

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD)

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

Ngành Xây dựng
Ngày báo cáo 09/10/2026
Giá hiện tại 62.300 VND

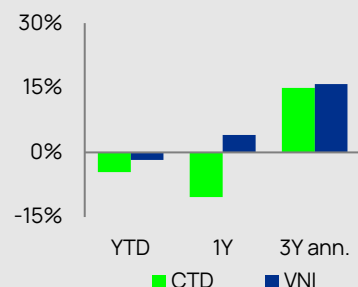
GT vốn hóa 6,8 nghìn tỷ đồng
Room KN 239,2 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n) 13 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước 0,0%
SL cổ phiếu lưu hành 114 triệu
Pha loãng 114 triệu

	CTD	VNI
P/E (trượt)	9,0x	13,2x
P/B (ht)	0,7x	1,9x
ROE (trượt)	8,5%	16,1%
ROA (trượt)	2,3%	2,4%

*LNST cốt lõi không bao gồm trích lập/hoàn nhập dự phòng nợ xấu, các khoản bất thường khác và thu nhập/(lỗ) khác.

Tổng quan Công ty

CTCP Xây dựng Coteccons (CTD) là nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam xét theo giá trị backlog. Dù trước đây tập trung chủ yếu vào các dự án nhà ở, công ty đã đa dạng hóa sang mảng xây dựng công nghiệp và hạ tầng, đồng thời hướng tới mở rộng ra thị trường quốc tế. Năm 2023, CTD đã thay đổi thời điểm kết thúc năm tài chính (NTC) từ ngày 31/12 sang ngày 30/06.

Diễn biến giá cổ phiếu


Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Võ Phan Hồng Kiệt
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng Cao cấp

	NTC 2026	NTC 2027	NTC 2028	NTC 2029
Doanh thu (tỷ đồng)	34.340	43.920	56.580	72.645
% YoY	38%	28%	29%	28%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	788	910	1.210	1.576
% YoY	73%	16%	33%	30%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi* (tỷ đồng)	703	913	1.214	1.580
EPS cốt lõi* % YoY	121%	30%	33%	30%
Biên LN gộp	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%
Biên LN từ HĐKD	2,2%	2,5%	2,5%	2,6%
Biên LN ròng cốt lõi*	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%
DTTD/doanh thu	0,8%	0,9%	-0,1%	0,2%
EV/EBITDA	5,9x	4,3x	3,3x	2,5x
P/E cốt lõi*	10,2x	7,8x	5,9x	4,5x
P/B	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
ROE	8,5%	9,1%	11,0%	13,0%

“Ông Lớn” ngành xây dựng sẵn sàng bước vào chu kỳ tăng trưởng mới của Việt Nam

- CTCP Xây dựng Coteccons (CTD) và câu chuyện tái cơ cấu thành công: Sau giai đoạn suy thoái 2019-22 và thời gian tái cơ cấu trong giai đoạn tài chính 2023-25, công ty đã tái khẳng định vị thế là nhà thầu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam cũng như sở hữu vị thế thuận lợi để tham gia vào chu kỳ tăng trưởng mới của ngành xây dựng trong nước.
- Tại thời điểm cuối năm tài chính 2026, lượng backlog của CTD đạt 70 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 2 lần doanh thu năm tài chính 2026), mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của công ty và thuộc nhóm cao nhất trong số các nhà thầu tư nhân tại Việt Nam. Được hỗ trợ bởi mục tiêu tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 14,5% của ngành xây dựng Việt Nam trong giai đoạn 2026-30 cùng với việc mở rộng thành công sang các phân khúc công nghiệp và hạ tầng, chúng tôi dự phóng CAGR backlog/doanh thu/LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi của CTD đạt lần lượt 19%/22%/25% trong giai đoạn năm tài chính 2026-31.
- Định giá:** CTD hiện đang giao dịch ở mức P/E cốt lõi dự phóng năm tài chính 2027 là 7,8 lần, so với CAGR lợi nhuận cốt lõi 5 năm tới đạt 25%. P/B dự phóng năm tài chính 2027 ở mức 0,7 lần, thấp hơn mức 1,5-3,5 lần trong chu kỳ tăng trưởng giai đoạn 2014-18, khi công ty ghi nhận CAGR lợi nhuận cốt lõi đạt 44%. Chúng tôi cho rằng mức định giá tương đối thấp này một phần do biên lợi nhuận của CTD còn mỏng và nhu cầu vốn lưu động lớn do backlog tăng mạnh, qua đó làm tăng độ nhạy của lợi nhuận trước những biến động về biên lợi nhuận và tạo áp lực lên dòng tiền.

