

**CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (HOSE:CTD)**
**Nguyễn Nam Tân Uyên**

Chuyên viên Phân tích cơ bản

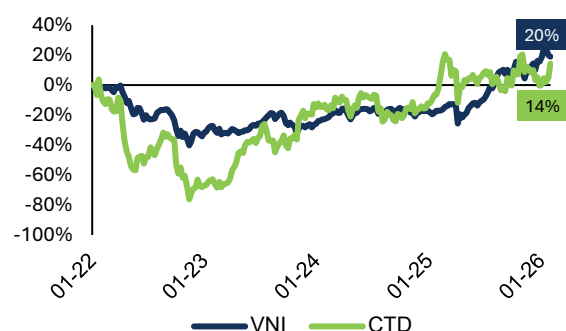
Email: uyenntn@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446

Người phê duyệt báo cáo:

**Đậu Đức Nam, CFA**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

**Diễn biến giá cổ phiếu CTD và VNIndex**

**Thông tin giao dịch (06/02/2026)**

|                                |             |
|--------------------------------|-------------|
| Giá hiện tại (VND/cp)          | 80.100      |
| Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)  | 97.400      |
| Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp) | 60.500      |
| Số lượng CP niêm yết (cp)      | 108.703.651 |
| Số lượng CP lưu hành (cp)      | 106.500.404 |
| KLGD bình quân 30 ngày (cp)    | 811,437.5   |
| % sở hữu nước ngoài            | 48,93%      |
| Vốn hóa (tỷ VND)               | 8.147       |
| P/E trailing 12 tháng (lần)    | 18.38       |
| EPS trailing 12 tháng (VND/cp) | 4.161       |

**Tổng quan doanh nghiệp**

|                 |                                              |
|-----------------|----------------------------------------------|
| Tên             | CTCP Xây dựng Coteccons                      |
| Địa chỉ         | 236/6 Điện Biên Phủ, phường Gia Định, TP.HCM |
| Doanh thu chính | Xây dựng                                     |
| Chi phí chính   | Chi phí nguyên vật liệu                      |
| Rủi ro chính    | Biến động giá nguyên vật liệu                |

 Giá hiện tại: **80.100**

 Giá mục tiêu: **92.300**

 Tăng: **15%**

Khuyến nghị

**MUA**
**ĐẶT THÊM NỀN MÓNG**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTD với giá mục tiêu là **92.300 VND/cp**, cao hơn **15%** so với giá đóng cửa ngày 06/02/2026 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF) ([Chi tiết](#)). Các luận điểm đầu tư như sau:

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:**

- **Khối lượng backlog lớn đảm bảo tăng trưởng doanh thu ngắn hạn** với giá trị backlog đạt 62.500 tỷ đồng tại tháng 2 năm 2026 - mức cao nhất trong lịch sử hoạt động. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng xây dựng tăng trưởng lần lượt là 23% và 31% YoY trong FY2026 và FY2027, và duy trì tăng trưởng ổn định trong trung hạn. ([Chi tiết](#))
- **Đa dạng hóa nguồn việc sang xây dựng hạ tầng và công nghiệp giúp giảm phụ thuộc vào BĐS dân dụng đã gặp nhiều khó khăn trong những năm gần đây.** Trong đó, xây dựng công nghiệp và hạ tầng chiếm lần lượt 20% và 10% trong cơ cấu doanh thu H1/FY2026 của CTD, tới từ các dự án lớn như nhà máy LEGO, Suntory PepsiCo, Pandora, sân bay Long Thành,... ([Chi tiết](#))
- **Nền tảng tài chính an toàn hỗ trợ trong giai đoạn mở rộng** cho phép doanh nghiệp chịu được độ trễ dòng tiền trong quá trình triển khai khối lượng công việc lớn và tạo lợi thế cạnh tranh trong đấu thầu. ([Chi tiết](#))

**RỦI RO ĐẦU TƯ:**

- **Biên lợi nhuận gộp mỏng khiến dự địa hấp thụ biến động chi phí đầu vào của CTD hạn chế.** Biên gộp hiện duy trì ở mức 3–4%, thấp hơn trung bình ngành, chủ yếu do đặc tính mô hình hoạt động phụ thuộc nhiều vào thầu phụ và áp lực cạnh tranh bằng giá trong ngành. ([Chi tiết](#))
- **Các khoản đầu tư ngoài ngành gây biến động lợi nhuận và rủi ro động vốn.** Trong quá khứ, CTD đã phải trích lập dự phòng 10–25% giá trị danh mục chứng khoán. Bên cạnh đó, dự án bất động sản đối mặt với rủi ro thanh khoản khi thị trường trầm lắng, gây áp lực lên quay vòng vốn của CTD. ([Chi tiết](#))

## A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

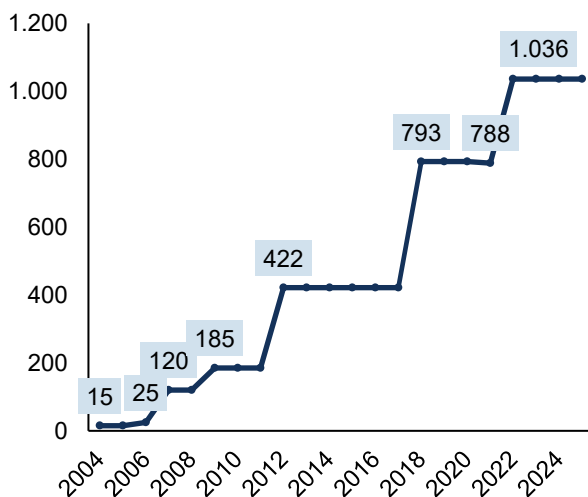


CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE:CTD) là tổng thầu xây dựng có quy mô doanh thu lớn nhất tại Việt Nam, với vị thế dẫn đầu trong phân khúc xây dựng dân dụng. Trong những năm gần đây, doanh nghiệp đang dần mở rộng sang xây dựng công nghiệp và hạ tầng nhằm đa dạng hóa cơ cấu doanh thu và giảm mức độ phụ thuộc thị trường bất động sản.

**CTD là một trong những doanh nghiệp xây dựng có hoạt động quan hệ nhà đầu tư tích cực với các buổi cập nhật định kỳ hàng quý.** Dù vậy, dữ liệu công bố của CTD vẫn thiếu độ chi tiết nhất định. Việc thiếu cơ cấu backlog cũng như biên lợi nhuận gộp từng mảng xây dựng khiến các số liệu liên quan trong báo cáo chủ yếu dựa trên ước tính của chuyên viên.

### I. Lịch sử hình thành và cơ cấu cổ đông

**Biểu đồ 1: Lịch sử tăng vốn CTD**



Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp

**2004:** Thành lập trên cơ sở cổ phần hóa đơn vị trực thuộc Tổng công ty Vật liệu Xây dựng số 1 (Fico), vốn điều lệ ban đầu 15,2 tỷ đồng.

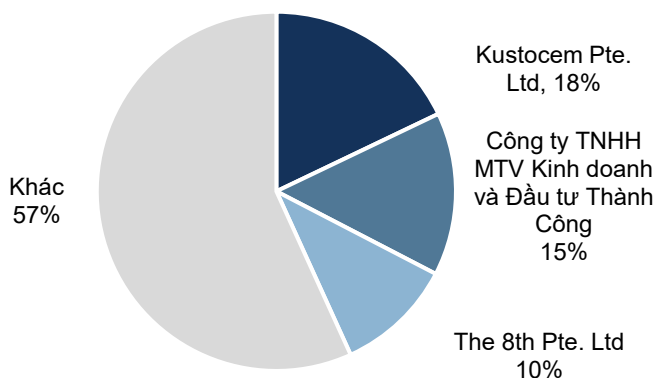
**2009:** Niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM với mã cổ phiếu CTD.

**2011-2018:** Giai đoạn mở rộng mạnh, tổng thầu nhiều dự án dân dụng quy mô lớn trên thị trường.

**2021-2022:** Hoạt động kinh doanh khó khăn do quá trình tái cơ cấu nội bộ và bối cảnh thị trường bất động sản suy yếu.

**2023-nay:** Hoạt động dần phục hồi, doanh nghiệp mở rộng sang mảng xây dựng công nghiệp và hạ tầng.

**Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông CTD tại ngày 06/02/2026**



Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp

Sau giai đoạn tái cấu trúc năm 2021, cơ cấu cổ đông của CTD nhìn chung ổn định. Tại ngày 06/02/2026, các cổ đông lớn của CTD đều có liên quan tới Kusto Group với tổng tỷ lệ sở hữu trên 43%.

Dưới thời Chủ tịch HĐQT Bolat Duisenov (Kusto Group), Coteccons đã dần tăng đòn bẩy tài chính và mở rộng sang mảng xây dựng công nghiệp và hạ tầng thay vì chỉ phụ thuộc vào phân khúc xây dựng dân dụng truyền thống.

### II. Công ty con, công ty liên kết

Các công ty con của CTD được công ty nắm quyền kiểm soát với tỷ lệ sở hữu cao, chủ yếu phục vụ triển khai dự án tại thị trường trong nước (hỗ trợ doanh nghiệp chủ động trong cung ứng thiết bị, vật tư và nguồn lực thi công), đồng thời bước đầu mở rộng ra thị trường quốc tế. [\(Chi tiết ở Phụ lục\)](#)

### III. Lưu ý về năm tài chính của CTD

Kể từ năm 2023, CTD áp dụng năm tài chính mới như sau:

- Trước năm 2023: Năm tài chính là năm dương lịch, kỳ kế toán từ 01/01-31/12.
- Năm 2023: Năm chuyển tiếp, kỳ kế toán 6 tháng (01/01/2023-30/06/2023).
- Từ năm 2024: Áp dụng năm tài chính mới, kỳ kế toán 01/07-30/06 năm sau (FY2024: 01/07/2023-30/06/2024).

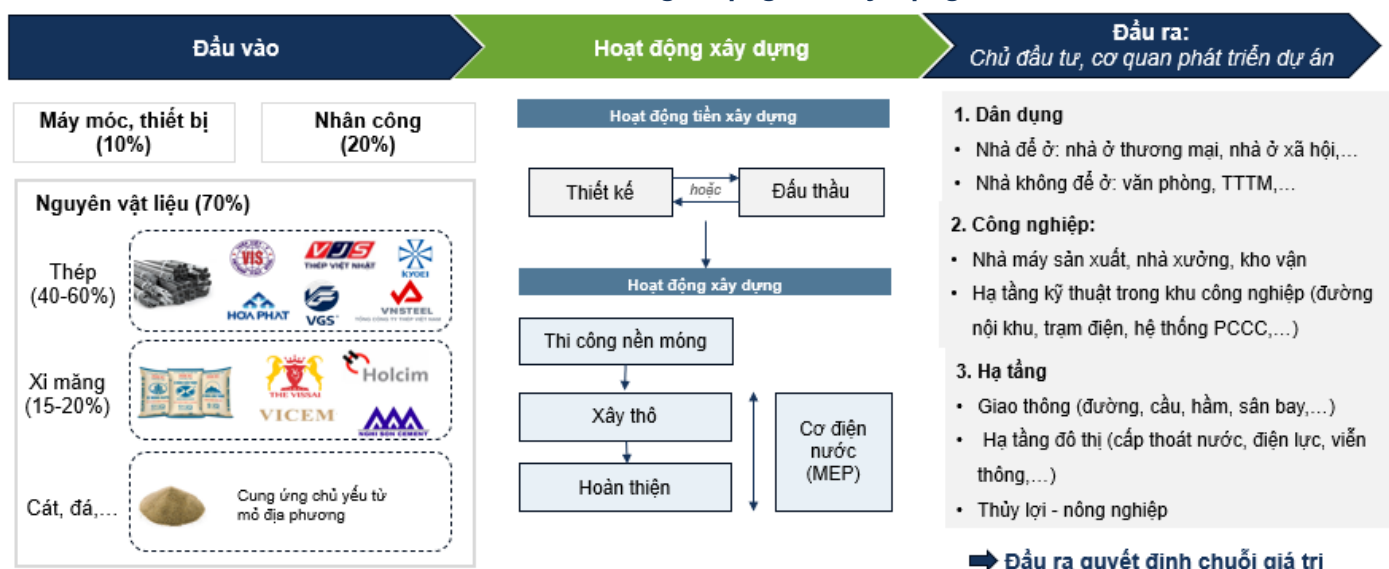
Trong toàn bộ báo cáo này, chúng tôi trình bày số liệu các doanh nghiệp theo năm tài chính mới của CTD (FY) để đảm bảo tính nhất quán khi so sánh.

## B. TỔNG QUAN NGÀNH XÂY DỰNG

### 1. Chuỗi giá trị ngành xây dựng

Đặc thù ngành xây dựng gồm cơ cấu chi phí thâm dụng nguyên vật liệu và sự phụ thuộc chặt chẽ vào nhu cầu của khách hàng, tạo nên môi trường kinh doanh mang tính chu kỳ cao, khiến biên lợi nhuận mỏng và nhiều biến động.

**Biểu đồ 3: Chuỗi giá trị ngành xây dựng**

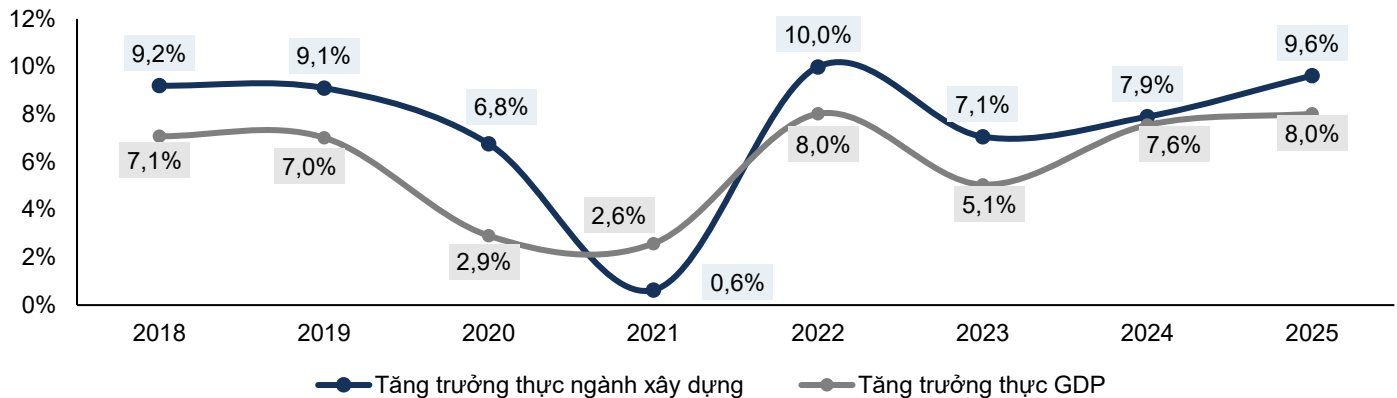


- **Ở phía đầu vào, khoảng 65-70% chi phí cấu thành sản phẩm xây dựng đến từ nguyên vật liệu (thép, xi măng, cát đá, ...), phần lớn được cung ứng bởi các nhà sản xuất nội địa.** Biến động giá nguyên vật liệu có tác động đáng kể tới biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xây dựng. Ngoài ra, chi phí nhân công (chiếm khoảng 20%) và máy móc thiết bị (10%) đóng vai trò thứ yếu trong rủi ro chi phí so với nguyên vật liệu do thường dễ dự báo và ít biến động hơn.
- **Ở phía đầu ra, ngành xây dựng gần với mô hình dịch vụ (dựa trên nhu cầu) hơn là sản xuất thông thường** với dự án chỉ được triển khai sau khi đã ký kết hợp đồng. Do đặc thù thâm dụng vốn và giá trị hợp đồng lớn, uy tín thương hiệu và năng lực thực thi dự án (dựa trên danh mục dự án đã thực hiện) là lợi thế cạnh tranh cũng như rào cản gia nhập cốt yếu, quyết định khả năng trúng thầu trong cả ba phân khúc dân dụng, công nghiệp và hạ tầng.

