

13/08/2026

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hợp lý (VND/cổ phiếu)	79,600
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)	63,500
Tiềm năng tăng/giảm	25.4%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	112
Free float (%)	55%
Vốn hóa (tỷ VND)	7,101
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	601,215
Sở hữu nước ngoài (%)	47%
Ngày niêm yết đầu tiên	1/20/2010

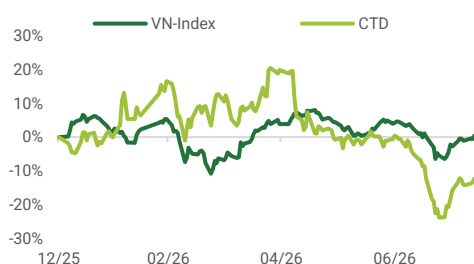
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Kustocem Pte Ltd	18%
The 8th Pte., Ltd.	11%
Success Investment And Business O.M. Co., Ltd.	14%
Preston Pacific Limited	4%
Talgat Turumbayev	2%
Khác	52%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	7,046
BVPS (VND)	86,308
Nợ/VCSH (%)	62%
ROA (%)	2%
ROE (%)	8%
P/E	9.0
P/B	0.7
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (CTD) có tiền thân là Công ty Cổ phần Xây dựng Cotec được thành lập vào năm 2004. Công ty hoạt động trong lĩnh vực thi công, xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp, cơ sở hạ tầng.

KHỐI PHÂN TÍCH

Nguyễn Nam Sơn

sonnguyennam@phs.vn

TỪ PHỤC HỒI TỚI TĂNG TRƯỞNG

- Tăng trưởng lợi nhuận rõ nét:** Doanh thu FY2026 tăng 38% lên 34,34 nghìn tỷ đồng, biên LNG mở rộng 93 điểm cơ bản lên 4,21%, trong khi LNST tăng mạnh 73% lên 788 tỷ đồng
- Backlog kỷ lục củng cố triển vọng tăng trưởng trong nhiều năm:** Giá trị hợp đồng ký mới đạt 60,3 nghìn tỷ đồng, đưa backlog lên gần 70 nghìn tỷ đồng, gần gấp đôi cùng kỳ và tương đương 2,0 lần doanh thu FY2026. Tỷ trọng hạ tầng ngày càng tăng cũng giúp CTD chuyển dịch sang danh mục dự án có giá trị cao hơn.
- Nền tảng tài chính cải thiện, đi kèm nhiều động lực tái định giá:** Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đảo chiều sang dương 816 tỷ đồng, trong khi CTD duy trì vị thế tiền mặt ròng 1,88 nghìn tỷ đồng. Khả năng thu hồi công nợ, thoái vốn khỏi Ricons và đề xuất nâng giới hạn sở hữu nước ngoài lên 100% có thể tạo thêm dư địa tăng giá.
- Định giá hấp dẫn nhưng phụ thuộc vào năng lực thực thi:** Với P/E dựa trên lợi nhuận 12 tháng gần nhất ở mức 9,2 lần và P/B 0,75 lần, CTD đang được giao dịch ở mức định giá tương đối hấp dẫn. Tuy nhiên, quá trình tái định giá chỉ thực sự bền vững nếu công ty chuyển hóa hiệu quả backlog thành doanh thu và dòng tiền, đồng thời duy trì biên lợi nhuận gộp trên 3% trong bối cảnh hàng tồn kho, các khoản phải thu và chi phí lãi vay đều đang gia tăng.

Luận điểm đầu tư

- Bước ngoặt lợi nhuận được xác lập:** CTD chuyển từ phục hồi lợi nhuận sang tăng trưởng dẫn dắt bởi backlog rất lớn. Cơ chế chia sẻ rủi ro giá vật liệu giúp biên gộp mảng xây dựng tăng 108 điểm cơ bản lên 4,11%.
- Backlog kỷ lục tạo dư địa tăng trưởng:** Backlog đạt 70 nghìn tỷ đồng; hạ tầng chiếm 33% giá trị ký mới và 16% backlog, so với mức đóng góp 7% doanh thu FY2026. Tỷ lệ hợp đồng từ khách hàng hiện hữu đạt 72%.
- Nhiều động lực tái định giá:** Các yếu tố hỗ trợ gồm khả năng thu hồi khoản phải thu Ngôi Sao Việt 526 tỷ đồng đã dự phòng toàn bộ, thoái 14,43% vốn tại Ricons và đề xuất nâng room ngoại lên 100%.

Định giá và khuyến nghị: Dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), chúng tôi dự phóng giá trị hợp lý của CTD là 79.600 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 25,4% so với giá thị trường hiện tại. Trong mô hình định giá, chúng tôi chưa phản ánh mảng phát triển bất động sản do CTD trực tiếp đầu tư, do tiến độ triển khai và hiệu quả đầu tư của các dự án vẫn còn nhiều yếu tố chưa chắc chắn.