Trong lịch sử, CTD đã trải qua ba giai đoạn: (1) chu kỳ tăng trưởng mạnh 2014-18 dưới thời Chủ tịch cũ, với CAGR doanh thu/LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi lần lượt đạt 39%/44% nhờ sự bùng nổ của thị trường BĐS; (2) giai đoạn suy giảm mạnh 2019-22 trong bối cảnh các thách thức nội tại và bên ngoài (CAGR doanh thu/LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi lần lượt là -16%/-39%); và (3) giai đoạn tái cơ cấu NTC 2023-25. Doanh thu và lợi nhuận cốt lõi đã phục hồi từ mức nền thấp trong giai đoạn (3), và quan trọng hơn, giai đoạn này đã giúp CTD chuẩn bị sẵn sàng để nắm bắt chu kỳ tăng trưởng mới của ngành xây dựng Việt Nam.

Ngành xây dựng Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới, với mục tiêu CAGR ngành khoảng 14,5% giai đoạn 2026-30 do Chính phủ đề ra. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sẽ được thúc đẩy bởi (1) mảng hạ tầng – động lực tăng trưởng chính nhờ kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026-30 đã được phê duyệt với quy mô 8,22 triệu tỷ đồng (+172% so với giải ngân giai đoạn 2021-25) và sự tham gia ngày càng tăng của khu vực tư nhân; (2) mảng công nghiệp, được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI ổn định và mức thuế theo Mục 301 của Mỹ ở mức 12,5% có thể kiểm soát được, dù vẫn còn bất định xoay quanh hai cuộc điều tra theo Mục 301 đang chờ kết luận; và (3) mảng nhà ở, khi triển vọng ngắn hạn còn nhiều thách thức do lãi suất cao, mặc dù nhu cầu dài hạn mang tính cấu trúc vẫn vững chắc.

CTD có vị thế thuận lợi để nắm bắt làn sóng bùng nổ xây dựng này, được hỗ trợ bởi năng lực thi công đã được chứng minh, bảng cân đối kế toán vững chắc và chiến lược bán hàng lặp lại, qua đó hỗ trợ tăng trưởng backlog đồng thời hạn chế rủi ro tín dụng nhờ tỷ trọng cao hơn của các khách hàng quen thuộc, đã được thẩm định kỹ lưỡng. Những yếu tố này đã giúp CTD giành lại vị thế dẫn đầu trong mảng nhà ở, mở rộng mảng xây dựng công nghiệp và xây dựng vị thế vững chắc trong mảng hạ tầng, từ đó hình thành backlog lớn và đa dạng, bao gồm các dự án trọng điểm quốc gia. Chúng tôi dự báo backlog NTC 2027/28/29 tăng trưởng lần lượt 46%/26%/13% YoY, thúc đẩy doanh thu tăng lần lượt 28%/29%/28%. Với quy mô đáng kể mà CTD đã đạt được, việc chuyển dịch từ “tăng trưởng về quy mô” sang “tăng trưởng về chất lượng” và dòn bẩy hoạt động lớn hơn, chúng tôi dự báo biên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi sẽ cải thiện từ 2,0% trong NTC 2026 lên 2,3% trong NTC 2031.

Chúng tôi đánh giá rủi ro nợ xấu từ các hợp đồng sau tái cơ cấu là có thể kiểm soát được, nhờ tỷ trọng khách hàng quay lại cao hơn và mức độ tham gia vào mảng công nghiệp/hạ tầng. Nợ xấu tồn đọng vẫn là một rủi ro, khi CTD dự kiến sẽ tiếp tục trích lập dự phòng trong những năm tới, nhìn chung được bù đắp bởi khả năng hoàn nhập từ các khoản thu hồi, bao gồm khoản tất toán 526 tỷ đồng với Tân Hoàng Minh gần đây. Chúng tôi giả định trích lập/hoàn nhập dự phòng ròng bằng 0 trong giai đoạn NTC 2027-31. Tại thời điểm cuối NTC 2026, dự phòng lũy kế đạt khoảng 1,3 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 2 lần LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi NTC 2026).

