toán và kiểm soát nợ xấu, ban lãnh đạo mới cũng áp dụng các biện pháp quản trị rủi ro chặt chẽ. Coteccons sử dụng hệ thống ERP để kiểm soát các thông tin, hóa đơn, và dòng tiền hàng tuần từ mỗi dự án đang thực hiện.

Dấn thân vào xây dựng hạ tầng, cho dù đây là lĩnh vực đang diễn ra sự cạnh tranh gay gắt

Trong quá khứ, CTD từng kết hợp với một số doanh nghiệp xây dựng hạ tầng để thực hiện các dự án hạ tầng giao thông, xem chi tiết tại [Phụ lục 1](#): Năm 2012, CTD thi công phần hầm và các tầng của nhà ga quốc tế sân bay Nội Bài (tập đoàn Taisei là tổng thầu dự án); năm 2014, CTD thành lập liên doanh với Fecon (HOSE: FCN) và Cienco 1 (CTCP Đầu tư Hạ tầng FCC, CTD sở hữu 35% cổ phần) để thi công cung đường tránh ở Phủ Lý – Hà Nam; và thành lập CFIC (CTCP Đầu tư Coteccons – Fecon, CTD nắm giữ 54,9%) vào năm 2017.

Sau khi ban lãnh đạo mới lên nắm quyền, xây dựng hạ tầng được xác định là một trong các trụ cột kinh doanh mà CTD muốn phát triển trong dài hạn. Công ty đã dẫn đầu liên danh Hoa Lư tham gia đấu thầu cho các hạng mục thành phần trong dự án Sân bay quốc tế Long Thành (SBLT) trong năm 2023:

- Vào T11/20, Chính phủ đã ký quyết định phê duyệt Dự án đầu tư xây dựng sân bay quốc tế Long Thành (SBLT) giai đoạn 1 với tổng vốn đầu tư 109.112 tỷ đồng, bao gồm 4 dự án thành phần: (1) các công trình trụ sở cơ quan quản lý nhà nước (hải quan, công an cửa khẩu, kiểm dịch y tế,...); (2) các công trình phục vụ quản lý bay (đài kiểm soát không lưu, giám sát và khí tượng,...); (3) các công trình thiết yếu (nhà ga hành khách, đường cất hạ cánh, hệ thống cấp nước, xử lý nước thải, hệ thống giao thông kết nối,...) và (4) các công trình khác (ga hàng hóa chuyển phát nhanh, vệ sinh tàu bay, bảo trì các phương tiện phục vụ mặt đất,...)
- Sau nhiều lần hủy & gia hạn mời thầu, gói thầu 5.10 đã được mở thầu lần 2 vào T06/23. Trong đó, có [ba liên danh](#) nhà thầu tranh tài để được thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình nhà ga hành khách tại SBLT.

- Trong hồ sơ mời thầu gói 5.10, đơn vị trúng thầu sẽ phải vượt qua 2 vòng mở thầu là đánh giá về kỹ thuật và năng lực tài chính. Tháng 08/2023, Vietur là liên danh duy nhất đủ điều kiện đi tiếp vào vòng đánh giá năng lực tài chính.
- Theo ACV, hồ sơ đề xuất kỹ thuật của liên danh Hoa Lư không đạt điểm yêu cầu về hệ thống xử lý hành lý; thiết bị soi chiếu an ninh có thông số, tính năng, tiêu chuẩn kỹ thuật không đáp ứng yêu cầu về độ phân giải, độ xuyên thép, tính năng hiệu chỉnh liên tục và tự động, hoặc không có chứng nhận của Cục An ninh Vận tải Hoa Kỳ (TSA).

Sau gói thầu SBLT, CTD đang tìm kiếm các dự án đầu tư công khác, và sẽ tiếp tục cạnh tranh với các tên tuổi hàng đầu trong lĩnh vực này với bề dày năng lực và kinh nghiệm như VCG, HHV, C4G, CC1...

Sẵn sàng để tăng tốc trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp

Nhằm giảm thiểu mức độ phụ thuộc vào tính chu kỳ của thị trường bất động sản dân dụng, CTD đã mở rộng hoạt động sang xây dựng công nghiệp kể từ 2010. CTD thực hiện các dịch vụ xây dựng nhà xưởng và thi công cơ điện. Công ty đã từng bước khẳng định vị thế của mình trong thị trường xây dựng công nghiệp thông qua việc trúng thầu thực hiện dự án cho các doanh nghiệp đầu ngành nội địa như Tổ hợp sản xuất gang thép Hòa Phát – Dung Quất giai đoạn 1 (giá trị hợp đồng ~ 1.350 tỷ đồng), nhà máy sản xuất ô tô VinFast ở Hải Phòng (giá trị hợp đồng ~ 7.000 tỷ đồng).

CTD đang bồi đắp lợi thế trong việc xây nhà máy xanh

Trong những năm qua, các nhà thầu chuyên về mảng dân dụng khác như HBC, hoặc các doanh nghiệp được điều hành bởi nhân sự bước ra từ CTD như Ricons, Central, Newtecons,... cũng đã tích cực tham gia lĩnh vực xây dựng công nghiệp như xây nhà xưởng, thi công MEP (cơ khí, điện, đường ống). *Tuy nhiên, CTD tạo dấu ấn trong ngành với việc tập trung vào mô hình quản trị theo ESG và công nghệ xanh* - tính đến cuối tháng 9/23, Coteccons và Unicons đã thực hiện 38 dự án được cấp chứng nhận LEED bạc, vàng (trên tổng số 200 dự án đạt chuẩn LEED tại Việt Nam).

CTD đang bồi đắp lợi thế cạnh tranh về kinh nghiệm và mối quan hệ với các chủ đầu tư FDI sau khi thực hiện các dự án có yêu cầu cao:

- (1) Dự án nhà máy sản xuất đồ chơi LEGO, được xây trên nền diện tích 44ha với tổng giá trị hợp đồng ước tính đạt 10.000 tỷ đồng, đã khởi công trong Q4/22 và dự kiến sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2024. Đây là máy trung hòa carbon đầu tiên của tập đoàn LEGO và sẽ vận hành bằng năng lượng mặt trời. Thực hiện phương pháp thi công fast-track, CTD đã hoàn thành 30% nhà máy và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án này trong quý 1 của năm tài chính 2023/24. Doanh thu xây nhà máy nhờ đó đã đạt 1.654 tỷ đồng, chiếm 40% tổng doanh thu của doanh nghiệp. Lũy kế 9T23, doanh thu xây nhà máy đạt 3.003 tỷ đồng, đóng góp gần 28% vào tổng doanh thu.

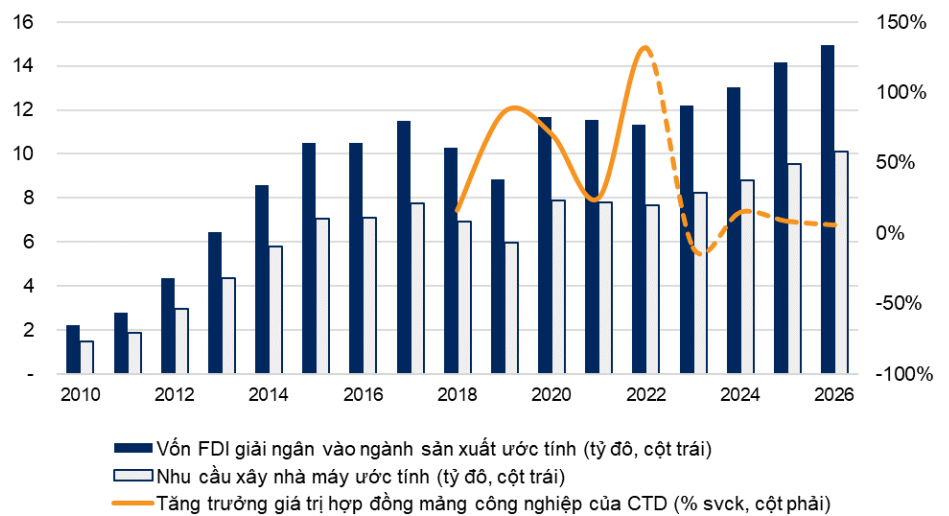
Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ ghi nhận 7.371 tỷ đồng doanh thu từ dự án này trong năm tài chính 2023/24 và 4.917 tỷ đồng trong năm tài chính 2024/25.

