



CTCP Xây dựng Coteccons

[Việt Nam / Công nghiệp]

Bloomberg Code (CTD.VN) | Reuters Code (CTD.HM)

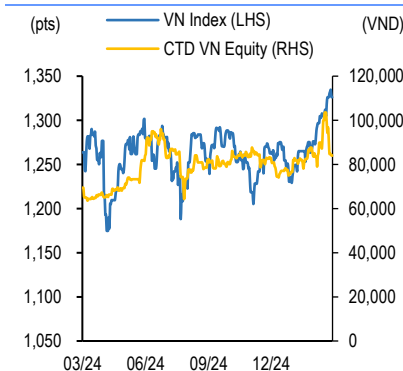
MUA

Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **108,900 VND**
Giá hiện tại (10/11/2025) **84,000 VND**
Suất sinh lời (%) **29.6%**

VNINDEX	1,581
P/E thị trường (x)	13.5
Vốn hóa (tỷ VND)	8,520
SLCP đang lưu hành (triệu)	101
SLCP tự do giao dịch (triệu)	57
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	55.7
52 tuần cao/thấp (VND)	103,500/63,200
KUGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.25
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	101
Beta (12T)	1.0

	Kustoshem Pte, Ltd	17.89
Cổ đông lớn (%)	Công ty TNHH MTV Kinh doanh và Đầu tư Thành Công	14.40
Biến động giá	3T 6T 12T	
Tuyệt đối (%)	1.7 7.0	20.5
Tg đổi với VN-Index (%)	20 -17.7	-5.7



Nguồn: Bloomberg

Lê Thiên Hương

☎️ (84-28) 6299-8004
 ✉️ huong.lt1@shinhan.com

Lý Bùi - Giám đốc Phân tích

☎️ (84-28) 6299-8029
 ✉️ ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Cú vươn mình rực rỡ

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 108,900 đồng

Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (HSX: CTD) là một trong những nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam, hoạt động trong nhiều lĩnh vực như dân dụng, thương mại và công nghiệp. Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu cho CTD với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 108,900 đồng, tương đương suất sinh lời 29.6% với những luận điểm sau: **(1)** Nhà thầu xây dựng lớn và uy tín hàng đầu Việt Nam; **(2)** Backlogs cao kỷ lục được hỗ trợ bởi sự phục hồi của thị trường BĐS dân dụng, đầu tư công và làn sóng FDI; **(3)** Bảng cân đối kế toán lành mạnh.

Nhà thầu xây dựng lớn và uy tín hàng đầu Việt Nam: Sau giai đoạn tái cấu trúc bộ máy lãnh đạo, CTD nhanh chóng phục hồi và tái khẳng định vị thế nhà thầu số 1 trong ngành xây dựng đang ngày càng cạnh tranh khốc liệt tại Việt Nam. Giá trị hợp đồng ký mới năm 2025 đạt khoảng 35,000 tỷ đồng, mức cao nhất trong lịch sử hoạt động. Đồng thời, CTD còn có lợi thế với kinh nghiệm thi công các công trình có kết cấu phức tạp và đáp ứng tiêu chuẩn xanh.

Backlogs cao kỷ lục được hỗ trợ bởi sự phục hồi của (1) thị trường BĐS dân dụng, (2) đầu tư công và (3) làn sóng FDI

Chính phủ đã triển khai nhiều chính sách hỗ trợ thị trường BĐS, giúp các dự án dần khởi động trở lại. Đồng thời, mục tiêu giải ngân đầu tư công giai đoạn 2026-2030 với vốn 8.31 triệu tỷ đồng (+158% so với 2021-2025) tiếp tục được đẩy mạnh. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn cho FDI nhờ vị trí, chi phí và ưu đãi thuế. Nhờ đó, CTD kỳ vọng sẽ lập kỷ lục mới về giá trị backlog ở mảng dân dụng, hạ tầng và công nghiệp, đặc biệt với các hợp đồng "Repeat Sale" nhờ mối quan hệ chiến lược với các chủ đầu tư lớn.

Bảng cân đối kế toán lành mạnh với (1) tỷ lệ tiền mặt dồi dào, (2) tỷ lệ nợ vay thấp và (3) các khoản nợ xấu giảm dần

Trong giai đoạn 2020-2025, tỷ trọng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn của CTD chiếm trung bình 19%/ tổng tài sản, tỷ lệ nợ vay/ VCSH duy trì dưới mức 0.35 – thấp hơn so với trung bình ngành, trong đó phần lớn là nợ ngắn hạn với chi phí lãi vay thấp. Bên cạnh đó, trong năm 2025, nợ xấu đã giảm mạnh 30% YoY, và dự kiến tiếp tục đi xuống nhờ khả năng thu hồi công nợ trong bối cảnh thị trường BĐS phục hồi.

Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của CTD đạt lần lượt 30,112 tỷ đồng (+21.0% YoY) và 794 tỷ đồng (+73.7 % YoY).

Rủi ro: (1) Rủi ro thị trường Bất động sản phục hồi chậm; (2) Rủi ro giá nguyên vật liệu xây dựng tăng; (3) Rủi ro chi phí nhân công tăng; (4) Rủi ro cạnh tranh.

Năm	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ VND)	21,045	24,885	30,112	33,609	42,529
LN từ HĐKD (tỷ VND)	306	529	898	1,041	1,092
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	310	457	794	916	959
EPS (VND)	2,987	4,379	7,664	8,836	9,254
BPS (VND)	82,896	86,481	91,577	98,079	103,934
OPM (%)	1.5	2.1	3.0	3.1	2.6
NPM (%)	1.5	1.8	2.6	2.7	2.3
ROE (%)	3.6	5.1	8.4	9.0	8.9
PER (x)	33.1	22.6	12.9	11.2	10.7
PBR (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	41.6	37.6	29.8	27.1	30.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

*Niên độ tài chính của CTD: từ ngày 1/7 đến ngày 30/06 năm sau

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3	Tổng quan doanh nghiệp
10	Quan điểm đầu tư
17	Cập nhật kết quả kinh doanh 2025 và dự phóng 2026F
19	Định giá và khuyến nghị
25	Rủi ro
26	Phụ lục: Báo cáo tài chính

Tổng quan doanh nghiệp

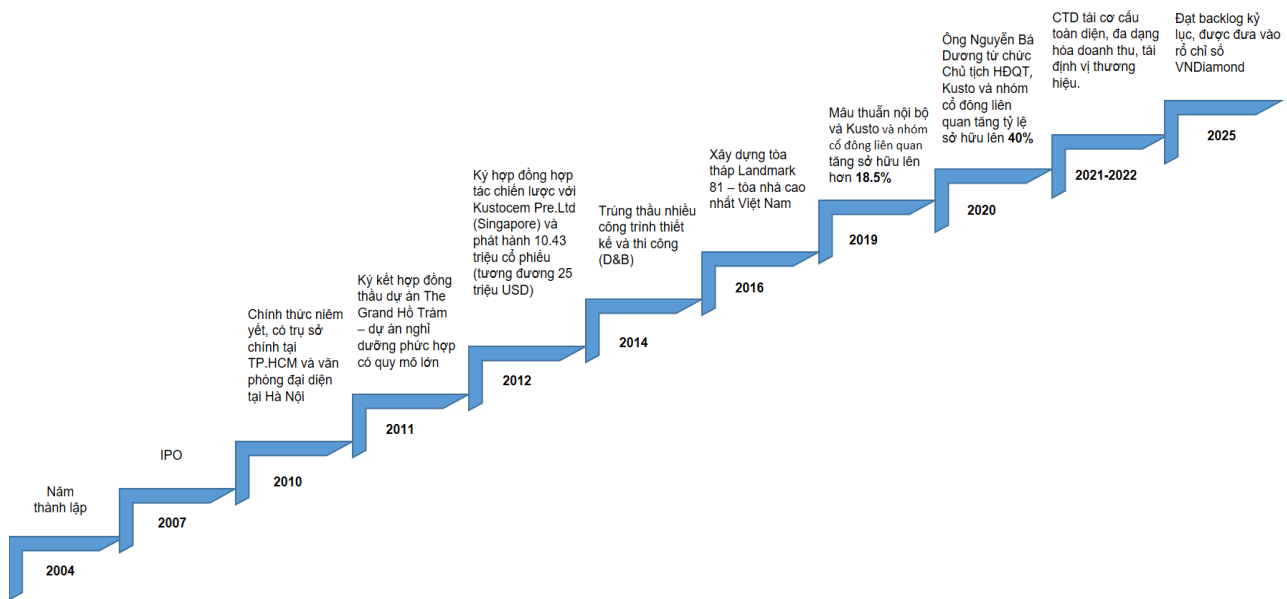
1. Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD) được thành lập năm 2004 thông qua việc chuyển đổi mô hình hoạt động từ Bộ phận Khối Xây lắp thuộc Công ty Kỹ thuật xây dựng và Vật liệu xây dựng – Tổng Công ty Vật liệu xây dựng số 1 – Bộ Xây dựng thành công ty cổ phần. Năm 2010, CTD được niêm yết trên sàn GDCK TP.HCM (HOSE).

Các hoạt động kinh doanh chính của công ty:

- Hoạt động xây dựng (chiếm 98% doanh thu): trong đó mảng xây dựng dân dụng chiếm 70%, mảng xây dựng công nghiệp chiếm 20% và mảng xây dựng hạ tầng chiếm 10%.
- Hoạt động cho thuê Bất động sản đầu tư: Cho thuê văn phòng tại tòa nhà Coteccons, đường Điện Biên Phủ, quận Bình Thạnh, TP.Hồ Chí Minh.
- Hoạt động bán hàng hóa
- Hoạt động cho thuê thiết bị xây dựng

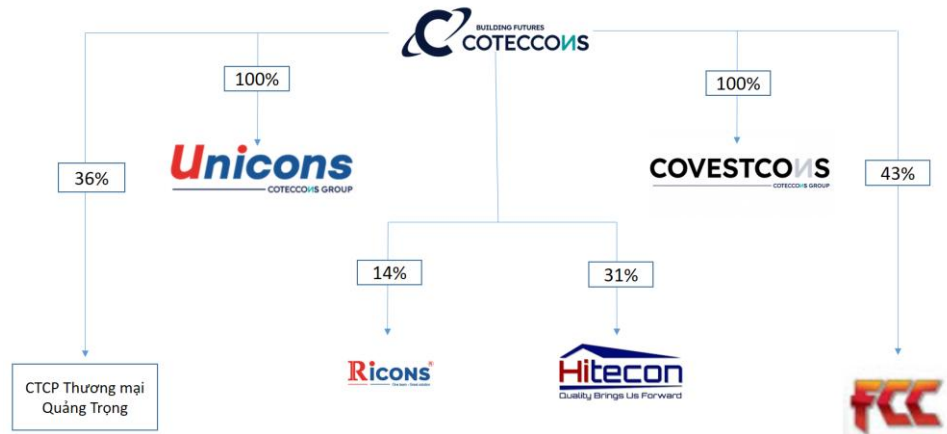
Các cột mốc hình thành và phát triển CTD



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Cơ cấu tổ chức

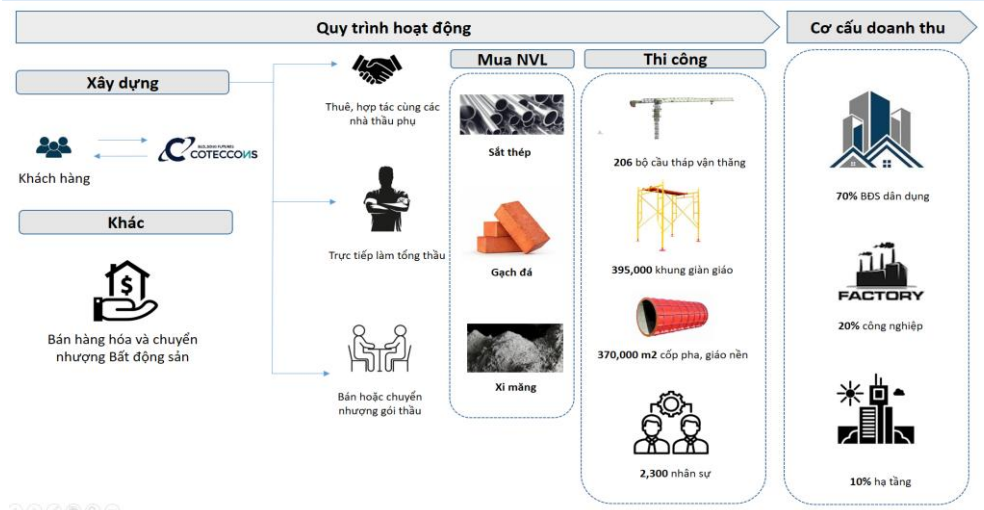
Hiện tại, CTD sở hữu trực tiếp 2 công ty thành viên và 4 công ty liên kết. Trong đó, CTD hiện đang trực tiếp nắm giữ 2 công ty thành viên là **Unicons** và **Covestcons**. Unicons tập trung cung cấp dịch vụ xây dựng và lắp đặt thiết bị cho các dự án quy mô vừa và nhỏ, hỗ trợ cho Coteccons – công ty mẹ chuyên thực hiện các dự án lớn. Còn Covestcons hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực môi giới, kinh doanh bất động sản và tìm kiếm cơ hội đầu tư, nhằm góp phần đa dạng hóa nguồn thu cho tập đoàn.