Mục lục

Tổng quan Công ty	4
Lịch sử và hồ sơ Công ty	4
Mô tả hoạt động kinh doanh	5
Chiến lược	7
Cơ cấu chi phí	10
Ban lãnh đạo, cơ cấu sở hữu và cơ cấu công ty	11
Bối cảnh cạnh tranh	13
Các đối thủ cạnh tranh lớn nhất và trực tiếp nhất của CTD	14
Phân tích Ngành	15
Tăng trưởng ngành xây dựng gắn liền với tăng trưởng GDP chung	16
Chuỗi giá trị ngành xây dựng Việt Nam	16
Chính phủ đặt mục tiêu ngành xây dựng tăng trưởng 14,5%/năm giai đoạn 2026-30	18
BDS nhà ở: Áp lực ngắn hạn từ lãi suất cao, các động lực cấu trúc dài hạn vẫn vững chắc	18
Du lịch phục hồi thúc đẩy nhu cầu xây dựng mạnh mẽ đối với BDS nghỉ dưỡng	21
Triển vọng ngắn hạn của mảng công nghiệp tích cực nhờ thuế quan của Mỹ có thể kiểm soát được, hoạt động thương mại sôi động và dòng vốn FDI; triển vọng dài hạn phụ thuộc vào hai cuộc điều tra theo Mục 301 còn lại của Mỹ	22
Xây dựng hạ tầng được đẩy nhanh trong giai đoạn 2026-30	24
Theo chúng tôi, giá vật liệu xây dựng đầu vào sẽ tăng chủ yếu do nhu cầu cao hơn trong trung hạn; xung đột Trung Đông dự kiến duy trì áp lực tăng giá trong ngắn hạn	25
Kết quả Tài chính và Dự báo	27
Doanh thu, Biên lợi nhuận, Dự phòng nợ xấu và Lợi nhuận	27
Chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) dự kiến cải thiện dần, nhưng vẫn ở mức cao so với trước đây do nhu cầu vốn lưu động lớn để mở rộng backlog	31
Bảng cân đối kế toán tiền mặt ròng lành mạnh mang lại tính linh hoạt trong bối cảnh nhu cầu vốn lưu động tăng nhưng vẫn có thể kiểm soát được	31
Tổng kết NTC 2026: Lợi nhuận báo cáo và lợi nhuận cốt lõi tăng mạnh, nhờ doanh thu, biên LN góp mở rộng, tối ưu chi phí SG&A và thoái vốn dự án Emerald 68	33
Triển vọng NTC 2027: Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng nhờ backlog cao kỷ lục, chiến lược “tăng trưởng về chất lượng” và lợi thế quy mô	34
Hệ số định giá	35
Rủi ro đầu tư	37
Biến động giá vật liệu xây dựng	37
Phụ thuộc vào nhà thầu phụ và gián đoạn chuỗi cung ứng	37
Nợ xấu tồn đọng và khả năng thu hồi các khoản phải thu	37
Mức độ tập trung khách hàng	37
Nhu cầu vốn lưu động và nguồn vốn	37
Mức độ cạnh tranh	38
Báo cáo Tài chính	39

Tổng quan Công ty

Lịch sử và hồ sơ Công ty

CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD) được thành lập năm 2004 thông qua cổ phần hóa Bộ phận Xây dựng của Công ty Kỹ thuật Xây dựng và Vật liệu Xây dựng thuộc Tổng Công ty Vật liệu Xây dựng Số 1 - Bộ Xây dựng.

Niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM năm 2010, CTD đã phát triển thành tổng thầu hàng đầu Việt Nam, **phục vụ tất cả các phân khúc chính của thị trường xây dựng Việt Nam, bao gồm xây dựng nhà ở, bất động sản nghỉ dưỡng, công nghiệp và hạ tầng.**

CTD là nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam. Tính đến tháng 12/2025, CTD đã hoàn thành hơn 700 dự án tại Việt Nam và các thị trường lân cận, bao gồm Lào, Campuchia và Myanmar. Trong đó, theo chúng tôi, Landmark 81 - tòa nhà cao nhất Việt Nam với 81 tầng (và cao nhất khu vực Đông Nam Á tại thời điểm bàn giao năm 2018) - là dự án mang tính biểu tượng nhất. Danh mục khách hàng của CTD bao gồm những tên tuổi hàng đầu trong các phân khúc. Theo chúng tôi, bề dày và chiều sâu về năng lực thi công này vẫn chưa có đối thủ trong nước nào bắt kịp, và đây cũng là một trong những động lực chính tạo nên lợi thế cạnh tranh của CTD, do uy tín/kinh nghiệm là yếu tố quan trọng khi chủ đầu tư lựa chọn nhà thầu. Tham khảo [Phụ lục 1](#) để xem một số dự án tiêu biểu CTD đã/sẽ thực hiện.