- (2) CTD cũng đang tham gia xây dựng nhà máy lắp ráp sản phẩm Apple cho Foxconn ở KCN Quang Châu (Bắc Giang) với tổng mức đầu tư 300 triệu đô. Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng hiện tại của CTD trong dự án này đạt khoảng 45 triệu đô.

Chúng tôi tin rằng bên cạnh việc năng lực thi công dự án công nghiệp của Coteccons được nâng cấp đáng kể sau khi thực hiện các dự án trên, mối quan hệ và sự tin nhiệm của các chủ đầu tư sẽ tạo ra lợi thế để công ty trúng thêm nhiều gói thầu công trình xanh trong thời gian tiếp theo, bao gồm cả những dự án vượt ra ngoài phạm vi lãnh thổ Việt Nam. Nhằm chuẩn bị cho kế hoạch mở rộng thị trường của công ty, đầu T10/23, HĐQT Coteccons đã thông qua nghị quyết thành lập công ty con để phục vụ cho hoạt động xây dựng ở nước ngoài.

Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI mạnh mẽ đầu tư vào sản xuất tại Việt Nam sẽ kéo theo nhu cầu xây dựng nhà máy ở mức tăng trưởng trung bình 7%/năm trong giai đoạn 2023-26. Rào cản lớn nhất để gia nhập thị trường này đối với các nhà thầu nội địa là việc đảm bảo tốt cùng lúc cả hai yếu tố là chất lượng công trình và tốc độ thi công, về mặt này chúng tôi cho rằng Coteccons đang là một trong những ứng viên sáng giá nhất trong ngành. Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng xây dựng công nghiệp của CTD sẽ đạt mức tăng trưởng kép 9,4% trong giai đoạn 2023-26.

Hình 24: Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng xây dựng công nghiệp của CTD sẽ đạt mức tăng trưởng kép 9,4% trong giai đoạn 2023-26



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

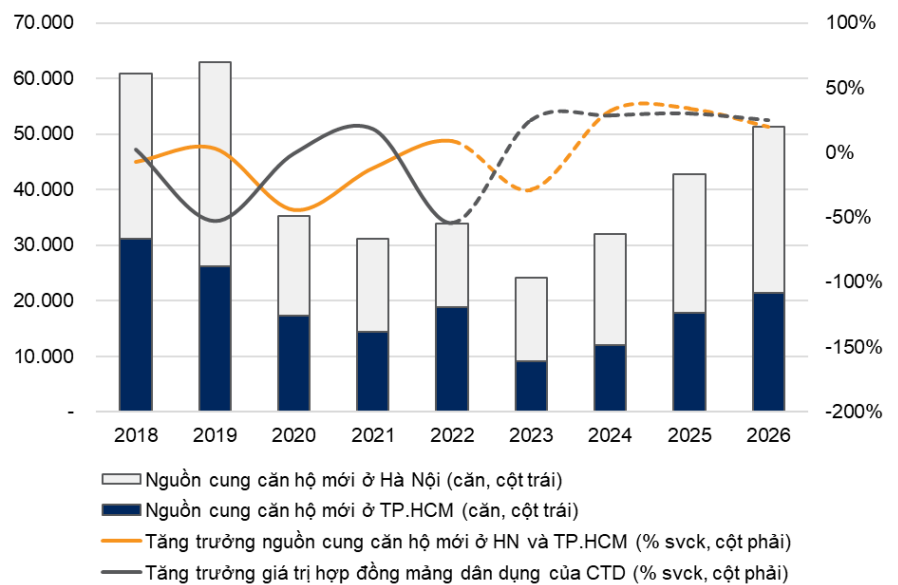
Thành công trong mảng xây dựng dân dụng nhờ vào mối quan hệ với các chủ đầu tư lớn

Trong bối cảnh hoạt động xây dựng trên thị trường dân dụng âm ảm trong năm tài chính 2022/23, CTD tiếp tục thực hiện các dự án cho các chủ đầu tư lớn như Diamond Crown cho DOJILand (1,3ha, Hải Phòng, giá trị hợp đồng 1.100 tỷ đồng), Ecopark Sky Forest Residence cho Ecopark (2,3ha, Hưng Yên, giá trị hợp đồng 2.400 tỷ đồng, và Lancaster Legacy cho tập đoàn Trung Thủy (0,85ha, TP.HCM, giá trị hợp đồng 2.000 tỷ đồng). Trong đó một số dự án thậm chí vượt tiến độ thi công kế hoạch (xem [phụ lục 1](#)).

Dựa trên mối quan hệ hợp tác lâu năm của CTD với các nhà phát triển bất động sản lớn nội địa, và năng lực đáp ứng yêu cầu của các nhà đầu tư ngoại đã được chứng minh, chúng tôi tin rằng CTD sẽ tiếp tục là một trong những lựa chọn hàng đầu của các chủ đầu tư muốn thực hiện các đại dự án mảng dân dụng tại Việt Nam.

Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung mới trên thị trường bất động sản nhà ở sẽ phục hồi rõ nét hơn trong năm 2024-25 – đồng nghĩa với việc nhu cầu xây dựng sẽ tăng lên để chuẩn bị cho điều này. Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng mảng xây dựng dân dụng của CTD giai đoạn 2023-26 sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm ở mức 18,6%.

Hình 25: Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng mảng xây dựng dân dụng của CTD trong giai đoạn 2023-26 sẽ tăng trưởng 18,6% CAGR



Nguồn: CTD, CBRE, VNDIRECT RESEARCH

CTD sẽ tham gia sâu hơn vào đầu tư bất động sản khi thị trường phục hồi

Nhằm đa dạng hóa nguồn thu nhập, CTD đang hợp tác với tập đoàn Lê Phong để đầu tư dự án Ngọc Lục Bảo 68. Mảng này được kỳ vọng sẽ có biên lợi nhuận gộp khoảng 15%, là mức cao hơn đáng kể so với mảng xây dựng dân dụng truyền thống của CTD (2-3%). Sự thành công của Ngọc Lục Bảo 68 có thể tạo tiền đề để CTD dần thâm nhập sâu hơn vào đầu tư bất động sản khi thị trường bất động sản nhà ở hồi phục.

Hình 26: Emerald 68



- Vị trí: Thuận An, Bình Dương
- Chủ đầu tư: Tập đoàn Lê Phong, Coteccons
- Diện tích: 0,8 ha; mật độ xây dựng: 60%
- Sản phẩm chính: 770 căn hộ chung cư, 15 căn nhà phố thương mại
- Tổng vốn đầu tư: 2.000 tỷ đồng
- Thời gian mở bán: Q4/23
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2025-26

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

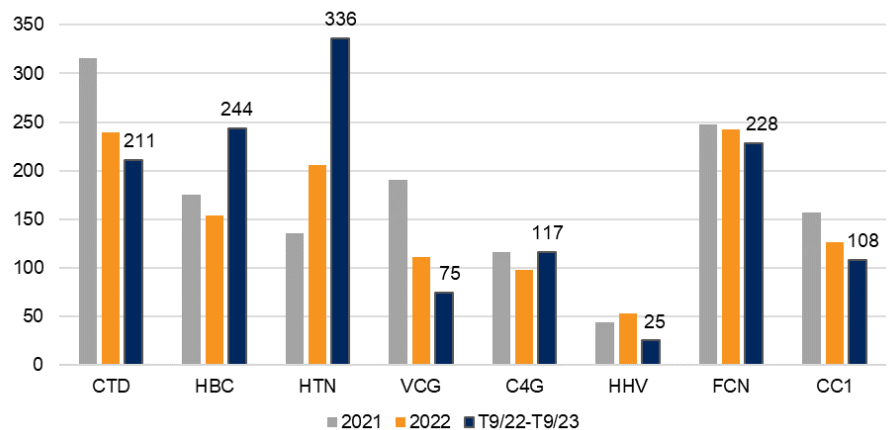
Phân tích tài chính

CTD có tình hình tài chính lành mạnh so với các đối thủ trong ngành xây dựng

Hợp tác với các chủ đầu tư uy tín giúp giảm thiểu rủi ro thanh toán

Khả năng thanh toán của chủ đầu tư dự án là một trong những vấn đề trọng yếu có ảnh hưởng trực tiếp lên dòng tiền của các nhà thầu xây dựng. Khi hoạt động giao dịch trên thị trường bất động sản ảm đạm và việc huy động vốn từ các kênh ngân hàng, trái phiếu doanh nghiệp gặp khó khăn, dòng vốn của các doanh nghiệp bất động sản bị thu hẹp, dẫn đến việc trì hoãn thanh toán cho nhà thầu. Trong 9T23, trong khi các nhà thầu dân dụng khác chứng kiến số ngày phải thu tăng mạnh, CTD tiếp tục cải thiện được con số của mình.