Cơ cấu tổ chức của CTD

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Mô hình kinh doanh**3.1. Mô hình kinh doanh của CTD**

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD) vận hành theo mô hình tổng thầu EPC (Engineering – Procurement – Construction), cho phép doanh nghiệp tham gia toàn bộ chuỗi giá trị xây dựng, bao gồm thiết kế kỹ thuật, cung ứng vật tư, thi công và bàn giao công trình. Mô hình này giúp CTD kiểm soát chi phí, tiến độ và chất lượng, đồng thời hạn chế rủi ro phát sinh trong quá trình triển khai.

Mô hình kinh doanh của CTD

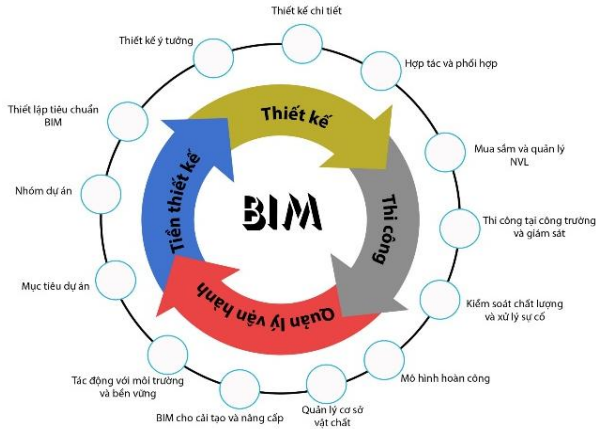
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đầu vào: Doanh nghiệp hợp tác với các nhà cung cấp NVL chiến lược trong ngành như sắt thép, xi măng, gạch đá..., cùng các nhà thầu phụ chuyên biệt, nhằm bảo đảm nguồn vật tư ổn định, chất lượng cao và phù hợp tiến độ dự án. Hoạt động mua sắm tập trung giúp Coteccons tối ưu hóa chi phí, hạn chế rủi ro về giá và đảm bảo khả năng đáp ứng nhanh khi quy mô thi công tăng. Song song đó, năng lực thi công nội bộ là một lợi thế đáng kể, với 206 đội thi công, 395,000 khung giàn giáo, 370,000 m² cốp pha và hệ thống thiết bị hiện đại.

Triển khai: CTD đầu tư vào nền tảng công nghệ quản lý và lập kế hoạch thi công, nổi bật là hệ thống ERP và mô hình thông tin xây dựng BIM (Building Information Modeling). BIM giúp doanh nghiệp số hóa toàn bộ dữ liệu thiết kế, mô phỏng kết cấu, thời gian và chi phí, từ đó hỗ trợ việc dự báo rủi ro, phát hiện xung đột kỹ thuật và tối ưu hóa biện pháp thi công. Ngoài ra, CTD triển khai dự án chủ yếu theo hai phương pháp là D&B (Design and Build) và Fast-Track. Phương pháp D&B là mô hình thiết kế – thi công trọn gói, được rút gọn từ mô hình DBB truyền thống (Design – Bid – Build), trong đó CTD đảm nhận toàn bộ quá trình từ thiết kế đến thi công mà không

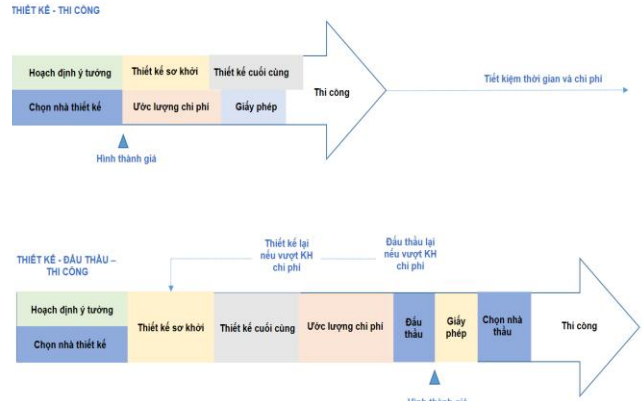
cần tổ chức giai đoạn đấu thầu tách biệt. Cách tiếp cận này giúp giảm thời gian chuẩn bị và chi phí phối hợp giữa các bên (tiết kiệm khoảng 10% chi phí cho chủ đầu tư và 30% thời gian thi công so với mô hình truyền thống). Mô hình Fast-Track là phiên bản tối ưu hóa của D&B, cho phép tiến hành đồng thời các giai đoạn thiết kế và thi công, giúp rút ngắn tiến độ và tăng tính linh hoạt trong triển khai, đặc biệt phù hợp với các dự án yêu cầu thời gian bàn giao ngắn.

Quy trình triển khai dự án theo mô hình BIM



Nguồn: Bim.edu.vn, Shinhan Securities Vietnam

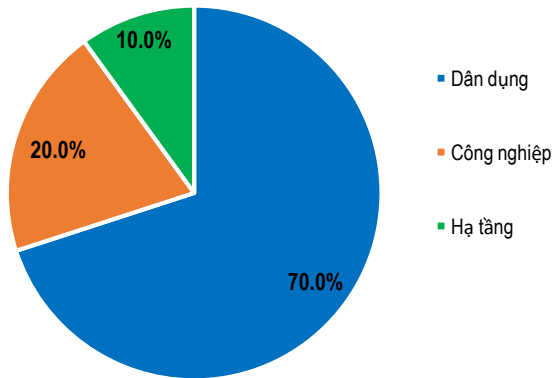
Phương pháp D&B



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

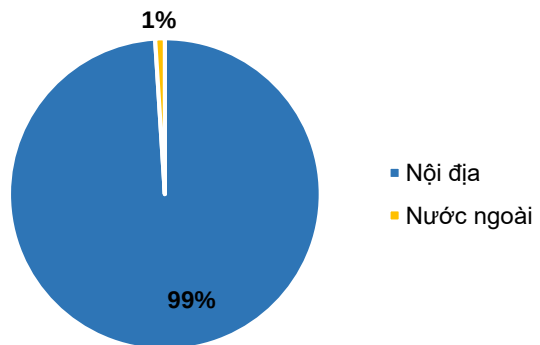
Đầu ra: bao gồm các công trình dân dụng (70%), công nghiệp (20%) và hạ tầng (10%). Các sản phẩm được bàn giao tuân thủ tiêu chuẩn kỹ thuật, tiến độ và an toàn. Ngoài hoạt động xây dựng, Coteccons còn bán hàng hóa và chuyển nhượng bất động sản, tận dụng năng lực thi công và kinh nghiệm quản lý dự án để tạo thêm doanh thu phụ trợ.

Cơ cấu đóng góp doanh thu mảng xây dựng của CTD 2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

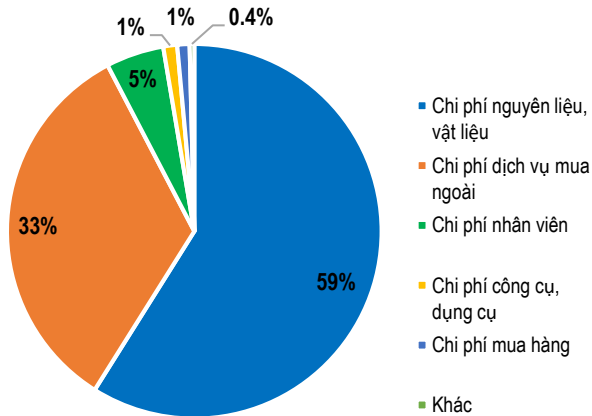
Cơ cấu đóng góp doanh thu của CTD theo thị trường năm 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

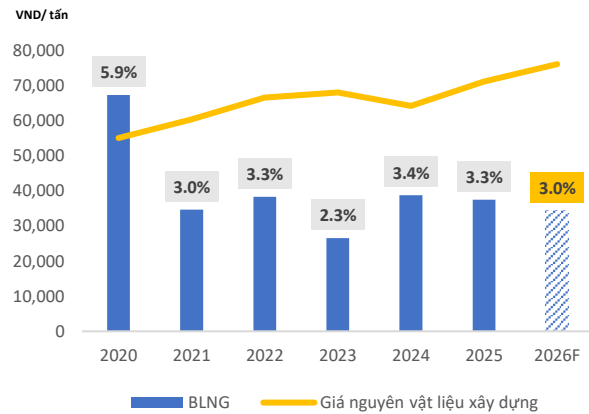
Cơ cấu chi phí của CTD tập trung chủ yếu vào nguyên vật liệu (59%) và dịch vụ mua ngoài (33%). Vì vậy, biến động giá nguyên vật liệu xây dựng (bao gồm thép, nhựa, cát, đá, xi măng...) có tác động lớn đến biên lợi nhuận gộp của CTD. Trong niên độ tài chính 2024-2025, mặc dù giá thép và nhựa xây dựng giảm, song giá cát, đá xây dựng và xi măng tăng mạnh khiến biên lợi nhuận gộp của CTD bị bào mòn, đạt 3.3% (-0.1 đpt YoY). Chúng tôi đánh giá đà tăng của giá nguyên vật liệu xây dựng có thể tiếp diễn trong năm 2026, khiến biên lợi nhuận gộp của CTD sụt giảm, có thể đạt 3.0% (-0.3 đpt YoY).

Cơ cấu chi phí của CTD



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biến động giá VLXD so với BLNG của CTD qua các năm



Nguồn: scgvtxd.com, dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

* Giá nguyên vật liệu xây dựng được chúng tôi ước tính dựa trên giá: Thép xây dựng, Nhựa xây dựng, Xi măng, Đá xây dựng và Cát xây.

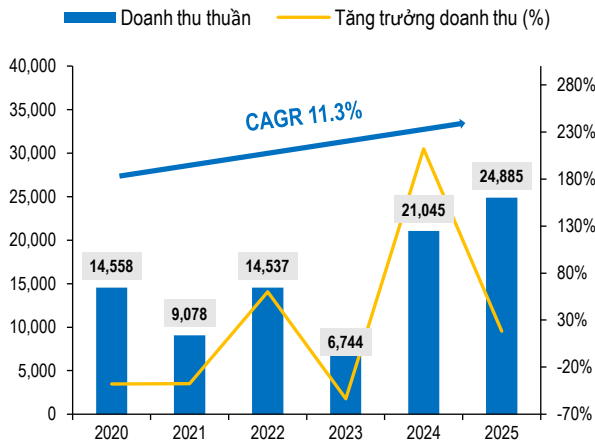
Ngoài ra, CTD có nguyên tắc ghi nhận doanh thu thận trọng hơn so với một số đối thủ cùng ngành, giúp doanh nghiệp hạn chế được rủi ro ghi nhận khoản phải thu khó đòi và áp lực trích lập dự phòng.

Nguyên tắc ghi nhận doanh thu của CTD và các doanh nghiệp khác thuộc ngành xây dựng:

Tiêu chí	CTD	Các doanh nghiệp khác
Nguyên tắc ghi nhận doanh thu	Ghi nhận khi khối lượng xây lắp đã hoàn thành, được nghiệm thu và khách hàng chấp thuận thanh toán.	Ghi nhận theo tiến độ kế hoạch hợp đồng, bao gồm cả phần chưa nghiệm thu thực tế.
Cách hạch toán	Doanh thu ghi nhận vào "Phải thu khách hàng", phản ánh giá trị đã được nghiệm thu.	Doanh thu ghi nhận vào "Phải thu theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng", có thể chưa có dòng tiền thực.
Tác động đến EBITDA	EBITDA phản ánh hiệu quả hoạt động thực tế, ổn định hơn.	EBITDA có thể cao hơn tạm thời, do ghi nhận doanh thu sớm.
Tác động đến dòng tiền (CFO)	Dòng tiền ổn định, sát với lợi nhuận thực tế.	Dòng tiền dễ âm, do doanh thu ghi nhận trước nhưng chưa thu được tiền.
Rủi ro tài chính	Rủi ro thấp	Rủi ro phải thu khó đòi và trích lập dự phòng cao, ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận và dòng tiền.

