

## Thách thức phía trước

Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)  
Trần Duy Lam, lam.td@miraeeasset.com.vn

## Kết quả kinh doanh 2024

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD) báo cáo doanh thu năm 2024 là 21.045 tỷ đồng, tăng mạnh so với năm 23 (+30,8% YoY) do khối lượng công việc tăng lên và hoạt động kinh doanh tiếp tục mở rộng. Hơn nữa, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện từ 2,3% lên 3,4% do vật liệu xây dựng tiếp tục hạ nhiệt trong năm.

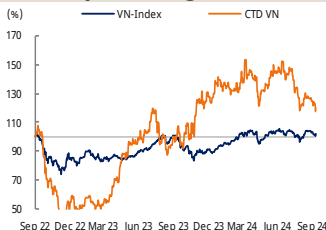
Tăng trưởng doanh thu kết hợp với việc mở rộng biên lợi nhuận gộp đã tạo ra lợi nhuận gộp 712 tỷ đồng, tăng 97% so với cùng kỳ năm ngoái. Ở chiều ngược lại, công ty cũng báo cáo trích lập dự phòng 251 tỷ đồng (+20 YoY). Chúng tôi xem đây là một hành động phù hợp khi công ty tăng dự phòng vào những thời điểm thuận lợi để tránh dự phòng tăng đột ngột vào những thời điểm khó khăn. Nói cách khác, lợi nhuận sẽ ổn định hơn và ít biến động hơn qua các năm. Do đó, các khoản phải thu nhìn chung vẫn được quản lý tốt. Qua đó, LNST tăng đáng kể lên 299 tỷ đồng (473% YoY).

## 2025: triển vọng, rủi ro &amp; định giá

**Triển vọng:** Công ty đang gặt được những thành quả đáng khích lệ sau nhiều năm tái cơ cấu với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ dù thị trường vẫn còn nhiều khó khăn. Tuy nhiên, thách thức vẫn hiện hữu đối với các nhà xây dựng nhà ở khi thị trường bất động sản Việt Nam vẫn chưa phục hồi. Theo quan điểm của chúng tôi, việc CTD duy trì khối lượng công việc và thu nhập ở mức này hoặc đạt mức tăng trưởng khiêm tốn sẽ là một kết quả đáng khích lệ trong năm nay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu từ 0 đến 10% và đạt mức thu nhập ròng vừa phải là 7,4% trong năm tài chính 25. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng các yếu tố cơ bản của CTD vẫn vững chắc và triển vọng tương đối sáng, dù bối cảnh vẫn còn nhiều thách thức

**Rủi ro:** Dự phòng phải thu: Dự phòng tăng trưởng nhanh hơn dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, với điều kiện các khoản phải thu vẫn được HĐQT quản lý tốt và bảng cân đối kế toán tiếp tục được cải thiện, chúng tôi không coi đây là rủi ro lớn vì việc trích lập dự phòng là điều khó tránh khỏi trong ngành xây dựng. Chúng tôi lo ngại hơn về tài sản tài chính 292 tỷ đồng. Mặc dù giá trị tuyệt đối là nhỏ so với tổng tài sản, nhưng sự sụt giảm của thị trường có thể có tác động tiêu cực đến thu nhập trên báo cáo.

## Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (18/9/2024, đồng)	60,300	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,026
LNST (2024E, tỷ đồng)	321	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	100
Kỳ vọng thị trường (2024E, tỷ đồng)	NA	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	66.4
Tăng trưởng EPS (2024E, %)	0	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48.5
P/E (2024E, x)	17.2	Beta (12M)	1.5
P/E thị trường (23, x)	14.8	Cao nhất 52 tuần (đồng)	45,000
Vn-Index	1259	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	78,100

## Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-5.0	-16.0	14.4
Tương đối	-5.6	-14.6	12.3

## Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2022H	2023H	2024H	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	14,537	16,088	21,045	22,729	25,115	27,627
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	487	361	713	909	1,080	1,243
Biên lợi nhuận gộp (%)	3.3%	2.3%	3.4%	4.0%	4.3%	4.5%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	21	67	299	321	448	562
EPS (VND/CP)	280	914	3,216	3,217	4,487	5,623
ROE (%)	0.3%	0.6%	3.6%	3.7%	4.9%	5.8%
P/E (x)	227.5x	90.0x	19.8x	17.2x	12.3x	9.8x
P/B (x)	0.6x	0.6x	0.6x	0.6x	0.6x	0.6x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

## Kết quả kinh doanh 2024

### Kết quả kinh doanh 2024

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD) báo cáo doanh thu năm 2024 là 21.045 tỷ đồng, tăng mạnh so với năm 23 (+30,8% YoY) do khối lượng công việc tăng lên và hoạt động kinh doanh tiếp tục mở rộng. Hơn nữa, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện từ 2,3% lên 3,4% do vật liệu xây dựng tiếp tục hạ nhiệt trong năm.

Tăng trưởng doanh thu kết hợp với việc mở rộng biên lợi nhuận gộp đã tạo ra lợi nhuận gộp 712 tỷ đồng, tăng 97% so với cùng kỳ năm ngoái. Ở chiều ngược lại, công ty cũng báo cáo trích lập dự phòng 251 tỷ đồng (+20 YoY). Chúng tôi xem đây là một hành động phù hợp khi công ty tăng dự phòng vào những thời điểm thuận lợi để tránh dự phòng tăng đột ngột vào những thời điểm khó khăn. Nói cách khác, lợi nhuận sẽ ổn định hơn và ít biến động hơn qua các năm. Do đó, các khoản phải thu nhìn chung vẫn được quản lý tốt, ví dụ: khoản phải thu của CÔNG TY TNHH PHÁT TRIỂN NAM HỘI AN đã giảm từ ~1.000 tỷ đồng xuống còn 175 tỷ đồng trong 2 năm qua. Qua đó, LNST tăng đáng kể lên 299 tỷ đồng (473% YoY).

## 2025: triển vọng, rủi ro & định giá

### Triển vọng

Công ty đang gặt được những thành quả đáng khích lệ sau nhiều năm tái cơ cấu với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ dù thị trường vẫn còn nhiều khó khăn. Tuy nhiên, thách thức vẫn hiện hữu đối với các nhà xây dựng nhà ở khi thị trường bất động sản Việt Nam vẫn chưa phục hồi. Theo quan điểm của chúng tôi, việc CTD duy trì khối lượng công việc và thu nhập ở mức này hoặc đạt mức tăng trưởng khiêm tốn sẽ là một kết quả đáng khích lệ trong năm nay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu từ 0 đến 10% và đạt mức thu nhập ròng vừa phải là 7,4% trong năm tài chính 25.

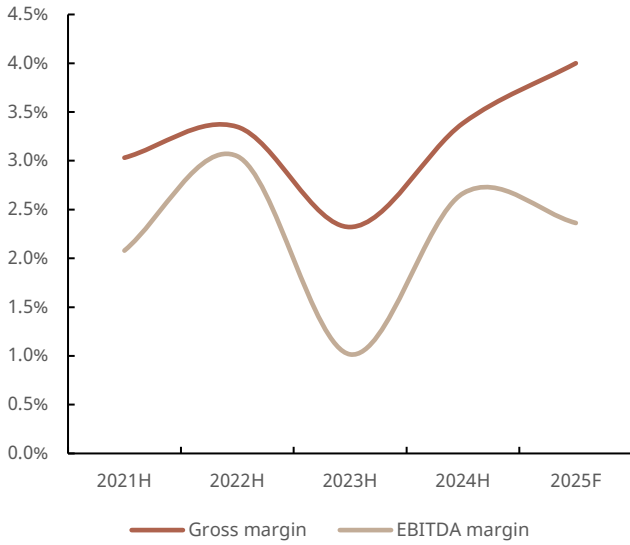
- Cho năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 22.729 tỷ đồng (8% YoY) và 321 tỷ đồng (+7,4% YoY), với EPS là 3.217 đồng (0%).
- Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ trở lại mức bình thường (từ 2,3% đến 4%), nhờ lợi nhuận gộp cao hơn từ các khách hàng lớn cũng như chi phí được công ty quản lý tốt.
- Chúng tôi duy trì quan điểm rằng các yếu tố cơ bản của CTD vẫn vững chắc và triển vọng tương đối sáng, dù bối cảnh vẫn còn nhiều thách thức