	FY2025	FY2026	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	24,885	34,340	36,530	36,731	32,114
LNST (tỷ VND)	412	788	728	668	581
Biên lợi nhuận gộp (%)	3.28%	4.21%	3.19%	3.38%	3.58%
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.66%	2.29%	1.99%	1.82%	1.81%
ROA (%)	1.78%	2.30%	1.88%	1.69%	1.49%
ROE (%)	5.25%	8.46%	7.27%	6.24%	5.12%
Giá trị sổ sách (VND)	86,503	84,641	91,025	96,885	101,980

Bloomberg: PHS <GO>

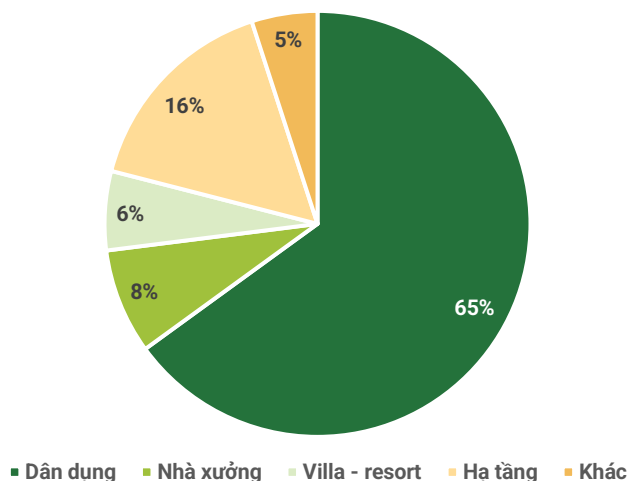
Tái lập vị trí dẫn đầu, xác định mô hình tăng trưởng

Sau nhiều năm tái cấu trúc tổ chức, kết quả kinh doanh năm tài chính 2026 đánh dấu bước ngoặt rõ nét, cho thấy quá trình phục hồi đã bắt đầu mang lại thành quả và tạo nền tảng để CTD tái khẳng định vị thế trong nhóm tổng thầu EPC và xây dựng hàng đầu Việt Nam:

1. **Giá trị hợp đồng chuyển tiếp lập kỷ lục:** Ban đầu, chúng tôi chỉ kỳ vọng giá trị hợp đồng chuyển tiếp đạt 45 nghìn tỷ đồng trong FY2026, vốn đã là mức cao nhất lịch sử CTD. Tuy nhiên, công ty đã ký mới 60,3 nghìn tỷ đồng, tương đương 1,76 lần doanh thu cả năm vừa qua, qua đó nâng giá trị hợp đồng chuyển tiếp cuối kỳ lên khoảng 70 nghìn tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo, lượng công việc này có thể bảo đảm doanh thu cho khoảng hai năm tới.
 - Đáng chú ý, 72% giá trị hợp đồng thực hiện trong FY2026 đến từ khách hàng hiện hữu. Điều này cho thấy tăng trưởng không chỉ dựa trên cạnh tranh về giá mà còn được hỗ trợ bởi năng lực thực thi và quan hệ khách hàng đã được kiểm chứng qua rất nhiều năm.
 - CTD đang hình thành một vòng lặp tăng trưởng tích cực: chất lượng thi công tốt giúp gia tăng tỷ lệ khách hàng quay lại; khách hàng hiện hữu giúp giảm rủi ro đấu thầu; trong khi lượng hợp đồng chuyển tiếp lớn cho phép công ty lựa chọn dự án kỹ hơn. Nhờ đó, quy mô có thể hỗ trợ chất lượng tăng trưởng thay vì chỉ là tăng trưởng giá trị hợp đồng.
2. **Hạ tầng trở thành động lực tăng trưởng mới**
 - Cơ cấu backlog mới đang bước đầu xác nhận chiến lược đa dạng hóa của CTD. Xây dựng dân dụng vẫn chiếm 72% doanh thu FY2026, trong khi hạ tầng mới đóng góp 7%. Tuy nhiên, mảng hạ tầng đã chiếm 33% giá trị hợp đồng ký mới và 16% giá trị backlog cuối kỳ. Ngược lại, tỷ trọng xây dựng dân dụng giảm còn lần lượt 52% và 65%.
 - Các dự án hạ tầng và công trình có yêu cầu kỹ thuật cao thường có quy mô lớn và rào cản gia nhập cao hơn, giúp CTD cạnh tranh bằng năng lực kỹ thuật thay vì chỉ dựa vào giá, qua đó có thể cải thiện biên lợi nhuận. Dù vậy, nhóm dự án này cũng có thời gian thi công dài hơn, yêu cầu vốn lưu động lớn hơn và có thể làm gia tăng các khoản phải thu
 - Các hợp đồng giá trị lớn, đáng chú ý trong FY2026 gồm:
 - Cầu Cần Giờ;
 - Tháp kiểm soát không lưu tại Cảng hàng không quốc tế Gia Bình;
 - Nhà máy HVDC của GE theo chuẩn LEED Platinum;
 - Các dự án 61 Trần Phú và Sun Grand Marina Town của Sun Group;
 - MRH Cao Xà Lá;

- Nam Long Đại Phước Paragon;
- Sun Bắc Châu Giang;
- Gói cơ điện tại Trung tâm dữ liệu Viettel;
- Các dự án công nghiệp của BWID.