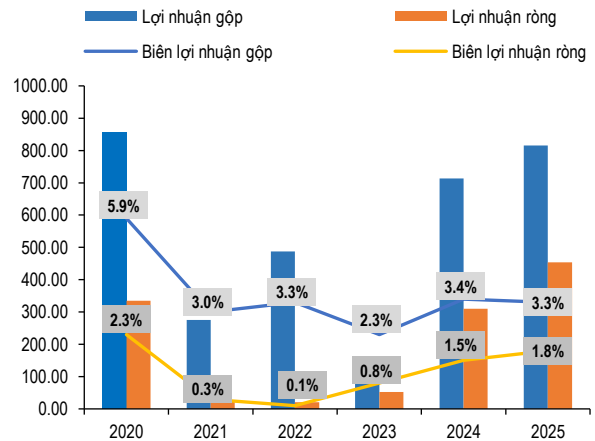
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Vietnam

Doanh thu thuần của CTD theo năm (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

LN gộp và LN ròng của CTD (tỷ đồng)



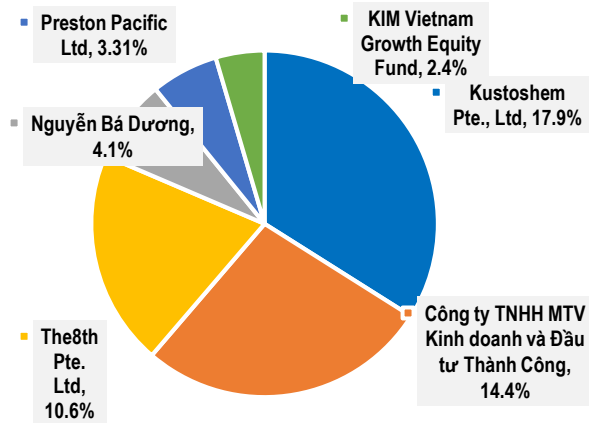
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

4. Cơ cấu cổ đông

Sau giai đoạn cải tổ giữa ban lãnh đạo và nhóm cổ đông ngoại, Kusto Group đã nắm quyền chi phối hoạt động quản trị tại Cotecons thông qua pháp nhân Kustoshem Pte. Ltd., hiện là cổ đông lớn nhất với 17.9% vốn điều lệ.

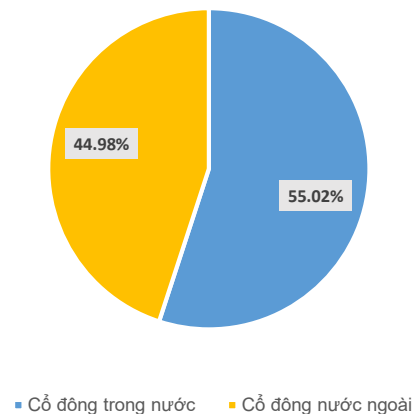
Tính đến giữa năm 2025, nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ khoảng 44.98% tổng số cổ phần của CTD, bao gồm các tổ chức lớn như Kusto Group, KIM Vietnam Growth Equity Fund và Preston Pacific Ltd. Nhóm cổ đông trong nước chiếm khoảng 55%, chủ yếu là các tổ chức tài chính và nhà đầu tư cá nhân, trong đó đáng chú ý là ông Nguyễn Bá Dương – người sáng lập công ty, sở hữu khoảng 4.07% cổ phần. CTD không có vốn sở hữu nhà nước.

Cơ cấu cổ đông của CTD (tại ngày 30/09/2025)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu cổ đông của CTD theo nhóm tổ chức



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

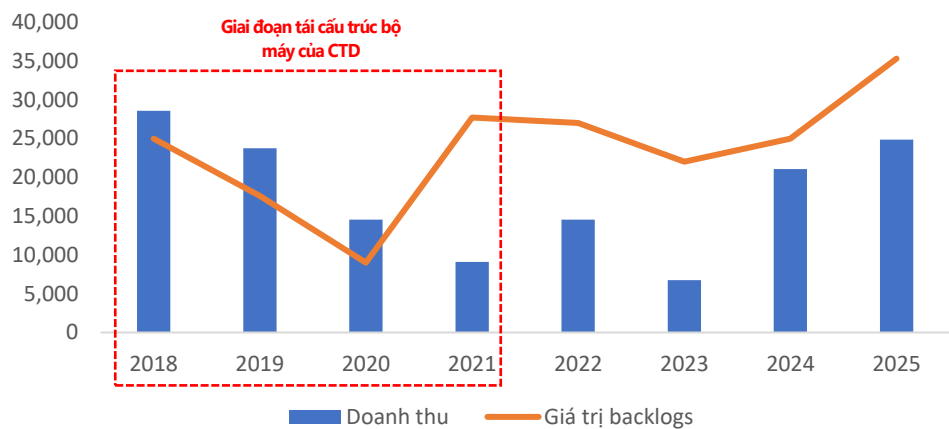
Quan điểm đầu tư

1. Nhà thầu xây dựng lớn và uy tín hàng đầu Việt Nam

1.1 CTD đã tái khẳng định vị thế dẫn đầu ngành xây dựng sau giai đoạn tái cấu trúc bộ máy lãnh đạo

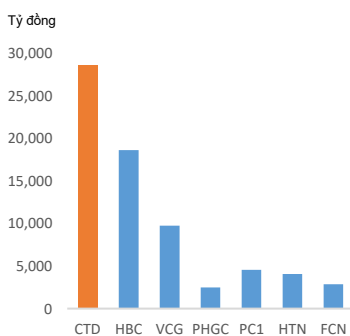
Giai đoạn 2018–2021 là thời kỳ khó khăn nhất của CTD, khi doanh nghiệp phải đối mặt với nhiều yếu tố bất lợi: (1) Cải tổ bộ máy lãnh đạo, (2) Xung đột giữa các công ty trong hệ sinh thái, (3) Đại dịch COVID-19 và (4) Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh. Trong giai đoạn này, CTD đã phải dừng nhiều hợp đồng liên quan đến ông Nguyễn Bá Dương gồm Newtecon và Ricons,... khiến giá trị hợp đồng ký mới giảm mạnh. Điều này đã thu hẹp khoảng cách giữa CTD và các nhà thầu khác như HBC, Ricons, Newtecons, Sol E&C với quy mô doanh thu khoảng 5,000-10,000 tỷ. Doanh thu năm 2021 của CTD chỉ đạt 9,077 tỷ đồng, giảm 68.7% so với năm 2018, LNST chỉ đạt 24 tỷ đồng – mức thấp nhất trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp.

Giá trị backlogs và tổng doanh thu của CTD (tỷ đồng) ghi nhận sự phục hồi sau giai đoạn khó khăn

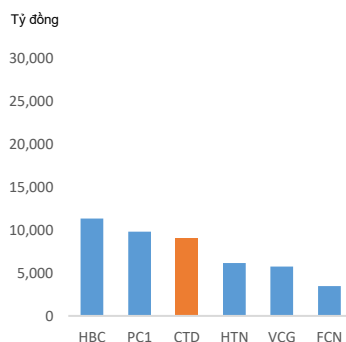


Nguồn: Dữ liệu công ty, Chứng khoán Shinhan Vietnam

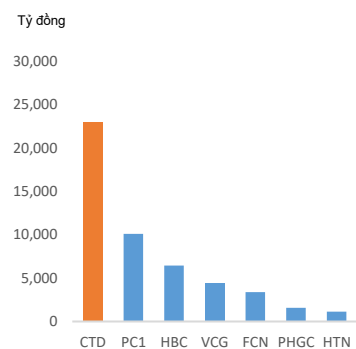
Doanh thu năm 2018 – Trước khủng hoảng



Doanh thu năm 2021 – Sau tái cơ cấu



Doanh thu năm 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Chứng khoán Shinhan Vietnam

Bước ngoặt vào năm 2020 sau khi CTD hoàn tất tái cấu trúc và nhóm cổ đông Kusto lên nắm quyền. Chiến lược kinh doanh của CTD thay đổi toàn diện, chuyển sang mô hình đa dạng hóa nguồn thu từ 3 lĩnh vực: (1) dân dụng, (2) công nghiệp và (3) hạ tầng thay vì chỉ tập trung vào mảng xây dựng dân dụng như trước đây. Qua đó, CTD đã từng bước phục hồi mạnh mẽ, khẳng định lại vị thế là nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam:

- Năm 2025, doanh thu và LNST của CTD đạt lần lượt 24,867 và 454 tỷ đồng, với giá trị hợp đồng ký mới tăng mạnh lên 34,794 tỷ đồng, mức cao nhất lịch sử hoạt động của doanh nghiệp.

- Quy mô nhân sự của CTD tăng mạnh, đạt khoảng 2,300 người tính đến năm 2025, tăng hơn 35% so với năm 2020.
- CTD đã đẩy mạnh tái đầu tư cho công nghệ và thiết bị thi công hiện đại nhằm nâng cao năng suất và chất lượng. Tổng vốn đầu tư CAPEX giai đoạn 2021–2025 đạt 1,300 tỷ đồng (+60% so với giai đoạn 2015–2020), thể hiện cam kết lâu dài trong việc đổi mới công nghệ và nâng cao năng lực thi công.

1.2 CTD sở hữu thế mạnh trong việc thi công các dự án có kết cấu phức tạp

CTD là nhà thầu nội địa hiếm hoi có năng lực toàn diện trong thi công các công trình có kết cấu kỹ thuật phức tạp, đòi hỏi tiêu chuẩn cao về an toàn, kỹ thuật và quản lý dự án.

Năng lực thi công của CTD được minh chứng qua hàng loạt dự án biểu tượng:

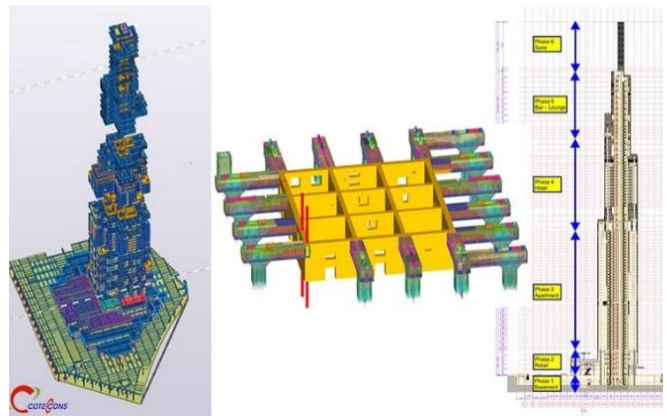
- **Landmark 81 (TP.HCM)** – tòa nhà cao nhất Việt Nam, thi công với hệ kết cấu “core wall trượt”, “outrigger – belt truss”, và bê tông cường độ cao.

Dự án tòa nhà The Landmark 81



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Kết cấu phức tạp của The Landmark 81



Nguồn: Báo cáo công ty, Shinhan Securities Vietnam

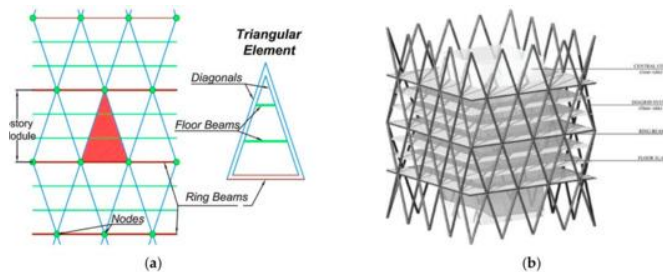
- **Diamond Crown Hải Phòng** – công trình đầu tiên tại Việt Nam áp dụng hệ cột Diagrid, một giải pháp kỹ thuật tiên tiến giúp tối ưu tải trọng và mang tính biểu tượng kiến trúc cao.

Dự án Diamond Crown Hải Phòng



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Kết cấu phức tạp của Diamond Crown Hải Phòng



Nguồn: ResearchGate.com, Shinhan Securities Vietnam

- **One Central HCM, The Nexus, Masteri Waterfront, Vinhomes Metropolis...** – các công trình quy mô lớn có tầm chuyển, sàn dự ứng lực và tiến độ thi công dày đặc.
- **Lancaster Luminaire, Masteri Centre Point...** – Các dự án hầm sâu tại đô thị với kỹ thuật tường vây barrette, thi công top-down, quan trắc chuyển vị và lún công trình lân cận.

1.3 Dẫn thân vào mảng Bất động sản với dự án Emerald 68

CTD đã đánh dấu bước đi chiến lược đầu tiên trong lĩnh vực phát triển bất động sản thông qua dự án **The Emerald 68**, hợp tác cùng Tập đoàn Lê Phong (CTD nắm 49%). Dự án có tổng vốn đầu tư khoảng 2,000 tỷ đồng, khởi công vào tháng 11/2023, hiện đang trong giai đoạn hoàn thiện phần hạ tầng và khối đế, dự kiến bàn giao từ năm 2026. Dự án tọa lạc tại TP. Thuận An, tỉnh Bình Dương, nằm ngay cửa ngõ TP.HCM. Đây được xem là vị trí “đắc địa” nhờ tiếp giáp TP. Thủ Đức và mặt tiền Đại lộ Bình Dương, dễ dàng kết nối đến các trung tâm kinh tế. Theo thông tin từ chủ đầu tư, hơn 200 căn hộ đã được đăng ký trong đợt mở bán đầu tiên vào Q3/2025.

Dự án The Emerald 68 của CTD



Nguồn: Batdongsan.com, Shinhan Securities Vietnam

Vị trí đắc địa của The Emerald 68



Nguồn: lephong.vn, Shinhan Securities Vietnam

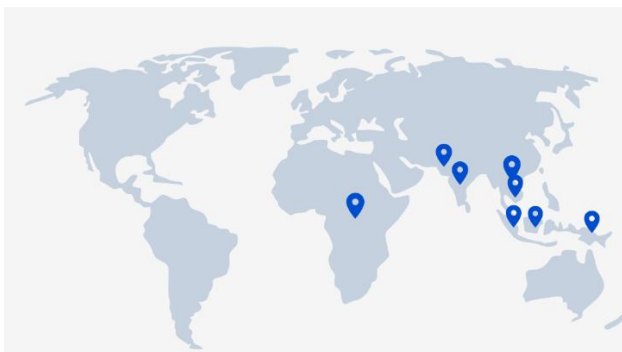
Về chiến lược, **The Emerald 68** được xem là dự án thử nghiệm mô hình phát triển bất động sản của CTD, mở đường cho các dự án kế tiếp trong mảng nhà ở trung cấp. Việc lấn sân sang mảng kinh doanh BĐS giúp CTD đa dạng hóa nguồn thu, giảm phụ thuộc vào mảng xây dựng truyền thống và gia tăng biên lợi nhuận nhờ tận dụng năng lực thiết kế – thi công (EPC) sẵn có.