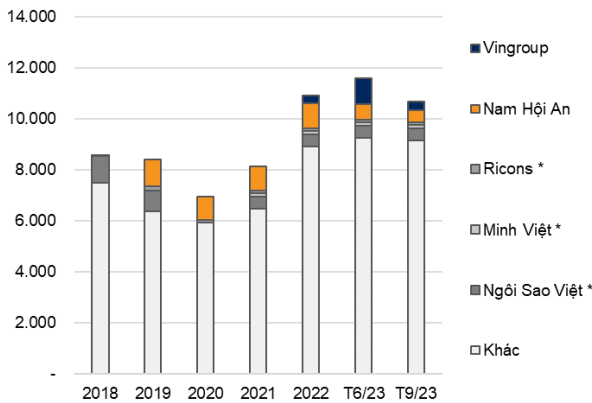
Hình 27: Số ngày phải thu của các doanh nghiệp xây dựng (ngày/năm)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

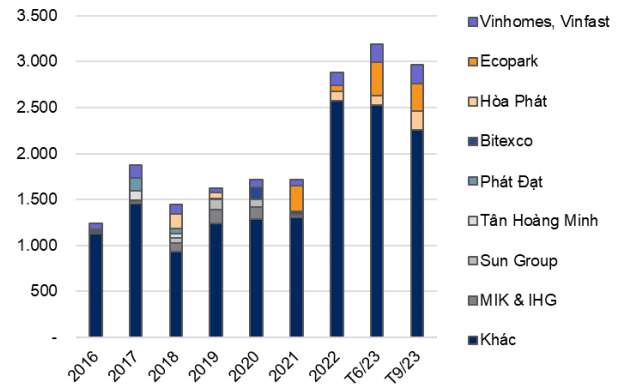
Rủi ro thanh toán từ chủ đầu tư được giảm thiểu khi CTD ưu tiên hợp tác với các khách hàng có tài chính lành mạnh và lịch sử thanh toán tốt, nhờ vào chiến lược repeat sales.

Hình 28: Các khoản phải thu khách hàng ngắn hạn phân theo khách hàng, * là các khoản đã được trích lập dự phòng (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Các dự án xây dựng dở dang trong hàng tồn kho phân theo khách hàng (đơn vị: tỷ đồng)

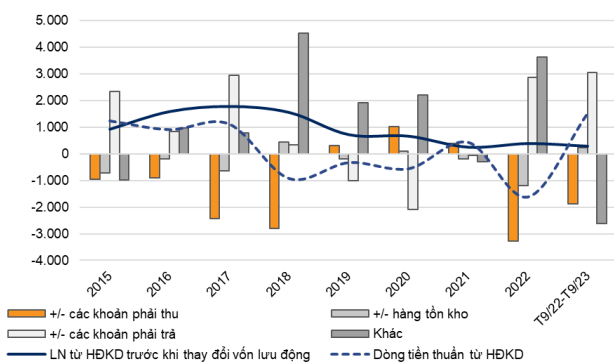


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Khoản phải thu khách hàng ngắn hạn của CTD tăng 37,0% svck lên 10.927 tỷ đồng trong năm 2022, trước khi giảm còn 10.689 tỷ đồng vào 9T23 (-2,2% kể từ đầu năm). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng sự tăng lên trong khoản phải thu đi cùng với việc doanh nghiệp bắt đầu thực hiện các dự án có quy mô lớn hơn – tồn kho các công trình dở dang đã tăng mạnh 67,7% svck trong năm 2022, đạt 2.886 tỷ đồng.

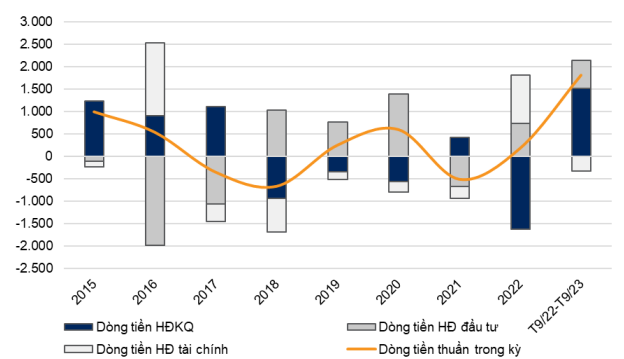
Dòng tiền đang được cải thiện: Dòng tiền thuần đã chuyển sang trạng thái dương trong năm 2022, đạt +180 tỷ đồng (từ mức -596 tỷ đồng tại năm 2021), trước khi lên đến +1.809 tỷ đồng trong giai đoạn 12 tháng từ T9/22 đến T9/23 nhờ dòng tiền kinh doanh đạt +1.513 tỷ đồng (cải thiện từ mức -1.627 tỷ đồng năm 2022, hình 30).

Hình 30: Dòng tiền hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Dòng tiền thuần trong kỳ (tỷ đồng)



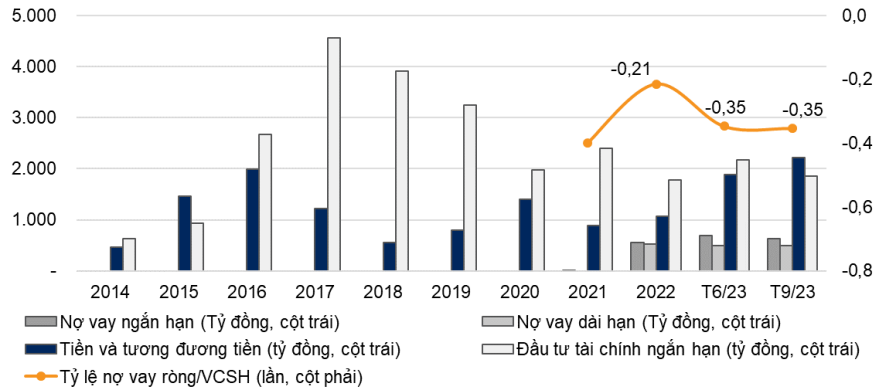
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

CTD sử dụng đòn bẩy thấp và có các hệ số khả năng thanh toán tốt

Coteccons duy trì lượng tiền mặt dồi dào và vay nợ ở mức thấp (không có nợ vay dài hạn cho đến năm 2022) khi ban lãnh đạo mới lên nắm quyền, trong bối cảnh tình hình thị trường đòi hỏi sự linh hoạt hơn trong việc huy động vốn. CTD bắt đầu vay nợ kể từ 2021 và tổng nợ vay tính tại thời điểm cuối tháng 9/2023

đạt 1.333 tỷ đồng (+5,2% kể từ đầu năm và -22,6% svck), trong đó nợ vay dài hạn chiếm 44%.

Hình 32: Tình hình nợ vay và tiền của CTD

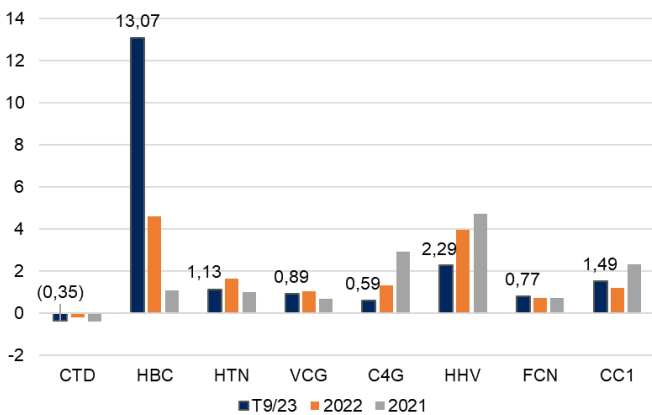


Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH đạt -0,21 lần vào thời điểm cuối năm 2022 và -0,35 lần tại cuối T9/23, thấp hơn đáng kể so với một số nhà thầu khác trong mảng xây dựng dân dụng/công nghiệp (HBC ở mức 13,07 lần tại cuối T9/23) hoặc xây dựng công nghiệp/hạ tầng (VCG ở mức 0,89 lần tại cuối T9/23) (hình 33).