### Rủi ro

- Dự phòng phải thu: Dự phòng tăng trưởng nhanh hơn dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, với điều kiện các khoản phải thu vẫn được HĐQT quản lý tốt và bảng cân đối kế toán tiếp tục được cải thiện, chúng tôi không coi đây là rủi ro lớn vì việc trích lập dự phòng là điều khó tránh khỏi trong ngành xây dựng.
- Chúng tôi lo ngại hơn về tài sản tài chính 292 tỷ đồng. Mặc dù giá trị tuyệt đối là nhỏ so với tổng tài sản, nhưng sự sụt giảm của thị trường có thể có tác động

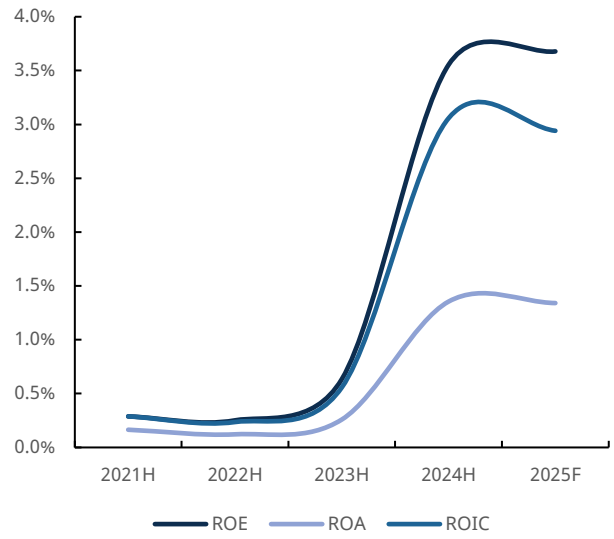
tiêu cực đến thu nhập trên báo cáo.

**Biểu đồ 1: Biên lợi nhuận gộp & biên EBITDA**



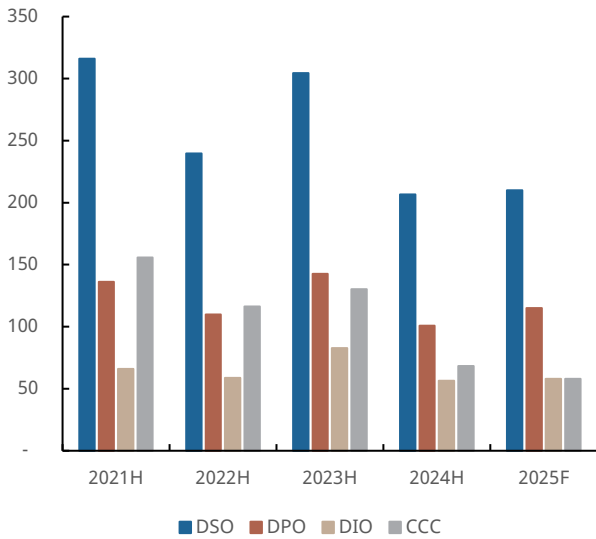
Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 2: Chỉ số lợi nhuận**