Trong bối cảnh **(1)** tỷ lệ hấp thụ căn hộ tại Bình Dương ở mức cao nhờ hạ tầng kết nối với TP.HCM ngày càng hoàn thiện và **(2)** phân khúc căn hộ trung cấp thu hút phần lớn nhà đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng **The Emerald 68** có thể hoàn tất bán hàng trong năm 2026, với tỷ lệ bàn giao 60%/40% trong giai đoạn 2026/2027 và biên lợi nhuận ròng đạt 26.8%. Từ đó, chúng tôi ước tính dự án có thể đóng góp 391 tỷ đồng lợi nhuận cho CTD trong giai đoạn 2026-2027.

1.4 Chiến lược “Go global” – điểm nhấn mới của CTD

Để đạt được mục tiêu tăng trưởng bền vững và nâng cao năng lực cạnh tranh, Cotecons đã triển khai chiến lược “Go global”. Công ty đã hoàn thành các dự án như: nhà máy VinFast tại Ấn Độ và 3 dự án ở Đài Loan (Tháp đôi Taipei, Dự án Hsinchu, Đại học Đài Bắc), với tổng giá trị hợp đồng ban đầu lên đến khoảng 1,000 tỷ đồng. Bên cạnh đó, Cotecons cũng đã có kinh nghiệm thực hiện dự án tại Lào, Campuchia và Myanmar. Mặc dù đối mặt với nhiều thách thức từ bối cảnh chính trị thế giới, ban lãnh đạo Cotecons tin rằng đây là một nỗ lực chiến lược dài hạn, góp phần củng cố nội lực và đa dạng hóa nguồn thu.

Chiến lược “Go Global” của CTD



Nguồn: Báo cáo công ty, Shinhan Securities Vietnam

Các dự án CTD tham gia tại nước ngoài

Quốc gia	Dự án/ Hạng mục	Trạng thái
Đài Loan	Tháp đôi Taipei	Đã trúng thầu
Đài Loan	Dự án tổ hợp Hsinchu	Đang thi công
Đài Loan	Đại học Đài Bắc	Đã trúng thầu
Ấn Độ	Nhà máy Vinfast (Tamil Nadu)	Đã khánh thành giai đoạn 1
Indonesia	Nhà xưởng công nghiệp	Đang thi công
Myanmar	Chưa công bố chi tiết	Đã hoàn thành
Lào	Chưa công bố chi tiết	Đã hoàn thành
Campuchia	Chưa công bố chi tiết	Đang thi công

Nguồn: Báo cáo công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Backlogs cao kỷ lục với sự hỗ trợ của thị trường BĐS dân dụng, đầu tư công và làn sóng FDI

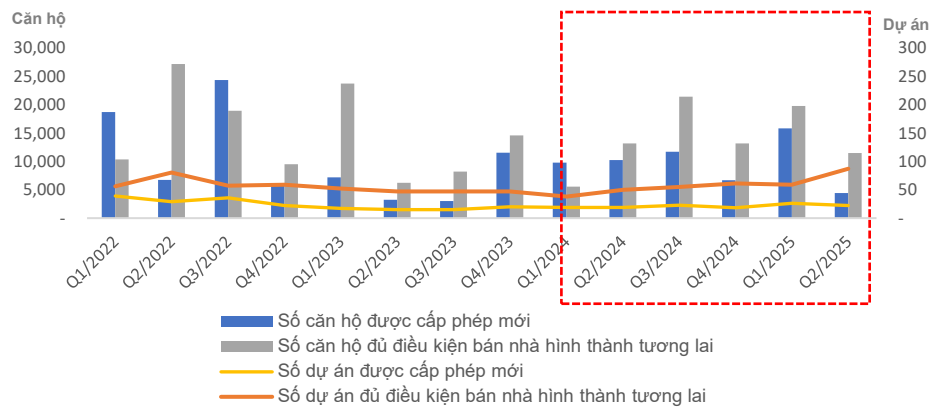
Trong cuộc họp Đại hội cổ đông năm 2025, Ban lãnh đạo CTD cho biết tổng backlogs (giá trị hợp đồng đã ký nhưng chưa thực hiện hoặc chưa ghi nhận doanh thu) tính đến Q1/ NĐTC 2025-2026 đã đạt 51,600 tỷ đồng – mức cao kỷ lục trong lịch sử hoạt động của CTD. Trong giai đoạn 2025-2030, chúng tôi kỳ vọng backlogs của CTD sẽ tiếp tục tăng trưởng, với hợp đồng ký mới trung bình đạt 37,000 -38,000 tỷ mỗi năm nhờ sự hỗ trợ của (1) thị trường Bất động sản dân dụng; (2) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công; (3) Sự gia tăng của nguồn vốn FDI vào Việt Nam.

2.1. Mạng xây dựng dân dụng đóng góp doanh thu chủ chốt với sự phục hồi của thị trường BĐS

Nhiều dự án dân dụng được tháo gỡ pháp lý

Trong giai đoạn 2024-2025, Chính phủ Việt Nam đã rất quyết liệt trong việc ban hành các chính sách nhằm hỗ trợ tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho thị trường Bất động sản dân dụng: (1) Thông qua 3 bộ Luật Bất động sản sửa đổi có hiệu lực sớm từ 1/8/2024; (2) Nghị quyết 171/2024/QH15 cho phép nhà đầu tư thỏa thuận nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp (không phải đất ở) để phát triển dự án nhà ở thương mại; (3) Nghị định 76/2025 tháo gỡ vướng mắc pháp lý liên quan đến đất đai tại các địa phương lớn như TP.HCM, Đà Nẵng, Khánh Hòa,...

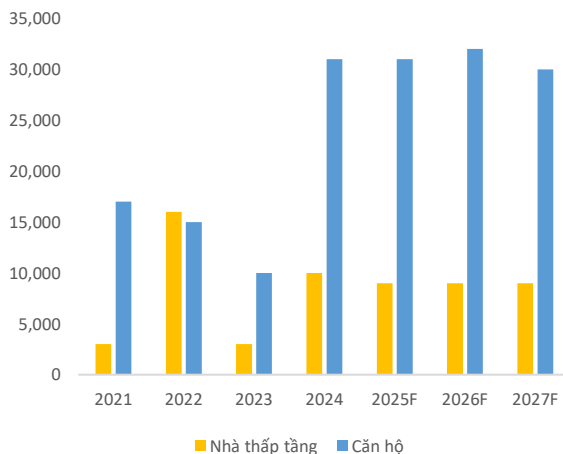
Số căn hộ được cấp phép mới và đủ điều kiện bán nhà hình thành trong tương lai



Nguồn: Bộ Xây dựng, Chứng khoán Shinhan Vietnam

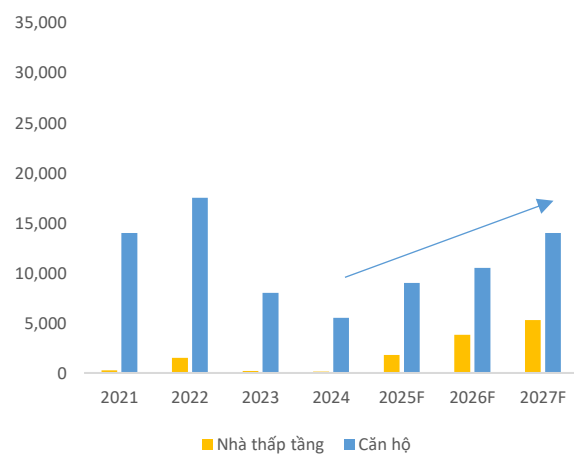
Việc hoàn thiện khung pháp lý và tăng cường giải quyết các vướng mắc trong dự án đã bước đầu mang lại những tác động tích cực cho thị trường bất động sản. Theo dữ liệu từ Bộ xây dựng, 6 tháng đầu năm 2025 đã có 48 dự án nhà ở thương mại được cấp phép xây dựng, tương đương 20,893 căn hộ (+19% YoY) và 899 dự án khác đang được triển khai, tương đương 398,124 căn (+29% YoY). Theo CBRE, tổng nguồn cung căn hộ tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP.HCM có thể đạt ~40,000 căn tính đến cuối năm 2025.

Các căn bán mở mới Hà Nội (căn)



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Các căn bán mở mới TP.HCM (căn)



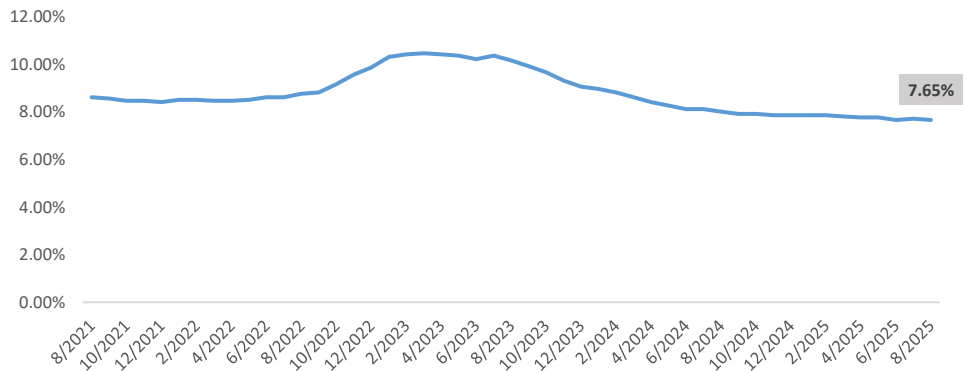
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Như vậy, hoạt động xây dựng đã có tín hiệu sôi nổi trở lại và nguồn cung đang ngày càng gia tăng. Điều này kỳ vọng sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp xây dựng có thêm khối lượng backlogs đáng kể từ lĩnh vực Bất động sản dân dụng.

Lãi suất duy trì vùng thấp hỗ trợ doanh nghiệp Bất động sản vay vốn thực hiện dự án

Hiện tại, lãi suất trung bình cho vay trung và dài hạn đang ở mức 7.65%/năm (tính đến tháng 8/2025) – là mức thấp nhất trong vòng 4 năm qua. Đây là động lực quan trọng giúp cho chủ đầu tư và nhà thầu huy động vốn để thực hiện dự án mới.

Lãi suất trung bình cho vay trung và dài hạn tại các Ngân hàng thương mại theo tháng

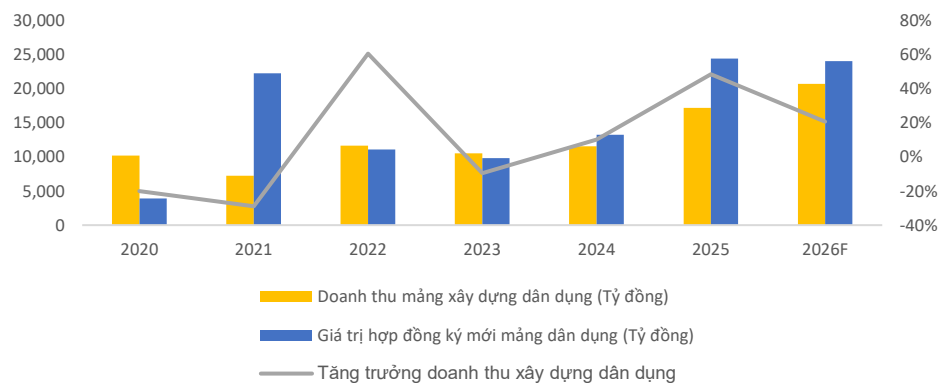


Nguồn: Fiinpro, Chứng khoán Shinhan Vietnam

Chiến lược “Repeat Sales” giúp CTD duy trì hiệu suất cao trong mảng xây dựng dân dụng

CTD có mối quan hệ đối tác chiến lược với nhiều nhà phát triển Bất động sản lớn như Sun Group, SonKim Land, Vingroup, Ecopark, Capital Land... – đều là những chủ đầu tư có tiềm lực tài chính lành mạnh. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo trong “Cuộc đối thoại Cổ Đông 2025”, các dự án lặp lại từ khách hàng hiện hữu – “Repeat Sales” chiếm ~70% tổng giá trị trúng thầu của CTD trong niên độ tài chính 2024-2025.