## 2. Ngành xây dựng hiện đang trong pha tăng trưởng

**Biểu đồ 4 – Ngành xây dựng mang tính chu kỳ và đang bước vào pha tăng trưởng**

**Tương quan tăng trưởng thực ngành xây dựng và tăng trưởng GDP**



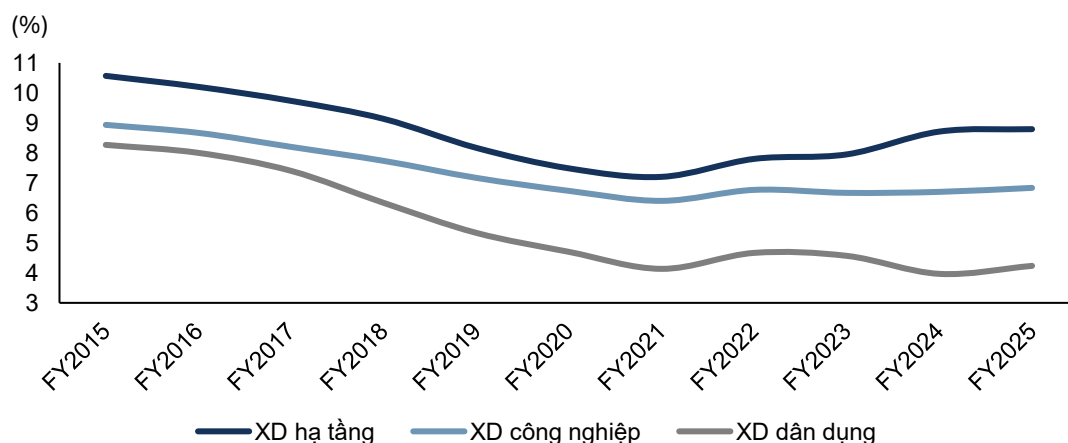
*Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp*

Ngành xây dựng Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mới, là động cơ thúc đẩy kinh tế Việt Nam tăng tốc với tăng trưởng thực giá trị gia tăng 9,62% YoY vào năm 2025 và kỳ vọng sẽ giữ đà tăng trưởng trong ngắn hạn:

- (1) Bất động sản dân dụng khởi thông pháp lý, gỡ bỏ nút thắt trong những năm gần đây, thúc đẩy nhu cầu xây dựng bất động sản dân dụng phục hồi.
- (2) Đầu tư công được chú trọng cả về nguồn vốn và tiến độ thực hiện: giai đoạn 2026–2030 là những năm bản lề, tập trung hoàn thiện các dự án hạ tầng lớn (cao tốc, sân bay). Nguồn vốn ngân sách thường mang tính nghịch chu kỳ, mang lại nguồn công việc ổn định trong ngành khi nhu cầu tư nhân biến động.
- (3) Xu hướng đầu tư FDI khả quan khi làn sóng dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam tiếp diễn dù trong bối cảnh thương mại quốc tế căng thẳng. Trong đó, sự tham gia và mở rộng của các tập đoàn quốc tế lớn tạo ra nhu cầu xây dựng công nghiệp chất lượng cao, là môi trường thuận lợi cho các tổng thầu lớn với khả năng đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường như CTD.

## 3. Biên lợi nhuận gộp toàn ngành chịu áp lực cạnh tranh và chi phí đầu vào

**Biểu đồ 5 – Biên lợi nhuận gộp xây dựng của các doanh nghiệp duy trì xu hướng giảm**



*Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS ước tính*

Trong đó, nhóm hạ tầng gồm HHV, C4G, LIC, LCG, PC1;  
nhóm công nghiệp gồm LLM, CC1, VCG;  
nhóm dân dụng gồm CTD, HBC, HTN, PHC.

**Dù nguồn công việc cải thiện, biên lợi nhuận gộp ngành xây dựng nhìn chung đã sụt giảm đáng kể so với năm 2015 do áp lực cạnh tranh gay gắt và chi phí đầu vào leo thang:**

- (1) Rào cản gia nhập thấp và bão hòa công nghệ: Tại phân khúc dân dụng và công nghiệp, cạnh tranh chủ yếu tập trung ở giá bỏ thầu khi số lượng nhà thầu tham gia lớn, thêm nữa kỹ thuật thi công không khác biệt lớn, phản ánh qua biên lợi nhuận gộp của hai nhóm nhà thầu này ở mức thấp hơn so với xây dựng hạ tầng.
- (2) Áp lực từ chi phí đầu vào: tình trạng thiếu hụt nhân công và nguồn cung vật liệu xây dựng cục bộ tiếp tục tạo áp lực lên chi phí đầu vào, làm hạn chế khả năng cải thiện biên lợi nhuận của ngành trong ngắn hạn.

Áp lực kép trên cũng là động lực thúc đẩy nhà thầu dân dụng truyền thống như CTD chuyển hướng sang các lĩnh vực có rào cản gia nhập cao hơn như hạ tầng hoặc công nghiệp phục vụ tập khách hàng FDI.

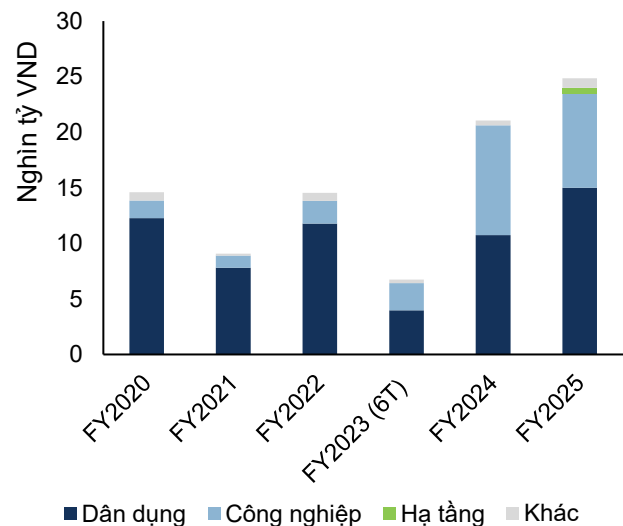
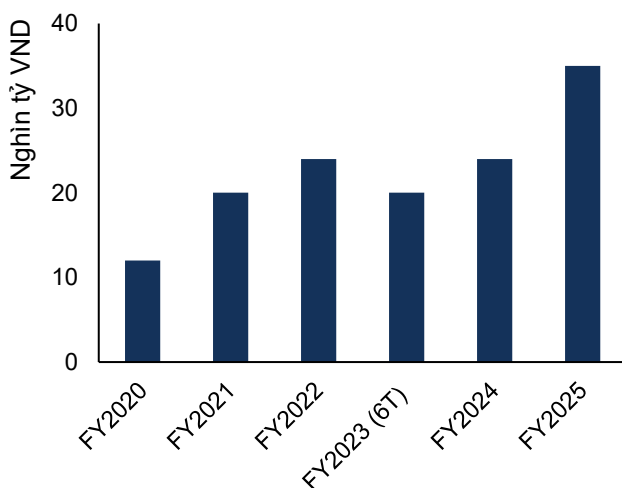
## C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### I. Tổng quan hoạt động kinh doanh

#### 1. Tăng trưởng tích cực về nguồn việc và doanh thu nhờ mở rộng lĩnh vực xây lắp ([Quay lại](#))

Sau tái cấu trúc, chiến lược của CTD thay đổi khi dần mở rộng sang mảng công nghiệp và hạ tầng, giảm sự phụ thuộc vào phân khúc dân dụng truyền thống.

**Biểu đồ 6: Backlog chuyển tiếp cuối năm duy trì xu hướng tăng**      **Biểu đồ 7: CTD dần đa dạng hóa cơ cấu doanh thu**

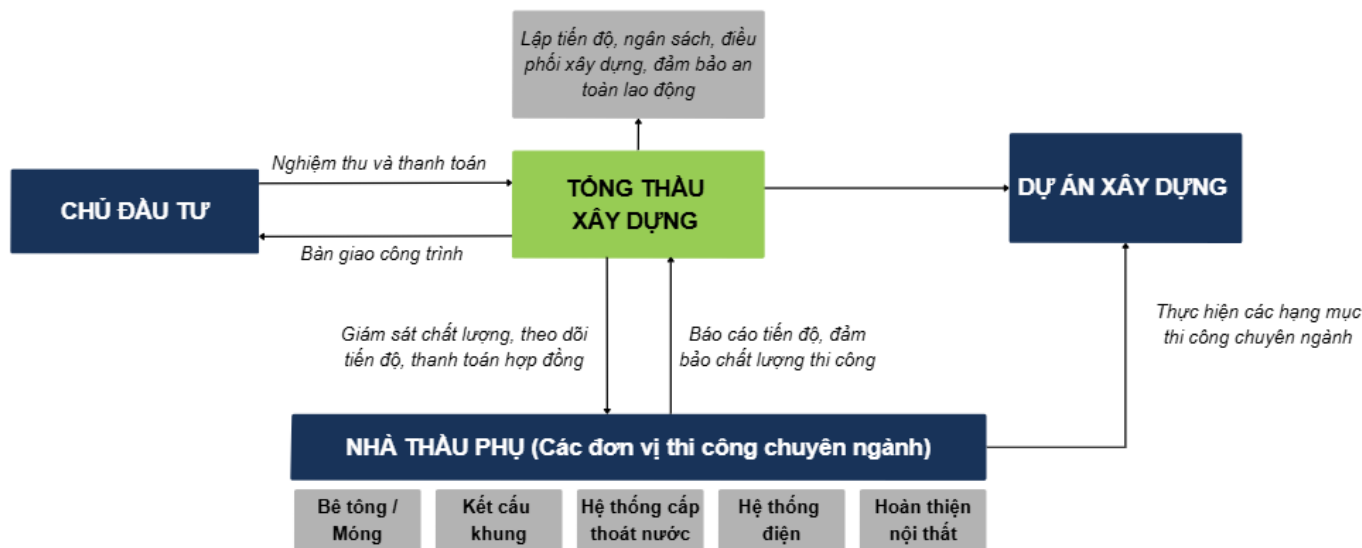


Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp và ước tính

Trong FY2025, mảng dân dụng và công nghiệp lần lượt chiếm khoảng 55% và 35% tổng doanh thu xây dựng. Mảng hạ tầng chưa đóng góp lớn nhưng doanh nghiệp cũng đã trúng thầu thêm các gói xây dựng hạ tầng trong backlog chuyển tiếp năm 2026. Chúng tôi đánh giá việc mở rộng mảng xây dựng sẽ tác động tích cực tới CTD nhờ (1) giảm rủi ro vào thị trường bất động sản, (2) bước chân vào hai phân khúc với triển vọng trung hạn tích cực, và (3) cải thiện chất lượng khoản phải thu khi các nhà đầu tư hạ tầng và công nghệ nhìn chung có nền tảng tài chính an toàn hơn các chủ đầu tư bất động sản.

## 2. Mô hình tổng thầu của CTD

**Biểu đồ 8: Mô hình tổng thầu của CTD**

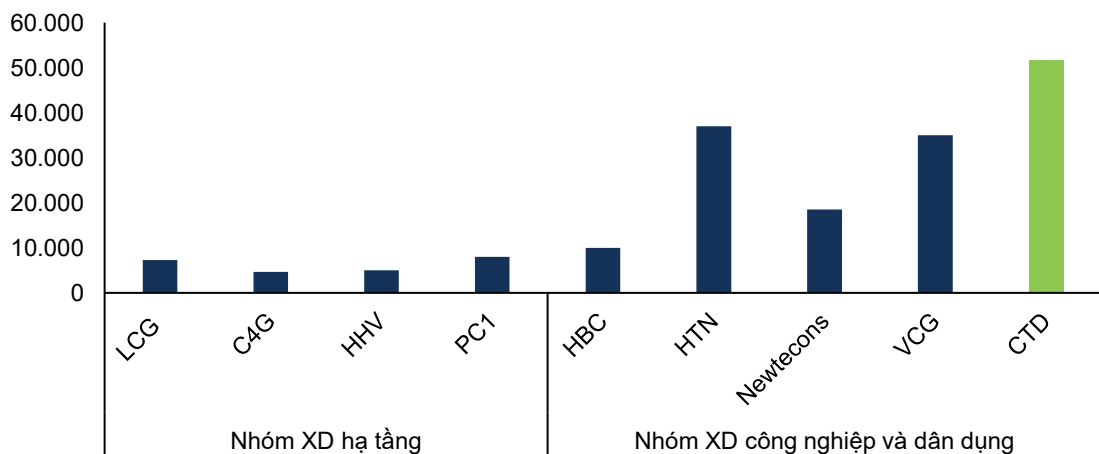


**Coteccons là tổng thầu xây dựng** với vai trò ký hợp đồng dự án với chủ đầu tư và chịu trách nhiệm quản lý toàn bộ quá trình thi công. Tổng thầu có thể phân tách khối lượng công việc để trực tiếp thi công hoặc chuyển giao cho các nhà thầu phụ chuyên biệt.

So với các tổng thầu khác, CTD thường sử dụng nhiều thầu phụ hơn, giúp linh hoạt cấu trúc chi phí (thích hợp với tính chu kỳ cao) nhưng ngược lại đánh đổi một phần lợi nhuận và đặt trọng tâm vào năng lực quản trị thi công để đảm bảo chất lượng và tiến độ. Với mô hình trên, hiệu quả hoạt động của Coteccons tập trung vào hai năng lực cốt lõi, gồm (i) **khả năng phát triển nguồn việc, được thể hiện qua quy mô và chất lượng backlog** và (ii) **năng lực quản lý và triển khai dự án**. Trong các phần tiếp theo, chúng tôi sẽ lần lượt phân tích các yếu tố trên nhằm đánh giá nền tảng hoạt động của doanh nghiệp.

## II. Backlog tăng trưởng mạnh cùng xu hướng đa dạng hóa nguồn việc

**Biểu đồ 9: Backlog chuyển tiếp tại Tháng 12/2025 cao nhất ngành xây dựng (tỷ VND)**

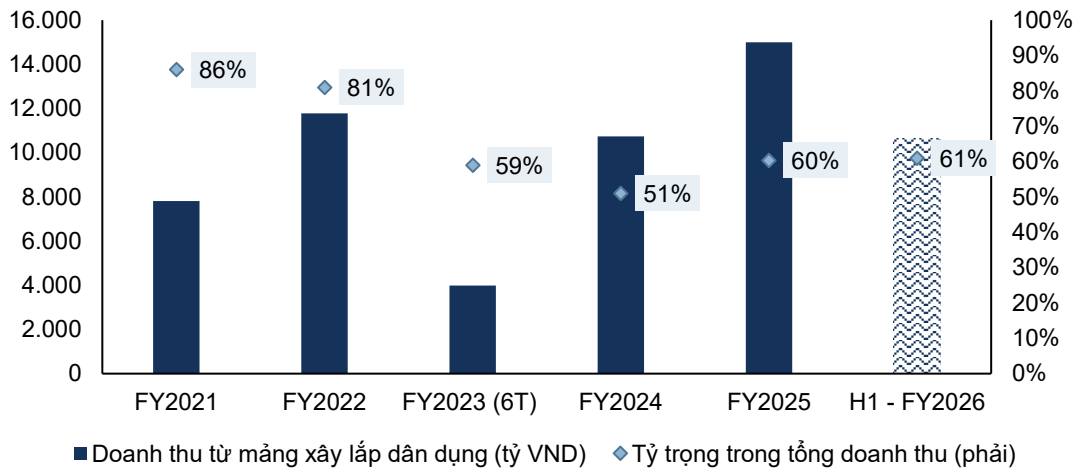


Nguồn: FPTs tổng hợp

Tại tháng 12/2025, CTD ghi nhận mức backlog cao nhất trong lịch sử hoạt động và vượt trội so với các doanh nghiệp xây dựng khác ở 51.600 tỷ đồng (và đã lên tới 62.500 tỷ tại T02/2026). Trong đó, mảng dân dụng vẫn đóng góp lớn nhất ở khoảng 55%. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá động lực gia tăng nguồn việc trong ngắn hạn sẽ chủ yếu tới từ mảng công nghiệp và hạ tầng.

## 1. Nguồn việc từ mảng dân dụng chiếm tỷ trọng lớn nhưng tăng trưởng hạn chế

**Biểu đồ 10: Doanh thu từ mảng xây lắp dân dụng**



Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp và ước tính

Xây dựng dân dụng vẫn là trụ cột chính trong backlog và doanh thu xây dựng của Coteccons trong những năm gần đây. Từ 2021 tới nay, doanh thu xây dựng dân dụng của doanh nghiệp duy trì xu hướng tăng dù ngành bất động sản khó khăn, nhờ vào kinh nghiệm xây dựng dự án kỹ thuật cao cũng như mối quan hệ tốt với các chủ đầu tư quy mô lớn.