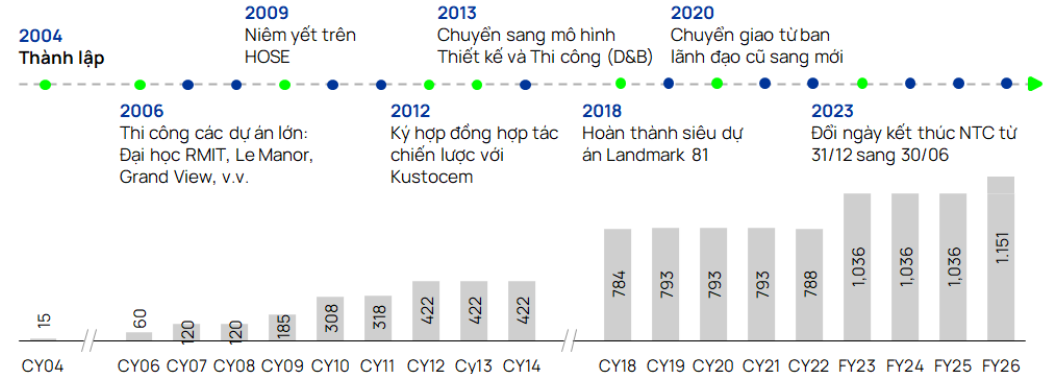
Hình 1: Một số khách hàng tiêu biểu của CTD



Nguồn: CTD, Vietcap

CTD thay đổi năm tài chính vào năm 2023. Đến năm 2022, NTC của CTD kết thúc vào ngày 31/12. Từ năm 2023, CTD chuyển thời điểm kết thúc NTC sang ngày 30/06. Do đó, NTC 2023 là giai đoạn chuyển tiếp chỉ kéo dài sáu tháng, từ 01/01 đến 30/06/2023. Từ NTC 2024 trở đi, NTC của CTD gồm đủ 12 tháng, từ ngày 01/07 của năm trước đến ngày 30/06 của năm báo cáo. **Chúng tôi áp dụng quy ước NTC của CTD cho các dự báo giai đoạn NTC 2026-31.**

Hình 2: Vốn điều lệ (tỷ đồng) và các cột mốc chính của CTD



Nguồn: CTD, Vietcap. *Lưu ý: NTC hiện tại của CTD kết thúc vào ngày 30/06.

Mô tả hoạt động kinh doanh

Xây dựng là hoạt động kinh doanh chính của CTD. Trong NTC 2026, CTD ghi nhận doanh thu thuần đạt 34,3 nghìn tỷ đồng (+38% YoY), trong đó doanh thu xây dựng chiếm 99,5% tổng doanh thu. Các nguồn doanh thu khác bao gồm bán vật liệu xây dựng, doanh thu kinh doanh/cho thuê BĐS và cho thuê thiết bị xây dựng, cùng một số hoạt động khác. Xây dựng là hoạt động cốt lõi của CTD, với doanh thu mảng này luôn chiếm khoảng 98%-100% tổng doanh thu thuần trong mười năm qua.