Hình 1: cấu phần backlog của CTD cuối FY2026 (đơn vị: %)



Nguồn: CTD; PHS tổng hợp

3. Các giải pháp đồng bộ nhằm duy trì và cải thiện biên lợi nhuận gộp

- **CTD đang triển khai kế hoạch cải thiện biên lợi nhuận trong 2–3 năm tới, tập trung vào hai giải pháp chính:**

(1) **Tối ưu chi phí vật liệu xây dựng:** CTD tận dụng lượng hợp đồng chuyển tiếp lớn để đàm phán giá mua sỉ với nhà cung cấp, đồng thời áp dụng cơ chế chia sẻ rủi ro biến động giá vật liệu với chủ đầu tư. Cách tiếp cận này giúp tối ưu tổng chi phí cho khách hàng mà vẫn bảo vệ biên lợi nhuận của CTD.

(2) **Mở rộng chuỗi giá trị thông qua M&A:** CTD từng bước mở rộng sang các lĩnh vực xây dựng liên quan. Từ 2024, công ty hoàn tất hai thương vụ, gồm một nhà thầu cơ điện và một doanh nghiệp thiết kế, thi công mặt dựng nhôm kính. Các thương vụ này được kỳ vọng giúp cải thiện biên lợi nhuận, tăng khả năng kiểm soát chuỗi cung ứng và giữ lại nhiều giá trị hơn từ mỗi hợp đồng EPC.

4. Kiểm soát chặt chẽ và chủ động thu hồi công nợ quá hạn

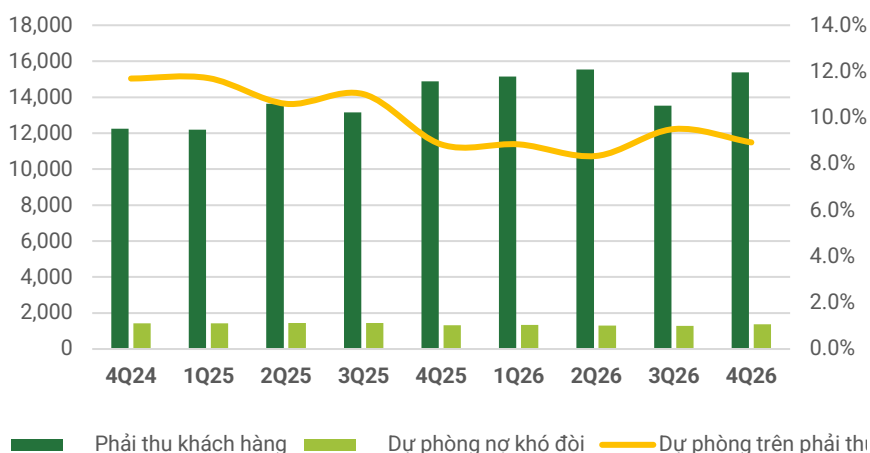
CTD đang tích cực xử lý các khoản phải thu tồn đọng từ những năm trước.

- Cuối FY2026, CTD đã trích lập dự phòng 1.315 tỷ đồng, tương đương 71,7% tổng các khoản phải thu có vấn đề. Trong khi đó, giá trị gộp các

khoản phải thu khó đòi tăng nhẹ từ 1.599 tỷ đồng lên 1.835,2 tỷ đồng, tương ứng giá trị rủi ro còn lại sau dự phòng khoảng 520,1 tỷ đồng.

- Diễn biến dự phòng chủ yếu liên quan đến hai khách hàng lớn:
 - a) Công ty Đầu tư Bất động sản Ngôi Sao Việt: 526,4 tỷ đồng
 - b) CTCP Đầu tư Minh Việt: 122 tỷ đồng
- CTD đã trích lập dự phòng 100% đối với khoản phải thu liên quan đến Tân Hoàng Minh.

Hình 2: Các khoản dự phòng và phải thu của CTD từ quý IV FY2024 đến quý IV FY2026 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: CTD; PHS tổng hợp

- Tình hình thu hồi công nợ của CTD đang có dấu hiệu cải thiện, dù theo chúng tôi, mức độ tiến triển chưa nên được đánh giá quá tích cực. Từ quý IV FY2024 đến quý IV FY2026, số dư dự phòng giảm 4% xuống 1,37 nghìn tỷ đồng, trong khi tỷ lệ dự phòng trên các khoản phải thu giảm từ 11,7% xuống 8,9%, phản ánh việc kiểm soát tín dụng chặt chẽ hơn và áp lực trích lập bổ sung đối với các khoản nợ tồn đọng đã giảm. Tuy nhiên, sau khi giảm mạnh trong quý III FY2026, các khoản phải thu đã tăng trở lại và đạt 15,38 nghìn tỷ đồng vào cuối quý IV, cao hơn 26% so với quý IV FY2024. Điều này cho thấy tỷ lệ dự phòng cải thiện một phần do quy mô các khoản phải thu tăng, thay vì hoàn toàn đến từ hoạt động thu hồi công nợ.