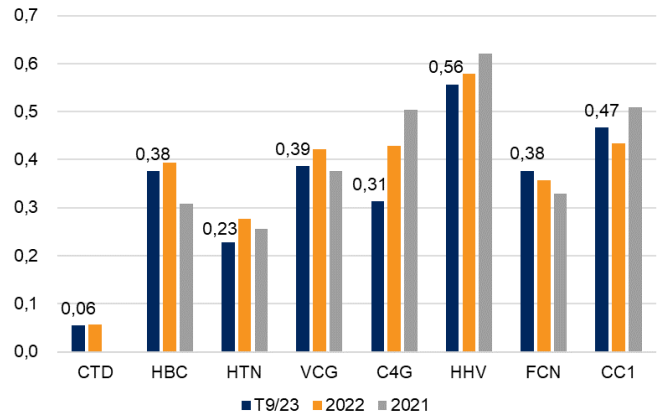
CTD có tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản rất thấp so với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng (hình 34), chỉ đạt 0,06 lần tại thời điểm T9/23.

Hình 33: Tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu (lần)



Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản (lần)

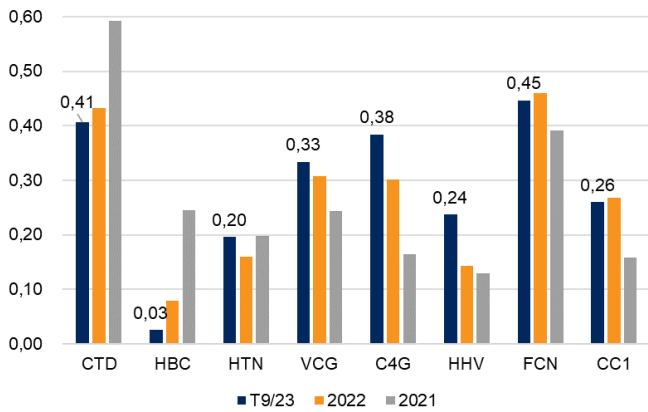


Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản giảm 0,16 lần svck còn 0,43 lần trong năm 2022, do số lượng dự án mới tăng lên kéo theo sự tăng mạnh của các khoản phải thu (+59,1% svck đạt 5.196 tỷ đồng) và nợ vay tăng từ 2 tỷ đồng năm 2021 lên 1.077 tỷ đồng trong vào năm 2022. Tại thời điểm cuối T9/23, tỷ lệ này giảm xuống còn 0,41 lần, tuy nhiên vẫn đang ở mức cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp xây dựng dân dụng khác (hình 35).

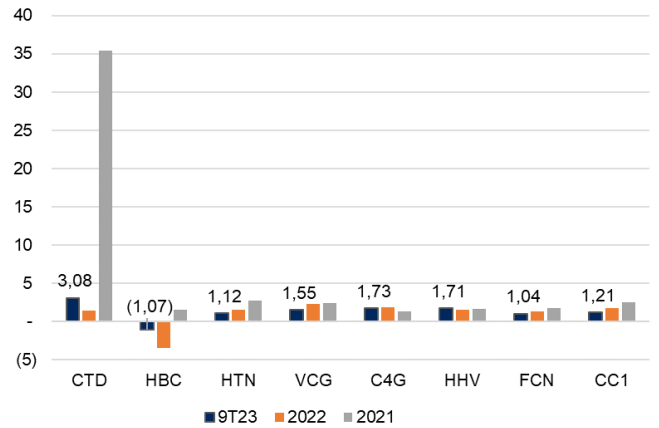
Hệ số thanh toán lãi vay trong 9T23 vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành tại 3,08 lần, cho thấy mức độ sử dụng đòn bẩy lành mạnh và rủi ro vỡ nợ là không đáng kể (hình 36).

Hình 35: Tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tổng tài sản (lần)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: Hệ số thanh toán lãi vay (lần)

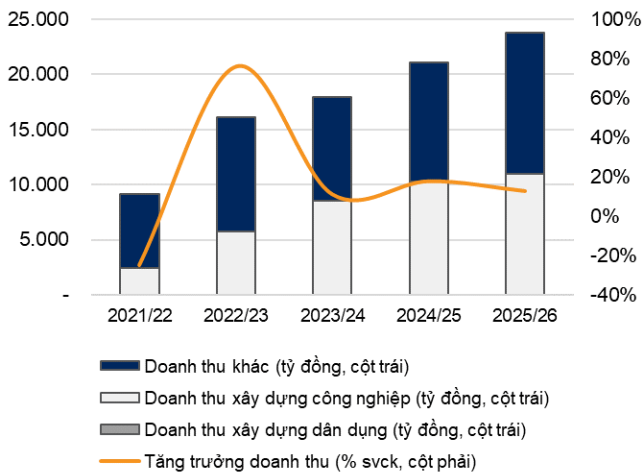


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng năng lực thanh toán tốt sẽ tiếp tục hỗ trợ CTD trong việc tiếp cận các gói thầu quy mô lớn, cũng như việc đảm bảo tiến độ thanh toán cho các nhà thầu phụ.

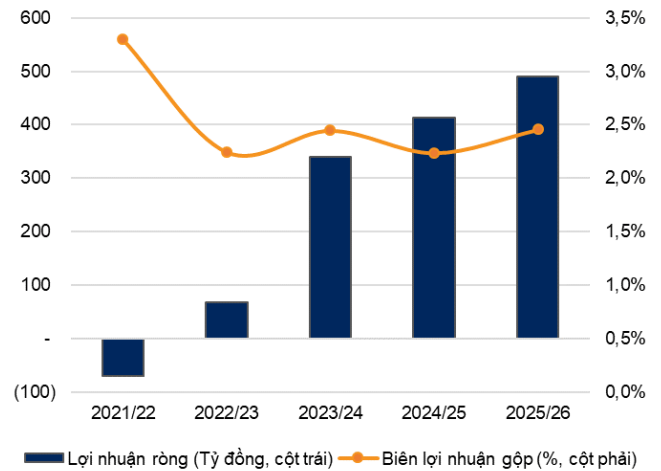
Dự phóng các mảng kinh doanh của CTD

Hình 37: Doanh thu dự phóng theo các mảng kinh doanh



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 38: Lợi nhuận ròng quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ năm tài chính 2023/24

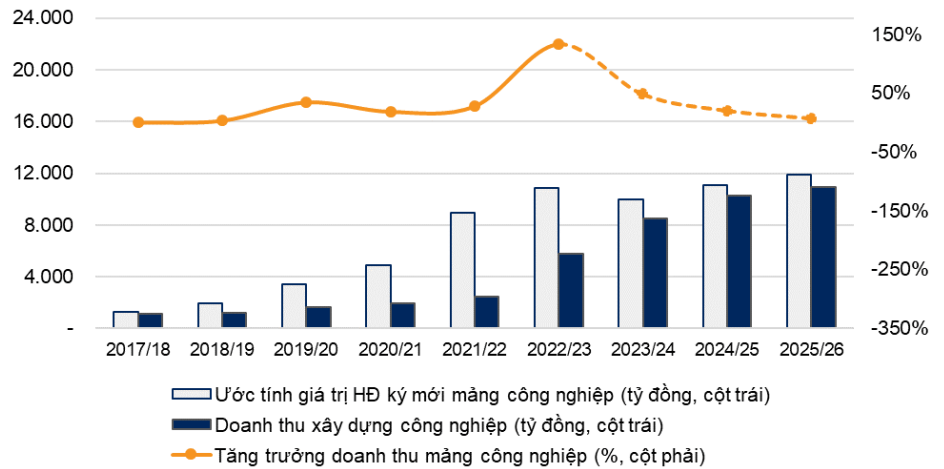


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Xây dựng công nghiệp đang gia tăng tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu của tập đoàn

Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng ký mới mảng xây dựng công nghiệp sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 9,4% trong giai đoạn năm tài chính 2023-26. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây dựng công nghiệp sẽ đạt mức 8.538 tỷ đồng (+48,5% svck) vào năm tài chính 2023/24 và 10.946 tỷ đồng (+6,6% svck) và năm tài chính 2025/26, lần lượt chiếm hơn 47% và 46% tổng doanh thu của công ty.