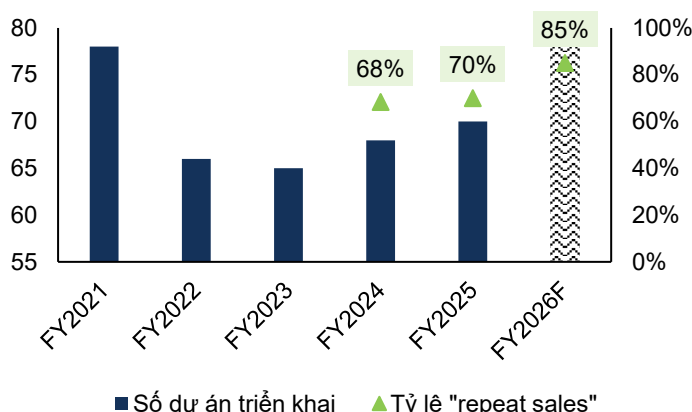
- **CTD sở hữu lợi thế cạnh tranh trong nhóm dự án dân dụng có yêu cầu kỹ thuật cao**, đặc biệt là các công trình siêu cao tầng và công trình ngầm với yêu cầu nghiêm ngặt về nền móng và kết cấu ([Xem thêm](#)). Kinh nghiệm đã được chứng minh qua các dự án tiêu biểu là lợi thế của CTD trong các tiêu chí tiền thẩm định trong hồ sơ đấu thầu so với các tổng thầu lớn khác trong ngành:

**Bảng 1: So sánh kinh nghiệm xây lắp các công trình kỹ thuật cao giữa các nhà thầu dân dụng**

| Dân dụng                      | CTD                                  | HBC                         | Delta                              | PHC |
|-------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|-----|
| Nhà siêu cao tầng (>40 tầng)  | Landmark 81                          | X                           | Bitexco Capital Place              | X   |
| Công trình ngầm (>5 tầng hầm) | IFC The One Saigon, Spirit of Saigon | X                           | Vincom Royal City, The Grand Hanoi | X   |
| Kết cấu đặc biệt              | Diamond Crown Hải Phòng (Diagrid)    | The Grand Hồ Tràm (mái vòm) | X                                  | X   |

Nguồn: FPTS tổng hợp

- **Backlog dân dụng của Coteccons được hình thành chủ yếu thông qua các mối quan hệ hợp tác nhiều lần với chủ đầu tư lớn (repeat sales)**. Theo đó, doanh nghiệp tập trung triển khai nhiều dự án lặp lại cho cùng một số chủ đầu tư như Ecopark, Sun Group, Masterise Homes và CapitalLand,... Đây đều là các chủ đầu tư tập trung vào dự án quy mô lớn và quỹ đất còn lại đáng kể, qua đó tạo nguồn việc tương đối ổn định cho doanh nghiệp trong các năm gần đây. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá chiến lược “repeat sales” cũng đi kèm với những đánh đổi nhất định với các điều khoản thanh toán kém thuận lợi hơn nhằm duy trì quan hệ hợp tác và khả năng tiếp tục ký kết hợp đồng trong tương lai.

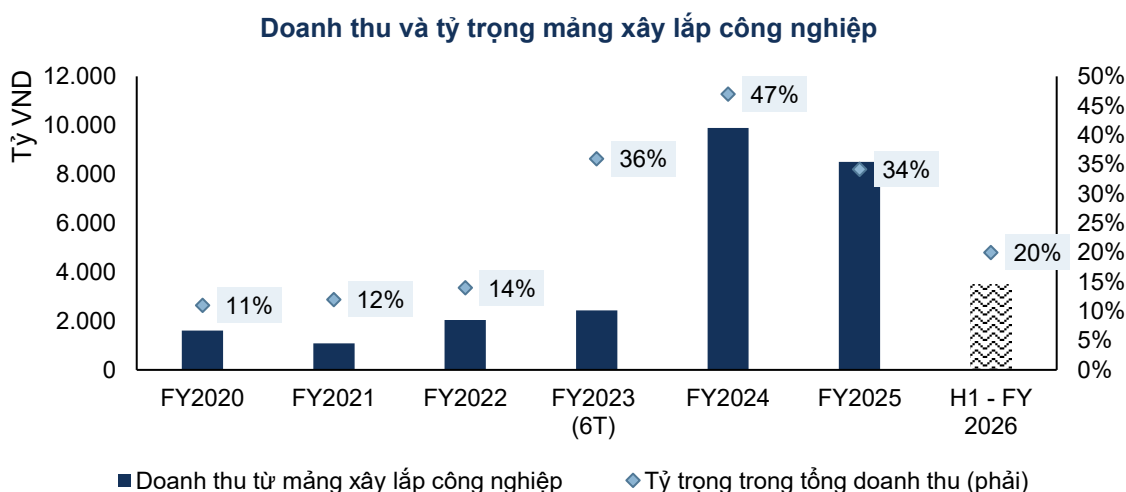
**Biểu đồ 11: Tỷ lệ dự án thực hiện với các chủ đầu tư chiếm đa phần danh mục của CTD**

**Bảng 2: Các dự án trúng thầu trong FY2026 với các chủ đầu tư quen thuộc**

| Chủ đầu tư      | Dự án tiêu biểu                                                                |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| Ecopark         | Eco Central Park Vinh; Ecopark Retreat Long An                                 |
| Gamuda Land     | Eaton Park – Giai đoạn 3 (A1, A2)                                              |
| Masterise Homes | The Global City – CT07                                                         |
| MIK Group       | Khu đô thị Đông Anh (Xuân Canh – Đông Hội – Mai Lâm)                           |
| SonKim Land     | The 9 Stellars                                                                 |
| Sun Group       | Khách sạn Nam Phương (Phú Quốc); Tổ hợp du lịch – giải trí biển Hòn Thơm (MEP) |
| Vinhomes        | KĐT Tây Mỗ (Smart City) – Lô F2-CH01                                           |

Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp và ước tính

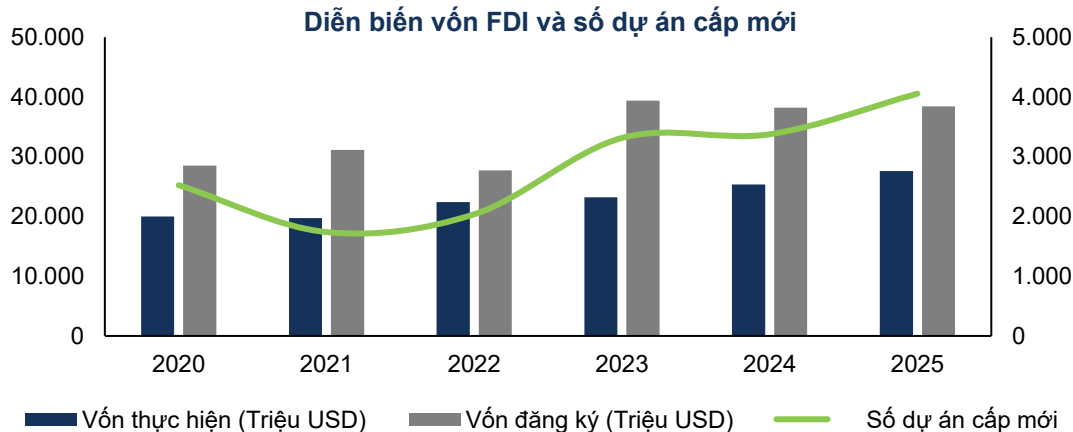
Tuy nhiên, triển vọng mở rộng nguồn việc mới trong mảng dân dụng đang đối mặt với nhiều thách thức hơn trong ngắn hạn, khi mật bằng lãi suất không còn mang tính hỗ trợ như trước. ([Xem thêm](#))

## 2. Mảng công nghiệp hưởng lợi từ xu hướng FDI tiêu chuẩn xanh

**Biểu đồ 12: Doanh thu mảng công nghiệp của CTD chiếm tỷ trọng cao kể từ năm 2023**


Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp và ước tính

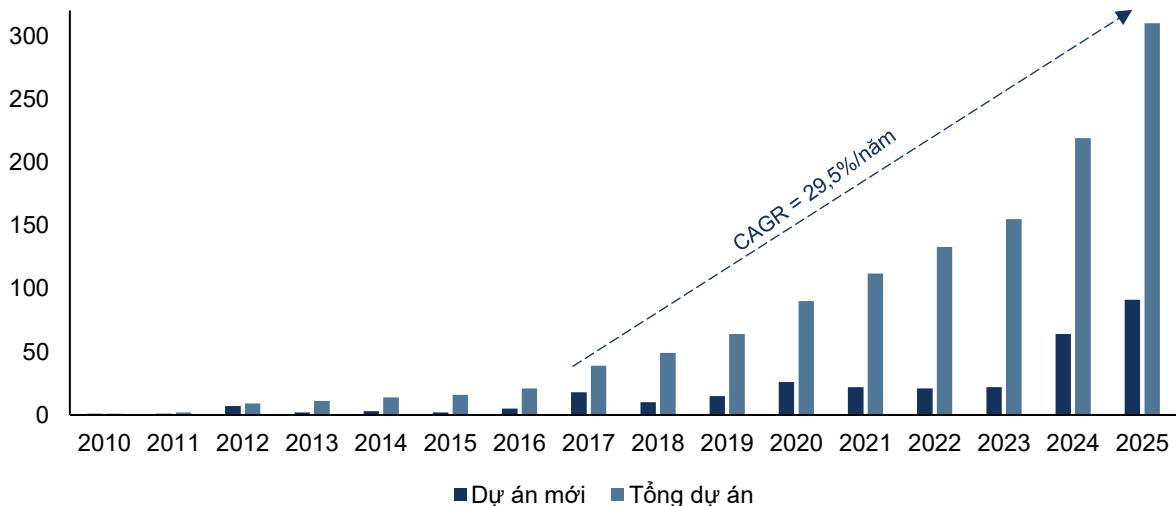
Kể từ năm 2023, CTD đã chủ động đẩy mạnh mảng xây lắp công nghiệp trong bối cảnh thị trường dân dụng kém thuận lợi và dòng vốn FDI tiếp tục duy trì quy mô lớn. Trong FY2024–FY2025, mảng này đóng góp 30–45% doanh thu xây dựng, trở thành mảng có tỷ trọng lớn thứ hai trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp. Nguồn việc mảng công nghiệp tập trung vào các dự án FDI, tới từ lợi thế về kinh nghiệm triển khai các dự án công nghiệp đáp ứng tiêu chuẩn xây dựng xanh, phù hợp với yêu cầu ngày càng phổ biến trong các dự án FDI những năm gần đây.

**Biểu đồ 13: FDI tăng trưởng tạo nền tảng mở rộng nguồn việc cho mảng xây dựng công nghiệp**


Nguồn: Tổng cục Thống kê, FPTS tổng hợp

Năm 2025, đầu tư FDI nhìn chung tích cực với vốn đăng ký đạt 38,4 tỷ USD (+0,5% YoY), tập trung vào lĩnh vực công nghiệp chế biến - chế tạo (chiếm khoảng 56,5% tổng vốn đăng ký mới). Bên cạnh đó, vốn thực hiện ước đạt 27,6 tỷ USD (+9% YoY, cao nhất trong vòng 05 năm), thể hiện công việc xây lắp thực tế đang trong cao điểm triển khai.

Bên cạnh quy mô, xu hướng các dự án FDI gia tăng yêu cầu về chứng chỉ xây dựng xanh đã làm thay đổi mặt bằng yêu cầu kỹ thuật đối với các gói thầu xây lắp công nghiệp. Cụ thể, số lượng công trình mới đạt chứng chỉ LEED tại Việt Nam tăng mạnh trong giai đoạn 2024–2025, lần lượt +190% YoY và +42% YoY, cho thấy tiêu chuẩn xanh đang trở thành đặc điểm phổ biến của các dự án nhà máy và khu công nghiệp có yếu tố FDI. ([Xem thêm về chứng chỉ LEED](#))

**Biểu đồ 14: Số lượng dự án đạt chứng chỉ LEED tại Việt Nam đang tăng tốc**


Nguồn: Hội đồng công trình xanh Việt Nam, FPTS tổng hợp

**Lợi thế cạnh tranh của CTD được định vị tại phân khúc dự án công nghiệp yêu cầu tiêu chuẩn xây dựng xanh, đặc biệt là các công trình hướng tới LEED Gold và LEED Platinum.** Doanh nghiệp đã tham gia triển khai nhiều dự án công nghiệp đạt chứng chỉ LEED với các chủ đầu tư lớn như BWID, Suntory PepsiCo, Foxconn, LOGOS:

**Bảng 3: Các dự án công nghiệp nổi bật của CTD đạt chứng chỉ LEED**

| Công trình      | Chứng nhận LEED/LOTUS | Vị trí               |
|-----------------|-----------------------|----------------------|
| Nhà máy LEGO    | LEED Gold/Platinum    | VSIP III, Bình Dương |
| Nhà máy Pandora | LEED Gold             | VSIP II, Bình Dương  |

|                              |                      |                   |
|------------------------------|----------------------|-------------------|
| Nhà máy Suntory PepsiCo      | LEED cao cấp         | TP.HCM            |
| Nhà máy Apache GD 02         | LEED                 | Tiền Giang        |
| BWID CN7-CN8                 | LEED Gold (mục tiêu) | Hưng Yên          |
| Nhà máy Stronkin             | LEED                 | Bà Rịa – Vũng Tàu |
| BW Industry Yên Phong CN14.1 | LEED                 | Bắc Ninh          |

Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp

Sự chuyển dịch của dòng vốn FDI sang các tiêu chuẩn xanh như LEED đang tạo ra một phân khúc thị trường có rào cản gia nhập cao, nơi CTD sở hữu lợi thế của người đi đầu:

- Việc triển khai các dự án LEED (đặc biệt cấp độ Gold và Platinum) đòi hỏi chi phí đào tạo, thiết lập hồ sơ và rủi ro điều chỉnh thiết kế để đáp ứng yêu cầu chứng chỉ, buộc nhà thầu phải chấp nhận áp lực chi phí và đánh đổi lợi nhuận ngắn hạn.
- Việc áp dụng LEED làm tổng mức đầu tư dự án tăng thêm khoảng 0–3% đối với Certified/Silver và 4–5% đối với Gold/Platinum. Do đó, các chủ đầu tư có xu hướng ưu tiên lựa chọn nhà thầu đã có hồ sơ năng lực (thể hiện kinh nghiệm thực hiện các dự án LEED) nhằm hạn chế rủi ro không đạt chứng chỉ cũng như phát sinh chi phí ngoài dự kiến.

Trong bối cảnh các chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam duy trì ở mức tích cực, phản ánh nhu cầu xây lắp mới và mở rộng nhà máy trong ngắn hạn ([xem thêm](#)), CTD có khả năng tận dụng lợi thế từ danh mục dự án đạt chuẩn LEED để gia tăng quy mô backlog trong phân khúc công nghiệp.

**Dù vậy, nguồn việc của CTD trong phân khúc công nghiệp mới chỉ tập trung vào phân khúc xây dựng xanh, và vẫn còn hạn chế tại các dự án có độ phức tạp kỹ thuật cao hơn** như nhà máy năng lượng hoặc hạ tầng công nghiệp chuyên sâu. Nguyên nhân chính đến từ việc các phân khúc này đòi hỏi kỹ thuật thi công chuyên biệt và hồ sơ tham chiếu tích lũy trong thời gian dài. Trong khi đó, các nhà thầu hạ tầng truyền thống như Fecon, Licogi hay Cienco đã tham gia các dự án tương tự từ sớm và hình thành lợi thế rõ rệt về năng lực kỹ thuật và hồ sơ dự án.

### 3. Mảng hạ tầng mở rộng thông qua hình thức liên danh trong bối cảnh giải ngân đầu tư công tăng cao

Đối với nguồn việc mảng hạ tầng, tuy hiện tại doanh thu vẫn còn nhỏ (chỉ khoảng 485 tỷ VND vào FY2025) nhưng chúng tôi đánh giá đây sẽ là mảng tăng trưởng với tỷ lệ cao nhất trong ba nhóm, đến từ việc CTD đang hưởng lợi bằng cách tham gia các dự án hạ tầng cảng dưới hình thức liên danh trong bối cảnh nguồn vốn đầu tư công tăng trưởng mạnh mẽ.

