

CTCP Xây dựng Cotecons (HSX: CTD)
Hoạt động xây dựng tích cực cùng khả năng ghi nhận lợi nhuận mảng BĐS giai đoạn 2026-27

- GD 2026-27, backlog của CTD dự báo tăng trưởng 10%/9% svck trong bối cảnh nguồn cung BĐS phục hồi, nhờ đó, doanh thu cải thiện 13%/10% svck.
- LN ròng giai đoạn 2026-2027 dự kiến tăng lần lượt tăng 61%/26% svck, nhờ biên LN gộp phục hồi và lợi nhuận từ mảng BĐS.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho CTD với giá mục tiêu 94,200 đ/cp.

Doanh thu của doanh nghiệp dự báo tăng trưởng 13%/10% svck nhờ tăng trưởng backlog thuận lợi

Giai đoạn 2026-27, doanh số kí hợp đồng (backlog) của CTD được dự báo tăng trưởng lần lượt 10%/9% svck trong năm 2026-27 nhờ đóng góp đến từ 3 phân khúc chính là dân dụng, công nghiệp và hạ tầng. Cụ thể hơn, với động lực từ nguồn cung BĐS và các đối tác lâu năm “repeat sale”, doanh số mảng dân dụng có thể tăng trưởng 11%/10% svck. Đối với mảng công nghiệp, với kì vọng đến từ tăng trưởng nguồn vốn FDI và lợi thế cạnh tranh tới từ tiêu chuẩn ESG của CTD, backlog có thể cải thiện 10%/9% svck. Bên cạnh đó, phân khúc xây dựng hạ tầng khả quan với sự đóng góp từ giải ngân vốn ĐTC tăng trưởng thuận lợi giúp backlog tăng trưởng 10%/15% svck. Backlog tăng trưởng trở thành nguồn việc cho doanh nghiệp và tác động tích cực tới doanh thu trong 2026 -27. Nhờ đó, chúng tôi dự báo doanh thu có thể tăng lần lượt 13%/10% svck.

Lợi nhuận ròng dự báo tăng 61%/26% trong 2026-27 nhờ hoạt động xây dựng tích cực cùng khả năng ghi nhận lợi nhuận mảng BĐS

Chúng tôi ước tính biên LN gộp sẽ cải thiện 0.3/0.2đ % svck nhờ (1) nguồn việc thuận lợi trong bối cảnh đẩy mạnh nguồn cung BĐS và (2) các biện pháp thành lập chuỗi cung ứng NVL giảm thiểu đà tăng của giá đầu vào. Bên cạnh đó, dự án Emerald 68 kì vọng có thể ghi nhận lợi nhuận từ liên doanh liên kết (sở hữu 49%) khi đã mở bán trong đầu năm 2025 và đạt tỷ lệ hấp thụ trên 70%. Nhờ biên gộp cải thiện và ghi nhận lợi nhuận từ mảng BĐS. LN ròng có thể đạt 730 tỷ VNĐ vào năm 2026 và 921 tỷ trong năm 2027, tương ứng với mức tăng lần lượt 61%/26% svck.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 94,200 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi định giá cổ phiếu CTD dựa trên phương pháp định giá PB và FCFF, với mức giá mục tiêu là 94,200 đồng/cổ phiếu. Với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành, CTD được hưởng lợi trong bối cảnh thị trường xây dựng phục hồi nhờ tác động tích cực từ thị trường BĐS. Bên cạnh đó, định giá của CTD đang ở mức hấp dẫn khi PB đạt 0.8 (thấp hơn mức kỳ vọng của chúng tôi là 0.95x trong giai đoạn phục hồi của thị trường xây dựng).

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	21,045	24,867	28,125	30,850
Lợi nhuận ròng	310	454	730	921
Tăng trưởng doanh thu thuần	27.3%	18.2%	13.1%	9.7%
Tăng trưởng LN ròng	64.9%	46.5%	60.7%	26.2%
Biên LN gộp	3.4%	3.1%	3.4%	3.6%
Biên EBITDA	0.8%	2.4%	2.3%	2.6%
ROAE	3.6%	5.1%	7.5%	8.8%
ROAA	1.4%	1.5%	2.4%	2.8%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	3,320	4,474	7,191	9,075
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	82,925	86,515	90,004	91,838

Nguồn: CTD, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

94,200VNĐ

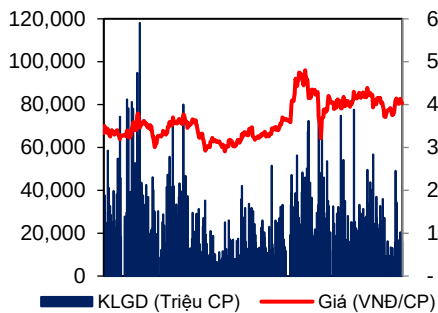
Tiềm năng tăng giá

17.0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	80,600
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	95,000
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	72,100
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	8,300
P/E (TTM)	25.5
P/B	0.90
Thị suất cổ tức (%)	0
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	42.9

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

Công ty Kustoshem Ltd	17.9
TNHH Đầu tư Thành Công	14.4
Nguyễn Bá Dương	4.1
Khác	62.6

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

Luận điểm đầu tư và định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của CTD là 94,200 đồng/cổ phiếu dựa trên các luận điểm chính:

- Với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành, CTD được hưởng lợi mạnh mẽ trong bối cảnh ngành xây dựng phục hồi với 3 phân khúc chính đến từ dân dụng, công nghiệp và hạ tầng. Nhờ đó, doanh thu tăng trưởng lần lượt 13%/10% svck vào năm 2026-27.
- Biên LN gộp phục hồi lần lượt 0.3đ%/ 0.2đ% svck trong bối cảnh nguồn việc thuận lợi hơn và DN có 1 số biện pháp hạn chế tác động của việc tăng giá NVL.
- Chất lượng khoản phải thu cao hơn giúp doanh nghiệp giảm bớt chi phí trích lập dự phòng. Thị trường BĐS phục hồi giúp CTD dự kiến không ghi nhận khoản nợ xấu trong giai đoạn 2026 – 27, từ đó chi phí quản lý DN dự kiến giảm 30% so với giai đoạn 2022-24.
- Mức định giá P/B đang thấp hơn trong giai đoạn phục hồi của ngành xây dựng.