5. Dòng tiền và kiểm soát chi phí vẫn là những vấn đề cần theo dõi

Cuối FY2026, các khoản phải thu ngắn hạn tăng 4,2% so với đầu năm lên 15,31 nghìn tỷ đồng, chiếm 42,7% tổng tài sản. Diễn biến này chủ yếu đến từ phải thu khách hàng, tăng 3,4% từ 14,87 nghìn tỷ đồng lên 15,38 nghìn tỷ đồng. Mức tăng không lớn, nhưng trong bối cảnh thanh khoản của ngành bất động sản còn hạn chế, chúng tôi cho rằng khả năng thu hồi công nợ của CTD cần tiếp tục được theo dõi chặt chẽ.

Quá trình xử lý công nợ cũng có dấu hiệu chuyển lại trong FY2026, khi phải thu tăng 3,4%, dự phòng tăng 4,4% và tỷ lệ dự phòng trên phải thu nhích từ 8,8% lên 8,9%. Điểm tích cực hơn là dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đã cải thiện rất mạnh từ âm 1,15 nghìn tỷ đồng trong FY2025 sang dương 816 tỷ đồng trong FY2026, cho thấy khả năng chuyển hóa lợi nhuận thành tiền đang cải thiện.

Khoản phải thu 526 tỷ đồng tại Ngôi Sao Việt đã được trích lập dự phòng toàn bộ, do đó việc thu hồi thành công trong FY2027 có thể vừa cải thiện thanh khoản, vừa tạo dư địa hoàn nhập dự phòng. Tuy nhiên, chúng tôi chưa phản ánh khoản này vào dự báo lợi nhuận cơ sở cho đến khi quá trình dàn xếp được hoàn tất.

Theo CTD, phần lớn khách hàng của công ty là các chủ đầu tư lớn và có nền tảng tài chính tốt. Trước đó, ban lãnh đạo cũng đặt mục tiêu cải thiện dòng tiền vào cuối FY2026; kết quả dòng tiền kinh doanh dương 816 tỷ đồng cho thấy mục tiêu này đã bước đầu được hiện thực hóa.

Đáng chú ý, tranh chấp với Ricons được cho là đã được giải quyết mà CTD không phải chịu khoản phạt nào. Công ty hiện vẫn sở hữu 14,43% vốn tại Ricons, với giá trị ghi sổ khoảng 303,6 tỷ đồng, và đã cho biết sẽ xem xét thoái vốn sau khi hoàn tất đối soát công nợ.

Từ phục hồi tới tăng trưởng

Tiếp tục tăng trưởng nhờ chiến lược khách hàng hiện hữu

Trong quý cuối FY2026, CTD công bố hàng loạt hợp đồng quy mô lớn từ các khách hàng hiện hữu, một lần nữa khẳng định quan hệ đối tác bền chặt, uy tín thương hiệu và chất lượng thi công của công ty.

Theo CTD, tỷ lệ hợp đồng ký mới từ khách hàng hiện hữu đạt mức rất cao trong FY2026, lên tới 72% vào đầu năm tài chính (so với mức 69% của năm ngoái). Chúng tôi đánh giá CTD là một trong số ít nhà thầu niêm yết sở hữu tệp khách hàng trung thành và ít nhạy cảm hơn với giá, qua đó tạo ra nguồn công việc ổn định và có tính lặp lại cao.

Kết quả đã phần nào phản ánh hiệu quả của chiến lược này: LNST FY2026 đạt 788 tỷ đồng, mức cao nhất trong vòng bảy năm qua.

Từ quy mô đến chất lượng: Xây dựng nền tảng kỹ thuật đa ngành

CTD đang chuyển mình từ một tổng thầu chủ yếu tập trung vào xây dựng dân dụng thành nền tảng kỹ thuật và hạ tầng đa ngành, gắn với ba xu hướng tăng trưởng dài hạn:

- Đô thị hóa
- Công nghiệp hóa
- Mở rộng thị trường quốc tế

Đến năm 2030, CTD đặt mục tiêu cơ cấu doanh thu gồm 45% xây dựng cốt lõi, 30% lĩnh vực mới và hoạt động quốc tế, cùng 25% hạ tầng, hướng tới tăng trưởng doanh thu bình quân 20–30%/năm. Chiến lược tập trung vào “tăng trưởng chất lượng” thông qua lựa chọn dự án có chọn lọc, quản trị rủi ro chặt chẽ và mở rộng sang các công trình kỹ thuật phức tạp, có rào cản gia nhập cao.

Quá trình chuyển dịch đã bước đầu mang lại kết quả: doanh thu FY2026 tăng 38% lên 34,34 nghìn tỷ đồng, trong khi backlog đạt 70 nghìn tỷ đồng, tương đương nguồn công việc cho khoảng hai năm. Hạ tầng mới đóng góp 7% doanh thu nhưng đã chiếm 33% hợp đồng ký mới và 16% backlog. Các dự án của Viettel và BWID cũng cho thấy CTD đang thâm nhập những phân khúc có giá trị gia tăng cao hơn.

Tuy nhiên, thành công vẫn phụ thuộc vào khả năng chuyển hóa backlog thành dòng tiền mà không làm gia tăng quá mức nhu cầu vốn lưu động.