Hình 39: Chúng tôi dự phóng doanh thu xây dựng công nghiệp của CTD sẽ tăng 13,2% CAGR trong năm tài chính 2023-26 (Đơn vị: tỷ đồng)

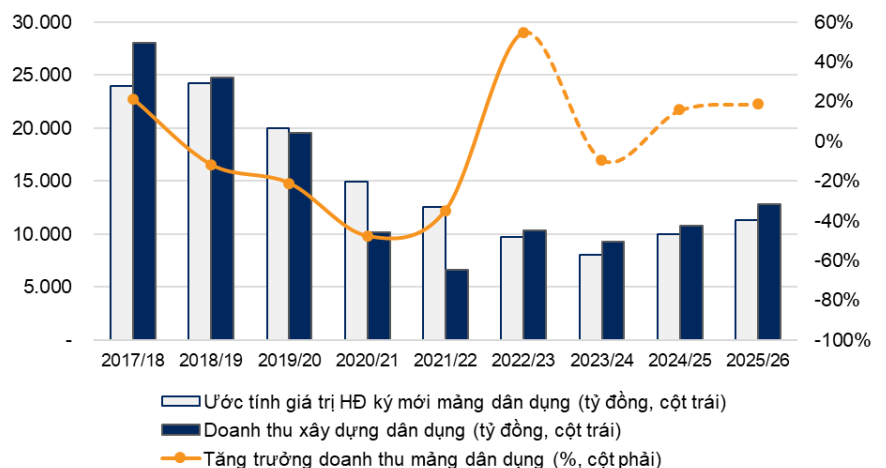


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Xây dựng dân dụng tăng trưởng trở lại khi thị trường ấm lên

Chúng tôi dự phóng giá trị hợp đồng ký mới trong mảng dân dụng tăng trưởng 18,6% CAGR trong các năm tài chính 2023-26, giúp cho CTD duy trì tăng trưởng doanh thu dân dụng tích cực ở mức 17,2% CAGR trong cùng giai đoạn. Chúng tôi ước tính doanh thu mảng xây dựng dân dụng đạt 9.324 tỷ trong năm tài chính 2023/24, giảm 9,6% svck từ mức nền cao trong năm tài chính 2022/23, trước khi tăng trưởng trở lại 15,6% svck đạt 10.780 tỷ đồng vào năm tài chính 2024/25 và tăng 18,8% svck đạt 12.804 tỷ đồng vào năm tài chính 2025/26.

Hình 40: Chúng tôi dự phóng doanh thu xây dựng dân dụng của CTD sẽ tăng 17,2% CAGR trong năm tài chính 2023-26 (Đơn vị: tỷ đồng)



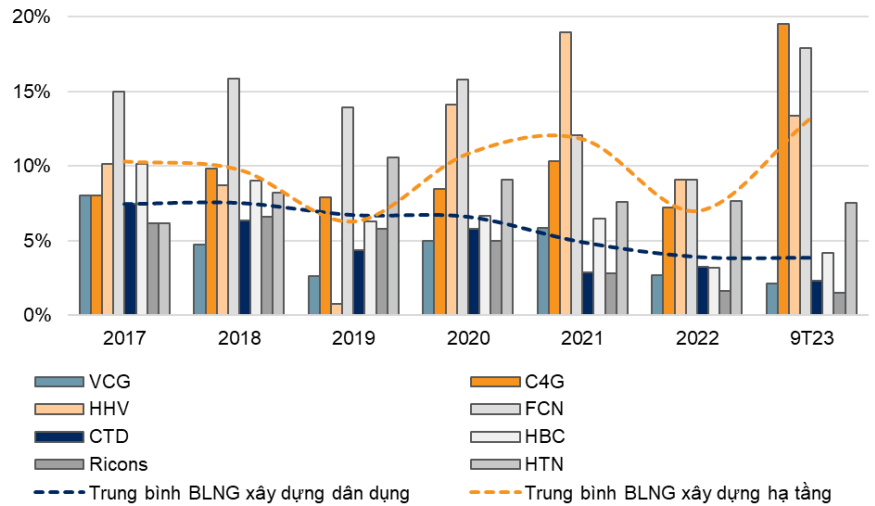
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Xây dựng hạ tầng đem lại biên LN gộp tốt hơn xây dựng dân dụng

Là một tổng thầu, CTD có lợi thế trong việc linh hoạt huy động nhân lực và đấu thầu cho các dự án quy mô lớn, bù lại thì biên lợi nhuận gộp phải chịu áp lực từ chi phí lớn hơn (đầu tư máy móc và trang thiết bị, chi phí thuê lao động ngoài, biến động giá nguyên vật liệu xây dựng,...). Điều này cũng xảy ra với các doanh nghiệp khác hoạt động dưới dạng nhà thầu chính như HBC, Ricons và VCG.

Tuy nhiên, mảng xây dựng hạ tầng có biên lợi nhuận gộp (BLNG) tốt hơn so với mảng dân dụng khoảng 3-4 điểm % trong giai đoạn 2017-nay. Do đó, CTD có thể sẽ cải thiện được biên lợi nhuận gộp khi tham gia thêm mảng này. Chúng tôi chưa đưa xây dựng hạ tầng vào mô hình dự phóng KQKD trong thời điểm hiện tại, chúng tôi sẽ tiếp tục quan sát các bước đi tiếp theo của công ty trong lĩnh vực này và có sự điều chỉnh phù hợp.

Hình 41: So sánh biên lợi nhuận gộp hoạt động xây dựng của các nhà thầu (Đơn vị: %)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Dự phóng KQKD năm tài chính 2023-26

Hình 42: Dự phóng KQKD của CTD trong giai đoạn 2023-26

Đơn vị: tỷ đồng	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
Giá trị hợp đồng ký mới	18.000	25.000	19.250	17.994	21.067	23.211
Doanh thu	12.152	9.152	16.088	17.894	21.086	23.795
Xây dựng	12.131	9.129	16.062	17.861	21.043	23.750
Xây dựng dân dụng	10.206	6.666	10.312	9.323	10.780	12.804
Xây dựng công nghiệp	1.924	2.463	5.750	8.538	10.263	10.946
Cho thuê thiết bị	0	3	14	18	22	22
Cho thuê văn phòng	11	8	11	14	20	22
Còn lại	10	12	0	1	1	1
Lợi nhuận gộp	673	302	361	438	472	584
Biên lợi nhuận gộp (%)	5,5%	3,3%	2,2%	2,4%	2,2%	2,5%
Chi phí BH&QLDN	718	723	479	419	486	514
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	5,9%	7,9%	3,0%	2,3%	2,3%	2,2%
EBIT	176	(131)	24	390	475	590
Doanh thu tài chính	220	389	332	509	612	632
Chi phí lãi vay	(1)	(30)	(99)	(112)	(84)	(71)
Lợi nhuận trước thuế	203	(79)	92	431	519	636
Lợi nhuận ròng	153	(70)	68	339	414	490
Biên lợi nhuận ròng (%)	1,3%	N/A	0,4%	1,9%	2,0%	2,1%
EPS	1.932	(883)	857	3.272	3.992	4.729
Tăng trưởng doanh thu (% sv)	-16,5%	-24,7%	75,8%	11,2%	17,8%	12,8%
Xây dựng dân dụng	-47,7%	-34,7%	54,7%	-9,6%	15,6%	18,8%
Xây dựng công nghiệp	18,5%	28,0%	133,5%	48,5%	20,2%	6,6%
Tăng trưởng biên LN ròng (%)	-54,2%	-145,7%	-196,6%	401,8%	22,0%	18,5%
ROAA	1,1%	-0,5%	0,4%	1,3%	1,3%	1,5%
ROAE	1,8%	-0,8%	0,8%	3,9%	4,5%	4,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của CTD sẽ tăng trưởng 20,2% CAGR trong năm tài chính 2023-26

Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng ký mới của CTD sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm là 13,6% trong các năm tài chính 2023-26, từ mức 17.994 tỷ năm 2023/24 lên 23.211 tỷ đồng năm 2025/26. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng đóng góp của mảng xây dựng công nghiệp sẽ lần lượt chiếm 55% trong năm 2023/24 và 51% vào năm 2025/26.