Định giá

- Chúng tôi áp dụng hai phương pháp định giá FCFF và P/B để định giá CTD với giá trị hợp lý là 94,200 VND/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DN có thể tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 61%/26% svck trong giai đoạn 2026 – 27 nhờ backlog tăng trưởng khả quan cùng ghi nhận từ mảng BĐS.
- Chúng tôi chọn P/B ở mức 0.95x để định giá CTD. Mức P/B này dựa trên P/B trung bình của doanh nghiệp trong vòng 5 năm cộng thêm 1 lần độ lệch chuẩn (+1std) nhờ chu kì ngành xây dựng phục hồi. Trong giai đoạn phục hồi, doanh nghiệp sẽ được định giá cao hơn so với mức trung bình (ước tính khoảng 1 độ lệch chuẩn, chiếm 35% giai đoạn định giá cao trong 1 chu kỳ của ngành) nhờ biên LN gộp cải thiện và không còn rủi ro từ trích lập dự phòng.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	94,900
P/B (P/B mục tiêu 2026 = 0.95) với PB mục tiêu = PB trung bình 5 năm + 1std	50%	93,600
Giá mục tiêu		94,200

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Dự phóng FCFF

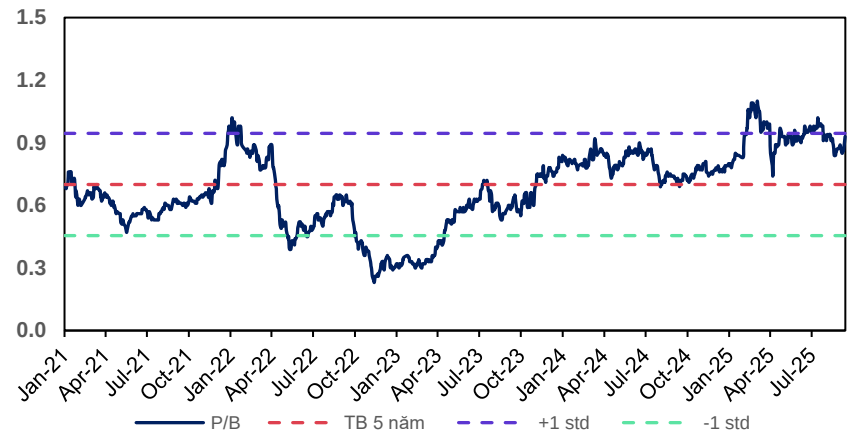
	2026	2027	2028	2029	2030
LN ròng	730	921	790	933	1,072
Chi phí phi tiền mặt	(185)	(100)	(110)	(121)	(133)
Lãi vay sau thuế	114	123	127	130	134
Đầu tư tài sản cố định	150	165	181	198	218
Vốn lưu động	148	216	235	223	220
FCFF	360	563	390	522	576

Hình 3: FCFF định giá

(+) Giá trị hiện tại của FCFF từ năm 2026-2030	Tỷ VND	1,975
(+) Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	Tỷ VND	5.382
(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VND	5,532
(-) Nợ vay	Tỷ VND	3.076
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VND	9,623
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cổ phiếu	101.5
Giá cổ phiếu	VND	94,900

Chi phí vốn cổ phần		WACC và mức tăng trưởng dài hạn	
Lợi suất phi rủi ro	3.0%	Chi phí vốn nợ	12.0%
Beta	1.20	Thuế suất	20.0%
Phân bù rủi ro	9.6%	WACC	11.2%
Chi phí vốn cổ phần	13.1%	Tăng trưởng dài hạn	2%

Hình 4: P/B của CTD trong giai đoạn tăng trưởng của chu kỳ



Nguồn: FinproX, CTD, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- Nguồn cung BĐS không phục hồi như kì vọng.
- Rủi ro đến từ việc tăng cường thực hiện các dự án lớn có thể làm tăng nợ xấu dẫn tới đẩy mạnh chi phí quản lý DN.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp các ngành

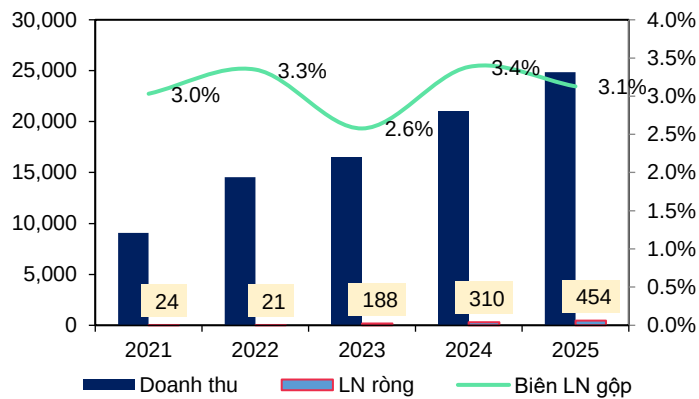
Công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
						TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025
CTCP XNK và Xây dựng VN	VCG VN Equity	28,000	30,000	Khả quan	18,100	22.1	5.2	1.6	1.3	3.1%	10.2%	7.2%	17.5%
CTCP Fecon	FCN VN Equity	18,300	NA	KKN	2,800	40.1	38.2	0.7	0.6	0.2%	1.6%	0.9%	2.2%
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	HHV VN Equity	16,750	NA	KKN	8,350	12.3	11.2	0.8	0.7	1.3%	1.8%	3.9%	4.3%
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh	CII VN Equity	26,800	NA	KKN	16,600	36.8	19.3	0.8	0.6	0.9%	1.3%	2.9%	3.2%
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN Equity	9,500	NA	KKN	3,900	16.8	14.5	0.7	0.6	2.2%	2.5%	5.6%	6.1%
Trung Bình					9,950	25.6	17.7	0.9	0.8	1.5%	3.5%	4.1%	6.7%
CTCP Xây dựng Cotecons	CTD VN Equity	80,600	94,200	Khả quan	8,200	17.8	14.5	0.9	0.8	1.2%	1.4%	4.2%	5.1%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tổng quan doanh nghiệp và KQKD năm tài chính 2025 (30/06/2025)