**Các gói thầu trúng theo hình thức liên danh giai đoạn 2024–2025 cho thấy CTD đang từng bước tích lũy kinh nghiệm và mở rộng hiện diện trong mảng này**, đặc biệt ở hạ tầng cảng hàng không. Coteccons đã hợp tác cùng các tên tuổi lớn như Tổng công ty Xây dựng số 1 (CC1), FECON, HHV để trúng các gói thầu về hạ tầng:

**Bảng 4: Danh mục các gói thầu hạ tầng của CTD**

| Dự án (hạng mục thi công)                                                        | Chủ đầu tư | Vai trò của CTD                   | Giá trúng thầu |
|----------------------------------------------------------------------------------|------------|-----------------------------------|----------------|
| Cảng HKQT Long Thành – GD 1 (Gói 11.5: Nhà để xe)                                | ACV        | Thành viên liên danh              | 3.143 tỷ VND   |
| Cảng HKQT Long Thành – GD 1 (Gói 7.8: Nhà ga hàng hóa số 1 & công trình phụ trợ) | ACV        | Thành viên liên danh              | ~3.379 tỷ VND  |
| Nhà ga hành khách T2 – Cảng HKQT Phú Quốc                                        | ACV        | Nhà thầu chính (theo công bố CTD) | NA             |

Nguồn: FPTS tổng hợp

Nhìn chung, mảng hạ tầng có rào cản gia nhập cao hơn khi yêu cầu thiết bị và công nghệ thi công chuyên biệt, đặc biệt trong các dự án quy mô lớn. Trong giai đoạn đầu mở rộng sang mảng hạ tầng, đa số dự án được

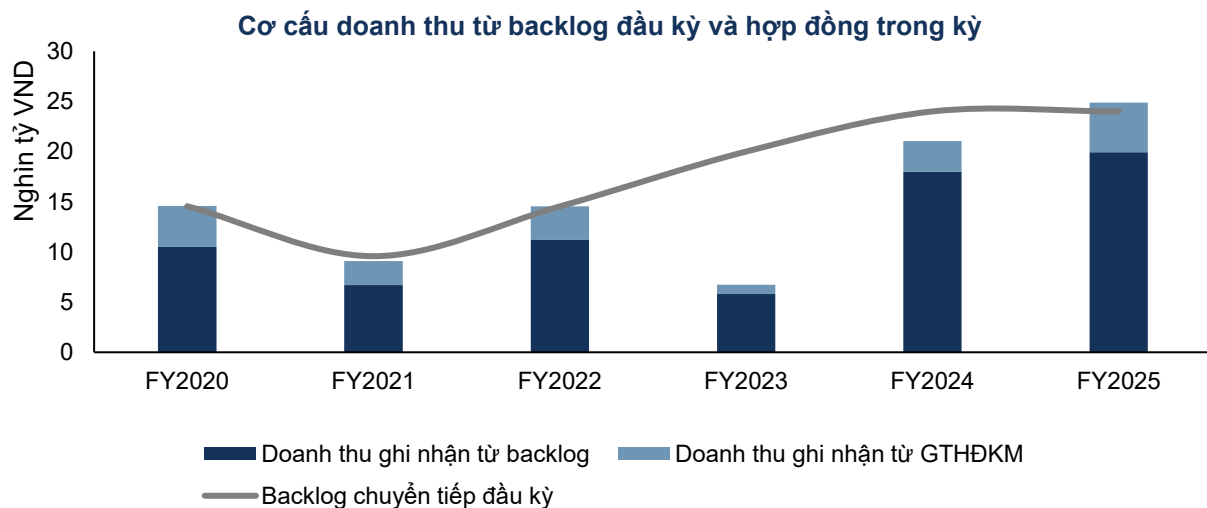
Coteccons tiếp cận theo hướng thận trọng, chủ yếu thông qua liên danh với các đối tác có kinh nghiệm – phản ánh chiến lược tích lũy hồ sơ năng lực trước khi tham gia đấu thầu độc lập và hạn chế rủi ro thực thi (do đặc thù triển khai các dự án hạ tầng phức tạp cao, bao gồm yêu cầu chuyên sâu về địa chất, điều kiện thi công và quá trình làm việc với nhiều cơ quan quản lý trong suốt vòng đời dự án).

### III. Năng lực quản lý và triển khai dự án đáp ứng được backlog tăng mạnh nhưng gắn liền với áp lực dòng tiền

#### 1. Khối lượng công việc được triển khai đúng tiến độ, nhưng đi kèm áp lực về biên lợi nhuận

Với backlog quy mô lớn, năng lực quản lý và đảm bảo tiến độ thi công là yếu tố then chốt đối với Cotecons. Chúng tôi ước tính tỷ lệ chuyển hóa backlog đầu năm sang doanh thu của CTD duy trì ở mức ổn định trong các năm gần đây: khoảng 60–70% backlog đầu kỳ và 10–15% tổng giá trị hợp đồng ký mới được ghi nhận vào doanh thu trong năm, với mức độ biến động không quá lớn qua các giai đoạn.

**Bảng 5: CTD duy trì tốc độ chuyển hóa backlog sang doanh thu ổn định qua các năm**

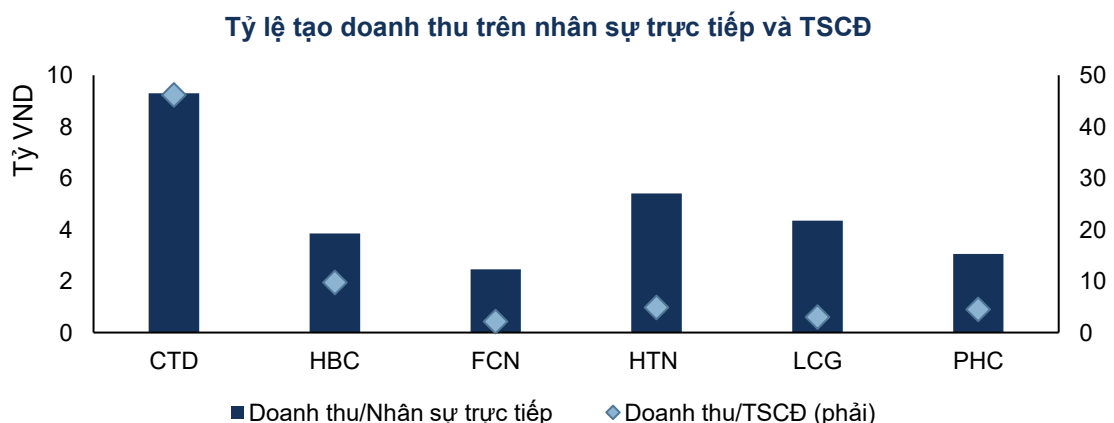


Trong bối cảnh backlog dự kiến tăng trưởng nhanh trong FY2025–FY2026, chúng tôi cho rằng năng lực triển khai của CTD tiếp tục được đảm bảo nhờ hai trụ cột chính trong mô hình vận hành: (i) mô hình thi công linh hoạt dựa trên hệ thống thầu phụ và (ii) áp dụng mô hình quản lý thi công nhanh (fast-track). Tuy nhiên, các yếu tố này đồng thời cũng tạo áp lực lên biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

#### 1.1. Mô hình thầu phụ linh hoạt giúp mở rộng quy mô thi công nhưng làm mỏng biên lợi nhuận gộp

Mô hình của CTD hạn chế nguồn lực nội bộ, thay vào đó tận dụng mạng lưới thầu phụ và máy móc thuê ngoài để triển khai dự án. Đặc điểm này thể hiện rõ qua các chỉ tiêu hiệu quả, khi doanh thu trên mỗi lao động trực tiếp và trên mỗi đơn vị tài sản cố định của CTD cao hơn đáng kể so với mặt bằng các tổng thầu dân dụng khác.

**Biểu đồ 15: Các chỉ tiêu hiệu quả cho thấy CTD không phụ thuộc vào nguồn lực trực tiếp**

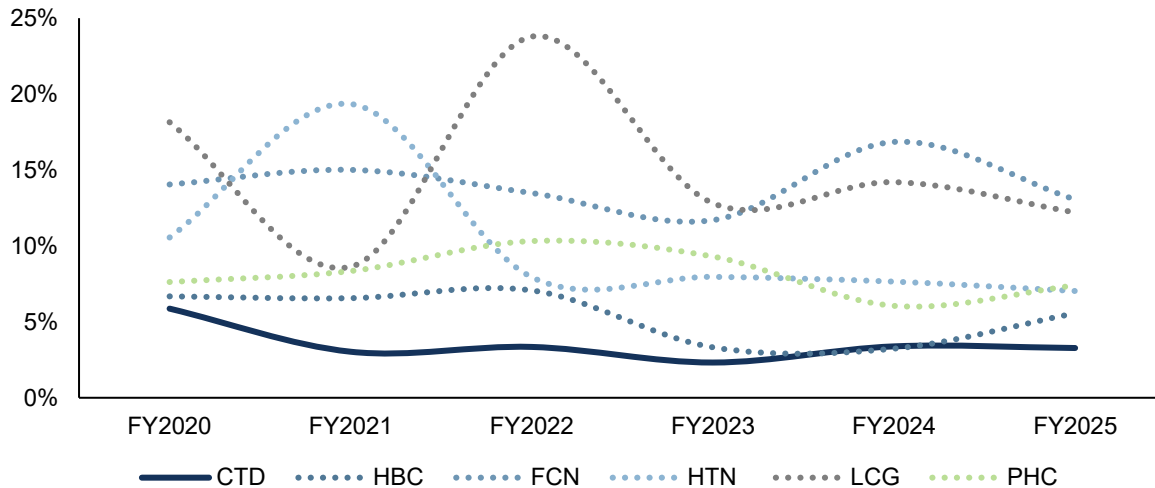


Nguồn: FPTIS tổng hợp

Mô hình trên cho phép CTD linh hoạt điều chỉnh quy mô thi công theo biến động của backlog mà không cần gia tăng tương ứng về nhân sự hay tài sản cố định. Nhờ đó, doanh nghiệp giảm rủi ro gián đoạn tiến độ trong các giai đoạn khối lượng công việc tăng nhanh, đồng thời hạn chế gánh nặng chi phí cố định khi nhu cầu suy giảm.

Tuy nhiên, đặc điểm của mô hình thầu phụ khiến biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức thấp so với mặt bằng ngành. Việc phụ thuộc lớn vào thầu phụ khiến CTD phải chia sẻ một phần giá trị gia tăng trong chuỗi thi công, trong khi dư địa kiểm soát chi phí đầu vào bị hạn chế hơn so với mô hình tự thi công.

**Biểu đồ 16: Biên lợi nhuận gộp của CTD duy trì thấp nhất nhóm xây dựng dân dụng**

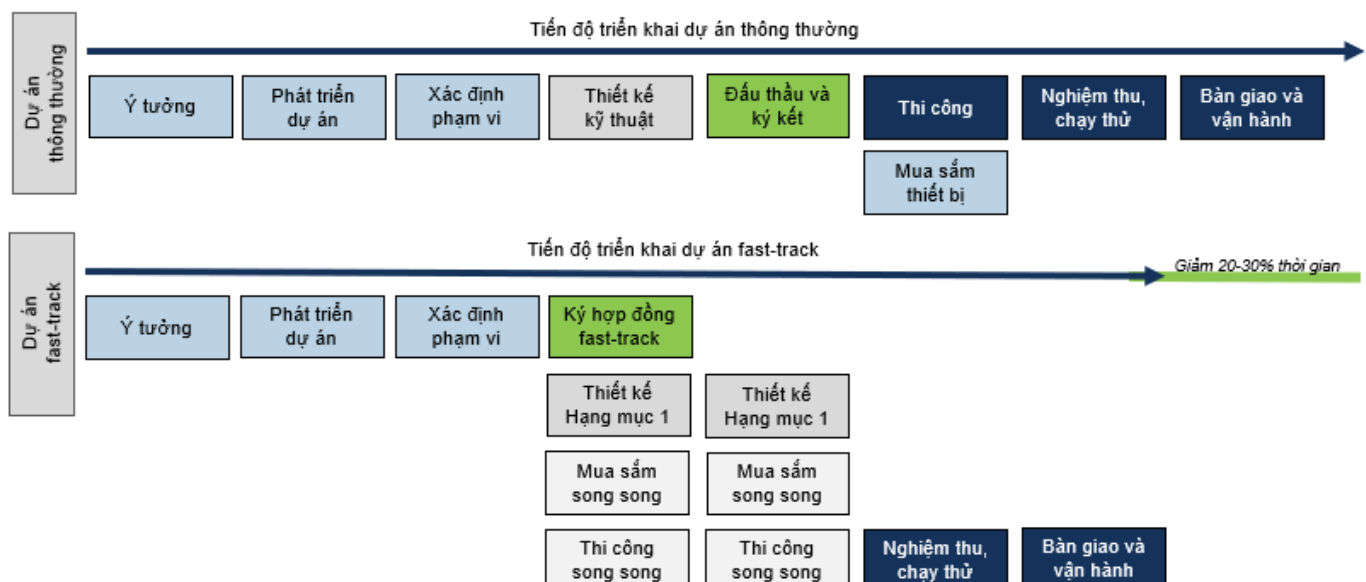


Ngoài yếu tố cấu trúc mô hình, biên lợi nhuận gộp của CTD còn chịu áp lực từ mặt bằng giá trúng thầu trong ngành xây dựng vốn chưa phục hồi về mức trước năm 2020. Dù vậy, CTD chịu ảnh hưởng từ xu hướng này ít hơn so với mặt bằng ngành bởi doanh nghiệp sở hữu nhóm khách hàng quen thuộc và ưu tiên năng lực thi công hơn là duy trì giá thấp, giúp giữ được khối lượng công việc ổn định.

## 1.2. Mô hình thi công nhanh (fast-track) giúp rút ngắn tiến độ và đẩy nhanh ghi nhận doanh thu

Trong các dự án yêu cầu tiến độ gấp, Coteccons áp dụng mô hình thi công nhanh (fast-track), cho phép chồng lấn các giai đoạn thiết kế, chuẩn bị và thi công thay vì triển khai tuần tự như phương thức truyền thống. Theo nghiên cứu của Viện Nghiên cứu Xây dựng Châu Âu (ECI), mô hình fast-track có thể rút ngắn thời gian thi công khoảng 20-30%, qua đó giúp dự án sớm bước vào giai đoạn hoàn thành và bàn giao.

**Biểu đồ 17: Mô hình thi công nhanh (Fast-track)**



**Việc áp dụng fast-track giúp CTD đẩy nhanh tiến độ hoàn thành và bàn giao dự án**, qua đó hỗ trợ sớm ghi nhận doanh thu trong bối cảnh backlog lớn. Mô hình này cũng tạo ra rào cản với các tổng thầu xây dựng khác:

- Xét về điều kiện triển khai, rào cản đầu tiên của mô hình fast-track nằm ở năng lực tài chính và quản trị dòng tiền. Việc nhiều hạng mục được triển khai đồng thời kéo theo nhu cầu vốn lưu động lớn hơn, do tổng thầu phải ứng trước chi phí cho nhiều gói thầu trong khi dòng tiền thanh toán từ chủ đầu tư thường có độ trễ. Đây là yếu tố hạn chế khả năng tham gia fast-track của các nhà thầu quy mô nhỏ và trung bình với biên độ tài chính hạn chế.
- Bên cạnh yếu tố tài chính, mô hình fast-track đặt ra yêu cầu cao về năng lực kỹ thuật và quản trị dự án. Việc triển khai đồng thời thiết kế và thi công đòi hỏi tổng thầu phải kiểm soát chặt chẽ sự phối hợp giữa các bộ phận thiết kế, thi công, nhà thầu phụ và nhà cung cấp. Sai lệch trong thông tin thiết kế, điều phối tiến độ hoặc kiểm soát chất lượng ở bất kỳ khâu nào đều có thể dẫn đến phát sinh chi phí, kéo dài thời gian hoặc ảnh hưởng đến chất lượng công trình. Do đó, mô hình fast-track chỉ khả thi khi tổng thầu sở hữu hệ thống quản trị dự án hiệu quả và quy trình kiểm soát rủi ro rõ ràng và đội ngũ kỹ sư có kinh nghiệm triển khai các dự án có mức độ phức tạp cao.