Ước tính doanh thu và hợp đồng ký mới mảng xây dựng dân dụng của CTD



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Vietnam

Cụ thể, CTD đã trúng thầu hàng loạt dự án “Repeat Sales” mảng dân dụng trong NDTC 2024-2025 đến từ các đối tác chiến lược như:

- Nhà hát Opera Hà Nội (TMĐT: 12,700 tỷ đồng), Sun Urban City (TMĐT: 35,000 tỷ đồng), Sun Ponte Residence (TMĐT: 10,000 tỷ đồng) của Sun Group;
- Eco Retreat Long An (TMĐT: 17,000 tỷ đồng) của EcoPark;
- Eaton Park (TMĐT: 26,000 tỷ đồng) của Gamuda Land;
- Tháp CT07 The Global City của Masterise Homes.

Chúng tôi đánh giá CTD là doanh nghiệp xây dựng hiếm hoi trên sàn có tệp khách hàng trung thành trong mảng xây dựng dân dụng. Điều này giúp doanh nghiệp (1) duy trì khối lượng công việc tăng trưởng

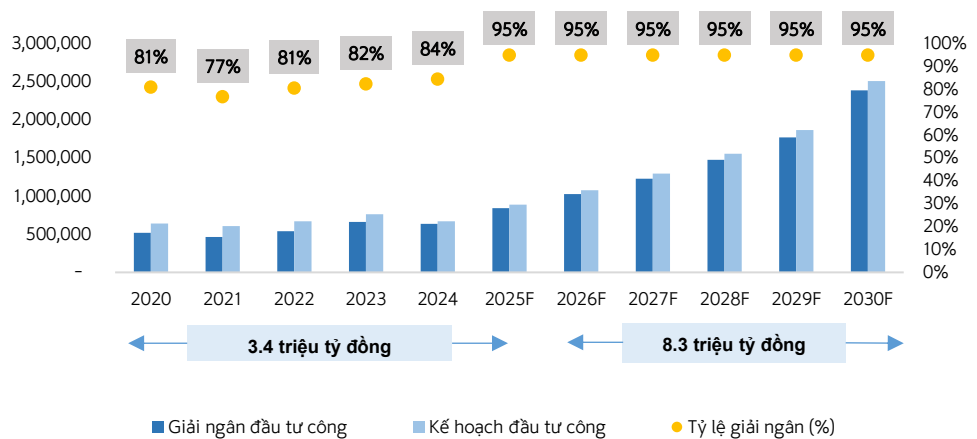
ổn định thông qua các hợp đồng dài hạn, (2) thỏa thuận với chủ đầu tư hiệu quả, ít nhạy cảm hơn trước sự leo thang của giá nguyên vật liệu.

2.2 Mảng xây dựng hạ tầng phục hồi với việc đẩy mạnh đầu tư công từ Chính phủ

Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công giúp gia tăng khối lượng công việc cho các nhà thầu xây dựng

Theo Bộ Tài Chính, tổng vốn giải ngân đầu tư công 9T/2025 đạt khoảng 440.4 nghìn tỷ đồng (+43% YoY), hoàn thành 50% mục tiêu Thủ tướng đề ra và 55% kế hoạch ban đầu. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ giải ngân đầu tư công có thể đạt 90% kế hoạch ban đầu trong năm 2025. Trong năm 2026, Bộ Tài chính ước tính tổng vốn đầu tư công kế hoạch dự kiến đạt 1.08 triệu tỷ đồng (+12%YoY), phản ánh quyết tâm của Chính phủ trong việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng để hỗ trợ nền kinh tế.

Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2018 – 2025F (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ tài chính, Chứng khoán Shinhan Vietnam

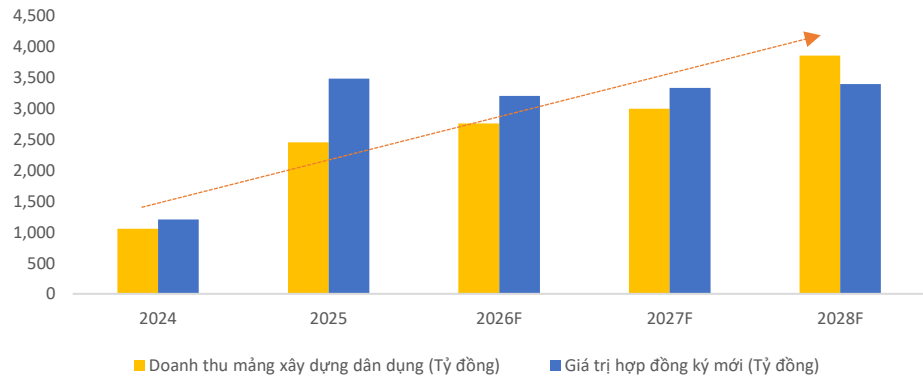
Ngoài ra, trong giai đoạn 2026-2030, Chính phủ đặt mục tiêu tham vọng với tổng vốn đầu tư công kế hoạch đạt 8.3 triệu tỷ đồng (+158% so với kế hoạch giai đoạn 2021-2025).

Bên cạnh đó, khi hoàn thành các dự án cơ sở hạ tầng và công trình công cộng trọng điểm, sẽ có tác động tích cực đến thị trường Bất động sản nhà ở và công nghiệp lân cận, từ đó tạo thêm cơ hội tăng trưởng về lượng công việc cho các doanh nghiệp thầu xây dựng.

CTD đang khẳng định vị thế với mảng xây dựng hạ tầng

CTD bắt đầu chiến lược đa dạng hóa nguồn thu khi bước chân vào mảng Hạ tầng từ năm 2022 nhưng đã trực tiếp cạnh tranh với các đối thủ có kinh nghiệm lâu năm tại các dự án hạ tầng trọng điểm. Cụ thể, vào T9/2025, liên danh HANTA2 – bao gồm công ty cổ phần Xây dựng Coteccons, tổng công ty Xây dựng Hà Nội - CTCP (Hancorp), công ty cổ phần Kết cấu thép ATAD đã dành gói thầu 7.8 tại dự án Sân bay Quốc tế Long Thành. Hợp đồng này có giá trị 3,379 tỷ đồng, bao gồm việc thi công Nhà ga hàng hóa số 1 và các công trình phụ trợ, với tiến độ thi công nhanh trong 330 ngày. Ngoài ra, trước đó vào tháng 3, liên danh của CTD cũng đã khởi công dự án nhà xe Sân bay Quốc tế Long Thành với tổng giá trị 3,143 tỷ đồng, dự kiến hoàn thành trong 16 tháng, bao gồm thiết kế, thi công hạ tầng, lắp đặt thiết bị, kết cấu thép và hệ thống cơ điện.

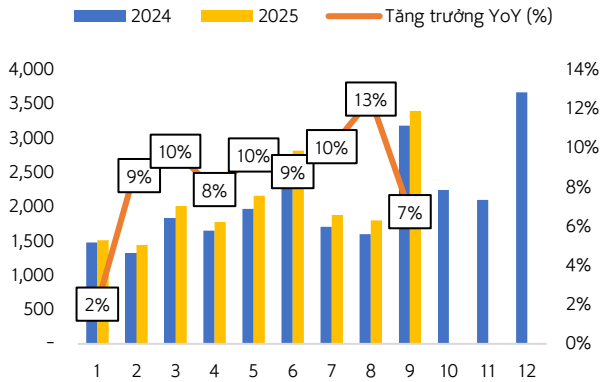
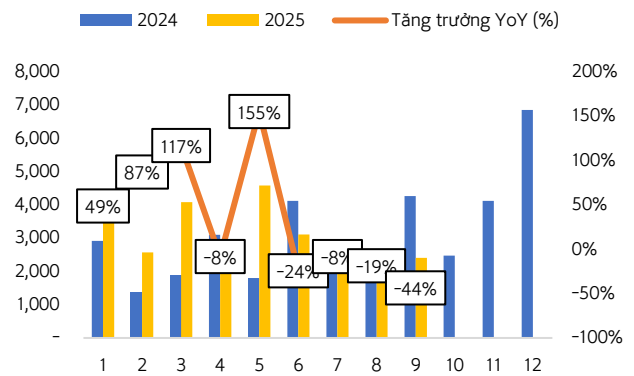
Việc trúng thầu các hạng mục quan trọng trong dự án Sân bay Long Thành đánh dấu sự tham gia của CTD vào dự án trọng điểm quốc gia. Qua đó, CTD dần nâng cao hồ sơ năng lực, định vị mình là một đối tác chủ chốt cho mảng phát triển hạ tầng. Trong năm 2025, doanh thu mảng xây dựng hạ tầng của CTD ước tính đạt 2,449 tỷ đồng (+133% YoY). Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng Hạ tầng sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2026, đạt 2,757 tỷ đồng (+12.6% YoY), chiếm 10% tổng doanh thu doanh nghiệp.

Ước tính doanh thu và hợp đồng ký mới mảng xây dựng hạ tầng của CTD

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Vietnam

2.2. Mảng xây dựng Công nghiệp gia tăng tỷ trọng - đón đầu làn sóng FDI**FDI vào Việt Nam duy trì tăng trưởng**

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trong 9T/2025 đạt 18.80 tỷ USD (+8.5% YoY) và đánh dấu mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Bên cạnh đó, tổng vốn đăng ký đầu tư mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần đạt hơn 28.54 tỷ USD (+15.23% YoY) - cho thấy niềm tin của nhà đầu tư quốc tế đối với môi trường kinh doanh Việt Nam.

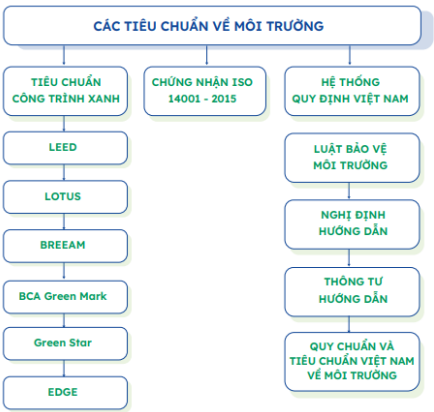
Vốn FDI giải ngân năm 2024 và 9T2025 (triệu USD)**Vốn FDI đăng ký 2024 và 9T2025 (triệu USD)**

Nguồn: Tổng cục thống kê, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi đánh giá nguồn vốn FDI sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong thời gian tới (đặc biệt trong bối cảnh Fed hạ lãi suất) nhờ những động lực: (1) Vị trí chiến lược quan trọng; (2) Lợi thế về chi phí sản xuất; (3) Chính sách ngoại giao linh hoạt và ổn định và (4) Chính phủ nỗ lực cải thiện môi trường đầu tư thông qua việc giảm thuế phí và mở rộng ưu đãi đối với doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài.

CTD hấp dẫn chủ đầu tư FDI nhờ kinh nghiệm xây dựng công trình đa dạng và đạt tiêu chuẩn xanh
Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng tốc của quá trình phát triển bền vững, khi nhà máy, kho bãi và khu công nghiệp xanh trở thành một ưu tiên chiến lược cho hoạt động đầu tư. Theo báo cáo "Vietnam Green Building Market Overview 2024", tổng số công trình xanh được chứng nhận trên toàn quốc đã đạt 559 dự án, vượt xa mục đặt ra của Chính phủ đến năm 2030. Đáng chú ý, phân khúc công nghiệp chiếm hơn 56% số lượng dự án xanh mới, cho thấy vai trò dẫn dắt của lĩnh vực công nghiệp trong xu hướng này.

Các tiêu chuẩn về môi trường trong hoạt động xây dựng



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Vietnam

Coteccons (CTD) là một trong số ít doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam có kinh nghiệm dày dặn trong thi công công trình công nghiệp xanh. Công ty đã tham gia nhiều dự án có quy mô lớn có vốn đầu tư nước ngoài và yêu cầu nghiêm ngặt về tiêu chuẩn môi trường, tiết kiệm năng lượng và quản lý chất thải.

Các dự án lớn đạt chứng nhận xanh của CTD:

Dự án	Loại chứng nhận xanh	Cấp độ đạt được	Ghi chú
LEGO Manufacturing Vietnam (Bình Dương)	LEED Gold (U.S. Green Building Council)	Đang trong quá trình hoàn thiện (dự kiến Gold/Platinum)	Là nhà máy LEGO trung hòa carbon đầu tiên thế giới, 100% năng lượng tái tạo.
Pandora Jewelry Factory (Bình Dương)	LEED Gold	Đang xây dựng, dự kiến 2026 hoàn thành	Dự án nhà máy trang sức lớn nhất của Pandora, 100% năng lượng tái tạo.
Suntory PepsiCo Plant (Long An)	LEED Silver	Đang thẩm định	Nhà máy “Net Zero” trong kế hoạch ESG toàn cầu của Suntory.
Urban Green (TP.HCM)	EDGE Advanced (IFC/World Bank)	Đạt chứng nhận	Tiết kiệm >40% năng lượng & 30% nước.
Riviera Point (TP.HCM)	LOTUS Provisional Certification	Đạt	Dự án cao tầng đạt chuẩn xanh theo tiêu chí Vietnam Green Building Council (VGBC).
Lancaster Legacy (TP.HCM)	LEED Silver (thiết kế)	Dự kiến	Đang nộp hồ sơ chứng nhận cho giai đoạn hoàn thiện.
Hyatt Sapa	EDGE Advanced (dự kiến)	Đang đánh giá	Hạng mục khách sạn cao cấp tại Lào Cai.