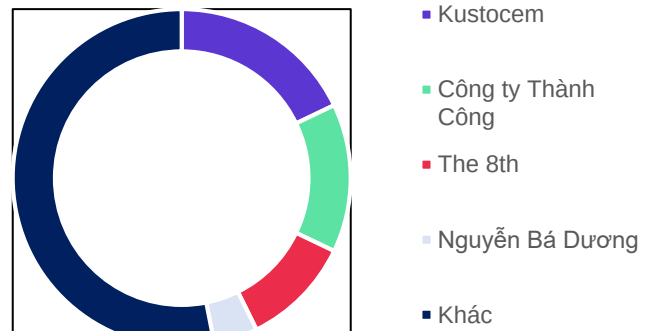
CTCP Coteccons được thành lập từ năm 2004 với số vốn điều lệ ban đầu 15.2 tỷ VNĐ. Trong giai đoạn 2022 – 24, doanh nghiệp chứng kiến cuộc chuyển giao quyền lực giữa chủ tịch cũ Nguyễn Bá Dương và nhóm cổ đông Kusto, do đó kết quả kinh doanh gặp nhiều khó khăn. Kể từ năm 2023, dưới sự lãnh đạo của chủ tịch Bolat Duisenov, CTD kì vọng có thể gây dựng lại vị thế vốn có trước đây nhờ 3 phân khúc xây dựng chính: dân dụng, công nghiệp và hạ tầng.

Hình 6: KQKD của doanh nghiệp giai đoạn 2021 - 25



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 7: Cơ cấu cổ đông của CTD (tính đến 30/06/2025)

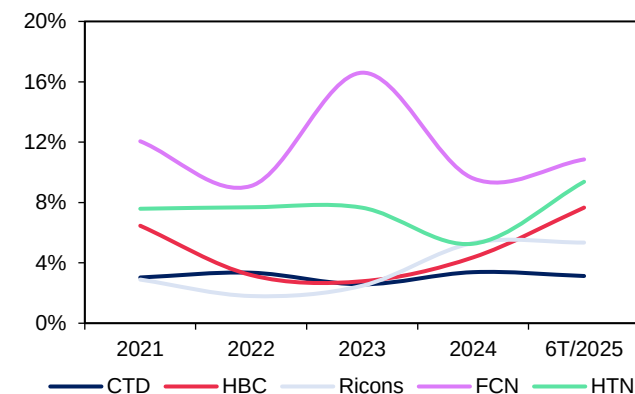


Nguồn: CTD, MBS Research

Lợi thế cạnh tranh của CTD đến từ quy mô nhân lực và cơ cấu tài chính lành mạnh, giúp DN có thể hoàn tất các dự án lớn trong thời gian gấp rút. Bên cạnh đó, nhờ nền tảng tài chính lành mạnh, CTD có thể gia tăng quy mô khoản phải thu nhằm giúp các đối tác giảm bớt áp lực tài chính trong bối cảnh thi công dự án. Hơn nữa, doanh nghiệp có thể cung cấp dịch vụ trọn gói cho các chủ đầu tư trong quá trình xây lắp nhờ mảng xây lắp cơ điện lạnh (MEP). Đối với mảng khu công nghiệp, CTD có thể mạnh nhờ tiên phong trong việc thực hiện ESG, nhờ đó có thể trúng thầu tại các dự án FDI như Lego, Pandora, Logos khi các chủ đầu tư quan tâm tới các vấn đề môi trường.

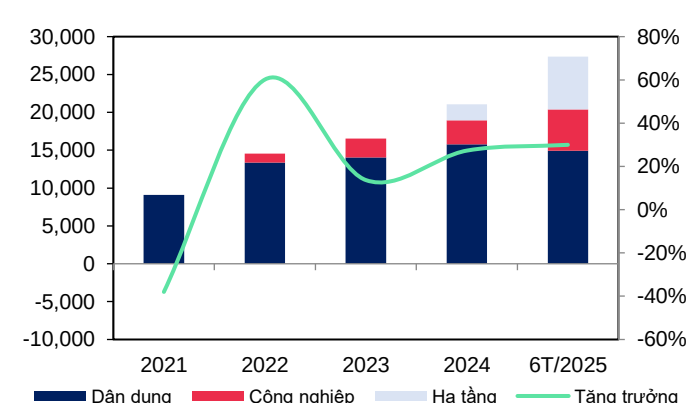
Trong ngành xây dựng, CTD có biên gộp thấp hơn so với các đối thủ trong ngành chủ yếu đến từ việc doanh nghiệp chủ yếu nhận các gói thầu có quy mô lớn do đó phải thuê thêm thầu phụ và dẫn tới biên LN gộp ở mức thấp trong ngành. Tuy nhiên, doanh nghiệp có lợi thế về quy mô backlog và các đối tác là chủ đầu tư lớn do đó, nợ xấu ở mức thấp so với các DN trong ngành