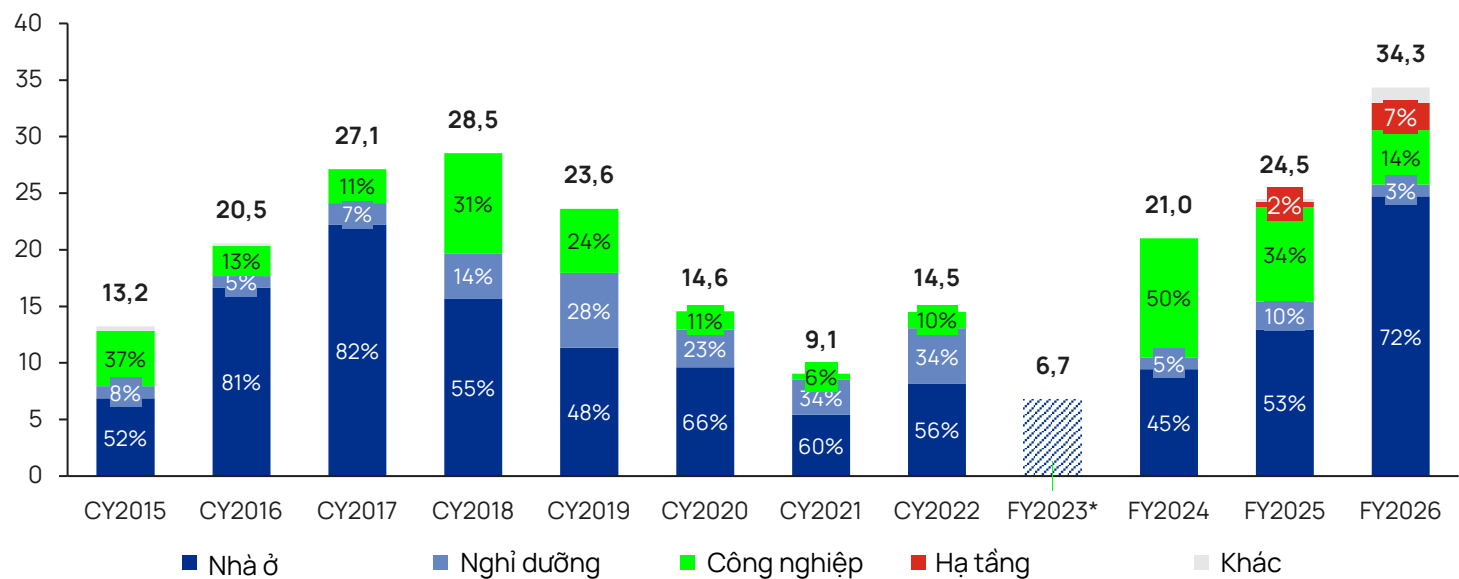
Hình 3: Tổng quan hoạt động kinh doanh của CTD

TỔNG QUAN KINH DOANH				
tỷ đồng	CTCP Xây dựng COTECCONS (HOSE: CTD)		DT thuần NTC26 = 34.340 (+38% YoY) LN gộp NTC26 = 1.446 (+77% YoY) LNST-CĐTS NTC26 = 788 (+73% YoY)	
Hoạt động kinh doanh	Xây dựng		Bán VLXD	Khác
Mô tả hoạt động kinh doanh	Tập trung vào: • Nhà ở & Thương mại (Trọng tâm) • Công nghiệp & dự án FDI • Hạ tầng & Đầu tư công		CTD Materials quản lý: Kinh doanh, bán buôn vật liệu và thiết bị xây dựng	• Kinh doanh BĐS • Cho thuê BĐS • Cho thuê thiết bị
DT thuần NTC 2026 (tỷ đồng) % tổng doanh thu	34.172 (99.5%)		76 (0.2%)	91 (0.3%)

Nguồn: Vietcap

Hiện diện đa dạng tại tất cả các phân khúc của thị trường xây dựng: CTD phục vụ nhiều phân khúc, bao gồm (1) nhà ở (ví dụ: căn hộ, tòa nhà, văn phòng, v.v.), (2) bất động sản nghỉ dưỡng (ví dụ biệt thự và khu nghỉ dưỡng), (3) công nghiệp (tức nhà máy) và (4) xây dựng hạ tầng.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu xây dựng của CTD theo phân khúc (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: CTD, Vietcap. Từ năm 2023, CTD chuyển thời điểm kết thúc NTC sang ngày 30/06, thay vì ngày 31/12 như các năm trước 2022. *NTC 2023 là giai đoạn chuyển tiếp, chỉ gồm sáu tháng, từ 01/01 đến 30/06/2023. Không có số liệu phân theo phân khúc cho NTC 2023. "CY" là năm dương lịch; "FY" là năm tài chính.

Nhà ở và bất động sản nghỉ dưỡng từ trước đến nay là các trụ cột doanh thu cốt lõi của CTD, trong đó mảng nhà ở đóng vai trò chủ đạo. Tổng doanh thu xây dựng từ hai phân khúc này luôn chiếm trên 60% trong giai đoạn 2015-22, có năm lên tới khoảng 90%. Tỷ trọng này giảm xuống 50% trong NTC 2024 khi CTD chuyển hướng sang mảng công nghiệp, trước khi phục hồi lên 63% trong NTC 2025 và 75% trong NTC 2026.