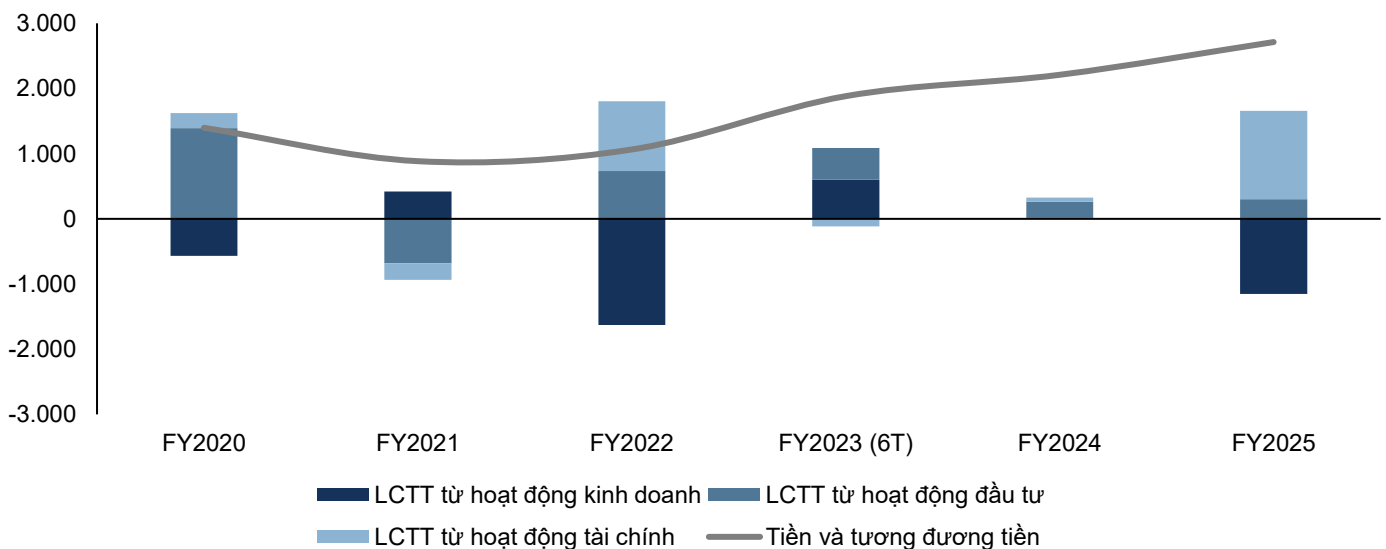
## 2. Tăng trưởng về nguồn việc của CTD chưa đi kèm với cải thiện về hiệu quả hoạt động

Tuy CTD đang mở rộng quy mô doanh thu và backlog sau quá trình tái cấu trúc, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chưa cải thiện tương ứng trong ngắn hạn. Diễn biến này chủ yếu xuất phát từ đặc thù mô hình hoạt động của doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng trở lại hơn là phản ánh sự suy yếu trong năng lực thi công hay khả năng tạo doanh thu.

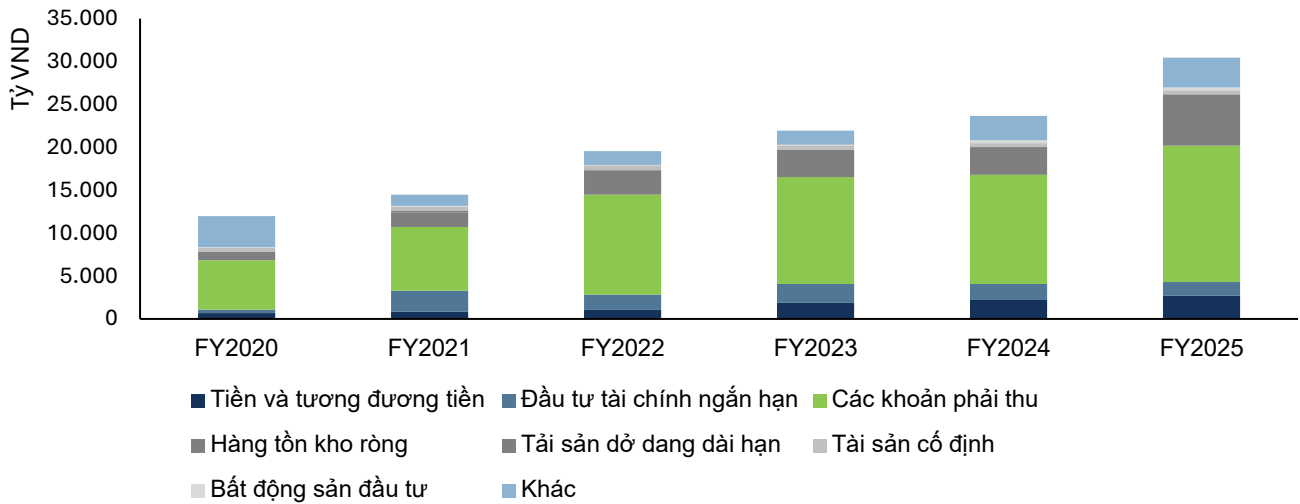
### 2.1. Áp lực dòng tiền trong giai đoạn backlog tăng trưởng cao do chịu chiếm dụng vốn từ khách hàng

Trong những năm gần đây, CFO của CTD duy trì ở mức thấp (thậm chí âm) dù doanh thu và lợi nhuận kế toán vẫn tăng trưởng. Riêng FY2025, CFO âm 1.153 tỷ chủ yếu do khoản phải thu tăng mạnh khoảng 4.069 tỷ.

**Biểu đồ 18: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh âm trong giai đoạn CTD gia tăng nguồn việc**



Khoản phải thu tăng nhanh phản ánh đặc thù chu kỳ thanh toán trong ngành xây dựng (đặc biệt khi quy mô backlog và doanh thu đang mở rộng nhanh). Trong năm 2025, khoản phải thu của CTD tương ứng khoảng 63% doanh thu cùng kỳ và chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản, cao hơn so với mặt bằng chung của ngành.

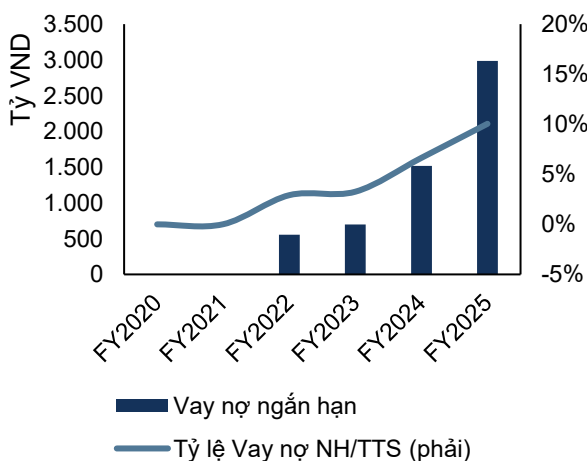
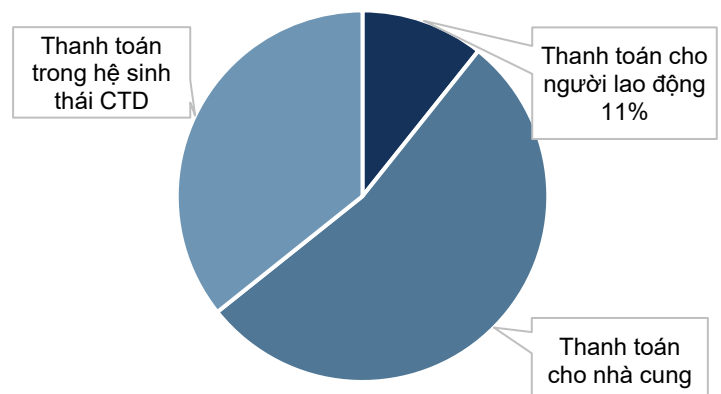
**Biểu đồ 19: Khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của CTD**
**Cơ cấu tài sản của CTD giai đoạn FY2020-FY2025**


Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng áp lực dòng tiền này phần nào xuất phát từ chiến lược repeat sales khi CTD cần duy trì quan hệ với nhóm khách hàng quen thuộc và các chủ đầu tư lớn. Với chu kỳ thu tiền kéo dài theo hợp đồng xây dựng, doanh nghiệp phải ứng trước một lượng vốn đáng kể ngay từ giai đoạn đầu dự án để thanh toán cho vật tư, nhân công và nhà thầu phụ, trong khi dòng tiền từ chủ đầu tư chỉ được thanh toán theo tiến độ nghiệm thu. Cách tiếp cận này giúp CTD đảm bảo tính liên tục của nguồn công việc và duy trì khả năng trúng thầu trong môi trường cạnh tranh cao, qua đó hỗ trợ tăng trưởng backlog. Tuy nhiên, đánh đổi là áp lực lên vốn lưu động và CFO trong ngắn hạn, đặc biệt trong các giai đoạn doanh nghiệp đẩy mạnh nhận thêm nguồn việc mới.

## 2.2. Gia tăng vay nợ để tài trợ cho vốn lưu động trong khi thanh khoản vẫn được duy trì ở mức an toàn (Quay lại)

Trước áp lực vốn lưu động trong giai đoạn backlog tăng nhanh, CTD đã tăng vay ngắn hạn ngân hàng và phát hành trái phiếu nhằm đảm bảo nguồn vốn cho tiến độ thi công. Theo công bố của CTD, các khoản vay và trái phiếu chủ yếu được sử dụng để thanh toán cho nhà cung cấp và các đơn vị trong hệ sinh thái, phục vụ trực tiếp cho hoạt động xây dựng.

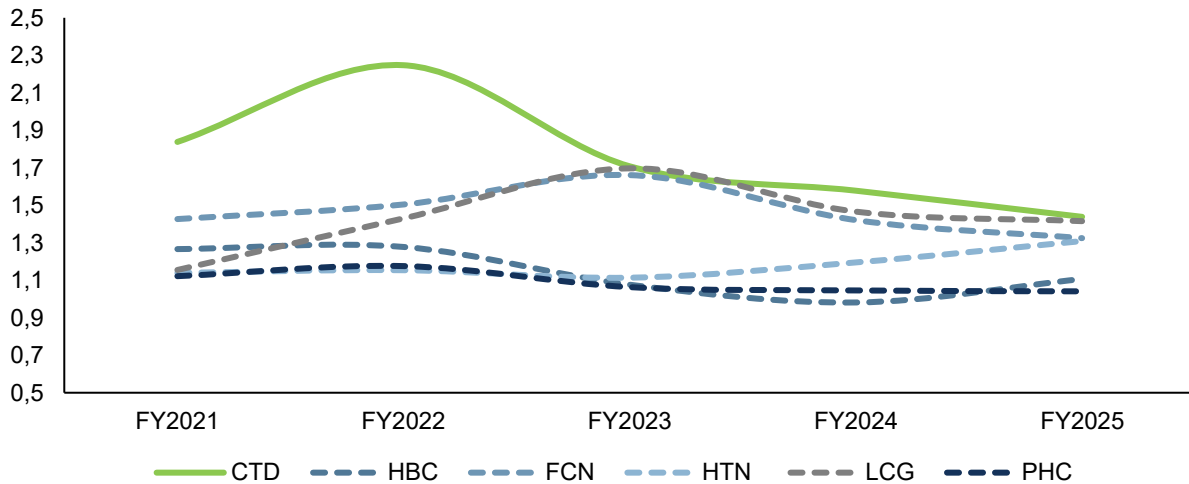
**Biểu đồ 20: Tỷ lệ vay nợ của CTD gia tăng**
**Tỷ lệ vay nợ gia tăng**

**Biểu đồ 21: Phần lớn trái phiếu được dùng để thanh toán cho nhà cung cấp**


Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp

Sự thay đổi trong cấu trúc tài trợ đã phản ánh lên các chỉ số thanh khoản, song chỉ số thanh toán hiện hành của CTD vẫn duy trì cao so với mặt bằng ngành. Trong giai đoạn trước, CTD duy trì chỉ số thanh toán hiện hành ở mức cao (khoảng 1,8 lần tại FY2020) khi gần như không sử dụng đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, việc gia tăng vay ngắn hạn trong các năm gần đây khiến chỉ số này giảm xuống khoảng 1,4 lần tại FY2025, tiệm cận với mặt bằng chung của các doanh nghiệp cùng ngành.

**Biểu đồ 22: Thanh khoản duy trì an toàn trong FY2021-2025**

**Chỉ số thanh toán hiện hành của các doanh nghiệp xây dựng**



*Nguồn: Báo cáo các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp*

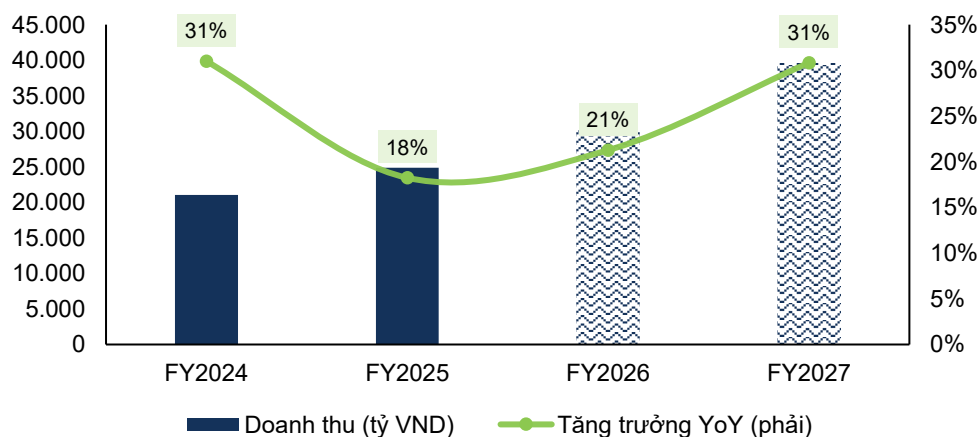
Với chỉ số thanh toán hiện hành hiện tại, tình hình tài chính của CTD vẫn ở mức an toàn, dù mức độ sử dụng đòn bẩy đã tăng so với giai đoạn trước. Chúng tôi đánh giá sự điều chỉnh này phản ánh chiến lược chấp nhận rủi ro tài chính cao hơn để hỗ trợ tăng trưởng và duy trì khả năng nhận thêm nguồn việc mới.

## D. TRIỂN VỌNG KINH DOANH [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược đa dạng hóa mảng xây dựng của CTD giúp ổn định tăng trưởng backlog khi thị trường dân dụng chững lại, đồng thời cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ mở rộng sang các phân khúc hạ tầng và công nghiệp có biên cao hơn.

### I. Triển vọng ngắn hạn

**Biểu đồ 23: Dự phóng doanh thu CTD trong ngắn hạn**



Chúng tôi dự phóng doanh thu của CTD trong FY2026 và FY2027 đạt lần lượt 30.178 tỷ đồng và 39.480 tỷ đồng, tương ứng tăng 21% và 31% YoY, dựa trên hai động lực chính sau:

- (1) **Backlog duy trì ở mức cao đảm bảo nguồn việc trong ngắn hạn.** Tại thời điểm T02/2026, backlog của CTD đạt khoảng 62.500 tỷ đồng, tương đương 2,5 lần doanh thu năm gần nhất. Chúng tôi dự phóng

backlog tiếp tục tăng trưởng trong ngắn hạn nhờ lợi thế cạnh tranh trong phân khúc xây dựng xanh khi dòng vốn FDI gia tăng, cùng với khả năng mở rộng nguồn việc từ mảng hạ tầng. Trong khi đó, mảng dân dụng chiếm tỷ trọng backlog cao nhất sẽ tăng trưởng chậm hơn.

- (2) **Tiến độ triển khai backlog ổn định, đảm bảo khả năng ghi nhận doanh thu.** Chúng tôi thận trọng giả định CTD sẽ ghi nhận khoảng 70% giá trị backlog chuyển tiếp tại đầu năm và 15% giá trị hợp đồng ký mới trong FY2026. Tiến độ này được hỗ trợ bởi môi trường pháp lý dần khơi thông và mô hình vận hành linh hoạt, cho phép doanh nghiệp duy trì nhịp độ thi công ổn định ngay cả khi backlog ở mức cao.

Trong các mảng xây dựng, backlog từ mảng công nghiệp và hạ tầng dự kiến duy trì tăng trưởng cao, trong khi dân dụng chậm lại.