Backlog dồi dào sẽ là nền tảng để doanh thu tăng trưởng 15,3% CAGR trong các năm tài chính 2023-26, từ mức 17.894 tỷ đồng vào năm 2023/24 lên 23.795 tỷ đồng trong năm 2025/26.

Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ 0,2 điểm % svck lên mức 2,45% trong năm tài chính 2023/24 do giá nguyên vật liệu xây dựng đã giảm đáng kể so với giai đoạn 2021-22. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp sẽ giảm còn 2,24% vào năm tài chính 2024/25 với rủi ro giá nguyên vật liệu biến động và chi phí lao động tăng khi hoạt động xây dựng sôi động trở lại; trước khi mở rộng lại về mức 2,45% trong năm tài chính 2025/26.

Do đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng sẽ đạt 339 tỷ đồng trong năm tài chính 2023/24 và 490 tỷ vào năm tài chính 2025/26, tương ứng với mức tăng trưởng kép hàng năm 20,2% trong giai đoạn 2023-26.

Định giá: Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với định giá lần đầu 79.300 đồng/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:

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần cho các mảng xây dựng và đầu tư của CTD:

- Đối với mảng xây dựng, chúng tôi áp dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) 10 năm với tỷ lệ WACC 13,2%. Chúng tôi áp dụng mức lãi suất phi rủi ro là 2,7% (lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam tính đến ngày 30/09/2023) và mức phần bù rủi ro thị trường là 9,6% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)).
- Đối với mảng đầu tư bất động sản, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo giá trị sổ sách.
- Đối với khoản đầu tư vào công ty liên kết, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách ước tính tại cuối tháng 6/2024.

CTD đang được giao dịch với tiềm năng tăng giá là 7,2% ở mức P/B hiện tại (0,8 lần) trên giá trị sổ sách chúng tôi ước tính cho năm tài chính 2023/24. Chúng tôi lựa chọn mức P/B mục tiêu cho năm tài chính 2023/24 là 0,9 lần, bằng với mức CTD được giao dịch trong giai đoạn cuối năm tài chính 2018/19 (hình 49), và vẫn thấp hơn đáng kể so với mức P/B trung bình lịch sử của ngành.

Hình 43: Tóm tắt định giá (đơn vị: đồng)

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu	Tỷ trọng (%)	Giá trị theo tỷ trọng
SOTP	79.949	50%	39.974
P/B	78.642	50%	39.321
Giá mục tiêu (làm tròn)			79.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 44: Định giá SOTP

Định giá từng phần (tỷ đồng)	Phương pháp	Giá trị
Xây dựng	DCF 10 năm	4.478,4
Đầu tư bất động sản	Ước tính giá trị sổ sách tại cuối T6/24	70,9
Đầu tư vào công ty liên kết	Ước tính giá trị sổ sách tại cuối T6/25	1,0
(+) Tiền và tương đương tiền		6.108,3
(-) Tổng nợ vay		2.724,8
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		1,5
Giá doanh nghiệp		7.932,3
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		99,2
Giá mục tiêu (đồng)		79.948,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 45: Định giá chiết khấu dòng tiền (đơn vị: tỷ đồng)

	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	2031/32
EBIT	172,9	460,0	548,6	664,1	752,2	759,1	640,9	485,8	428,5	375,3
Khấu hao TSCĐ hữu hình	34,0	35,7	38,4	37,6	35,9	36,8	37,0	-	-	-
Khấu hao TSCĐ vô hình	9,8	1,1	0,9	0,6	2,3	1,9	1,4	1,4	1,5	1,7
Thay đổi vốn lưu động	287,0	802,7	890,7	(81,0)	(172,1)	(227,7)	(27,5)	(249,2)	(130,5)	(69,7)
Đầu tư tài sản cố định	(534,1)	(66,4)	(8,1)	(31,8)	(28,6)	(18,0)	(10,4)	(19,4)	(21,6)	(19,6)
Chi phí thuế	(24,9)	(91,2)	(104,1)	(144,5)	(154,2)	(156,7)	(135,1)	(108,5)	(97,1)	(86,7)
FCFF	1.012,9	1.274,7	1.382,6	508,5	492,7	431,5	527,1	148,9	224,0	240,3
Dòng tiền trước ngày định giá	-	(619,6)	-	-	-	-	-	-	-	-
Giá trị cuối cùng										1.347,7
Giá trị hiện tại của FCFF	1.012,9	578,9	1.079,9	351,0	300,6	232,6	251,1	62,7	83,4	79,0
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	-	-	-	-	-	-	-	-	-	662,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 46: Chi phí VCSH

Beta	1,6
Market premium	9,6%
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Chi phí vốn	13,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 47: WACC và tăng trưởng dài hạn

Giá trị vốn (tỷ đồng)	9.055,5
Nợ vay (tỷ đồng)	1.195,1
Chi phí vốn	6,4%
Thuế	20,0%
WACC	13,2%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 48: Định giá P/B

Giá trị sổ sách ước tính năm tài chính 2023/24				87.380
	P/B hiện tại (lần)	P/B trung bình 3 năm (lần)	P/B trung bình 5 năm (lần)	
CTD	0,8	0,6	0,7	
Trung bình ngành	1,4	1,7	1,5	
P/B mục tiêu cho năm tài chính 2023/24 (lần)				0,9
Giá mục tiêu (đồng)				78.642

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 49: Mức P/B của CTD và trung bình ngành được giao dịch trong lịch sử (lần)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 50: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu cập nhật ngày 25/12/2023)

Công ty	Mã chứng khoán	Giá hiện tại	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)		D/E (lần)
		Nội tệ	Triệu USD	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	CAGR (%)	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023	
CTCP Xây dựng Coteccons	CTD	65.800	267	47,0	18,2	0,8	0,6	0,3	0,8	3,3	0,4	2,0	0,1
Xây dựng dân dụng													
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	HBC	7.800	86	N/A	N/A	6,6	N/A	N/A	(156,4)	N/A	(20,8)	N/A	5,0
CTCP Hưng Thịnh Incons	HTN	16.150	59	N/A	N/A	1,0	N/A	(75,7)	(2,6)	N/A	(0,5)	N/A	1,7
CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải	TCD	7.170	82	N/A	N/A	0,5	N/A	(63,8)	(0,3)	N/A	(0,1)	N/A	0,7
<i>Trung bình</i>				N/A	N/A	0,8	N/A	(69,7)	(53,1)	N/A	(7,1)	N/A	2,5
<i>Trung vị</i>				N/A	N/A	0,8	N/A	(69,7)	(2,6)	N/A	(0,5)	N/A	1,7
Xây dựng hạ tầng													
CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	VCG	24.500	531	46,7	18,7	1,8	1,4	102,7	3,7	6,4	0,8	2,0	1,4
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G	11.800	171	25,5	11,0	1,1	1,0	100,1	8,2	7,3	1,9	2,0	1,4
CTCP Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả	HHV	15.200	256	18,8	11,8	0,8	1,2	(2,4)	4,2	4,4	0,8	1,1	2,5
Tổng Công ty Xây dựng số 1 - CTCP	CC1	16.400	241	29,2	N/A	1,7	N/A	(47,8)	8,1	N/A	1,6	N/A	1,6
<i>Trung bình</i>				30,1	13,9	1,4	1,2	38,1	6,0	6,0	1,3	1,7	1,7
<i>Trung vị</i>				27,4	11,8	1,4	1,2	48,8	6,1	6,4	1,2	2,0	1,5

Nguồn: BLOOMBERG, DSTOCK, VNDIRECT RESEARCH

Độ nhạy đối với các luận điểm đầu tư

Tiềm năng tăng giá đến từ việc giá trị hợp đồng xây dựng ký mới cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ vào:

- 1) thị trường bất động sản nhà ở sôi động trở lại nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi;
- 2) xu hướng dịch chuyển cơ sở sản xuất sang Việt Nam diễn ra mạnh mẽ hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Rủi ro giảm giá nằm ở:

- 1) tiến độ thực hiện dự án bị chậm so với dự kiến;
- 2) dòng vốn đầu tư nước ngoài chuyển sang các nước khác có các chính sách ưu đãi tốt hơn về thuế khi Việt Nam bắt đầu áp dụng Thuế tối thiểu toàn cầu
 “Thuế tối thiểu toàn cầu” là chính sách nhằm giải quyết các rủi ro thuế tiềm ẩn phát sinh từ quá trình số hóa nền kinh tế do OECD khởi xướng. Theo đó từ năm 2024, các nước trong khối sẽ áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu là 15% đối với các công ty có doanh thu từ 750 triệu EUR trở lên.
 Việt Nam sẽ áp dụng chính sách Thuế bổ sung tối thiểu nội địa ở mức 15% (bằng Malaysia, Indonesia) cùng thời điểm áp dụng Thuế tối thiểu toàn cầu (từ năm 2024).