Hình 8: Biên LN gộp của CTD thấp hơn TB ngành do phải thuê thêm thầu phụ tại các dự án lớn



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 9: Doanh thu của CTD từ 2021 – 25 (Đơn vị: Tỷ VNĐ) (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: CTD, MBS Research

Trong giai đoạn 2021 – 25, cơ cấu doanh thu của DN đã có sự chuyển dịch đáng kể sang các phân khúc xây dựng khác như công nghiệp và hạ tầng nhằm đa dạng hoá nguồn thu. CTD có chiến lược cân bằng cơ cấu doanh thu của các phân khúc xây dựng khi tập trung đẩy mạnh xây dựng công nghiệp và hạ tầng trong thời gian tới. Chúng tôi đánh giá, đây là chiến lược hợp lí trong bối cảnh phân khúc dân dụng đang bị cạnh tranh mạnh mẽ và có thể giúp doanh thu của CTD tăng trưởng bền vững nhờ không phụ thuộc và thị trường BĐS.

Hình 10: So sánh kết quả kinh doanh trong năm tài chính 2025 (ngày 30/06/2025) của DN (Đơn vị: tỷ VND)

Chỉ số KQKD	Q4/25	So với quý trước (%)	svck (%)	2025	svck (%)	Đánh giá
Backlog	6.351	-29%	20%	35.000	32%	Backlog chiếm khoảng 70% là repeat sales các chủ đầu tư lớn như Vinhomes, Sun Group, MIK Group. Backlog tăng trưởng nhờ các nguồn cung BĐS phục hồi tác động tích cực tới nguồn việc của các DN xây dựng.
Doanh thu	8,351	67%	27%	24,887	18.26%	
- Xây lắp	8,279	69%	26%	24,494	16.57%	Doanh thu tăng trưởng svck trong bối cảnh nguồn cung BĐS phục hồi tác động tích cực tới nguồn việc và backlog của DN Mảng bán thiết bị là mảng kinh doanh mới trong năm nay nhờ 2 công ty con trong mảng cơ điện lạnh.
- Bán thiết bị	61	15%	N/A	296	N/A	
- Chuyển nhượng BĐS	0	NA	0%	33	N/A	
- Khác (bao gồm: Cho thuê thiết bị, VP, khác..)	11	38%	4%	43	34.38%	
LN gộp	217	39%	-2%	798	12%	
Biên LN gộp	2.6%	-0.4đ %	- 0.8đ %	3%	-0.2đ %	Biên LN gộp giảm đến từ việc giá nguyên vật liệu như cát, đá tăng mạnh svck
- Xây lắp	2.5%	+0.2đ %	-0.7đ %	2.9%	- 0.4đ %	
- Bán thiết bị	11.5%	- 3.5đ %	NA	16%	N/A	
- Chuyển nhượng BĐS	NA	NA	NA	3%	N/A	
- Khác (bao gồm: Cho thuê thiết bị, VP, khác..)	58.0%	+9đ %	-2đ %	58%	-0.1đ %	
DT tài chính	72	29%	4%	256	-9%	DT tài chính tăng trong Q4 tăng nhờ tiền gửi ngân hàng tuy nhiên cả năm giảm 9% do giảm lãi đến từ cho vay và đầu tư góp vốn
Chi phí tài chính	87	89%	190%	205	97%	
- Chi phí lãi vay	39	18%	56%	143	55%	Chi phí lãi vay tăng trưởng đến từ đẩy mạnh quy mô nợ vay nhằm phục vụ vốn lưu động
Chi phí bán hàng và QLDN	22	-122%	-111%	298	-49%	Chi phí QLDN giảm mạnh nhờ DN hoàn nhập dự phòng từ dự án Saigon Glory
Lãi (lỗ) khác	7	-450%	-13%	20	-75%	
LN trước thuế	230	265%	207%	549	42%	
LN ròng	196	244%	184%	454	46%	LN ròng cả năm tăng trưởng 46% svck đến từ (1) doanh thu tăng trưởng và (2) chi phí QLDN giảm mạnh svck.

Nguồn: CTD, MBS Research

Dự báo KQKD năm tài chính 2026-27: LN ròng tăng trưởng 61%/26% svck nhờ biên gộp cải thiện và mảng BĐS tích cực

Hình 11: Dự báo kết quả kinh doanh trong năm tài chính 2025-27 của DN (Đơn vị: tỷ VND)