### 1. Triển vọng gia tăng backlog mảng công nghiệp nhờ xu hướng xây lắp xanh

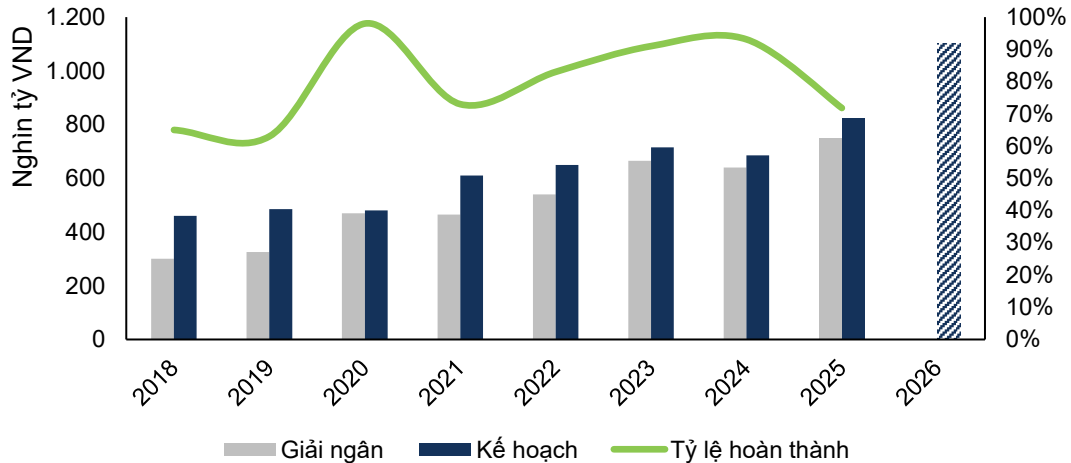
Với nền tảng kinh nghiệm trong mảng xây lắp xanh, backlog mảng xây lắp công nghiệp của CTD được dự phóng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng, lần lượt 15% và 10% YoY trong FY2026–FY2027, đến từ (1) xu hướng gia tăng đầu tư vào xây lắp xanh của khối FDI và (2) việc tiêu chí xanh đã được Việt Nam hỗ trợ với chính sách ưu đãi về đất đai và tín dụng, khiến yêu cầu xây lắp xanh trở thành điều kiện đấu thầu của các chủ đầu tư khối FDI.

- (1) **Xu hướng gia tăng đầu tư vào xây lắp xanh của khối FDI:** Theo khảo sát năm 2025 bởi HSBC, tỷ lệ doanh nghiệp toàn cầu phân bổ trên 10% chi tiêu vốn cho các hoạt động chuyển đổi xanh dự kiến tăng gấp đôi trong vòng ba năm. Đối với các dự án FDI đầu tư vào nhà máy sản xuất, xu hướng này thể hiện trực tiếp qua việc gia tăng chi tiêu cho xây dựng nhà xưởng và hạ tầng đáp ứng các tiêu chuẩn tiết kiệm năng lượng, giảm phát thải và sử dụng vật liệu thân thiện với môi trường. Theo báo cáo của U.S. General Services Administration, các công trình đạt chứng nhận LEED mang lại lợi ích kinh tế dài hạn trong quá trình vận hành, với mức giảm trung bình khoảng 30% tiêu thụ năng lượng và 30–50% lượng nước sử dụng, qua đó thúc đẩy nhu cầu áp dụng các tiêu chuẩn xây dựng xanh trong các dự án mới.
- (2) **Khung chính sách đối với các dự án xây lắp xanh tại Việt Nam:** Giai đoạn 2025–2026 ghi nhận việc tiêu chí xây lắp xanh được luật hóa và gắn trực tiếp với các ưu đãi về đất đai, tín dụng và thuế thông qua hệ thống văn bản pháp lý hiện hành, cụ thể như sau:

| Văn bản pháp lý                           | Nội dung chính                                                                                                            |
|-------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Quyết định 21/2025/QĐ-TTg</b>          | Thiết lập hệ thống phân loại dự án xanh; quy định tiêu chí để dự án được công nhận là dự án xanh                          |
| <b>Nghị định 35/2026/NĐ-CP</b>            | Quy định ưu đãi về thuế, đất đai và hỗ trợ tín dụng đối với các dự án đáp ứng tiêu chí tăng trưởng xanh                   |
| <b>Nghị định 08/2022/NĐ-CP (Điều 132)</b> | Miễn tiền thuê đất, tiền sử dụng đất trong giai đoạn xây dựng cơ bản (tối đa 3 năm) đối với dự án đủ điều kiện môi trường |
| <b>Nghị định 20/2026/NĐ-CP</b>            | Cho phép khấu trừ gấp đôi chi phí R&D, bao gồm các hoạt động cải tiến công nghệ và vật liệu trong xây dựng xanh           |

### 2. Mảng hạ tầng hưởng lợi từ xu hướng đầu tư công chú trọng cả về nguồn vốn lẫn tiến độ

Trong giai đoạn 2026-2030, nhu cầu xây dựng hạ tầng kỳ vọng tích cực hơn so với giai đoạn 2021-2025, nhờ quy mô vốn đầu tư công được mở rộng. Việc tham gia vào mảng hạ tầng giúp CTD ổn định khối lượng thi công, giảm phụ thuộc vào chu kỳ bất động sản nhiều biến động.

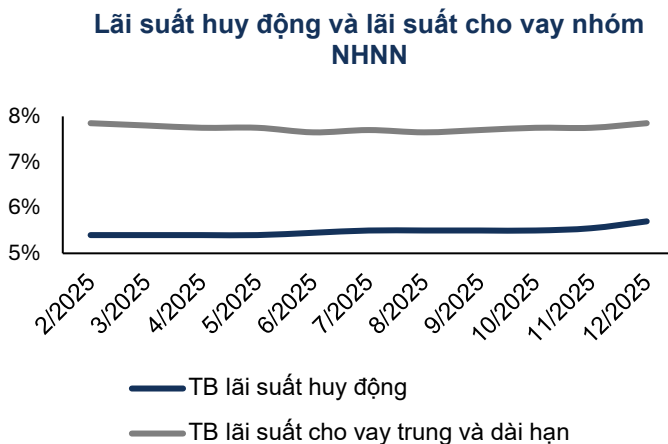
**Biểu đồ 24: Giải ngân đầu tư công dự kiến tăng mạnh trong 2026**


Nguồn: Bộ Xây dựng, FPTS tổng hợp

Theo báo cáo của Chính phủ trình Quốc hội, khả năng cân đối vốn ngân sách cho đầu tư công giai đoạn 2026-2030 ước đạt khoảng 8,31 triệu tỷ đồng, gấp gần 03 lần so với giai đoạn 2021-2025, thể hiện chính sách chú trọng đầu tư hạ tầng của Chính phủ.

**Về cơ cấu, đầu tư công tiếp tục tập trung chủ yếu vào hạ tầng giao thông và kết nối vùng**, bao gồm cao tốc, cầu lớn, sân bay và cảng biển. Bên cạnh đó, tỷ trọng vốn ngân sách địa phương chiếm hơn một nửa tổng khả năng cân đối vốn và tăng 17,1% so với năm 2024 phản ánh xu hướng phân bổ vốn đầu tư công rõ nét hơn, qua đó giúp dòng vốn được triển khai rộng hơn theo không gian và giảm rủi ro tắc nghẽn giải ngân tập trung ở cấp trung ương.

### 3. Tuy nhiên, triển vọng ký mới mùng dân dụng chịu áp lực từ lãi suất cao ([Quay lại](#)):

**Biểu đồ 25: Mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng trở lại**


Nguồn: FiinPro, FPTS tổng hợp

**Khả năng gia tăng nguồn việc xây dựng dân dụng trong ngắn hạn của Coteccons được đánh giá kém thuận lợi hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất dự kiến đảo chiều trong giai đoạn tiếp theo.**

Từ cuối năm 2025, lãi suất huy động đã có xu hướng tăng trở lại, qua đó tạo áp lực khiến lãi suất cho vay trong năm 2026 được dự báo tăng thêm khoảng 0,5–1,5 điểm phần trăm. Mặt bằng lãi suất cao làm chi phí vốn cho chủ đầu tư gia tăng và ảnh hưởng tiêu cực tới thanh khoản thị trường bất động sản dân dụng.

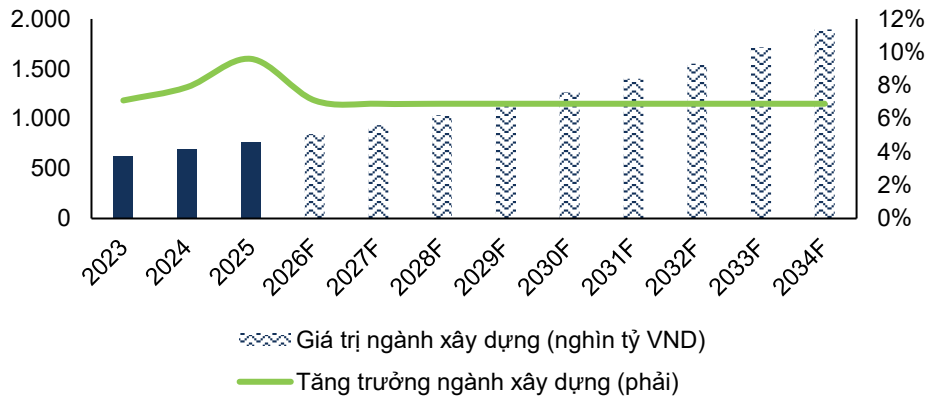
Ngoài ra, trong năm 2026, các chủ đầu tư tiếp tục đối mặt với áp lực tài chính lớn khi dư nợ bất động sản toàn thị trường ước khoảng 2 triệu tỷ VND và khối lượng trái phiếu đáo hạn lên tới 124.514 tỷ VND.

Trong bối cảnh đó, các chủ đầu tư có xu hướng thận trọng hơn trong việc mở rộng dự án mới, khiến số lượng hợp đồng dân dụng ký mới của CTD nhiều khả năng tăng chậm trong ngắn hạn. Dù vậy, backlog dân dụng đã ký dự kiến không chịu tác động mạnh, nhờ tiến độ triển khai được hỗ trợ bởi các yếu tố pháp lý và nhu cầu hoàn thiện dự án hiện hữu.

## II. Triển vọng dài hạn

**Biểu đồ 26: Ngành xây dựng tăng trưởng ổn định trong dài hạn**

**Dự phóng tăng trưởng ngành xây dựng Việt Nam**



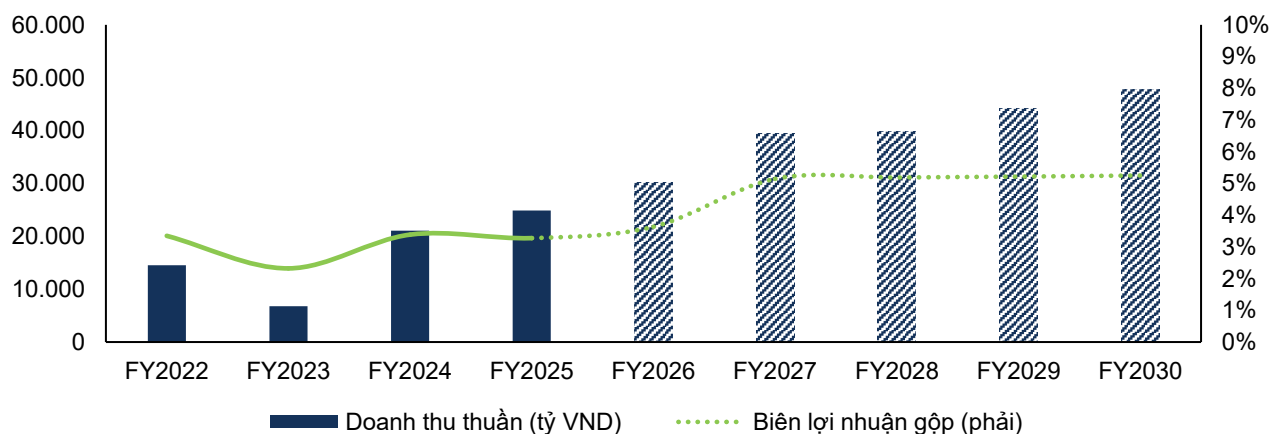
Nguồn: BMI, FPTS tổng hợp

Trong dài hạn, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu của CTD sẽ bám sát xu hướng tăng trưởng chung của ngành xây dựng Việt Nam nhờ chiến lược hiện diện đồng thời ở cả ba mảng xây lắp dân dụng, công nghiệp và hạ tầng, giúp CTD có khả năng luân chuyển nguồn việc giữa các phân khúc nhằm giảm rủi ro chu kỳ và duy trì tăng trưởng tiệm cận với toàn ngành. Theo dự phóng của BMI, quy mô ngành xây dựng Việt Nam dự kiến duy trì mức tăng trưởng ổn định khoảng 6,9%/năm trong dài hạn, được hỗ trợ bởi đầu tư hạ tầng giao thông - năng lượng quy mô lớn và dòng vốn FDI vào khu công nghiệp.

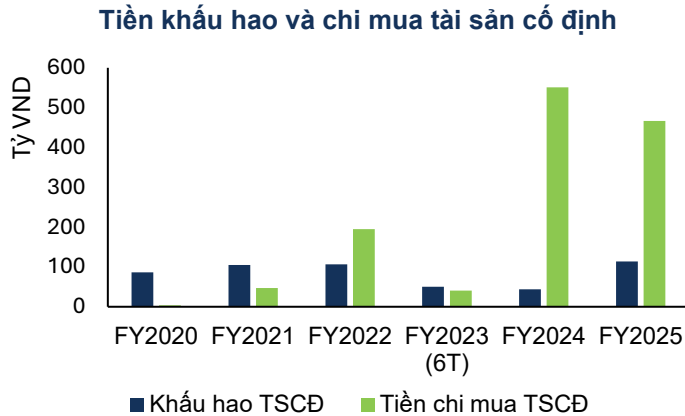
### 1. Triển vọng cải thiện biên lợi nhuận nhờ tham gia vào lĩnh vực hạ tầng và nâng cao mức độ tự chủ thi công

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của Coteconcs cải thiện từ mức 3,0% trong FY2025 lên 3,5% trong FY2026 và tiếp tục tăng dần lên 5% trong dài hạn. Động lực cải thiện biên lợi nhuận đến từ hai yếu tố chính: (i) doanh nghiệp tham gia sâu hơn vào mảng hạ tầng – lĩnh vực có mức độ cạnh tranh về giá thấp hơn so với xây dựng dân dụng, và (ii) chiến lược gia tăng đầu tư tài sản cố định nhằm nâng cao mức độ tự chủ trong thi công và kiểm soát chi phí. [\(Xem thêm\)](#).

**Biểu đồ 27: Triển vọng biên lợi nhuận phục hồi**



Việc mở rộng sang mảng hạ tầng giúp CTD cải thiện chất lượng biên lợi nhuận nhờ đặc thù dự án có quy mô lớn, tiến độ kéo dài và yêu cầu kỹ thuật cao, qua đó hạn chế tình trạng cạnh tranh thuần túy bằng giá như ở mảng dân dụng. **Song song với đó, CTD đang có xu hướng giảm phụ thuộc vào thầu phụ thông qua việc đầu tư tài sản cố định.**

**Biểu đồ 28: Gia tăng đầu tư TSCĐ**


Trong giai đoạn FY2022–FY2023, khi backlog suy giảm mạnh sau tái cấu trúc, doanh nghiệp duy trì mức chi đầu tư TSCĐ ở mức thấp (khoảng 50–200 tỷ đồng/năm), chủ yếu phục vụ duy trì hoạt động hiện hữu. Việc hạn chế đầu tư tài sản cố định trong giai đoạn này xuất phát từ tâm lý thận trọng của doanh nghiệp trước bất định về nguồn việc trong tương lai, do rủi ro đầu tư tài sản nhưng không đảm bảo đủ khối lượng công việc để khai thác hiệu quả. Vì vậy, mô hình hoạt động của CTD trong giai đoạn này chủ yếu dựa vào việc thuê ngoài nhân công và máy móc, thiết bị thi công.

Khi doanh thu và khối lượng công việc đã dần ổn định trở lại trong các giai đoạn gần đây, CTD bắt đầu đẩy mạnh đầu tư vào tài sản cố định trong năm 2024–2025. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục khi doanh nghiệp tập trung đầu tư vào máy móc thi công và các thiết bị hạ tầng nhằm nâng cao năng lực triển khai dự án. Theo đánh giá của chúng tôi, chiến lược đầu tư này sẽ tác động tích cực tới biên lợi nhuận trong trung hạn, do doanh nghiệp giảm dần sự phụ thuộc vào thuê máy móc bên ngoài và tiết kiệm được một phần chi phí giá vốn hàng bán.