Hình 51: Độ nhạy của giá mục tiêu đối với ước tính của chúng tôi về giá trị hợp đồng ký mới và tiến độ thực hiện trong giai đoạn 2023-26

		Tổng giá trị hợp đồng xây dựng ký mới trong năm tài chính 2023-26 (tỷ đồng)								
		-10%	-7%	-5%	-3%	Giả định	3%	5%	7%	10%
Tiến độ thực hiện (%)	70%	56.044	57.912	59.158	60.403	62.271	64.139	65.385	66.630	68.498
	80%	75.801	76.056	76.227	76.397	76.652	76.908	77.078	77.249	77.504
	90%	76.672	72.106	77.103	77.275	77.533	77.792	77.964	78.136	78.395
	90%	77.543	77.805	77.979	78.153	78.414	78.676	78.850	79.024	79.286
	100%	78.414	78.679	78.855	79.031	79.296	79.560	79.736	79.912	80.177

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 52: Độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định về chi phí vốn và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		Chi phí vốn (%)							
		Giả định							
Tăng trưởng dài hạn (%)	Giả định	13,4%	13,5%	13,6%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%	
		1,0%	79.931	79.789	79.649	79.510	79.372	79.236	79.102
		1,3%	80.033	79.889	79.746	79.605	79.466	79.328	79.191
		1,5%	80.139	79.993	79.848	79.705	79.563	79.423	79.285
		1,8%	80.251	80.102	79.954	79.809	79.665	79.523	79.382
		2,0%	80.367	80.215	80.066	79.917	79.771	79.626	79.483

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 53: Độ nhạy của giá mục tiêu đối với mức P/B trên giá trị sổ sách ước tính cho năm tài chính 2023/24

P/B mục tiêu cho năm tài chính 2023/24 (lần)								
Giả định								
0,70	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10
61.166	65.535	69.904	74.273	78.642	83.011	87.380	91.749	96.118

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục

Phụ lục 1: Các dự án tiêu biểu của Coteccons

Xây dựng dân dụng

Vinhomes Central Park



- Vị trí: Bình Thạnh, TP.HCM
- Chủ đầu tư: Vingroup
- Diện tích dự án: 43,9 ha
- Gói thầu: Landmark 1-2, 81; Park 2-7; Central 3; Vinmec
- Thời gian thi công: Q2/16 – Q1/19

Vinhomes Ocean Park 2



- Vị trí: Văn Giang, Hưng Yên
- Chủ đầu tư: Vinhomes
- Diện tích dự án: 459,8 ha
- Thời gian thi công: Q2/22 – Q3/23

Diamond Crown



- Vị trí: Hải An, Hải Phòng
- Chủ đầu tư: DOJILand
- Diện tích dự án: 1,3 ha
- Gói thầu: 3 tầng hầm and 2 tòa nhà (khách sạn và căn hộ)
- Thời gian thi công: Q2/22 – Q4/23

Ecopark Swan Lake Onsen Residence



- Vị trí: Văn Giang, Hưng Yên
- Chủ đầu tư: Ecopark, Nomura
- Diện tích dự án: 100 ha
- Giá trị gói thầu: 4.000 tỷ đồng
- Thời gian thi công: Q2/22 – Q4/23

Casino Hội An



- Vị trí: Duy Xuyên, Quảng Nam
- Chủ đầu tư: VinaCapital, Chow Tai Fook (Hong Kong), The Suncity Group (Macau)
- Diện tích dự án: 985.6 ha
- Giá trị gói thầu: 7.000 tỷ đồng
- Thời gian thi công: Q3/17 – Q1/19

Ecopark Sky Forest Residences



- Vị trí: Văn Giang, Hưng Yên
- Chủ đầu tư: Ecopark
- Diện tích dự án: 2,3 ha
- Giá trị gói thầu: 2.600 tỷ đồng
- Thời gian thi công: Q2/22 – 2025

Trụ sở Viettel Group



- Vị trí: Cầu Giấy, Hà Nội
- Chủ đầu tư: Tập đoàn Viettel
- Diện tích dự án: 2,4 ha
- Gói thầu: 1 hầm, 9 tầng
- Giá trị gói thầu: 989 tỷ đồng
- Thời gian thi công: Q2/16 – Q1/19

Bệnh viện Đa khoa Hồng Ngọc – Phúc Trường Minh



- Vị trí: Nam Từ Liêm, Hà Nội
- Chủ đầu tư: Công ty TNHH Bệnh viện ĐKTN An Sinh – Phúc Trường Minh
- Diện tích dự án: 8,9 ha
- Gói thầu: Thi công kết cấu, MEP
- Giá trị gói thầu: 625 tỷ đồng
- Thời gian thi công: Q2/16 – Q1/19

Trường đại học VinUni



- Vị trí: Gia Lâm, Hà Nội
- Chủ đầu tư: Công TNHH Đầu Tư & Phát Triển Đô Thị Gia Lâm (Vingroup)
- Diện tích dự án: 2 ha
- Giá trị gói thầu: 403 tỷ đồng
- Thời gian thi công: 2Q16 – 1Q19

Xây dựng công nghiệp

Tổ hợp sản xuất ô tô VinFast



- Vị trí: Đình Vũ, Khu Kinh tế Cát Hải, Hải Phòng
- Chủ đầu tư: VinFast (Vingroup)
- Diện tích dự án: 335 ha
- Gói thầu: Tổng thầu thi công Bê tông cốt thép, hoàn thiện, kết cấu thép và MEP
- Thời gian thi công: GĐ 1: Q3/17 – Q2/19; GĐ 2: Q2/22 – Q4/22; GĐ 3: Q1/23 – 2024

Tổ hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất



- Vị trí: Khu Kinh tế Dung Quất, Quảng Ngãi
- Chủ đầu tư: Tập đoàn Hòa Phát
- Diện tích dự án: 619 ha (2 giai đoạn)
- Gói thầu: GĐ1: Kết cấu, hoàn thiện, hạ tầng, đặc thù và cơ khí (bu lông, bản mã); GDD2: Tổng thầu thi công
- Thời gian thi công: GĐ 1: Q2/16 – Q1/19; GĐ 2: Q1/23 – 2025

Xây dựng hạ tầng giao thông

Sân bay quốc tế Nội Bài



- Vị trí: Sóc Sơn, Hà Nội
- Chủ đầu tư: Tổng công ty Cảng hàng không Miền Bắc
- Diện tích dự án: 14 ha
- Gói thầu: Nhà ga T2 (1 tầng hầm và 4 tầng lầu)
- Thời gian thi công: Q3/12 – Q4/14

Tuyến tránh Phủ Lý – Hà Nam



- Vị trí: Phủ Lý, Hà Nam
- Chủ đầu tư: CTCP Đầu tư Hạ tầng FCC
- Quy mô: 23 km Quốc lộ 1 đoạn tránh Thành phố Phủ Lý và tăng cường mật độ đường trên Quốc lộ 1 đoạn Km 215+775: Km 235+885
- Giá trị gói thầu: 2.040 tỷ đồng
- Thời gian thi công: Q4/14 – Q2/16

Nguồn: CTD, VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 2: Hệ thống xếp hạng theo tiêu chuẩn LEED

LEED (Thiết kế hàng đầu về Năng lượng và Môi trường) là một loại chứng chỉ được sử dụng rộng rãi nhất thế giới cho các công trình đạt chuẩn thân thiện môi trường, được cấp bởi Hội đồng Công trình xanh Hoa Kỳ (USGBC). USGBC đầu tư hơn 30 triệu USD mỗi năm để vận hành và cải tiến hệ thống LEED.