Cập nhật kết quả kinh doanh

- **Backlog:** CTD ghi nhận lượng hợp đồng chưa thực hiện đạt 70 nghìn tỷ đồng, cao gấp đôi dự báo ban đầu của chúng tôi là 35 nghìn tỷ đồng và là mức cao nhất trong lịch sử hoạt động. Cơ cấu backlog cũng tích cực hơn kỳ vọng trước đây của chúng tôi, (dự phóng trước đây: 70% bất động sản nhà ở, 20% công nghiệp và 10% hạ tầng). Mặc dù chỉ đóng góp 7% doanh thu FY2026, hạ tầng đã chiếm 33% giá trị hợp đồng ký mới và 16% lượng hợp đồng chuyển tiếp cuối kỳ.
- **Biên lợi nhuận gộp:** Biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng tăng 83 điểm cơ bản so với cùng kỳ lên 4,11% trong FY2026. Kết quả này cho thấy CTD đã kiểm soát tương đối tốt áp lực tăng giá vật liệu và cạnh tranh về giá, bất chấp kết quả kém tích cực hơn tại Unicons. Theo chúng tôi, biên lợi nhuận còn có thể được hỗ trợ bởi lợi thế quy mô trong mua sắm và hiệu quả chuỗi cung ứng. Bên cạnh đó, dòng vốn FDI duy trì tích cực trong 2026 sẽ tạo điều kiện để CTD phát huy thế mạnh trong phân khúc nhà máy có yêu cầu kỹ thuật cao.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh CTD trong FY2026

Đơn vị: tỷ VND	FY2025	FY2026	% YoY	Notes
Doanh thu thuần	24,885	34,340	38%	
Hoạt động Xây dựng	24,499	34,172	39.5%	Doanh thu hợp đồng xây dựng chủ yếu đến từ mảng xây dựng dân dụng và được hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của thị trường bất động sản, đặc biệt trong năm 2025. Kinh doanh vật liệu xây dựng là lĩnh vực tương đối mới, được phát triển từ hai công ty con thuộc hệ sinh thái cơ điện của CTD. Thay vì trở thành một động lực tăng trưởng độc lập, mảng này đóng vai trò tăng cường tích hợp chuỗi giá trị, nâng cao hiệu quả mua sắm và giúp CTD giữ lại nhiều giá trị hơn trong chuỗi cung ứng, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận của hoạt động xây dựng cốt lõi.
Bán hàng VLXD	296	77		
Chuyển nhượng BĐS	46	3		
Cho thuê BDS Đầu tư	19	26		
Cho Thuê Thiết bị Xây dựng	18	19		
Khác	6	43		
Giá vốn hàng bán	24,069	32,894	36.7%	
Hoạt động Xây dựng	23,757	32,768	37.9%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh bất chấp cạnh tranh gia tăng và giá vật liệu xây dựng tăng đáng kể so với năm 2025. Kết quả này đến từ việc CTD áp dụng cơ chế quản trị chi phí linh hoạt, trong đó rủi ro biến động giá vật liệu được chia sẻ giữa chủ đầu tư và nhà thầu, đồng thời từng bước tích hợp chuỗi giá trị thông qua các thương vụ M&A.
Bán hàng	249	72		
Chuyển nhượng BĐS	43	3		
Cho thuê BDS Đầu tư	12	14		
Cho Thuê Thiết bị Xây dựng	7	10		
Khác	2	27		
Lãi gộp	815	1,446	77.5%	
Thu nhập tài chính	280	407	45%	Doanh thu tài chính tăng mạnh, chủ yếu nhờ thu nhập lãi từ tiền gửi ngân hàng gia tăng. Trong khi đó, chi phí lãi vay cũng tăng đáng kể khi CTD chủ động nâng dư nợ sau thời gian dài duy trì đòn bẩy ở mức rất thấp. Công ty chủ yếu sử dụng các khoản vay ngắn hạn để tài trợ thi công dự án và bắt đầu ghi nhận dư nợ dài hạn tương đối lớn trong FY2026, ở mức 1,5 nghìn tỷ đồng. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng do CTD gia tăng trích lập dự phòng
Chi phí tài chính	(105)	(350)	233%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(92)	(351)	282%	
Chi phí bán hàng	0	0		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(581)	(678)	17%	
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	409	826	102.0%	
Thu nhập khác, ròng	80	194	142.5%	Đến từ hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với Tập đoàn Lê Phong tại dự án The Emerald 68
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	489	1,020	108.6%	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(77)	(232)	201.3%	
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	412	788	91.3%	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0		
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	412	788	91.3%	
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	4,552	6,909	51.8%	

Nguồn: CTD; PHS tổng hợp và phân tích

Bảng 2: Kết quả kinh doanh CTD trong FY2026 và so sánh với dự phóng của PHS

Báo cáo kết quả kinh doanh	2026F	2026A	% khác
Doanh thu thuần	29,298	34,340	+17.2%
Giá vốn hàng bán	(28,398)	(32,894)	+15.8%
Lợi nhuận gộp	900	1,446	+60.7%
Chi phí bán hàng	(1)	(1)	0.0%
Chi phí QLDN	(381)	(676)	+77.4%
EBIT	519	768	+48.0%
Lợi nhuận tài chính	229	407	+77.7%
Chi phí tài chính	(186)	(350)	+88.2%
Lãi/lỗ khác	285	194	-31.9%
Lợi nhuận trước thuế	846	1,020	+20.6%
Lợi nhuận sau thuế	689	788	+14.4%

Nguồn: CTD; PHS tổng hợp và phân tích

Kết quả FY2026 của CTD vượt đáng kể dự báo của chúng tôi, nhờ doanh thu cao hơn kỳ vọng và sự cải thiện rõ nét của hoạt động xây dựng cốt lõi. Biên lợi nhuận gộp đạt 4,21%, cao hơn nhiều so với dự báo 3,07%, phản ánh hiệu quả thi công, kiểm soát chi phí được cải thiện.