## 2. Triển vọng cải thiện khoản phải thu

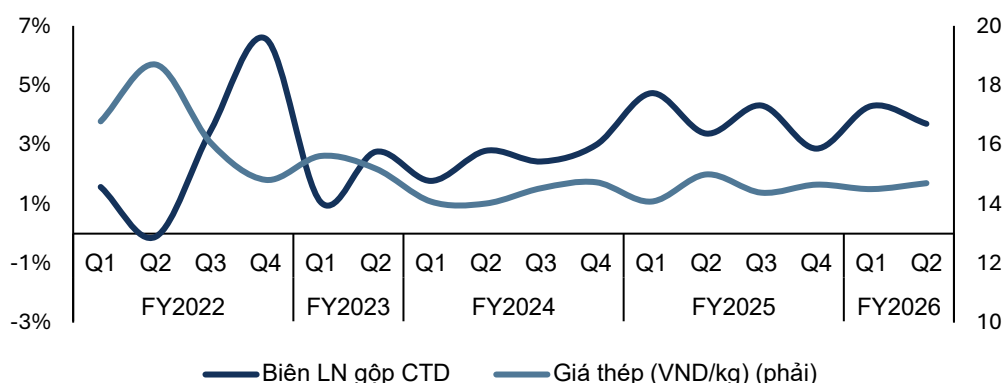
Hiện tại, khoản phải thu của CTD đang tương ứng với 67% doanh thu trong FY2025. Xét trong trung và dài hạn, chúng tôi dự phóng quy mô khoản phải thu sẽ dần được cải thiện về mức dưới 60% doanh thu khi các dự án hiện tại chuyển sang giai đoạn hoàn thành và nghiệm thu khối lượng lớn. Khi đó, dòng tiền thu về sẽ tăng nhanh hơn so với doanh thu ghi nhận, qua đó giúp cải thiện vòng quay vốn lưu động và giảm áp lực tài trợ vốn cho hoạt động thi công.

Ngoài ra, sự dịch chuyển cơ cấu nguồn việc sang mảng hạ tầng và công nghiệp cũng được kỳ vọng góp phần nâng cao chất lượng khoản phải thu. So với mảng xây dựng dân dụng, chủ đầu tư các dự án hạ tầng và công nghiệp thường đến từ nguồn vốn nhà nước hoặc doanh nghiệp FDI với nền tảng tài chính an toàn hơn, đi kèm quy trình nghiệm thu và thanh toán rõ ràng hơn. Điều này giúp giảm rủi ro chậm thanh toán và hạn chế tình trạng kéo dài thời gian thu tiền.

## E. RỦI RO

### 1. Rủi ro từ biến động chi phí đầu vào gây biến động biên lợi nhuận ([Quay lại](#))

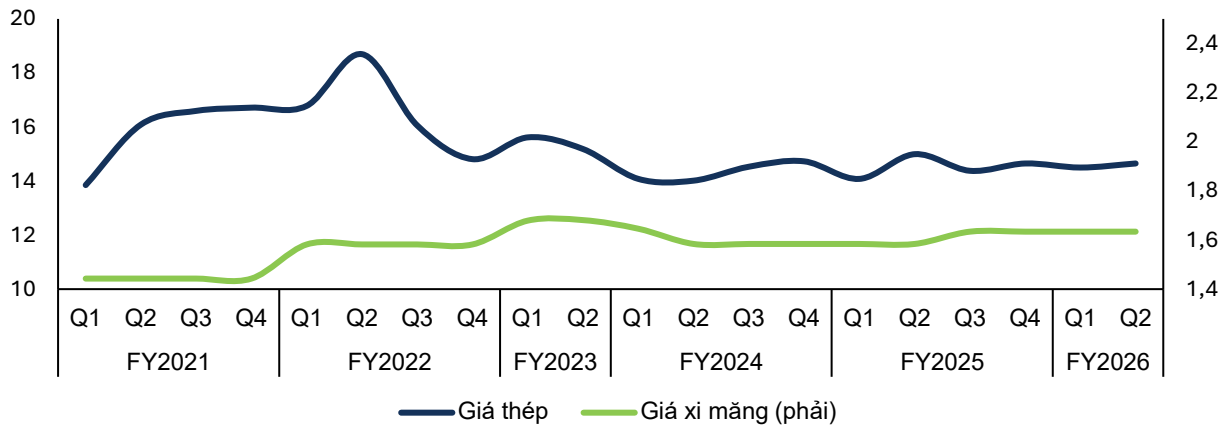
Hoạt động xây dựng phụ thuộc lớn vào nguyên vật liệu đầu vào, trong khi khả năng chuyển phần tăng chi phí này sang chủ đầu tư còn hạn chế khi các hợp đồng giá cố định hoặc trọn gói rất phổ biến. Mỗi quan hệ này được phản ánh rõ khi biên lợi nhuận gộp của CTD trong các năm gần đây có xu hướng biến động ngược chiều với giá thép.

**Biểu đồ 29: Biên lợi nhuận gộp của CTD biến động ngược pha với giá thép**


**Biên lợi nhuận của CTD chịu rủi ro thu hẹp trong bối cảnh giá nguyên vật liệu đầu vào có xu hướng tăng.** Trong nửa cuối FY2026, giá nguyên vật liệu nhiều khả năng duy trì xu hướng tăng nhẹ khi nhu cầu về thép trên thị trường tăng cao, thúc đẩy bởi nhu cầu từ dự án hạ tầng.

**Biểu đồ 30: Xu hướng gia tăng giá nguyên vật liệu từ đầu FY2026**

**Giá thép và giá xi măng (VND/kg) theo năm tài chính của CTD**

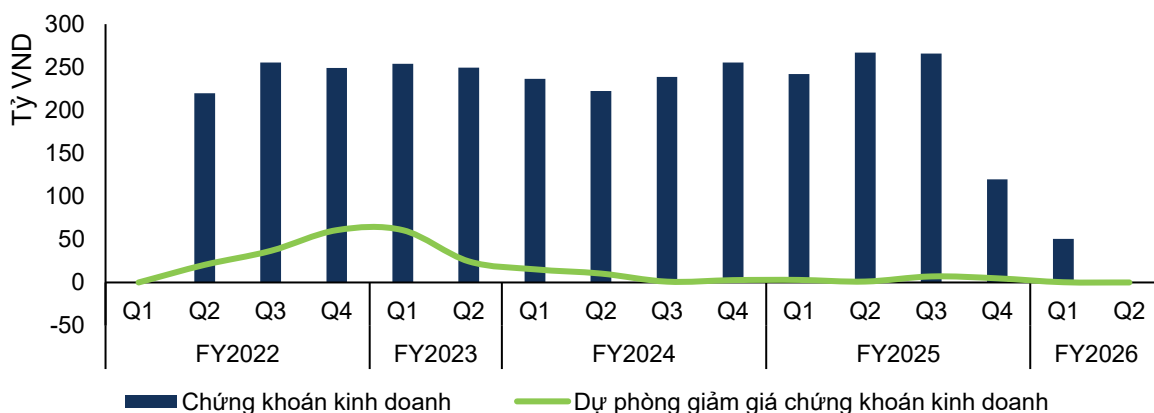


## 2. Rủi ro từ khoản đầu tư nằm ngoài HĐKD cốt lõi ([Quay lại](#))

**Việc CTD tham gia đầu tư bất động sản với vai trò chủ đầu tư tiềm ẩn rủi ro về áp lực dòng tiền, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất có xu hướng tăng trở lại.** Từ năm 2023, CTD bắt đầu tham gia các dự án bất động sản như The Emerald 68 (sở hữu 49%) và dự án tại Long An thông qua công ty con Covestcons; tuy nhiên, do giới hạn về thông tin công bố, hiện chúng tôi chưa đưa hai dự án này vào mô hình dự phóng. Đặc thù đầu tư bất động sản đòi hỏi lượng vốn lớn trong giai đoạn đầu và phụ thuộc nhiều vào chi phí vốn. Trong điều kiện lãi suất duy trì ở mặt bằng cao, chi phí tài chính gia tăng có thể kéo dài thời gian hoàn vốn và làm giảm hiệu quả đầu tư, đặc biệt khi CTD chưa có nhiều kinh nghiệm trong vai trò phát triển dự án.

Ngoài ra, trong quá khứ CTD từng phát sinh đầu tư chứng khoán kinh doanh và phải trích lập dự phòng khi thị trường kém thuận lợi; tuy nhiên, đến cuối Q2/2026, doanh nghiệp đã tạm thời tắt toán toàn bộ danh mục này.

**Biểu đồ 31: Trích lập dự phòng cho mảng chứng khoán kinh doanh nằm ngoài HĐKD cốt lõi**

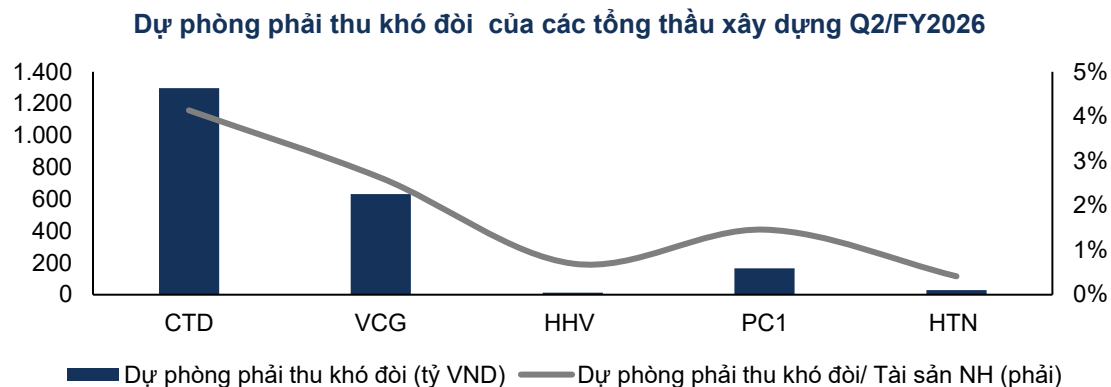


Nguồn: CTD, FPTS tổng hợp

## 3. Rủi ro về nợ xấu

Lãi suất cho vay nói chung và cho lĩnh vực bất động sản nói riêng dự kiến sẽ tăng trong năm 2026, tiếp tục gây áp lực cho chủ đầu tư. Trong Q2/FY2026, tỷ trọng dự phòng phải thu khó đòi của CTD cao hơn vượt trội so với nhóm tổng thầu cùng ngành, chủ yếu tới từ khó khăn của các chủ đầu tư bất động sản trong giai đoạn 2020-2022.

**Biểu đồ 32: Tỷ lệ dự phòng phải thu khó đòi của CTD cao trong nhóm tổng thầu**



*Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTIS tổng hợp*

Với biên lợi nhuận và dòng tiền CFO thấp, nợ xấu ảnh hưởng nghiêm trọng tới lợi nhuận và thanh khoản của CTD. **Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá xác suất xảy ra rủi ro này với CTD hiện ở mức thấp**, dựa trên một số cơ sở chính:

- Danh mục khách hàng của CTD chủ yếu là các chủ đầu tư lớn, có năng lực tài chính tương đối tốt.
- Ngoài ra, CTD duy trì nền tảng tài chính thận trọng với lượng tiền mặt đáng kể, cho phép doanh nghiệp chịu được độ trễ dòng tiền trong ngắn hạn mà chưa tạo áp lực thanh khoản tức thời.

## F. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ([Quay lại](#))

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTD với giá mục tiêu **92.300 VND/cổ phiếu**, cao hơn **15%** so với giá đóng cửa ngày 06/02/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

### Kết quả định giá:

| Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền | Giá trị       | Trọng số |
|----------------------------------------------------|---------------|----------|
| Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)                  | 101.616       | 50%      |
| Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)                | 82.965        | 50%      |
| <b>Giá mục tiêu</b>                                | <b>92.300</b> |          |

| Tổng hợp định giá FCFF                                    | Giá trị        |
|-----------------------------------------------------------|----------------|
| Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND) | 7.588          |
| (+) Tiền mặt (tỷ VND)                                     | 4.302          |
| (-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)                       | 2.987          |
| Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)                           | 8.802          |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)                     | 106,502        |
| <b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>                              | <b>82.965</b>  |
| Tổng hợp định giá FCFE                                    | Giá trị        |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)    | 10.783         |
| <b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>                              | <b>101.616</b> |

### Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

| Giả định mô hình     | T1/2026 | Giả định mô hình          | Giá trị |
|----------------------|---------|---------------------------|---------|
| WACC FY2026          | 11,59%  | Phần bù rủi ro thị trường | 10,35%  |
| Chi phí sử dụng nợ   | 6,01%   | Hệ số Beta không đòn bẩy  | 0,77    |
| Chi phí sử dụng VCSH | 15,63%  | Tăng trưởng dài hạn       | 2%      |
| Lãi suất phi rủi ro  | 3,86%   | Thời gian dự phóng        | 5 năm   |

## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

| KQHKD                                  | 2024A         | 2025A         | 2026F         | 2027F         | Bảng cân đối kế toán            | 2024A         | 2025A          | 2026F          | 2027F          |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                 | <b>21.045</b> | <b>24.885</b> | <b>30.178</b> | <b>41.714</b> | <b>TÀI SẢN</b>                  |               |                |                |                |
| Giá vốn hàng bán                       | (20.333)      | (24.069)      | (29.081)      | (39.571)      | <b>Tài sản ngắn hạn</b>         | 20.456        | 27.963         | 32.587         | 39.501         |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                   | <b>713</b>    | <b>815</b>    | <b>1.097</b>  | <b>2.143</b>  | Tiền, ĐTT và ĐTTC               | 4.078         | 4.302          | 3.643          | 3.329          |
| Chi phí bán hàng                       | (0)           | (1)           | (2)           | (2)           | Các khoản phải thu ngắn hạn     | 12.024        | 15.870         | 20.219         | 26.280         |
| Chi phí QLDN                           | (580)         | (331)         | (120)         | (157)         | Hàng tồn kho                    | 3.126         | 5.964          | 7.270          | 7.914          |
| <b>Lợi nhuận thuần HKD</b>             | <b>133</b>    | <b>483</b>    | <b>975</b>    | <b>1.984</b>  | Tài sản ngắn hạn khác           | 1.228         | 1.827          | 1.454          | 1.979          |
| Doanh thu tài chính                    | 280           | 256           | 168           | 135           | <b>Tài sản dài hạn</b>          | 2.373         | 1.738          | 1.861          | 2.081          |
| Chi phí tài chính                      | (105)         | (205)         | (339)         | (512)         | Các khoản phải thu dài hạn      | 699           | 29             | 35             | 48             |
| <i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>       | <i>(92)</i>   | <i>(143)</i>  | <i>(263)</i>  | <i>(410)</i>  | Tài sản cố định                 | 571           | 491            | 561            | 614            |
| Lãi/lỗ khác và lãi/lỗ công ty liên kết | 80            | 19            | 96            | 133           | Tài sản cố định hữu hình        | <b>353</b>    | <b>339</b>     | <b>406</b>     | <b>456</b>     |
| LNTT                                   | 387           | 552           | 901           | 387           | Tài sản cố định vô hình         | 102           | 102            | 106            | 109            |
| Thuế TNDN                              | (88)          | (96)          | (180)         | (88)          | Tài sản dở dang dài hạn         | 115           | 50             | 50             | 50             |
| <b>LNST</b>                            | <b>299</b>    | <b>456</b>    | <b>720</b>    | <b>299</b>    | Bất động sản đầu tư             | 331           | 308            | 288            | 268            |
| <i>Lợi ích cổ đông thiểu số</i>        | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | Đầu tư dài hạn                  | 309           | 315            | 315            | 315            |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                 | <b>299</b>    | <b>456</b>    | <b>720</b>    | <b>299</b>    | Tài sản dài hạn khác            | 383           | 427            | 517            | 715            |
| EPS (VND)                              | 3.216         | 4.560         | 6.320         | 11.096        | <b>TỔNG TÀI SẢN</b>             | <b>22.829</b> | <b>29.701</b>  | <b>34.448</b>  | <b>41.583</b>  |
|                                        |               |               |               |               | <b>NGUỒN VỐN</b>                |               |                |                |                |
| <b>Khả năng sinh lời</b>               | <b>2024A</b>  | <b>2025A</b>  | <b>2026F</b>  | <b>2027F</b>  | <b>NỢ PHẢI TRẢ</b>              | <b>14.248</b> | <b>20.736</b>  | <b>24.784</b>  | <b>30.564</b>  |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                  | 3,4%          | 3,3%          | 3,6%          | 5,1%          | <b>Nợ ngắn hạn</b>              | <b>14.223</b> | <b>20.684</b>  | <b>23.353</b>  | <b>29.125</b>  |
| Tỷ suất LNST                           | 1,4%          | 1,8%          | 2,4%          | 3,3%          | Vay nợ ngắn hạn                 | 1.519         | 2.984          | 4.362          | 3.282          |
| ROE DuPont                             | 3,6%          | 5,2%          | 7,7%          | 13,5%         | Các khoản phải trả ngắn hạn     | 12.629        | 17.627         | 18.903         | 25.721         |
| ROA DuPont                             | 1,4%          | 1,7%          | 2,2%          | 3,7%          | Quỹ khen thưởng, phúc lợi       | 75            | 72             | 88             | 121            |
| Tỷ suất EBIT/doanh thu                 | 2,3%          | 2,8%          | 3,9%          | 5,2%          | <b>Nợ dài hạn</b>               | 25            | 53             | 1.432          | 1.440          |
| LNTT / EBIT                            | 80,9%         | 79,4%         | 77,4%         | 80,9%         | Các khoản vay nợ dài hạn        | 21            | 3              | 1.403          | 1.400          |
| LNST/LNTT                              | 77,3%         | 82,6%         | 80,0%         | 80,0%         | Các khoản phải trả dài hạn      | 4             | 50             | 29             | 40             |
| Vòng quay TTS                          | 1,0x          | 0,9x          | 0,9x          | 1,1x          | <b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>           | <b>8.581</b>  | <b>8.965</b>   | <b>9.663</b>   | <b>11.018</b>  |
| Đòn bẩy tài chính                      | 2,6x          | 3,0x          | 3,4x          | 3,7x          | Vốn góp của chủ sở hữu          | 1.036         | 1.036          | 1.140          | 1.254          |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>              | <b>2024A</b>  | <b>2025A</b>  | <b>2026F</b>  | <b>2027F</b>  | Thặng dư vốn cổ phần            | 2.880         | 2.714          | 2.714          | 2.714          |
| Thời gian luân chuyển tiền             | 45,80         | 44,09         | 72,06         | 67,66         | Lợi nhuận chưa phân phối        | 688           | 1.054          | 1.625          | 2.831          |
| Số ngày phải thu                       | 209,02        | 204,57        | 218,25        | 203,43        | Quỹ đầu tư phát triển           | 4.419         | 4.419          | 4.442          | 4.478          |
| Số ngày tồn kho                        | 56,32         | 68,93         | 83,05         | 70,03         | Cổ phiếu quỹ                    | (445)         | (265)          | (265)          | (265)          |
| Số ngày phải trả                       | 219,53        | 229,41        | 229,25        | 205,80        | Các khoản vốn chủ sở hữu khác   | 3             | 5              | 5              | 5              |
| COGS / Hàng tồn kho                    | 6,5x          | 7,7x          | 4,9x          | 5,4x          | Lợi ích cổ đông thiểu số        | 1             | 1              | 1              | 1              |
|                                        |               |               |               |               | <b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>           | <b>22.829</b> | <b>29.701</b>  | <b>34.447</b>  | <b>41.582</b>  |
| <b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>            | <b>2024A</b>  | <b>2025A</b>  | <b>2026F</b>  | <b>2027F</b>  | <b>Lưu chuyển tiền tệ</b>       | <b>2024A</b>  | <b>2025A</b>   | <b>2026F</b>   | <b>2027F</b>   |
| CS thanh toán hiện hành                | 1,4x          | 1,4x          | 1,4x          | 1,4x          | <b>Tiền đầu năm</b>             | <b>4.063</b>  | <b>4.078</b>   | <b>4.302</b>   | <b>3.643</b>   |
| CS thanh toán nhanh                    | 1,2x          | 1,1x          | 1,1x          | 1,1x          | <b>Lợi nhuận trước thuế</b>     | <b>307</b>    | <b>434</b>     | <b>720</b>     | <b>1.392</b>   |
| CS thanh toán tiền mặt                 | 0,3x          | 0,2x          | 0,2x          | 0,1x          | Khấu hao                        | 43            | 114            | 154            | 170            |
| Nợ/Tài sản                             | 0,6x          | 0,7x          | 0,7x          | 0,7x          | Dự phòng                        | 306           | (97)           | 24             | 24             |
| Nợ/Vốn CSH                             | 1,7x          | 2,3x          | 2,6x          | 2,8x          | Thay đổi VLD và điều chỉnh khác | (632)         | (1.605)        | (4.131)        | (614)          |
| Nợ ngắn hạn/VCSH                       | 1,7x          | 2,3x          | 2,4x          | 2,6x          | <b>Tiền từ HKD</b>              | <b>24</b>     | <b>(1.154)</b> | <b>(3.234)</b> | <b>971</b>     |
| Nợ dài hạn/VCSH                        | 0,0x          | 0,0x          | 0,1x          | 0,1x          | Thanh lý tài sản cố định        | 24            | 270            | -              | -              |
| Khả năng TT lãi vay                    | 5,2x          | 4,9x          | 4,4x          | 5,2x          | Chi mua sắm TSCĐ                | (551)         | (467)          | (203)          | (203)          |
|                                        |               |               |               |               | Các HĐ đầu tư khác              | 767           | 500            | -              | -              |
|                                        |               |               |               |               | <b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b> | <b>240</b>    | <b>303</b>     | <b>(203)</b>   | <b>(203)</b>   |
|                                        |               |               |               |               | Thay đổi nợ                     | 56            | 1.437          | 2.778          | (1.083)        |
|                                        |               |               |               |               | Tăng (giảm) vốn                 | 7             | 15             | -              | -              |
|                                        |               |               |               |               | Cổ tức đã trả                   | -             | (100)          | -              | -              |
|                                        |               |               |               |               | Các hoạt động TC khác           | -             | -              | -              | -              |
|                                        |               |               |               |               | <b>Tiền từ hoạt động TC</b>     | <b>63</b>     | <b>1.352</b>   | <b>2.778</b>   | <b>(1.083)</b> |
|                                        |               |               |               |               | <b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>  | <b>328</b>    | <b>502</b>     | <b>(658)</b>   | <b>(314)</b>   |
|                                        |               |               |               |               | Chênh lệch tỷ giá               | 0             | 0              | -              | -              |
|                                        |               |               |               |               | <b>Tiền cuối năm</b>            | <b>4.078</b>  | <b>4.302</b>   | <b>3.643</b>   | <b>3.329</b>   |

## G. PHỤ LỤC

### 1. Danh sách công ty con của CTD ([Quay lại](#))

| STT | Tên công ty                                 | Lĩnh vực hoạt động chính                         | % sở hữu |
|-----|---------------------------------------------|--------------------------------------------------|----------|
| 1   | Công ty TNHH Đầu tư Xây dựng Unicons        | Xây dựng và lắp đặt thiết bị                     | 100%     |
| 2   | Công ty TNHH Covestcons                     | Môi giới và kinh doanh bất động sản              | 100%     |
| 3   | Công ty TNHH Sinh Nam Metal (Việt Nam)      | Sản xuất, gia công và lắp đặt sản phẩm kiến trúc | 100%     |
| 4   | Công ty TNHH Cơ và Điện UG Việt Nam         | Thi công dân dụng & công nghiệp                  | 100%     |
| 5   | Công ty TNHH Cotecons Nest                  | Môi giới và kinh doanh bất động sản              | 100%     |
| 6   | Công ty CP CTD Futureimpact                 | Cho thuê máy móc thiết bị và phụ tùng máy        | 97%      |
| 7   | Công ty TNHH Solaresco-1                    | Cho thuê thiết bị năng lượng mặt trời            | 97%      |
| 8   | Công ty TNHH Sân Chơi Mới (SCM)             | Công viên vui chơi                               | 100%     |
| 9   | Công ty TNHH HED1                           | Dịch vụ sức khỏe                                 | 100%     |
| 10  | Cotecons Construction Inc (CTD INC)         | Dịch vụ xây dựng                                 | 100%     |
| 11  | Cotecons Construction, LLC (CTD Saudi)      | Dịch vụ xây dựng                                 | 100%     |
| 12  | Cotecons Construction KZ Ltd (CTD KZ)       | Dịch vụ xây dựng                                 | 100%     |
| 13  | Cotecons Construction (Cambodia) Ltd.       | Dịch vụ xây dựng                                 | 100%     |
| 14  | Cotecons India Construction Private Limited | Dịch vụ xây dựng                                 | 99%      |
| 15  | Công ty TNHH VN Solutions (Vsol)            | Dịch vụ xây dựng                                 | 100%     |
| 16  | Công ty TNHH Sinh Nam Metal (Myanmar)       | Dịch vụ xây dựng                                 | 100%     |

### 2. Rào cản đối với các dự án dân dụng yêu cầu kỹ thuật cao ([Quay lại](#))

| Nhóm yêu cầu kỹ thuật               | Công trình siêu cao tầng (>40–50 tầng)                                            | Công trình >5 tầng hầm                                                            | Công trình kết cấu đặc biệt (mái vòm, diagrid...)                           |
|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| <b>Khảo sát địa chất</b>            | Khảo sát sâu, mật độ cao; bắt buộc đánh giá ổn định móng dưới tải ngang lớn (gió) | Khảo sát mực nước ngầm, áp lực đất bên; đánh giá ảnh hưởng tới công trình lân cận | Khảo sát bổ sung cho tải tập trung, kết cấu vỏ hoặc hình học phi tiêu chuẩn |
| <b>Giải pháp móng &amp; kết cấu</b> | Móng chịu tải ngang lớn; hệ lõi cứng, vách cứng; kiểm soát độ lệch đỉnh           | Tường vây, chống đỡ hố đào nhiều giai đoạn; móng chịu tải kết hợp đất – nước      | Kết cấu phi tuyến; yêu cầu mô hình tính toán riêng cho từng công trình      |
| <b>Hệ thống PCCC &amp; an toàn</b>  | Thoát nạn, tăng áp, cứu hỏa ở độ cao lớn; yêu cầu đặc thù                         | Thoát khói cưỡng bức, an toàn hầm sâu                                             | Phải tích hợp PCCC vào hình học kết cấu                                     |
| <b>Yêu cầu hồ sơ tham chiếu</b>     | Công trình cao tầng tương đương là điều kiện tham gia thầu                        | Công trình hầm sâu đô thị là điều kiện gần như bắt buộc                           | Công trình có hình học/kết cấu tương tự là điểm cộng                        |
| <b>Rủi ro nếu sai sót</b>           | Dao động vượt ngưỡng, mất an toàn sử dụng                                         | Sự cố lún – thấm → dừng dự án, tranh chấp pháp lý                                 | Sập kết cấu cục bộ, hỏng cấu trúc hình khối                                 |

### 3. Cơ cấu FDI ([Quay lại](#))

Về cơ cấu, FDI tiếp tục tập trung vào ngành công nghiệp chế biến – chế tạo, chiếm khoảng 56,5% tổng vốn FDI đăng ký mới trong năm 2025. Đây là nhóm ngành có cường độ xây dựng cao, bao gồm nhà máy sản xuất, kho vận và hạ tầng kỹ thuật đi kèm. Việc ghi nhận 4.054 dự án FDI được cấp phép mới trong năm (+20,1% YoY) cho thấy dư địa công việc tương đối rõ nét cho các doanh nghiệp xây dựng công nghiệp, đặc biệt ở phân khúc dự án quy mô lớn và có yêu cầu cao về quản lý thi công.

| Chủ đầu tư | Dự án / Ghi chú             | Tỉnh/Thành      | Mức đầu tư (USD) |
|------------|-----------------------------|-----------------|------------------|
| Samsung    | Nhà máy OLED                | Bắc Ninh        | 1,8 tỷ           |
| LG Display | Vốn bổ sung dây chuyền OLED | Hải Phòng       | 1,0 tỷ           |
| Hyosung    | Tổ hợp sản phẩm sinh học    | Bà Rịa-Vũng Tàu | 730 triệu        |

|                          |                            |            |           |
|--------------------------|----------------------------|------------|-----------|
| Mega Textile (Singapore) | Nhà máy tích hợp dệt       | Nghệ An    | 590 triệu |
| Foxconn                  | Nhà máy bảng mạch          | Bắc Ninh   | 383 triệu |
| Rorze (Nhật Bản)         | Đầu tư thêm Rorze Robotech | Hải Phòng  | 330 triệu |
| Kumho Tire               | Mở rộng công suất          | Bình Dương | 300 triệu |
| CS Wind                  | Nhà máy thiết bị           | Long An    | 200 triệu |
| Nestlé Việt Nam          | Mở rộng nhà máy Tri An     | Đồng Nai   | 100 triệu |

Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

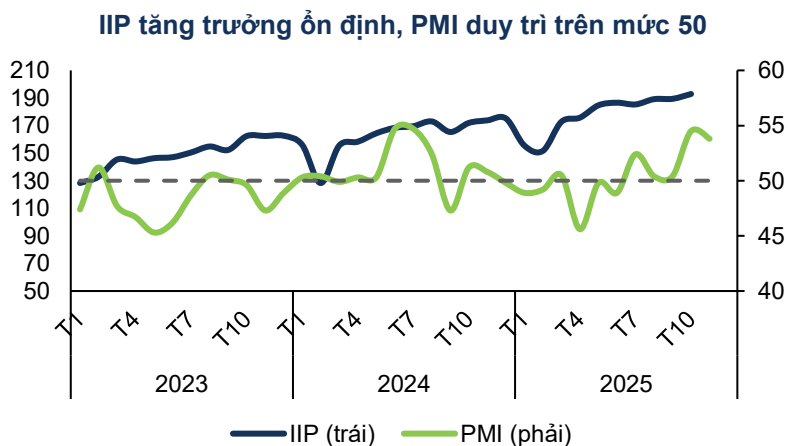
#### 4. Chú thích về chứng chỉ LEED ([Quay lại](#))

Chứng chỉ LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) là hệ thống chứng nhận quốc tế dành cho các công trình xanh, do Hội đồng Xây dựng Xanh Mỹ (USGBC) phát triển, nhằm đánh giá mức độ bền vững của công trình xây dựng trong suốt vòng đời, từ thiết kế, thi công đến vận hành. Một dự án đạt LEED khi đáp ứng tập hợp các tiêu chí liên quan đến hiệu quả năng lượng, sử dụng nước, vật liệu, kiểm soát phát thải và chất lượng môi trường trong nhà; các tiêu chí này được lượng hóa thông qua hệ thống chấm điểm chuẩn hóa.

LEED có 4 cấp độ dựa trên thang điểm tối đa 110, sau khi đáp ứng các yêu cầu tiên quyết bắt buộc (về năng lượng, nước, vật liệu, ...) và tích lũy tín chỉ tùy chọn:

| Cấp bậc   | Điểm số | Yêu cầu chính                                         |
|-----------|---------|-------------------------------------------------------|
| Certified | 40-49   | Mức cơ bản, chứng minh cam kết xanh ban đầu.          |
| Silver    | 50-59   | Hiệu quả cao hơn về năng lượng và tài nguyên.         |
| Gold      | 60-79   | Tối ưu hóa thiết kế, vận hành bền vững toàn diện.     |
| Platinum  | 80+     | Cao nhất, đổi mới vượt trội trong mọi khía cạnh xanh. |

#### 5. PMI IIP ngành sản xuất ([Quay lại](#))



Nguồn: Tổng cục thống kê, S&P Global, FPTIS tổng hợp

#### Các chỉ báo sản xuất cho thấy nhu cầu mở rộng công suất đang dần hình thành.

Chỉ số PMI ngành sản xuất duy trì trên ngưỡng 50 trong phần lớn thời gian nửa cuối năm 2025, phản ánh sự phục hồi của đơn hàng mới, trong khi chỉ số IIP tăng khoảng 9,5% YoY. Các tín hiệu này sẽ không phản ánh ngay vào khối lượng xây lắp trong ngắn hạn, nhưng là nền tảng cho nhu cầu xây dựng công nghiệp trong giai đoạn trung hạn.

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu CTD, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Trụ sở chính**

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường  
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,  
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888