VinFast Manufacturing Complex (Hải Phòng)	LEED Silver	Đã đạt	Do CTD và Unicons thi công phần mở rộng.
Vinhomes Smart City (Hà Nội)	LOTUS & EDGE	Một số khu đạt EDGE, hạ tầng đạt LOTUS	Vingroup triển khai tiêu chuẩn tiết kiệm năng lượng & nước.
Dolce Penisola Quảng Bình	EDGE Preliminary	Đang xét duyệt	Hướng đến vận hành tiết kiệm năng lượng tại vùng khí hậu miền Trung.
LOGOS Yên Phong IIA (Bắc Ninh)	LEED Gold	Đã đạt	Trung tâm logistics hạng A đạt chuẩn xanh quốc tế.

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Vietnam

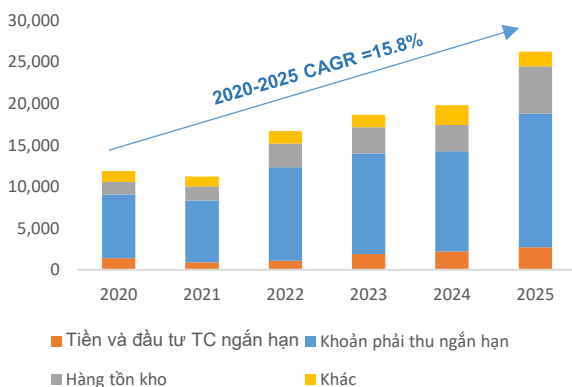
Ngoài ra, CTD còn có kinh nghiệm triển khai đa dạng trong nhiều lĩnh vực sản xuất, từ xe điện (VinFast), giày dép (Apache), thực phẩm – đồ uống (Heineken, Suntory Pepsico), Đồ chơi (LEGO Bình Dương), thép (Khu liên hợp Hòa Phát Dung Quất) đến thiết bị điện tử (Foxconn). Qua đó, CTD có khả năng hiểu rõ đặc thù kỹ thuật, quy trình và yêu cầu riêng của từng nhóm khách hàng, từ đó đề xuất giải pháp thi công tối ưu. **Trong bối cảnh Việt Nam trở thành trung tâm sản xuất mới của khu vực, CTD có khả năng cao thu hút các nhà sản xuất quốc tế ở nhiều lĩnh vực yêu cầu cao về công trình xanh và tiêu chuẩn ESG.**

3. Bảng cân đối kế toán lành mạnh với (1) tỷ lệ tiền mặt dồi dào, (2) tỷ lệ nợ vay thấp và (3) các khoản nợ xấu giảm dần

3.1. Tỷ lệ tiền mặt dồi dào

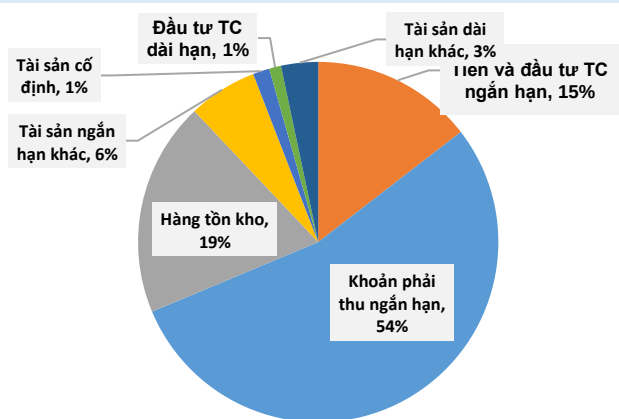
CTD là doanh nghiệp xây dựng hiếm hoi trên sàn luôn duy trì tỷ lệ tiền mặt cao trong cơ cấu tài sản. Cụ thể, tỷ lệ tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (tiền gửi có kỳ hạn) trên tổng tài sản đạt mức trung bình 19% trong giai đoạn 2020-2025. Lượng tiền mặt dồi dào tạo nền tảng tài chính vững chắc, giúp CTD có lợi thế trong việc đấu thầu và chủ động mua sắm thiết bị thi công.

Tổng tài sản của CTD (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu tài sản năm 2025 (%)

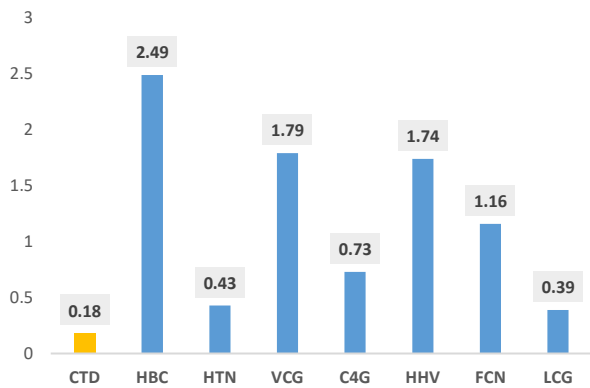


Nguồn: Báo cáo công ty, Shinhan Securities Vietnam

3.1. Tỷ lệ nợ vay thấp

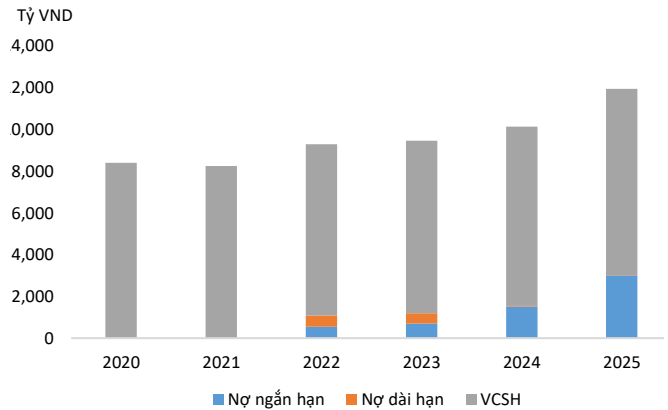
CTD có cấu trúc vốn lành mạnh với tỷ trọng các khoản nợ vay thấp, chiếm dưới 10% tổng tài sản, chủ yếu là nợ vay ngắn hạn (với mức lãi suất không quá 9.5%/năm) để phục vụ nhu cầu vốn lưu động. Ngoài ra, CTD duy trì tỷ lệ nợ vay/VCSH luôn dưới 0.35 trong 5 năm qua, thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành và gần như không có nợ vay dài hạn cho đến năm 2022. Điều này giúp CTD ít chịu áp lực từ biến động chi phí lãi vay.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của các doanh nghiệp xây dựng năm 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cấu trúc nguồn vốn của CTD

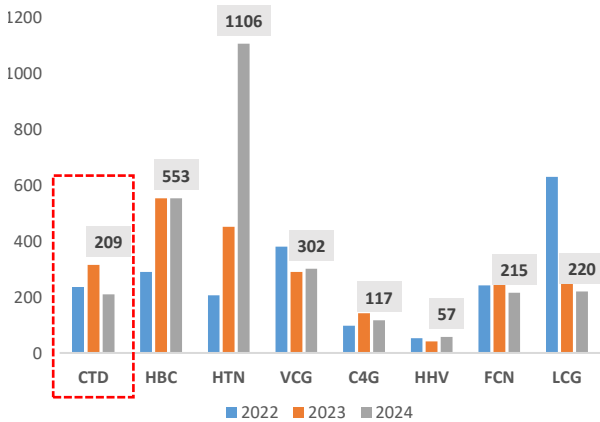


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3.3. Các khoản nợ xấu giảm dần

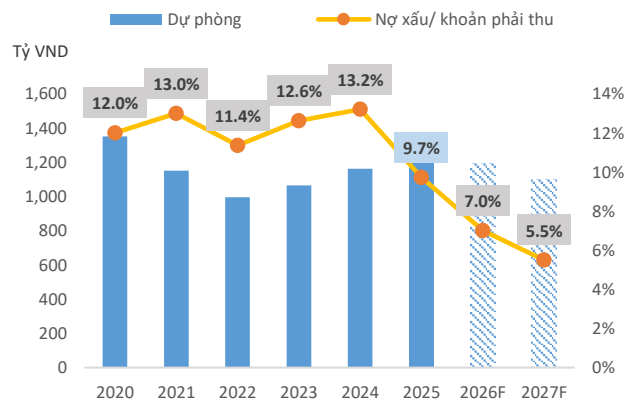
Khả năng thanh toán của chủ đầu tư đóng vai trò quan trọng đến dòng tiền của các nhà thầu xây dựng. Trong giai đoạn 2022-2024, thị trường BĐS gặp khó khăn khiến dòng vốn của các doanh nghiệp Bất động sản bị thu hẹp, làm gia tăng số ngày phải thu của các doanh nghiệp xây dựng. Chúng tôi đánh giá số ngày phải thu của CTD duy trì ở mức thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ công tác quản trị hiệu quả và chiến lược "Repeat Sale" với các chủ đầu tư có tiềm lực tài chính vững vàng.

Số ngày phải thu của các doanh nghiệp xây dựng (ngày)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ nợ xấu/ khoản phải thu của CTD



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết thúc năm tài chính 2024/2025, CTD ghi nhận giá trị nợ xấu đạt 1,559 tỷ đồng (-30.4% YoY), tỷ lệ trích lập dự phòng nợ xấu đạt 9.7% (-3.5 đpt YoY). Theo chia sẻ của BLD trong Đại hội cổ đông 2025, CTD hiện tại đã ghi nhận toàn bộ khoản nợ xấu hiện hữu và dự kiến sẽ không trích lập thêm khoản sự phòng nợ xấu nào trong năm tài chính 2025/2026.

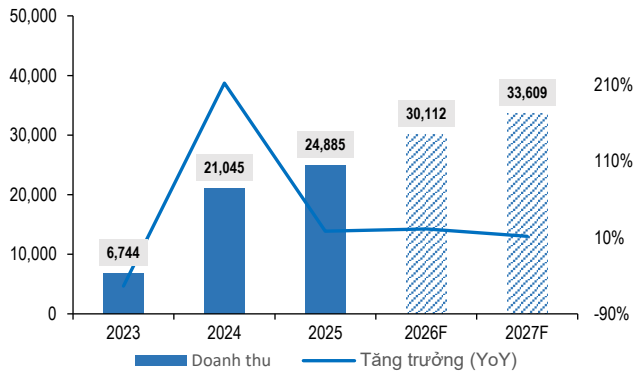
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu/ khoản phải thu của CTD sẽ tiếp tục giảm, đạt lần lượt 7.0% và 5.5% trong năm 2026 và 2027 nhờ giả định (1) Chất lượng khoản phải thu cao hơn, doanh nghiệp không ghi nhận thêm khoản nợ xấu nào trong 2 năm tới và (2) khả năng hoàn nhập các khoản nợ xấu cũ trong bối cảnh thị trường BĐS ấm lên tác động tích cực tới tình hình tài chính của các chủ đầu tư.

Cập nhật KQKD 2025 và Dự phóng 2026F

Khoản mục	2025 (Tỷ đồng)	%YoY	2026F (Tỷ đồng)	%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	24,885	+18%	30,112	+21%	Doanh thu thuần tăng trưởng tích cực nhờ giá trị hợp đồng ký mới tăng mạnh (đạt 29,100 tỷ đồng, +32% YoY), chủ yếu là các hợp đồng "Repeat Sale" từ các chủ đầu tư lớn: Vinhomes, Sungroup, MIK group,... Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 tăng 21% YoY với giá trị hợp đồng ký mới đạt 38,000 tỷ đồng (+30% YoY) nhờ: (1) Thị trường BĐS dần phục hồi; (2) Đầu tư công được đẩy mạnh và (3) FDI duy trì đà tăng trưởng, tác động tích cực tới nguồn việc của CTD.
<i>Xây lắp</i>	24,494	17%	4,930	10%	
<i>Bán thiết bị</i>	20	29%	24	17%	
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	33	N/A	35	5%	
Lợi nhuận gộp	816	14%	903	11%	Biên lợi nhuận gộp năm 2025 đạt 3.3% (-0.1 đpt YoY) do tác động từ đà tăng giá của nguyên vật liệu như cát, đá, xi măng,... Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2026 đạt 3.0% (-0.3 đpt YoY) do lo ngại giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp diễn đà tăng trong năm tới.
Biên lợi nhuận gộp	3.3%		3.0%		
Chi phí bán hàng và quản lý	299	-48%	361	20%	Chi phí QLDN năm 2025 giảm mạnh nhờ DN hoàn nhập dự phòng từ dự án Saigon Glory.
Lãi/ lỗ từ liên doanh liên kết	0	N/A	235	N/A	CTD không ghi nhận khoản lãi/lỗ nào từ công ty liên doanh liên kết trong 2 năm qua. Chúng tôi dự phóng lãi lỗ từ công ty liên doanh liên kết năm 2026 đạt 235 tỷ đồng nhờ khoản lãi đến từ việc bàn giao 60% dự án The Emerald 68 .
LNTT	552	43%	912	65%	
LNST	454	48%	750	65%	

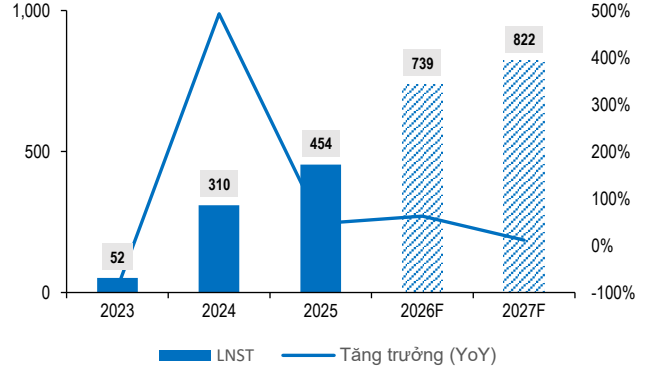
Trong giai đoạn 2026F- 2030F, chúng tôi ước tính doanh thu thuần tăng trưởng ở mức CAGR 7.37%, LNST tăng trưởng ở mức CAGR 4.51% nhờ **(1)** Thị trường Bất động sản dân dụng phục hồi **(2)** Đầu tư công được đẩy mạnh **(3)** Đón đầu làn sóng FDI. Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng ký mới của CTD đạt trung bình 37,000 – 38,000 tỷ đồng/ năm và biên lợi nhuận gộp kỳ vọng giao động ở mức 3.0-3.5% nhờ năng lực đàm phán linh hoạt với các đối tác cung cấp nguyên vật liệu và các chủ đầu tư là khách hàng chiến lược.