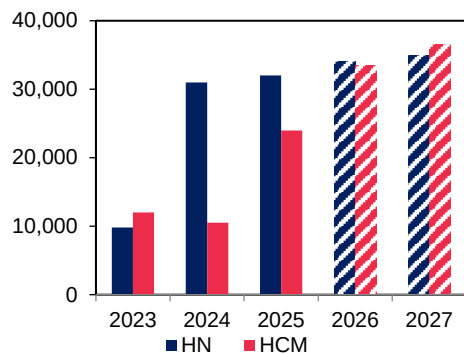
Chỉ số KQKD	2025	2026	svck (%)	2027	svck (%)	Chú thích
Backlog	35.000	38.500	10%	41.965	9%	Backlog tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh nguồn cung BĐS phục hồi, số lượng dự án FDI và giải ngân vốn ĐTC tăng mạnh svck.
Doanh thu	24.887	28.125	13%	30.850	10%	
- Xây lắp	24.494	27.779	13%	30.488	10%	Doanh thu xây lắp tăng trưởng nhờ backlog tăng trưởng 9%/10% svck trong bối cảnh các mảng phân khúc dân dụng, hạ tầng và công nghiệp thuận lợi.
- Bán thiết bị	296	305	3%	320	5%	Mảng bán các thiết bị cơ điện lạnh tăng trưởng ổn định nhờ các hợp đồng tổng thầu
- Chuyển nhượng BĐS	33	0	-100%	-	-100%	
- Khác (bao gồm: Cho thuê thiết bị, VP, khác)	43	41	-5%	42	2%	
LN gộp	798	953	511%	1.103	16%	
Biên LN gộp	3,1%	3,4%	+0.3đ %	3,6%	+0.2đ %	Biên LN gộp phục hồi nhờ đóng góp của mảng xây lắp
- Xây lắp	2,9%	3,2%	+0.3đ %	3,4%	+0.2đ %	Mảng xây lắp có biên LN gộp tốt hơn nhờ (1) Giá thầu ở mức cao hơn và (2) xây dựng chuỗi cung ứng NVL giúp giảm thiểu rủi ro giá NVL
- Bán thiết bị	16%	16%	0đ %	16%	0đ %	
- Chuyển nhượng BĐS	3%	NA	NA	NA	N/A	
- Khác (bao gồm: Cho thuê thiết bị, VP, khác)	58%	58%	+0đ %	58%	-0.1đ %	
DT tài chính	256	268	5%	262	-2%	
Chi phí tài chính	205	211	3%	217	3%	Chi phí tài chính tăng nhẹ đến từ áp lực lãi vay
- Chi phí lãi vay	143	154	7%	158	3%	Chi phí lãi vay tăng nhẹ do DN đẩy mạnh quy mô nợ vay nhằm thực hiện các dự án lớn
Chi phí bán hàng và QLDN	298	387	30%	412	6%	Chi phí bán hàng tăng theo quy mô DT và ghi nhận hoàn nhập thấp hơn năm 2025
Lãi/ lỗ từ liên doanh liên kết	-	257	100%	370	44%	Khoản lãi đến từ bán giao dự án BĐS Emerald 68 hiện tại dự án này đang thi công xây dựng và dự kiến bàn giao kể từ Q2/26 Hiện tại đang trong giai đoạn bán hàng và tỷ lệ hấp thụ khoảng 60%
Lãi (lỗ) khác	20	35	77%	45	28%	
LN trước thuế	549	984	79%	1.228	25%	
LN ròng	454	730	61%	921	26%	LN ròng tăng trưởng mạnh mẽ đến từ (1) Biên LN gộp phục hồi và (2) ghi nhận khoản lãi của mảng BĐS.

Nguồn: CTD, MBS Research

Backlog của doanh nghiệp dự báo tăng trưởng 10%/9% svck trong bối cảnh nguồn cung BĐS phục hồi, theo đó doanh thu xây dựng 2026-27 dự kiến tăng 13%/10% svck

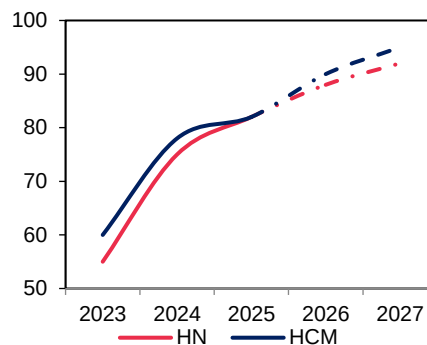
Nhờ 3 phân khúc xây dựng dân dụng, công nghiệp và hạ tầng tăng trưởng, backlog của CTD dự báo sẽ tăng 10%/9% svck trong giai đoạn 2026 – 27, doanh thu xây dựng dự kiến tăng 13%/10% svck:

Hình 12: Nguồn cung căn hộ tại HN và TP.HCM (Đơn vị: Căn)



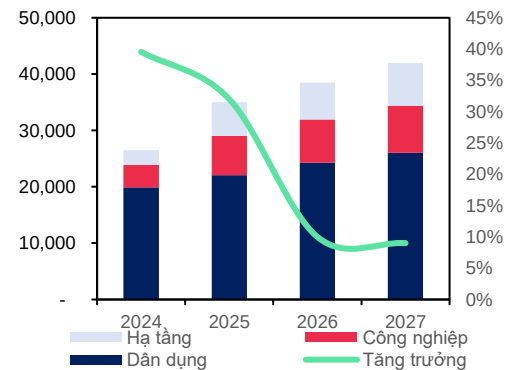
Nguồn: CBRE

Hình 13: Giá bán BĐS duy trì ở mức cao (Đơn vị: Triệu/m²)



Nguồn: CBRE

Hình 14: Backlog của CTD tăng trưởng 10%/9% svck vào năm 2026-27



Nguồn: CTD, MBS dự phóng

- Chúng tôi dự báo backlog mảng xây dựng dân dụng của CTD sẽ tăng trưởng 11%/8% svck và đạt mức 23,814 và 25,545 tỷ VNĐ trong giai đoạn 2026 - 27 nhờ đóng góp khoảng 70% đến từ “repeat sale” nhờ các chủ đầu tư lớn tăng tốc triển khai dự án. Nguồn cung BĐS phục hồi tác động tích cực tới biên backlog của DN. Theo dự báo của CBRE, nguồn cung căn hộ tại HN và TP.HCM dự báo tăng trưởng svck trong bối cảnh những vướng mắc pháp lý liên quan tới tiền sử dụng đất và đền bù, GPMB phần nào được giải quyết. Cụ thể hơn, trong giai đoạn 2026 -27, nguồn cung chủ yếu đến từ các dự án cao cấp nhờ giá bán duy trì ở mức cao, do đó chúng tôi đánh giá CTD được hưởng lợi nhờ xu hướng này nhờ có kinh nghiệm triển khai các dự án phân khúc cao cấp trong thời gian ngắn và kĩ thuật phức tạp.
- Backlog mảng xây dựng công nghiệp có thể tăng trưởng 8%/9% svck và đạt mức 7,560/8,240 tỷ VNĐ vào năm 2026 – 27 nhờ các dự án FDI. Hiện tại, xây dựng công nghiệp chiếm khoảng 20% tổng backlog của doanh nghiệp với các nhà máy FDI lớn như Pandora, Logos, Suntory Pepsico. Trong bối cảnh, Việt Nam trở thành quốc gia thu hút FDI hàng đầu trong khu vực nhờ những yếu tố như mức thuế đối ứng thấp hơn các đối thủ như Ấn Độ, Indo. Việt Nam có thể trở thành điểm thu hút nguồn vốn FDI trong bối cảnh Fed hạ lãi suất tác động tích cực tới tỷ giá. Nhờ đó,
- Chúng tôi đánh giá backlog từ mảng xây dựng hạ tầng có thể tăng trưởng 8%/15% svk vào năm 2026 -27. Mảng xây dựng hạ tầng tăng tốc trong bối cảnh giải ngân vốn ĐTC tăng tốc giải ngân. Cụ thể hơn, nguồn vốn giải ngân dự báo tăng trưởng 18% svck, tập trung vào việc hoàn tất 3,000 km cao tốc và sân bay Long Thành. Theo chia sẻ của DN, CTD đang có kế hoạch tăng tốc mảng xây dựng này nhằm hưởng lợi trong bối cảnh đầu tư hạ tầng trở thành trọng tâm trong kế hoạch của Chính phủ trong giai đoạn 2026-27. Hiện tại danh mục dự án của DN