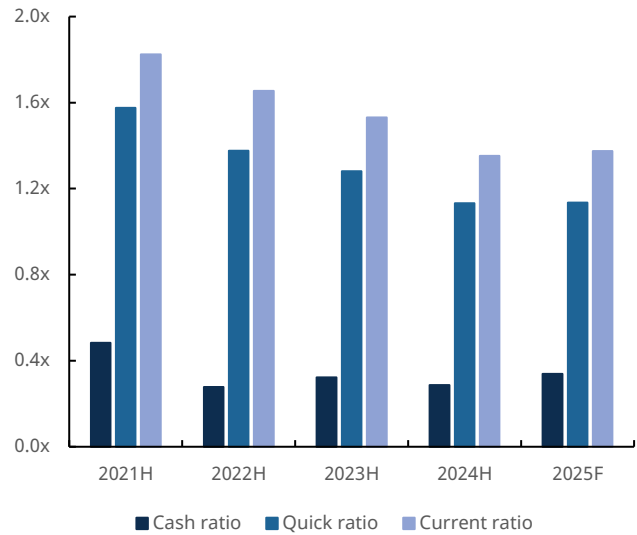
Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 3: Chỉ số quản trị**



Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 4: Chỉ số thanh khoản**



Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research

## CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD)

## Báo cáo KQHĐKD (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2024H	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	21,045	22,729	25,115	27,627
Giá vốn hàng bán	20,333	21,820	24,035	26,384
Lợi nhuận gộp	713	909	1,080	1,243
Doanh thu tài chính	280	214	246	302
Chi phí tài chính	105	153	138	152
SG&A	580	568	628	691
Thu nhập thuần từ HĐKD	307	402	560	702
Thu nhập khác	80	-	-	-
Thu nhập trước thuế	387	402	560	702
Thuế TNDH	88	80	112	140
Lợi nhuận sau thuế	299	321	448	562
LNST công ty mẹ	299	321	448	562
LNST cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	561	537	655	763
FCFF	234	730	433	185
Biên EBITDA (%)	3.4%	4.0%	4.3%	4.5%
Biên thu nhập hoạt động (%)	1.5%	1.8%	2.2%	2.5%
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	1.4%	1.4%	1.8%	2.0%

## Bảng Cân đối kế toán (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2024H	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	20,456	22,771	24,554	26,825
Tiền & Tương đương tiền	2,210	2,717	3,290	3,634
ĐTTT ngắn hạn	1,868	2,204	2,204	2,204
Phải thu ngắn hạn	12,246	13,077	13,762	15,138
Phải thu ngắn hạn khác	1,210	1,868	2,064	2,271
Dự phòng	(1,432)	(1,546)	(1,671)	(1,810)
Hàng tồn kho	3,126	3,467	3,819	4,192
TSNH khác	1,228	984	1,087	1,196
Tài sản dài hạn	2,373	2,347	2,346	2,354
Phải thu dài hạn	699	699	699	699
Tài sản cố định	456	430	429	436
Tài sản dài hạn khác	1,218	1,218	1,218	1,218
Nợ phải trả	14,248	16,216	17,550	19,266
Phải trả ngắn hạn cho người bán	6,125	6,875	7,244	7,951
Ứng trước ngắn hạn từ khách hàng	2,387	3,736	4,129	4,541
Chi phí phải trả ngắn hạn	3,159	2,391	2,634	2,891
Phải trả ngắn hạn khác	1,032	1,492	1,644	1,804
Tổng nợ	1,540	1,718	1,896	2,074
Vốn chủ sở hữu	8,581	8,900	9,348	9,910
Vốn điều lệ	1,036	1,036	1,036	1,036
Thặng dư vốn cổ phần	2,880	2,880	2,880	2,880
Cổ phiếu quỹ	(445)	(445)	(445)	(445)
Quỹ đầu tư phát triển	4,419	4,419	4,419	4,419
Lợi nhuận giữ lại	688	1,009	1,458	2,019
Tổng tài sản	22,829	25,116	26,898	29,176