Tuy nhiên, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cao hơn 77,4% so với dự báo, chủ yếu do mức trích lập dự phòng lớn hơn kỳ vọng. Điều này cho thấy áp lực dự phòng chưa hoàn toàn chấm dứt và có thể tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận trong vài năm tới.

Đối với các khoản mục ngoài hoạt động cốt lõi, doanh thu tài chính vượt 77,7% dự báo, nhưng tác động tích cực này bị bù trừ một phần bởi chi phí tài chính cao hơn 88,2% so với kỳ vọng. Thu nhập khác, chủ yếu liên quan đến hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với Tập đoàn Lê Phong tại dự án The Emerald 68, thấp hơn 31,9% so với dự báo.

Nhìn chung, LNTT và LNST lần lượt đạt 1,02 nghìn tỷ đồng và 788 tỷ đồng, cao hơn tương ứng 20,6% và 14,4% so với dự báo của chúng tôi. Mức vượt dự báo của LNST thấp hơn lợi nhuận hoạt động chủ yếu do chi phí tài chính và thuế suất thực tế cao hơn kỳ vọng. Quan trọng hơn, kết quả vượt dự báo chủ yếu đến từ hoạt động cốt lõi và sự cải thiện đáng kể của biên lợi nhuận, thay vì phụ thuộc vào các khoản thu nhập ngoài hoạt động mang tính một lần.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) làm phương pháp định giá chính, do CTD nhiều khả năng đang bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới kéo dài nhiều năm mà các hệ số định giá dựa trên lợi nhuận ngắn hạn có thể chưa phản ánh đầy đủ. Phương pháp so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành cũng có thể kém phù hợp trong bối cảnh thị trường bất động sản nhà ở chậm lại đáng kể trong năm 2026, trong khi lợi nhuận báo cáo của CTD chịu ảnh hưởng từ khoản thu nhập một lần liên quan đến hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) tại dự án The Emerald 68.

Các giả định kinh doanh ngắn hạn

1. Doanh thu và lợi nhuận:

CTD kỳ vọng giá trị hợp đồng chuyển tiếp trong FY2027 duy trì quanh mức 70 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi dự báo công ty có thể tiếp tục ký mới tối thiểu 25 nghìn tỷ đồng hợp đồng mỗi năm trong FY2027–FY2028 (do chúng tôi khá thận trọng về thị trường bất động sản dân dụng), qua đó duy trì lượng hợp đồng chuyển tiếp khoảng 50–60 nghìn tỷ đồng vào cuối mỗi năm.

Tuy nhiên, CTD có thể chịu ảnh hưởng từ sự chững lại của thị trường nhà ở và giá vật liệu xây dựng tăng mạnh. Do đó, chúng tôi giảm 100 điểm cơ bản dự báo biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng trong FY2027, trước khi biên lợi nhuận dần phục hồi trong FY2028–FY2029.

CTD còn có thể ghi nhận khoản lợi nhuận một lần từ The Emerald 68, dự án đầu tiên công ty tham gia với vai trò nhà phát triển thông qua hợp tác với Tập đoàn Lê Phong. Dự án có tổng vốn đầu tư hơn 2 nghìn tỷ đồng và CTD được hưởng 49% lợi nhuận. Chúng tôi dự kiến dự án bắt đầu bàn giao từ quý II/2026 và đóng góp tổng cộng thêm khoảng 300 tỷ đồng vào LNST của CTD trong FY2027–FY2028.

2. Dự báo các khoản phải thu và dự phòng:

Mặc dù lợi nhuận cốt lõi của CTD vượt kỳ vọng, chất lượng các khoản phải thu vẫn là vấn đề cần lưu ý. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong FY2026 đạt 676 tỷ đồng, cao hơn 77,4% so với dự báo 381 tỷ đồng của chúng tôi, chủ yếu do chi phí dự phòng nợ xấu lớn hơn kỳ vọng.

Kết hợp với quy mô phải thu duy trì ở mức cao trong nhiều năm và chi phí dự phòng thường xuyên phát sinh, diễn biến này cho thấy rủi ro thu hồi công nợ chưa được giải quyết hoàn toàn và có thể tiếp tục xuất hiện tại các dự án mới. Vì vậy, áp lực trích lập dự phòng nhiều khả năng vẫn kéo dài trong vài năm tới.

Chúng tôi áp dụng các giả định thận trọng hơn đối với tiến độ thu hồi công nợ, nhu cầu vốn lưu động và dự phòng tổn thất tín dụng. Những điều chỉnh này làm giảm khả năng chuyển hóa lợi nhuận kế toán thành dòng tiền và khiến dự báo dòng tiền tự do giảm đáng kể.