Sau năm 2022, trong bối cảnh thị trường BĐS nhà ở Việt Nam suy thoái kéo dài, CTD đã chủ động đa dạng hóa sang mảng xây dựng công nghiệp. Trong 5 năm qua, hoạt động mảng nhà ở suy yếu đáng kể do COVID-19, khủng hoảng thị trường trái phiếu doanh nghiệp và các quy định chặt chẽ hơn đối với nhu cầu đầu cơ, dẫn đến doanh thu xây dựng nhà ở giảm mạnh. Để ứng phó, từ năm 2022 trở đi, CTD đã tăng tỷ trọng mảng công nghiệp nhằm nắm bắt dòng vốn FDI gia tăng và giảm phụ thuộc vào BĐS. Do đó, doanh thu xây dựng công nghiệp đã tăng lên khoảng 50% tổng doanh thu trong NTC 2024, từ mức chỉ khoảng 6-11% trong giai đoạn 2020-22.

Chúng tôi cho rằng chiến lược chuyển dịch này đã phát huy hiệu quả, nhờ (1) kinh nghiệm thi công các dự án công nghiệp của CTD giai đoạn trước năm 2020, bao gồm các dự án tiêu biểu như nhà máy VinFast tại Hải Phòng; (2) uy tín là tổng thầu hàng đầu Việt Nam; (3) bằng cân đối kế toán vững chắc; và (4) các chứng nhận liên quan đến ESG được quốc tế công nhận (Phụ lục 3) - yếu tố ngày càng quan trọng đối với các dự án tiêu chuẩn cao, đặc biệt là với khách hàng quốc tế. Những thế mạnh này đã giúp CTD giành được ngày càng nhiều dự án tiêu biểu từ các khách hàng toàn cầu như LEGO và Pandora (nhà máy xanh), Hòa Phát (Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 2), PepsiCo và VinFast (Ấn Độ). Điều này tạo ra một vòng lặp tích cực, trong đó kinh nghiệm thi công vững chắc hơn sẽ giúp thu hút thêm nhiều khách hàng lớn sau này.

Mảng hạ tầng sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới trong 5 năm tới, trong bối cảnh siêu chu kỳ đầu tư công của Việt Nam: Trong NTC 2025, CTD ghi nhận 485 tỷ đồng doanh thu xây dựng hạ tầng và trong NTC 2026, doanh thu mảng này đạt khoảng 2,4 nghìn tỷ đồng, gấp khoảng 5 lần NTC 2025. Dù chỉ chiếm 2-7% tổng doanh thu, đây là bước tiến đáng kể so với mức gần như bằng 0 trong NTC 2024. Chúng tôi kỳ vọng đóng góp của mảng này sẽ tăng đáng kể trong 5 năm tới trong bối cảnh chu kỳ tăng đầu tư hạ tầng của Việt Nam. Theo Nghị quyết 27/2026/QH16, Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026-2030 với quy mô 8,22 triệu tỷ đồng, tương ứng mức tăng khoảng 172% so với giải ngân giai đoạn 2021-2025 và là mức cao kỷ lục mới, với nhiều dự án trọng điểm được khởi công. Đến nay, CTD đã công bố tham gia một số dự án cấp quốc gia, như được trình bày tại Hình 5. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ tiếp tục củng cố vị thế của CTD trong mảng xây dựng hạ tầng và tăng khả năng trúng thầu thêm các dự án trong thời gian tới. Theo công ty, các dự án hạ tầng của CTD chủ yếu được ký hợp đồng trực tiếp với các chủ đầu tư/nhà đầu tư tư nhân, thay vì ký hợp đồng trực tiếp với các cơ quan thuộc khu vực công.

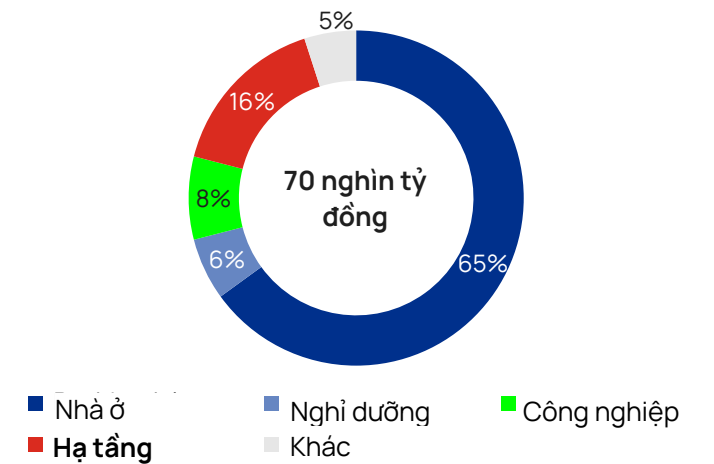
Hình 5: Các dự án hạ tầng tiêu biểu của CTD