Dự phóng doanh thu của CTD (tỷ đồng)



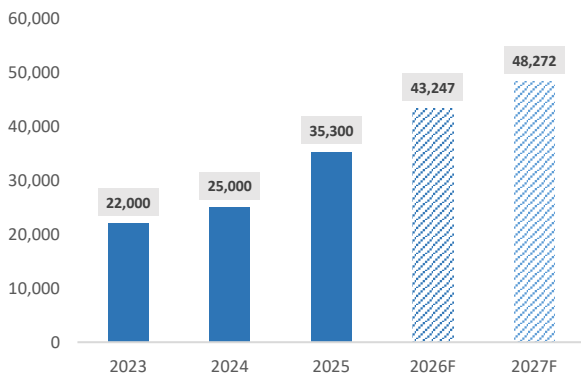
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng LNST của CTD (tỷ đồng)



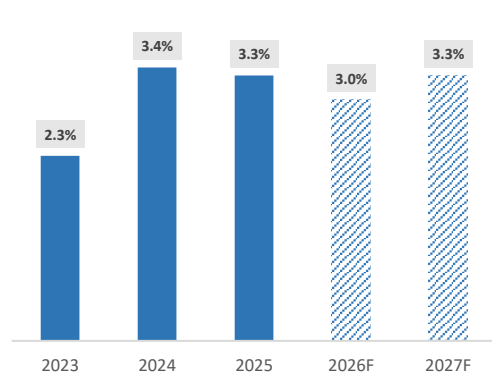
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng giá trị backlogs của CTD (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng BLNG của CTD (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu VND 108,900

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với Công ty Cổ phần Xây dựng Cotecons (HSX: CTD) với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu ở mức 108,900 đồng, tương ứng với tổng mức sinh lời 29.6% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn 12 tháng, CTD là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

- 1) Nhà thầu xây dựng lớn và uy tín hàng đầu Việt Nam;
- 2) Backlogs cao kỳ lục được hỗ trợ bởi sự phục hồi của thị trường BĐS dân dụng, đầu tư công và làn sóng FDI;
- 3) Bảng cân đối kế toán lành mạnh với tỷ lệ tiền mặt dồi dào, tỷ lệ nợ vay thấp và các khoản nợ xấu giảm dần.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền FCFF và P/B, với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá CTD.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
FCFF	50%	108,000
P/B	50%	109,892
Giá mục tiêu		108,900
Giá hiện tại (10/11/2025)		84,000
Mức sinh lời		29.6%

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	12.57
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.7
Beta	1.2
Chi phí nợ (%)	9.5
Chi phí sử dụng vốn (%)	14.39
Tỷ lệ nợ trên vốn (%)	36.42
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	2,987

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

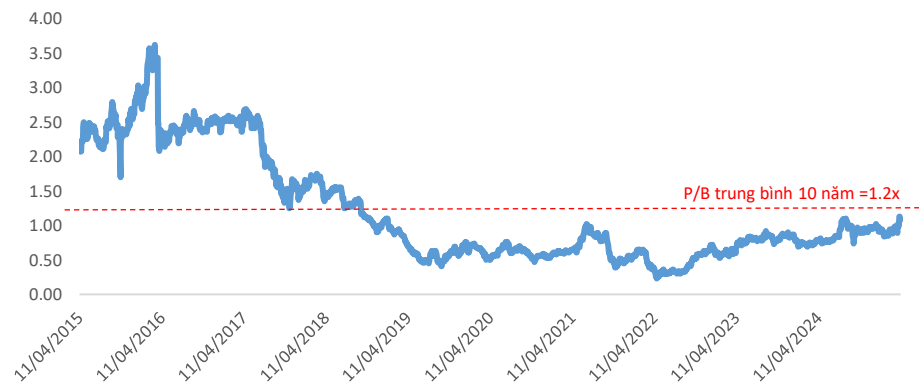
Mô hình định giá FCFF

Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	794	916	959	1,117	997
Cộng: Lãi vay sau thuế	91	126	134	142	172
Cộng: Khấu hao	64	69	68	69	33
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-988	-337	-447	-967	232
Trừ: Vốn đầu tư	115	58	58	58	58
Dòng tiền tự do (FCFF)	1,821	1,390	1,550	2,238	913
Tỷ lệ chiết khấu	0.89	0.79	0.70	0.62	0.55
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,618	1,097	1,086	1,393	505
Tăng trưởng dài hạn	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,404				
Giá trị doanh nghiệp	9,598				
Trừ: Nợ vay	2,987				
Cộng: Số dư tiền	4,302				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ cp)	0.101				
Giá mục tiêu (VND) (làm tròn)	108,000				

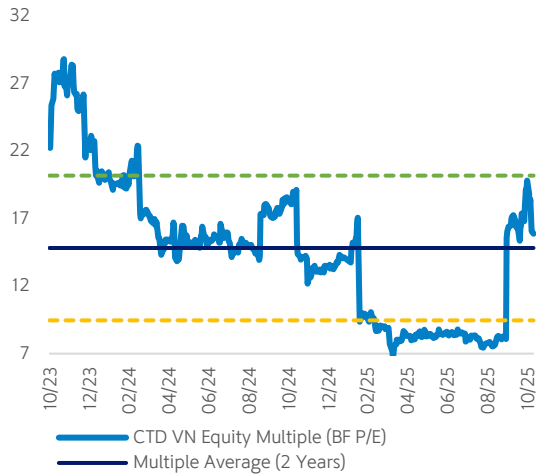
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phương pháp P/B

Dựa trên phương pháp P/B, chúng tôi ước tính P/B mục tiêu của CTD ở 1.2x, tương đương với mức trung bình 10 năm của doanh nghiệp. Kết hợp cùng BVPS 2025 dự phóng ở mức 91,577 đồng, giá mục tiêu của CTD được định giá ở mức 109,892 đồng.