chủ yếu đến từ dự án sân bay Long Thành và cao tốc Chợ Thành - Gia Nghĩa.

Hình 15: Các dự án xây dựng dân dụng trọng điểm của CTD năm 2026 - 2027

STT	Thông tin gói thầu	Tên dự án	Chủ đầu tư	Quy mô
1	Tổng thầu GD 2 selavia PQ	Selavia Phú Quốc	TTC Land	290 ha
2	Eaton Park 3 (Tổng thầu) hay dự án Eaton Park GD 3	Eaton Park 3	Gamuland	4 ha
3	Tổng thầu thiết kế và thi công xây dựng chung cư HH2 – phân khu 1A-2	Ecopark Central Park	Ecopark	200 ha
4	Khu đô thị mới tại các xã Xuân Canh, Đông Hội	KĐT mới (Chung cư)	MIK	10 ha
5	Khối nhà khách sạn Nam Phương (gói MEP)	khách sạn Nam Phương	TNHH Mặt Trời Phú Quốc	20 ha
6	Tổ hợp Hòn Thơm – Phú Quốc (gói MEP)	Tổ hợp du lịch nghỉ dưỡng & giải trí biển Hòn Thơm	TNHH Dân dụng Phú Quốc	310 ha
7	Tổng thầu dự án Vinhomes Giảng Võ	VHM Gallery Giảng Võ	Vinhomes	7 ha

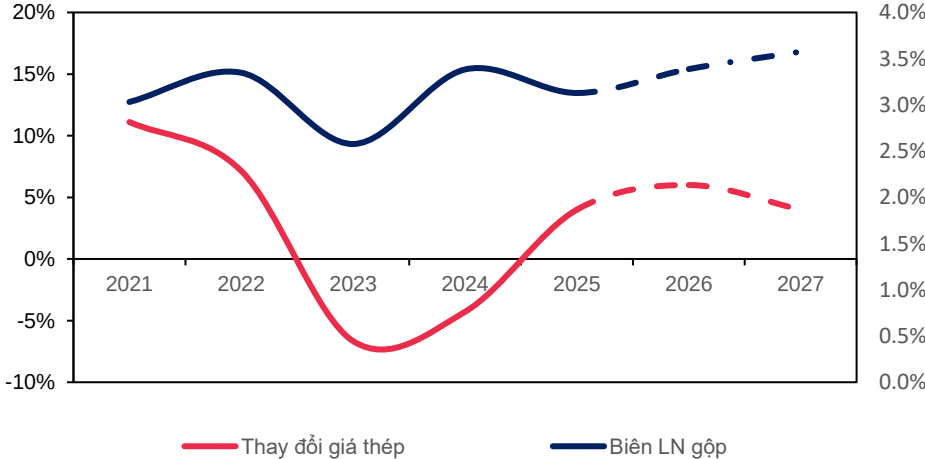
Nguồn: CTD, MBS Research

Biên LN gộp dự báo phục hồi lên mức 3.4%/3.6% vào năm 2026 - 27 nhờ giá trúng thầu cao hơn trong bối cảnh nguồn việc thuận lợi

Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh nguồn việc của các doanh nghiệp xây dựng nhiều hơn với sự hỗ trợ từ nguồn cung BĐS, giá trúng thầu của doanh nghiệp dự báo ở mức cao hơn nhờ (1) vị thế là doanh nghiệp hàng đầu có thể hoàn thành dự án có kỹ thuật phức tạp trong thời gian gấp rút và (2) Các đối tác là các chủ đầu tư lớn có nền tảng tài chính lành mạnh.

Theo chia sẻ của DN, giá nguyên vật liệu chiếm khoảng 70% chi phí giá vốn của DN bên cạnh nhân công và chi phí khác. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, CTD đã thực hiện 1 số biện pháp nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực từ đà tăng giá NVL như đá và cát xây dựng như (1) kết hợp với nhà cung cấp tạo nên chuỗi cung ứng nguyên liệu cho hàng loạt dự án nhờ đó có thể thương lượng mức giá ổn định hơn (2) Có điều khoản thương lượng với chủ đầu tư trong trường hợp giá nguyên vật liệu tăng vượt mức kiểm soát.

Hình 16: Biên LN gộp dự báo của CTD năm 2026 - 2027



Nguồn: CTD, MBS Research

Do đó chúng tôi đánh giá biên LN gộp của CTD sẽ đạt mức 3.4%/3.6% vào năm 2026 - 27, tương ứng với mức tăng 0.3đ % và 0.2đ % svck.