LEED cung cấp bộ tiêu chuẩn cho việc xây dựng các công trình xanh lành mạnh, hiệu quả cao và tiết kiệm chi phí.

Để đạt được chứng chỉ LEED, dự án cần tuân thủ các điều kiện tiên quyết và đạt điểm tín nhiệm cao theo từng cấp độ. Trong hệ thống tín nhiệm LEED, 35% liên quan đến biến đổi khí hậu, 20% tác động trực tiếp đến sức khỏe con người, 15% tác động đến tài nguyên nước, 10% ảnh hưởng đến đa dạng sinh học, 10% liên quan đến nền kinh tế xanh và 5% tác động đến cộng đồng và tài nguyên thiên nhiên.

Hình 54: Các cấp độ LEED

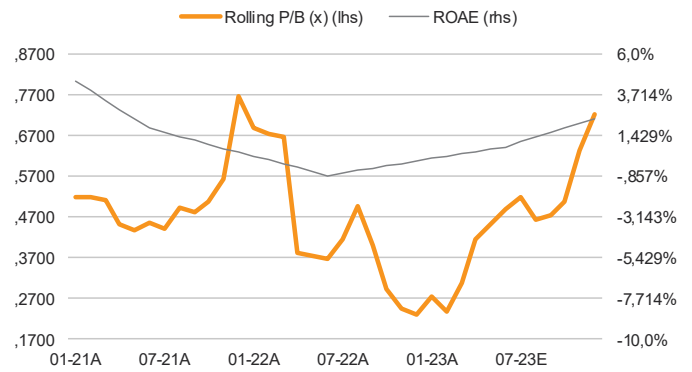
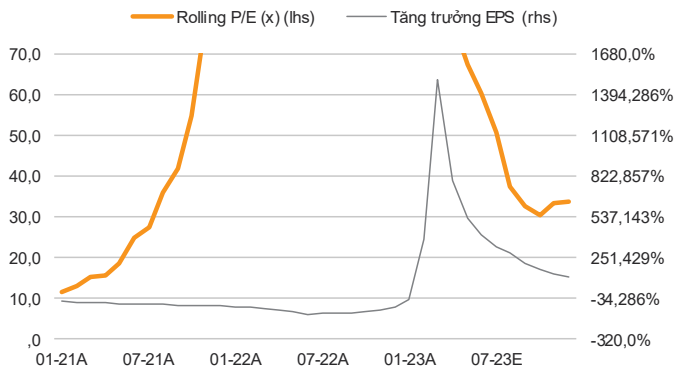


Nguồn: USGBC, VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 3: Ba liên danh nhà thầu tranh tài tại gói thầu 5.10 dự án sân bay quốc tế Long Thành

- **Liên danh Vietur** bao gồm 10 nhà thầu: Tập đoàn Công nghiệp và Thương mại Xây dựng IC Ictas (Thổ Nhĩ Kỳ) đứng đầu liên danh, CTCP Đầu tư Xây dựng Ricons, CTCP Đầu tư Xây dựng Newtecons, CTCP Đầu tư xây dựng SOL E&C, Tổng Công ty Xây dựng số 1 – CTCP (UPCOM: CC1), CTCP Kết cấu thép ATAD, Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (HOSE: VCG), CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings (HOSE: PHC), CTCP Hawee Cơ điện, Tổng Công ty Xây dựng Hà Nội – CTCP (UPCOM: HAN)
- **Liên danh Hoa Lư** bao gồm 8 nhà thầu: CTCP Xây dựng Coteccons đứng đầu liên danh, Công ty TNHH Đầu tư Xây dựng Unicons, Công ty TNHH MTV Thành An (OTC: THANHAN11, thuộc Bộ Quốc phòng), Công ty TNHH Tập đoàn Xây dựng DELTA, CTCP Xây dựng Central, CTCP Xây dựng An Phong, CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình (HOSE: HBC), và Power Line Engineering Public (PLE, Thái Lan).
- **Liên danh CHEC-BCEG-Vietnam** bao gồm 9 nhà thầu: Tổng Công ty Xây dựng Cảng Trung Quốc (CHEC) đứng đầu liên danh, Tập đoàn Kỹ thuật Xây dựng Bắc Kinh (BCEG), Công ty TNHH Xây dựng – Thương mại Thuận Việt, CTCP Đầu tư và Xây dựng Xuân Mai (UPCOM: XMC), CTCP Xây dựng CDC, Công ty TNHH MTV 789 (thuộc Bộ Quốc phòng), Công ty TNHH Nhà thép PEB, CTCP Đầu tư và Phát triển nhà Hà Nội số 52 (HANDICO 52), CTCP Đầu tư và Xây dựng Samcons Việt Nam.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	06-23A	06-24E	06-25E
Doanh thu thuần	16.088	17.894	21.086
Giá vốn hàng bán	(15.727)	(17.457)	(20.614)
Chi phí quản lý DN	(479)	(419)	(486)
Chi phí bán hàng	(0)	(0)	(0)
LN hoạt động thuần	(118)	18	(14)
EBITDA thuần	(222)	(15)	(48)
Chi phí khấu hao	105	34	34
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(118)	18	(14)
Thu nhập lãi	332	509	612
Chi phí tài chính	(170)	(135)	(121)
Thu nhập ròng khác	68	42	44
TN từ các Cty LK & LD	(20)	(3)	(1)
LN trước thuế	92	431	519
Thuế	(25)	(91)	(104)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	(1)	(1)
LN ròng	68	339	414
Thu nhập trên vốn	68	339	414
Cổ tức phổ thông	(52)	(52)	(52)
LN giữ lại	16	287	362

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	06-23A	06-24E	06-25E
Tiền và tương đương tiền	1.883	3.710	5.977
Đầu tư ngắn hạn	2.180	2.399	2.638
Các khoản phải thu ngắn hạn	12.079	17.405	16.218
Hàng tồn kho	3.148	3.567	5.286
Các tài sản ngắn hạn khác	593	685	757
Tổng tài sản ngắn hạn	19.884	27.765	30.876
Tài sản cố định	523	501	473
Tổng đầu tư	304	289	283
Tài sản dài hạn khác	718	855	909
Tổng tài sản	21.429	29.410	32.541
Vay & nợ ngắn hạn	697	1.159	1.140
Phải trả người bán	5.196	8.728	9.276
Nợ ngắn hạn khác	6.710	8.862	11.658
Tổng nợ ngắn hạn	12.603	18.749	22.074
Vay & nợ dài hạn	498	1.566	963
Các khoản phải trả khác	3	39	31
Vốn điều lệ và	788	1.036	1.036
LN giữ lại	388	925	1.338
Vốn chủ sở hữu	8.325	9.055	9.472
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	2	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	21.429	29.410	32.541

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	06-23A	06-24E	06-25E
LN trước thuế	92	431	519
Khấu hao	105	37	39
Thuế đã nộp	(101)	(70)	(71)
Các khoản điều chỉnh khác	119	50	466
Thay đổi VLD	287	803	888
LC tiền thuần HKKD	503	1.251	1.841
Đầu tư TSCĐ	(128)	(66)	(8)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	906	688	447
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(195)	211	235
LC tiền từ HĐĐT	583	833	674
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	6	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(121)	(257)	(246)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1)	(1)	(1)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	(0)
LC tiền thuần HĐTC	(117)	(257)	(247)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	913	1.883	3.710
LC tiền thuần trong năm	969	1.827	2.267
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.883	3.710	5.977

Các chỉ số cơ bản

	06-23A	06-24E	06-25E
Dupont			
Biên LN ròng	0,4%	1,9%	2,0%
Vòng quay TS	0,84	0,70	0,68
ROAA	0,4%	1,3%	1,3%
Đòn bẩy tài chính	2,26	2,93	3,34
ROAE	0,8%	3,9%	4,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	263,0	325,0	245,3
Số ngày nắm giữ HTK	73,1	74,8	93,6
Số ngày phải trả tiền bán	120,6	183,0	164,3
Vòng quay TSCĐ	30,17	34,93	43,29
ROIC	0,7%	2,9%	3,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,5	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,3	1,3	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,4
Vòng quay tiền	215,4	216,8	174,7
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	75,8%	11,2%	17,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(72,0%)		(177,2%)
Tăng trưởng LN ròng		401,8%	22,0%
Tăng trưởng EPS		281,7%	22,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.nguyenthanh@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>