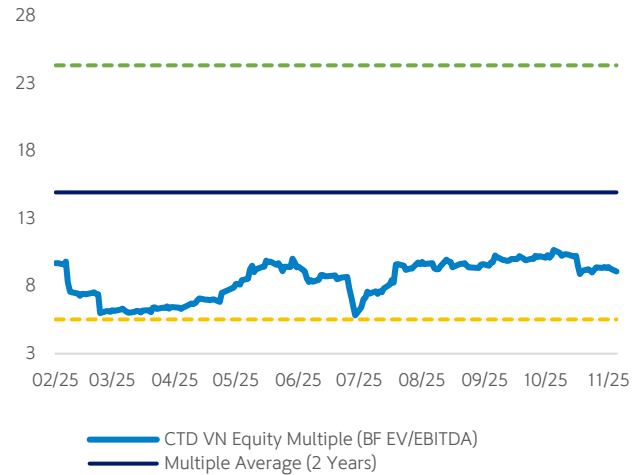
P/B trung bình 10 năm của CTD

P/E 1 năm qua

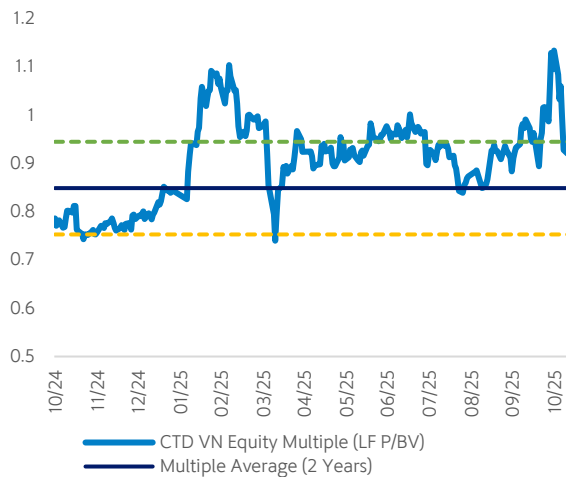


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA 1 năm qua

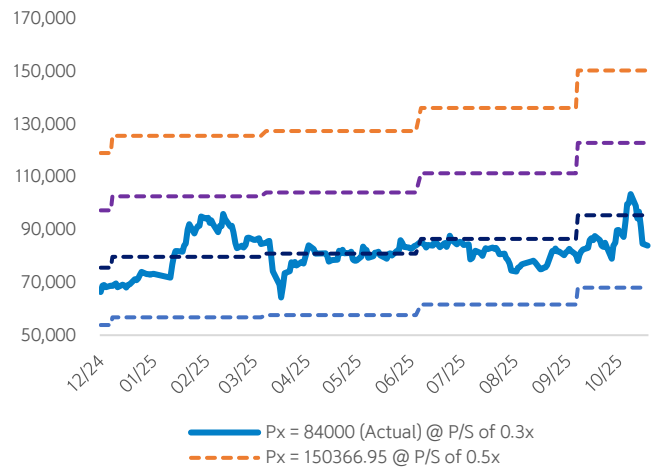


P/B 1 năm qua

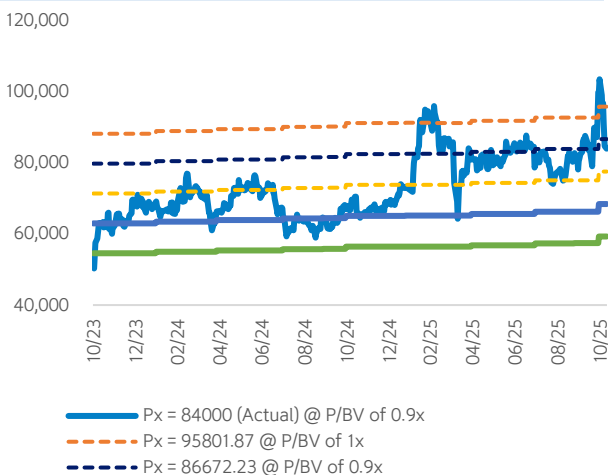


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/S

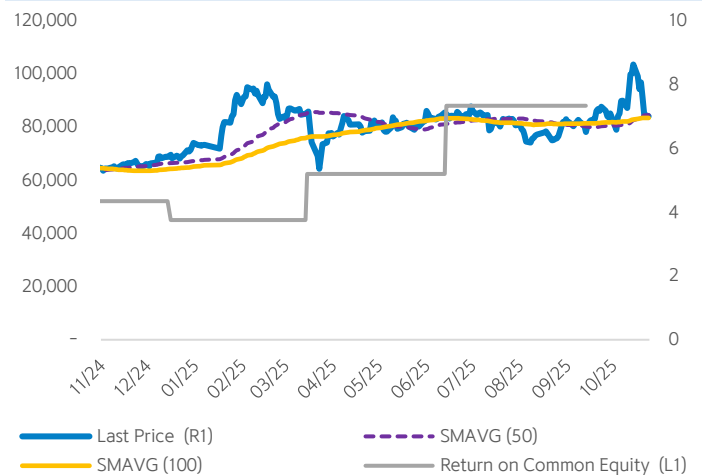


Giá với các mức P/B

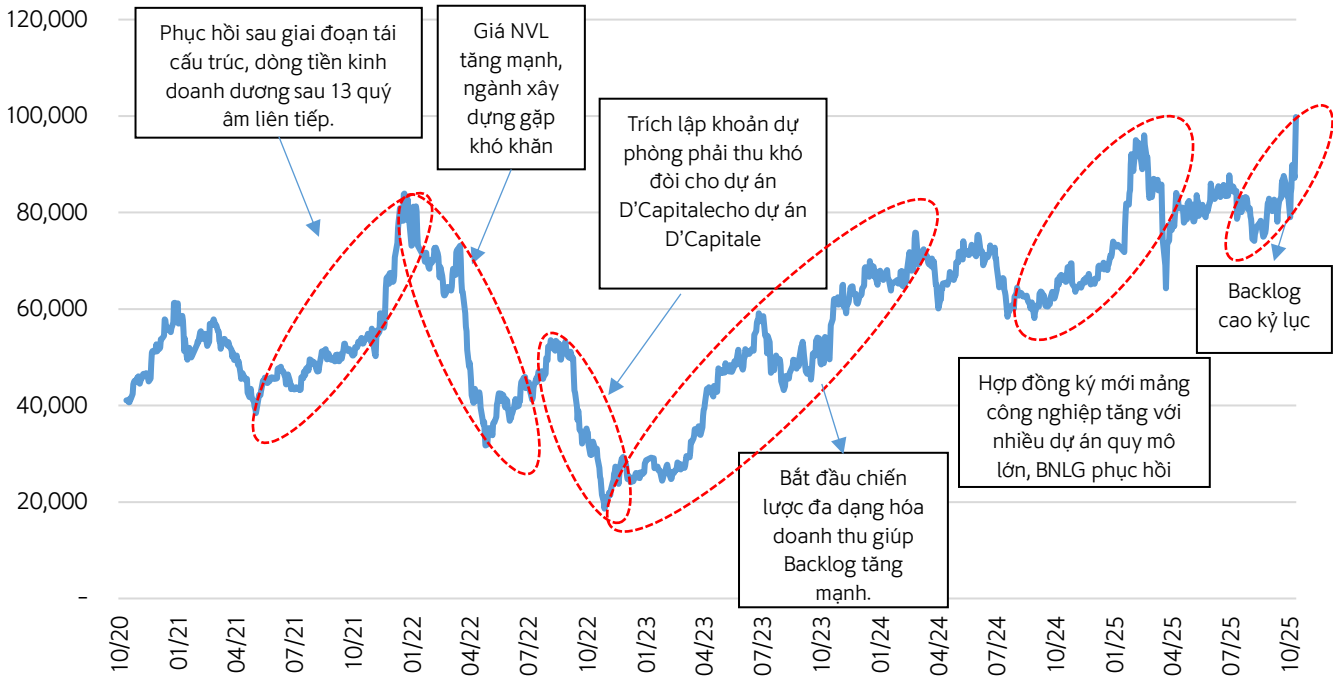


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

ROE và đường trung bình 1 năm qua



Sự kiện quan trọng của CTD



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro thị trường Bất động sản phục hồi chậm

Thị trường bất động sản là nguồn việc chính của CTD, nên tốc độ phục hồi của ngành có ảnh hưởng trực tiếp đến triển vọng tăng trưởng doanh thu. Mặc dù các chính sách hỗ trợ như giảm lãi suất và tháo gỡ pháp lý đang được triển khai, tâm lý thận trọng của nhà đầu tư và khó khăn trong huy động vốn có thể khiến tiến độ khởi công dự án mới chậm. Nếu xu hướng này kéo dài, CTD có thể sụt giảm hợp đồng mới. Ngoài ra, khi nguồn việc ít, cạnh tranh giữa các nhà thầu có thể gay gắt hơn, buộc CTD phải giảm giá thầu, gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp.

Rủi ro giá nguyên vật liệu xây dựng tăng

Biến động tăng của giá nguyên vật liệu như thép, xi măng và bê tông có thể ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí thi công của CTD. Dù công ty chủ yếu hoạt động theo mô hình tổng thầu EPC và có thể thương lượng điều chỉnh giá với chủ đầu tư, thực tế việc chuyển phần chi phí tăng thêm này thường chậm hoặc không được chấp thuận hoàn toàn. Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt, CTD khó tăng giá thầu tương ứng, dẫn đến biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp. Ngoài ra, việc giá vật liệu biến động mạnh cũng có thể làm gián đoạn tiến độ thi công và ảnh hưởng đến khả năng kiểm soát chi phí của công ty.

Đánh giá của doanh nghiệp ngành xây dựng về các nhân tố ảnh hưởng đến SXKD trong Q2/2025



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Chứng khoán Shinhan Vietnam

Rủi ro chi phí nhân công tăng

Trong bối cảnh thị trường xây dựng dần phục hồi, nhu cầu nhân công kỹ thuật, kỹ sư quản lý dự án và lao động tay nghề cao tăng mạnh. Để duy trì năng lực thi công và đảm bảo tiến độ dự án, CTD định hướng nâng mức lương, phúc lợi và chi phí thu hút nhân sự, đặc biệt ở các vị trí kỹ thuật then chốt. Ngoài ra, quá trình tái cấu trúc nhân sự sau khi đội ngũ cũ rời đi khiến CTD phải đầu tư mạnh vào đào tạo, chuyển giao và tái ổn định tổ chức, dẫn đến chi phí nhân sự gián tiếp tăng đáng kể. Nếu tốc độ cải thiện năng suất lao động và hiệu quả quản lý dự án không theo kịp mức tăng chi phí, CTD có thể đối mặt với áp lực giảm lợi nhuận và co hẹp dòng tiền hoạt động, đặc biệt trong giai đoạn nhiều dự án lớn được triển khai đồng thời.

Rủi ro cạnh tranh

Ngành xây dựng đang chứng kiến mức độ cạnh tranh cao khi nhiều nhà thầu lớn nhỏ cùng tham gia giành thị phần trong bối cảnh lượng dự án mới hạn chế. Để duy trì doanh thu, các doanh nghiệp có xu hướng giảm giá thầu, chấp nhận biên lợi nhuận thấp, tạo áp lực lên khả năng sinh lời của CTD. Ngoài ra, sự xuất hiện của các nhà thầu mới có năng lực thi công tốt hoặc có quan hệ chặt chẽ với chủ đầu tư có thể làm CTD mất lợi thế trong việc trúng thầu các dự án lớn, đặc biệt ở mảng dân dụng và công nghiệp. Nếu không duy trì được lợi thế cạnh tranh về uy tín, chất lượng và tiến độ, CTD có nguy cơ bị thu hẹp thị phần và suy giảm hiệu quả hoạt động.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tổng tài sản	22,869	29,584	33,540	36,813	43,449
Tài sản ngắn hạn	20,456	27,845	32,476	35,760	42,406
Tiền và tương đương tiền	2,210	2,712	3,099	3,727	4,048
Đầu tư TC ngắn hạn	1,868	1,589	1,756	2,099	2,590
Các khoản phải thu	12,024	16,019	19,006	19,993	25,429
Hàng tồn kho	3,126	5,698	7,109	8,261	8,426
Tài sản dài hạn	2,413	1,739	1,064	1,053	1,042
Tài sản cố định	353	339	325	371	361
Đầu tư dài hạn	309	315	315	315	315
Tài sản dài hạn khác	503	595	595	595	595
Tổng nợ	14,278	20,621	24,049	26,648	32,677
Nợ ngắn hạn	14,223	20,588	24,019	26,618	32,647
Khoản phải trả	12,704	17,604	19,966	21,943	27,330
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,519	2,984	4,053	4,675	5,317
Khác	6,543	10,050	11,283	12,400	15,653
Nợ dài hạn	54	33	31	31	31
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	21	3	0	0	0
Khác	33	31	31	31	31
Vốn chủ sở hữu	8,591	8,963	9,491	10,165	10,772
Vốn góp chủ sở hữu	1,036	1,036	1,036	1,036	1,036
Thặng dư vốn	2,880	2,714	2,714	2,714	2,714
Vốn khác	4,675	5,212	5,740	6,414	7,020
Lợi nhuận giữ lại	698	1,052	1,580	2,254	2,861
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1	1	1	1	1
*Nợ vay	1,540	2,987	4,053	4,675	5,317
*Nợ ròng (tiền)	(2,538)	(1,315)	(803)	(1,151)	(1,321)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền từ HĐKD	24	(1,154)	(317)	411	327
Lợi nhuận ròng	310	457	794	916	959
Khấu hao TSCĐ	132	70	64	69	68
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(239)	(232)	(187)	(237)	(253)
Thay đổi vốn lưu động	263	(1,503)	(988)	(337)	(447)
Thay đổi khác	(441)	55	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	240	303	(96)	(164)	(295)
Thay đổi tài sản cố định	229	195	137	122	195
Thay đổi tài sản đầu tư	313	279	(167)	(343)	(491)
Khác	(301)	(171)	(66)	58	-
Tiền từ HĐ tài chính	63	1,352	800	380	290
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	63	1,455	1,066	622	642
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(0)	(103)	(266)	(242)	(352)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	328	502	387	627	321
Tổng tiền đầu năm	1,883	2,210	2,712	3,099	3,727
Thay đổi trong tỷ giá	2	2	2	3	4
Tổng tiền cuối năm	2,210	2,712	3,099	3,727	4,048

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	21,045	24,885	30,112	33,609	42,529
Tăng trưởng (%)	212.0	18.2	21.0	11.6	26.5
Giá vốn hàng bán	(20,333)	(24,069)	(29,209)	(32,499)	(41,126)
Lợi nhuận gộp	713	816	903	1,109	1,403
Biên lợi nhuận gộp (%)	3.4	3.3	3.0	3.3	3.3
Chi phí BH & QLDN	(581)	(299)	(361)	(370)	(468)
LN từ HĐKD	132	517	542	739	936
Tăng trưởng (%)	346.3%	72.7%	69.6%	15.9%	4.9%
Biên LN từ HĐKD (%)	0.6	2.1	1.8	2.2	2.2
LN khác	255	70	168	191	203
Thu nhập tài chính	280	256	199	252	271
Chi phí tài chính	(105)	(205)	(78)	(107)	(115)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(92)	(143)	(75)	(105)	(111)
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh/ liên kết	0	0	235	157	0
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	80	20	47	47	47
LN TT	387	552	964	1,107	1,158
Thuế TNDN	(77)	(94)	(170)	(191)	(199)
LN ST	310	457	794	916	959
Tăng trưởng (%)	493.1	47.6	73.8	15.3	4.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.5	1.8	2.6	2.7	2.3
LN ST cổ đông công ty mẹ	310	454	794	916	959
Lợi ích CETS	0	3	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	478	695	1,040	1,212	1,269
Tăng trưởng (%)	302.1	45.3	49.6	16.6	4.7
Biên LN (%)	2.3	2.8	3.5	3.6	3.0
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	610	765	1,103	1,281	1,337
Tăng trưởng (%)	275.0	25.4	44.2	16.1	4.4
Biên LN (%)	2.9	3.1	3.7	3.8	3.1

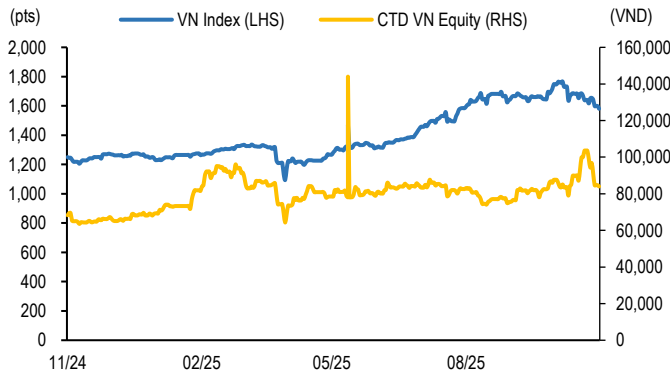
Chỉ số tài chính

Năm	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (đồng)	2,987	4,379	7,664	8,836	9,254
BPS (đồng)	82,896	86,481	91,577	98,079	103,934
PER (x)	33.1	22.6	12.9	11.2	0.0
PBR (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.0
EV/EBITDA (x)	41.6	37.6	29.8	27.1	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	1.5	0	0	0	0
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	2.9	3.1	3.7	3.8	3.1
Biên LN từ HĐKD (%)	0.6	2.1	1.8	2.2	2.2
Biên LN ST (%)	1.5	1.8	2.6	2.7	2.3
ROA (%)	1.4	1.5	2.4	2.5	2.2
ROE (%)	3.6	5.1	8.4	9.0	8.9
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	17.9	33.3	42.7	46.0	49.4
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(415.8)	(171.8)	(72.8)	(89.9)	(98.8)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	28.7	20.9	20.2	21.9	20.3
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.2	4.9	13.8	11.6	11.4
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày khoản phải trả (ngày)	98.5	100.6	98.4	99.0	91.1
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	56.3	86.4	80.0	86.3	74.1
Số ngày khoản phải thu (ngày)	209.0	235.0	212.3	211.8	194.9

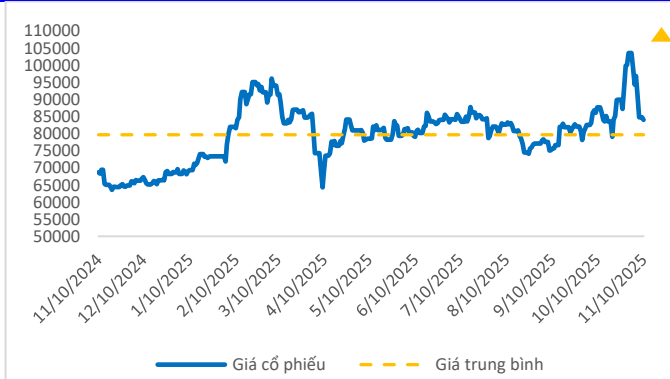
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty Cổ phần Xây dựng Cotecons (CTD VN)

Diễn biến giá



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
30/10/2025 (BC lần đầu)	MUA	108,900	36.7	5.2/72.3

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Huong Le

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: BMP VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang Street,
Thu Thiem Ward, Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599