Theo đó, dù kết quả kinh doanh FY2026 tích cực hơn kỳ vọng, chúng tôi vẫn quyết định hạ giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 79.600 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 25,4%, từ mức mục tiêu sau pha loãng của báo cáo trước đây là 83.700 đồng/cổ phiếu.

Tổng hợp giả định

Bảng 3: Dự báo kết quả kinh doanh của CTD giai đoạn FY2025F-FY2026F (Đơn vị: tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	FY2024	FY2025	FY2026	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	16,528	24,885	34,340	36,530	36,731	32,114
Giá vốn hàng bán	(16,102)	(24,069)	(32,894)	(35,366)	(35,489)	(30,963)
Lợi nhuận gộp	426	815	1,446	1,164	1,242	1,151
Chi phí bán hàng	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(0)
Chi phí QLDN	(398)	(581)	(676)	(548)	(551)	(482)
Lợi nhuận từ HĐKD (EBIT)	28	234	768	616	690	669
Lợi nhuận tài chính	348	280	407	472	403	395
Chi phí tài chính	(130)	(105)	(350)	(372)	(361)	(328)
Lãi/lỗ từ CT liên doanh/ liên kết	(7)	(0)	(0)	-	-	-
Lãi/lỗ khác	6	80	194	200	100	-
Lợi nhuận trước thuế	244	489	1,020	916	832	735
Lợi nhuận sau thuế	188	412	788	728	668	581
LNST của cổ đông Công ty mẹ	188	412	788	728	668	581

Nguồn: CTD; PHS tổng hợp và phân tích

Bảng 4: Tổng hợp các giả định về tăng trưởng, khả năng sinh lời và vòng quay vốn lưu động

Chỉ số tài chính	FY2024	FY2025	FY2026	2027F	2028F	2029F
Tăng trưởng						
Doanh thu	N/A	50.56%	38.00%	6.38%	0.55%	-12.57%
Lợi nhuận sau thuế	803.83%	119.32%	91.14%	-7.60%	-8.20%	-13.08%
Tổng tài sản	14.16%	37.18%	30.47%	-0.59%	5.05%	-7.75%
Tổng vốn chủ sở hữu	2.36%	6.63%	7.66%	7.54%	6.44%	5.26%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	2.58%	3.28%	4.21%	3.19%	3.38%	3.58%
Tỷ suất EBIT	0.17%	0.94%	2.24%	1.69%	1.88%	2.08%
Tỷ suất EBITDA	0.76%	1.16%	2.56%	1.96%	2.17%	2.43%
Tỷ suất lãi ròng	1.14%	1.66%	2.29%	1.99%	1.82%	1.81%
ROA	0.93%	1.78%	2.30%	1.88%	1.69%	1.49%
ROE	2.26%	5.25%	8.46%	7.27%	6.24%	5.12%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	258	218	163	183	203	218
Hàng tồn kho	59	90	110	100	95	90
Phải trả	131	114	98	98	96	96

Nguồn: CTD; PHS tổng hợp và phân tích

Trong mô hình định giá, chúng tôi chưa phản ánh mảng bất động sản do CTD trực tiếp đầu tư, do đóng góp vào tổng doanh thu còn tương đối nhỏ, trong khi tiến độ triển khai và hiệu quả hoạt động của các dự án vẫn chưa đủ rõ ràng.

WACC & Chi phí vốn chủ (CAPM)

WACC	12.62%
Tỷ lệ nợ (%)	38.11%
Chi phí vốn vay	12%
Chi phí vốn chủ (CAPM)	14.52%
Risk free rate	4.50%
Beta	1.2
Country Risk premium	8.35%

Giả định mức tăng trưởng vĩnh viễn sau FY2029: 0%

Tổng hợp dòng tiền FCFF

Dòng tiền FCFF (tỷ đồng)	2026	2027F	2028F	2029F
LNST cho cổ đông công ty mẹ	788	728	668	581
Tăng: khấu hao	111	102	107	112
Giảm: Capex	(458.3)	(50)	(50)	(50)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(394.2)	(2,043)	(3,149)	829
Tăng: chi phí lãi vay*(1-tax)	273	296	290	259
Tổng	319.5	-968	-2,134	1,731
Hệ số chiết khấu về thời điểm 30/06/26		1.13	1.27	1.43
Giá trị hiện tại của FCFF		(859)	(1,683)	1,212
Tốc độ tăng trưởng	0.00%			
WACC mục tiêu	12.62%			

Tổng hợp định giá

Tổng giá trị hiện tại của FCFF	-1,330
Terminal Value	13,713
Giá trị hiện tại của Terminal Value	8,524
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	7,194
+ Tiền mặt	7,823
- Nợ	5,943
- Lợi ích cổ đông thiểu số (dự phóng x2 số cuối 3Q2024)	1
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	9,073
Tổng số cổ phiếu (triệu cổ)	114.03
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	79,570

Phụ lục định giá

Hình 3: Diễn biến hệ số P/B của CTD trong 10 năm qua (2016–2026)