## Cash Flows (Summarized)

(Tỷ đồng)	2024H	2025F	2026F	2027F
Thu nhập trước thuế	387	402	560	702
Khấu hao	43	82	77	72
Dự phòng	306	114	126	138
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	(239)	(214)	(246)	(302)
Chi phí lãi vay	92	153	138	152
LNHĐKD trước thay đổi VLĐ	590	537	655	763
Tăng/giảm khoản phải thu	(1,774)	(1,245)	(984)	(1,691)
Tăng/giảm hàng tồn kho	201	(341)	(352)	(373)
Tăng/giảm khoản phải trả	1,181	1,790	1,155	1,538
Tăng/giảm chứng khoán kinh doanh	(6)	-	-	-
Lãi vay đã trả	(87)	(153)	(138)	(152)
Thuế TNDH đã trả	(80)	(80)	(112)	(140)
Các hoạt động kinh doanh khác	(1)	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần HĐKD (CFO)	24	508	224	(56)
Mua sắm/Thanh lý TSCĐ	(527)	(57)	(76)	(79)
Chi/Thu tiền gửi ngân hàng	651	(336)	-	-
Chi/Thu đầu tư vào đơn vị khác	(199)	-	-	-
Lãi vay và cổ tức được chia	314	214	246	302
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT (CFI)	240	(179)	170	223
Mua cổ phiếu quỹ	7	-	-	-
Thu/Chi nợ vay	57	178	178	178
Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT(CFF)	63	178	178	178
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	328	507	572	345
Tiền & tương đương tiền đầu năm	1,883	2,210	2,717	3,290
Tiền & tương đương tiền cuối năm	2,210	2,717	3,290	3,634

## Dự phóng/Định giá (Tóm tắt)

	2024H	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	19.8x	17.2x	12.3x	9.8x
P/B (x)	0.6x	0.6x	0.6x	0.6x
EPS (VND/cp)	3,216	3,217	4,487	5,623
BVPS (VND/cp)	115,316	85,877	90,204	95,626
Tăng trưởng doanh thu (%)	30.8%	8.0%	10.5%	10.0%
Tăng trưởng EBITDA (%)	71.9%	-4.3%	22.0%	16.4%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp(%)	97.2	27.6%	18.8%	15.1%
Tăng trưởng EPS (%)	252%	0.0%	39.5%	25.3%
DSO (ngày)	207	210	200	200
DIO (ngày)	56	58	58	58
DPO (ngày)	101	115	110	110
ROE (%)	3.6%	3.7%	4.9%	5.8%
ROA (%)	1.4%	1.3%	1.7%	2.0%
ROIC (%)	3.1%	2.9%	3.9%	4.7%
Nợ/Tổng tài sản(%)	7%	7%	7%	7%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	18%	19%	20%	21%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.0x	2.2x	3.3x	3.6x
Khả năng thanh toán nợ (x)	0.3x	0.2x	0.3x	0.4x

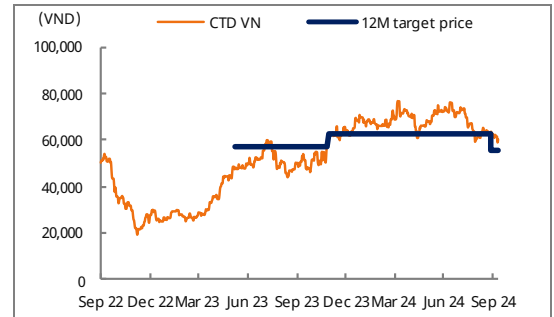
Source: Company data, Mirae Asset Vietnam Research forecasts

# Appendix 1

## Important disclosures and disclaimers

### Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD)	18/09/2024	Unrated	NA
CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD)	26/10/2023	Tăng tỷ trọng	62.584
CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD)	9/05/2022	Năm giữ	57.274



### Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

### Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

\* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

\* Outside of the official ratings of Mirae Asset Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

\* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

\* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

### Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the “Analysts”) are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst’s area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC(MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

## Mirae Asset Securities International Network

### Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

### Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060

Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

### Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

### Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336