Mảng Bất động sản: Đóng góp lợi nhuận nhờ dự án Emerald 68

Hình 17: Thông tin dự án BĐS của CTD



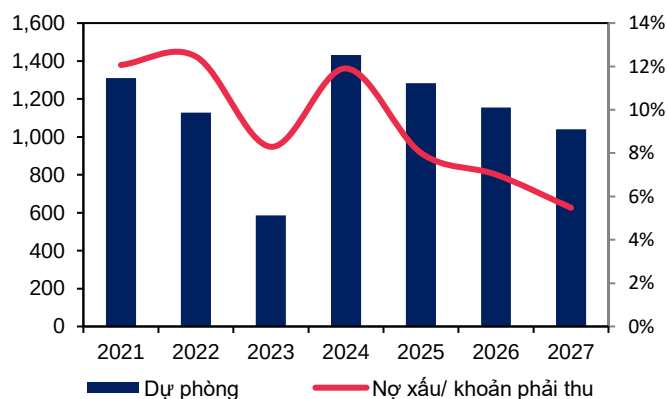
Tên dự án: Emerald 68

- Tỷ lệ sở hữu: 49%
- Vị trí: Đường Vĩnh Phú, phường Vĩnh Phú, tỉnh Bình Dương
- Quy mô: 7.100 m2 bao gồm 2 toà tháp và 770 căn hộ
- Sản phẩm chính: Căn hộ chung cư với giá bán thuộc phân khúc trung cấp khoảng 42tr/m2
- Tiến độ: Dự án đã hoàn tất pháp lý và đang trong quá trình xây dựng. Tính đến T9/25, tiến độ thi công tới tầng 26/37 và dự kiến có thể hoàn tất trong năm 2026. Dự án đã mở bán kể từ năm 2024 và tỷ lệ hấp thụ khoảng 60%. Dự kiến có thể hoàn tất bán hàng vào năm 2026.

Trong bối cảnh tỷ lệ hấp thụ căn hộ tại Bình Dương ở mức cao nhờ hạ tầng kết nối với TP.HCM ngày càng hoàn thiện, bên cạnh đó giá bán trung cấp (khoảng 2-2,5 tỷ/căn) phù hợp với số đông nhà đầu tư, Emerald 68 có thể hoàn tất bán hàng vào năm 2026. Bên cạnh đó chúng tôi dự báo dự án có tỷ lệ bàn giao 40%/60% trong giai đoạn 2026-27 với biên gộp khoảng 56%. Tuy nhiên do chỉ sở hữu 49%, CTD dự kiến ghi nhận lợi nhuận từ công ty liên kết lần lượt 257/370 tỷ VNĐ trong 2 năm tới.

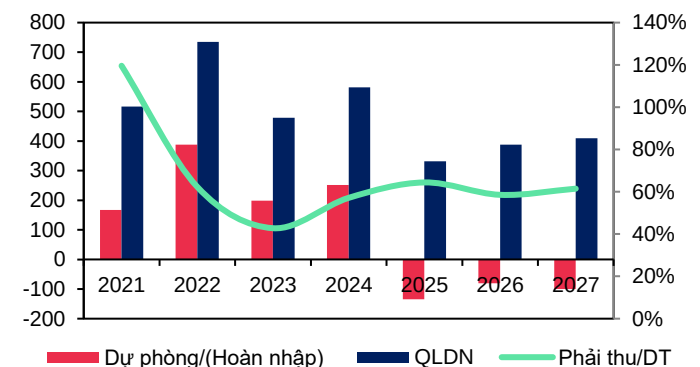
Các khoản nợ xấu có khả năng giảm trong năm 2026-27 nhờ thị trường xây dựng ấm lên

Hình 18: Tỷ lệ nợ xấu/ khoản phải thu



Nguồn: CTD, MBS Research

Hình 19: Chi phí quản lý DN giai đoạn 2026-27 giảm khoảng 25% so với 2022-24 nhờ có thể ghi nhận hoàn nhập dự phòng



Nguồn: CTD, MBS Research

Theo chia sẻ của DN, thị trường BĐS ấm lên tác động tích cực tới tình hình tài chính của các chủ đầu tư trong bối cảnh doanh nghiệp BĐS có thể mở bán dự án và ghi nhận dòng tiền. Do đó trong năm 2026, CTD dự kiến không ghi nhận thêm khoản dự phòng nợ xấu và hiện tại công ty đã hoàn tất ghi nhận toàn bộ các khoản nợ xấu hiện hữu. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ xấu/ khoản phải thu của DN dự kiến giảm dần về mức 7% trong năm 2026 và 5% trong năm 2027 trong bối cảnh không khi nhận nợ xấu, bên cạnh việc có khả năng hoàn nhập. Đối với khoản phải thu/ doanh thu có thể tăng lên mức 0.6 và 0.7 lần trong bối cảnh doanh nghiệp tăng cường hợp tác với các chủ đầu tư nhằm hoàn thiện các

dự án lớn. Chúng tôi đánh giá chất lượng khoản phải thu dự kiến ở mức cao và không gây rủi ro cho DN.

Chúng tôi thận trọng dự báo CTD có thể ghi nhận hoàn nhập lần lượt 80/100 tỷ VNĐ trong năm 2026-27 khi các chủ đầu tư BĐS có tình hình tài chính tốt hơn. Dù chi phí QLDN dù cao hơn năm 2025 do hoàn nhập ít hơn (khoảng 80/100 tỷ VNĐ so với 135 tỷ VNĐ), chúng tôi dự báo chi phí này sẽ lần lượt đạt mức 387/410 tỷ VNĐ, ghi nhận giảm khoảng 30% so với giai đoạn 2022-24 do không còn ghi nhận thêm khoản nợ xấu trong 2 năm tới.



BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026	2027	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	21,045	24,867	28,125	30,850	LN trước thuế	387	549	912	1,151
Giá vốn hàng bán	(20,333)	(24,089)	(27,172)	(29,747)	Khấu hao	44	114	91	100
Lợi nhuận gộp	712	778	953	1,103	CP lãi vay	92	143	154	158
Chi phí quản lý DN	(580)	(298)	(387)	(410)	Khoản +/- không thuộc HĐKD	68	(327)	(2,840)	(1,854)
Chi phí bán hàng	(1)	(1)	(2)	(2)	Thay đổi VLB	(566)	(1,633)	331	132
LN từ HĐKD	131	478	563	691	LCTT từ HĐKD	24	(1,159)	(1,352)	(312)
EBITDA thuần	175	592	654	791	Đầu tư TSCĐ	(551)	(467)	(509)	(488)
LN trước thuế & lãi vay	131	478	563	691	Thu từ TL, TSCĐ và mua công cụ nợ	791	770	980	1,591
Chi phí lãi	(92)	(143)	(154)	(158)	LCTT từ đầu tư	240	303	471	1,103
Chi phí tài chính	(105)	(205)	(211)	(217)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	7	15	-	-
Thu nhập ròng khác	80	20	35	45	Tiền vay ròng nhận được	57	1,437	90	92
TN từ các Cty LK & LD	-	-	257	370	Dòng tiền từ HĐTC khác	(1)	-	1,001	-
LN trước thuế	386	549	912	1,151	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	(100)	(0)	(0)
Thuế TNDN	(76)	(95)	(182)	(230)	LCTT từ hoạt động TC	63	1,352	1,091	92
Lợi nhuận sau thuế	310	454	730	921	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,883	2,210	2,712	2,921
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	327	502	209	883
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	310	454	730	921	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,210	2,712	2,921	3,804
Chi trả cổ tức	-	-	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	310	454	730	921					
Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026	2027	Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	2,210	2,712	2,921	3,804	Tăng trưởng doanh thu thuần	16.7%	18.2%	18.2%	13.1%
Đầu tư ngắn hạn	1,868	1,589	1,728	1,658	Tăng trưởng EBITDA	26.6%	28.0%	238.3%	10.5%
Phải thu khách hàng	12,246	15,315	15,928	16,405	Tăng trưởng LN từ HĐKD	27.0%	28.4%	364.9%	117.8%
Hàng tồn kho	3,126	5,698	5,669	6,222	Tăng trưởng LN trước thuế	57.0%	58.4%	42.2%	66.1%
Tổng tài sản ngắn hạn	20,456	27,845	29,282	31,061	Tăng trưởng LN ròng	63.5%	64.9%	46.5%	60.7%
Tài sản cố định	353	339	373	410	Tăng trưởng EPS	45.0%	46.4%	46.5%	58.7%
Xây dựng cơ bản dở dang	115	50	83	66	Biên LN gộp	1.9%	3.4%	3.1%	3.4%
BDS đầu tư	331	308	333	361	Biên EBIT	1.0%	2.5%	3.2%	4.1%
Tài sản dài hạn khác	503	595	427	427	Biên EBITDA	1.1%	1.5%	1.8%	2.6%
Đầu tư vào công ty LD,LK	309	315	315	315	ROAE	2.2%	3.6%	5.2%	7.8%
Phải thu dài hạn	699	29	29	29	ROAA	-0.1%	1.4%	1.7%	2.4%
Tổng tài sản dài hạn	2,413	1,738	1,662	1,710	ROIC	1.6%	3.1%	3.8%	5.7%
Total assets	22,869	29,584	30,944	32,771	Vòng quay tài sản	0.89	0.90	0.95	0.93
Nợ ngắn hạn	14,224	20,588	21,117	22,245	Cổ tức chi trả/LN ròng	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Phải trả người bán	6,161	7,554	7,705	8,090	Tổng nợ phải trả/VCSH	16.5%	18%	33%	31%
Phải trả ngắn hạn khác	4,068	5,199	4,937	5,067	Tổng nợ vay/VCSH	3.0%	3%	3%	2%
Tổng nợ ngắn hạn	14,224	20,588	21,117	22,245	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-4.4%	-2.9%	0.9%	0.5%
Vay & nợ dài hạn	1,540	2,986	3,076	3,168	Khả năng thanh toán lãi vay	140.9%	1.4	3.3	3.7
Các khoản phải trả khác	117	67	140	131	Số ngày phải thu	212.4	212.4	224.8	206.7
Tổng Nợ dài hạn	54	33	37	36	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	56.1	56.1	86.3	76.1
Tổng nợ	14,278	20,621	21,153	22,282	Số ngày phải trả tiền bán	110.6	110.6	114.5	103.5
Vốn điều lệ	1,036	1,036	1,088	1,142	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.4	1.4	1.4	1.4
Thặng dư vốn cổ phần	2,880	2,715	2,715	2,715	Khả năng thanh toán nhanh	1.2	1.2	1.1	1.1
Cổ phiếu quỹ	(445)	(265)	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.3	0.2	0.3	0.2
LN giữ lại	698	1,052	1,563	2,207					
Các quỹ thuộc VCSH	4,422	4,425	4,425	4,425	Định giá				
Vốn chủ sở hữu	8,591	8,963	9,791	10,490	EPS	3,320	4,474	4,382	6,872
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	(0)	(0)	BVPS	81,925	82,925	86,515	90,004
Tổng vốn chủ sở hữu	8,591	8,963	9,791	10,490	P/E	30.5	20.6	15.8	10.2
Tổng nợ và VCSH	22,869	29,584	30,944	32,771	P/B	1.1	1.0	0.9	0.8

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Phường Ô Chợ Dừa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Nghiêm Phú Cường
Định Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Phạm Thị Thanh Huyền
Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng Lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Mai Duy Anh