Nguồn: Bloomberg ngày 12/08/2026

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	FY2024	FY2025	FY2026	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	16,528	24,885	34,340	36,530	36,731	32,114
Giá vốn hàng bán	(16,102)	(24,069)	(32,894)	(35,366)	(35,489)	(30,963)
Lợi nhuận gộp	426	815	1,446	1,164	1,242	1,151
Chi phí bán hàng	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(0)
Chi phí QLDN	(398)	(581)	(676)	(548)	(551)	(482)
Lợi nhuận từ HĐKD	28	234	768	616	690	669
Lợi nhuận tài chính	348	280	407	472	403	395
Chi phí tài chính	(130)	(105)	(350)	(372)	(361)	(328)
Lãi/lỗ từ CTDLK	(7)	(0)	(0)	-	-	-
Thu nhập khác	6	80	194	200	100	-
Lợi nhuận trước thuế	244	489	1,020	916	832	735
Lợi nhuận sau thuế	188	412	788	728	668	581
LNST của cổ đông Công ty mẹ	188	412	788	728	668	581
Cân đối kế toán	FY2024	FY2025	FY2026	2027F	2028F	2029F
Tài Sản Ngắn Hạn	19,889	27,963	36,697	36,702	38,614	35,583
Tiền và tương đương tiền	2,842	2,712	3,936	2,355	2,124	1,942
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,768	1,589	3,887	3,887	3,887	3,887
Phải thu ngắn hạn	11,670	14,875	15,381	18,299	20,405	19,112
Hàng tồn kho	2,603	5,964	9,906	9,689	9,237	7,635
Tài sản ngắn hạn khác	1,006	2,823	3,587	2,472	2,961	3,007
Tài Sản Dài Hạn	1,762	1,738	2,054	1,821	1,855	1,748
Tài sản cố định	475	442	540	497	448	395
Bất động sản đầu tư	68	308	257	249	241	233
Chi phí xây dựng dở dang	120	50	117	117	117	117
Đầu tư tài chính dài hạn	306	315	322	322	322	322
Tài sản dài hạn khác	794	455	818	637	727	682
Lợi thế thương mại	0	168	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	21,652	29,701	38,751	38,523	40,469	37,331
Nợ phải trả	13,244	20,736	29,099	28,143	29,421	25,702
Nợ ngắn hạn	12,746	20,684	27,530	26,866	28,409	24,955
Nợ dài hạn	499	53	1,569	1,277	1,012	747
Vốn chủ sở hữu	8,407	8,965	9,652	10,579	11,528	12,109
Vốn góp	1,036	1,036	1,140	1,140	1,140	1,140
Thặng dư vốn	2,958	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714
Quỹ và Vốn khác	3,888	4,154	4,050	4,050	4,050	4,050
Lợi nhuận giữ lại	524	1,054	1,741	2,469	3,137	3,718
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	6	6	6	6	6
Tổng nguồn vốn	21,652	29,701	38,751	38,523	40,469	37,331

Lưu chuyển tiền tệ	FY2024	FY2025	FY2026	2027F	2028F	2029F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh		(1,154)	816	(1,214)	(2,374)	1,521
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư		303	(2,441)	131	(141)	(5)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính		1,352	2,848	(498)	2,284	(1,699)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ		502	1,223	(1,581)	(230)	(182)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ		2,210	2,712	3,936	2,355	2,124
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ		2,712	3,935	2,355	2,124	1,942
Chỉ số tài chính	FY2024	FY2025	FY2026	2027F	2028F	2029F
Tăng trưởng						
Doanh thu	N/A	50.56%	38.00%	6.38%	0.55%	-12.57%
Lợi nhuận sau thuế	803.83%	119.32%	91.14%	-7.60%	-8.20%	-13.08%
Tổng tài sản	14.16%	37.18%	30.47%	-0.59%	5.05%	-7.75%
Tổng vốn chủ sở hữu	2.36%	6.63%	7.66%	7.54%	6.44%	5.26%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	2.58%	3.28%	4.21%	3.19%	3.38%	3.58%
Tỷ suất EBIT	0.17%	0.94%	2.24%	1.69%	1.88%	2.08%
Tỷ suất EBITDA	0.76%	1.16%	2.56%	1.96%	2.17%	2.43%
Tỷ suất lãi ròng	1.14%	1.66%	2.29%	1.99%	1.82%	1.81%
ROA	0.93%	1.78%	2.30%	1.88%	1.69%	1.49%
ROE	2.26%	5.25%	8.46%	7.27%	6.24%	5.12%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	258	218	163	183	203	218
Số ngày tồn kho	59	90	110	100	95	90
Số ngày phải trả	131	114	98	98	96	96
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.56	1.35	1.33	1.37	1.36	1.43
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.36	1.06	0.97	1.01	1.03	1.12
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.05	0.10	0.15	0.14	0.19	0.16
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.13	0.33	0.62	0.53	0.70	0.52
Vay ngắn hạn/VCSH	0.07	0.33	0.46	0.40	0.61	0.46
Vay dài hạn/VCSH	0.06	0.00	0.16	0.12	0.09	0.06

Nguồn: CTD; PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Nam Sơn, Phó phòng phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472
Call Center: (84-28) 5 413 5488
Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Bến Thành, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,
Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa,
Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Yên Hòa, Hà
Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải
Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801