Tên dự án	Chủ đầu tư	Vai trò của CTD trong dự án	Tổng vốn đầu tư dự án	Tổng giá trị hợp đồng
Gói thầu 11.5 của LTH^	ACV	Thành viên liên danh trúng thầu. Liên danh gồm CTD, UPCoM: CC1 và HOSE: FCN.	N/A	3,1 nghìn tỷ đồng*
Gói thầu 7.8 của LTH	ACV	Thành viên liên danh HANTA2 trúng thầu. HANTA2 gồm CTD, UPCoM: HAN và CTCP Kết Cấu Thép ATAD.	N/A	3,4 nghìn tỷ đồng*
Cầu Cần Giờ	Tập đoàn Masterise	Thành viên liên danh thi công; gói thầu cụ thể của CTD chưa được công bố.	10,7 nghìn tỷ đồng	N/A
Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình (GBA)	Tập đoàn Masterise	Tổng thầu hạng mục công trình dẫn đường hàng không (bao gồm đài kiểm soát không lưu); nhà thầu chính của một số hạng mục khu bay và công trình phụ trợ.	196,4 nghìn tỷ đồng	N/A
Trung tâm Hội nghị APEC Phú Quốc	Sun Group	Nhà thầu kết cấu bê tông, hệ thống cơ điện (MEP).	21,9 nghìn tỷ đồng	4,5 nghìn tỷ đồng**
Mở rộng Cảng hàng không Quốc tế Phú Quốc	Sun Group	Không có thông tin.	22 nghìn tỷ đồng	N/A
Nhà hát Opera Hà Nội	Sun Group	Tổng thầu.	12,7 nghìn tỷ đồng	N/A
Đường sắt tốc độ cao Hà Nội - Quảng Ninh	Vingroup	Không có thông tin	147 nghìn tỷ đồng***	N/A

Nguồn: CTD, Truyền thông trong nước, Vietcap. *Giá trị hợp đồng xây dựng của toàn liên danh. **Giá trị hợp đồng của CTD. ^LTH: Cảng hàng không Quốc tế Long Thành. ***Không bao gồm chi phí giải phóng mặt bằng.

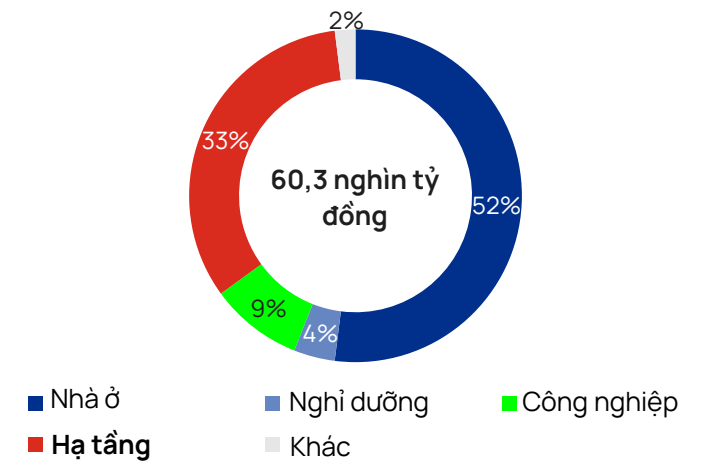
Danh mục dự án của CTD cho thấy tỷ trọng hạ tầng ngày càng tăng: trong NTC 2026, mảng hạ tầng chiếm 33% giá trị hợp đồng mới ký và 16% backlog cuối NTC 2026 - cao hơn nhiều so với mức đóng góp 2-7% vào doanh thu trong NTC 2025 và NTC 2026, cho thấy tỷ trọng mảng này sẽ tăng trong những năm tới.

Hình 6: Cơ cấu backlog NTC 2026



Nguồn: CTD, Vietcap

Hình 7: Cơ cấu hợp đồng mới ký trong NTC 2026



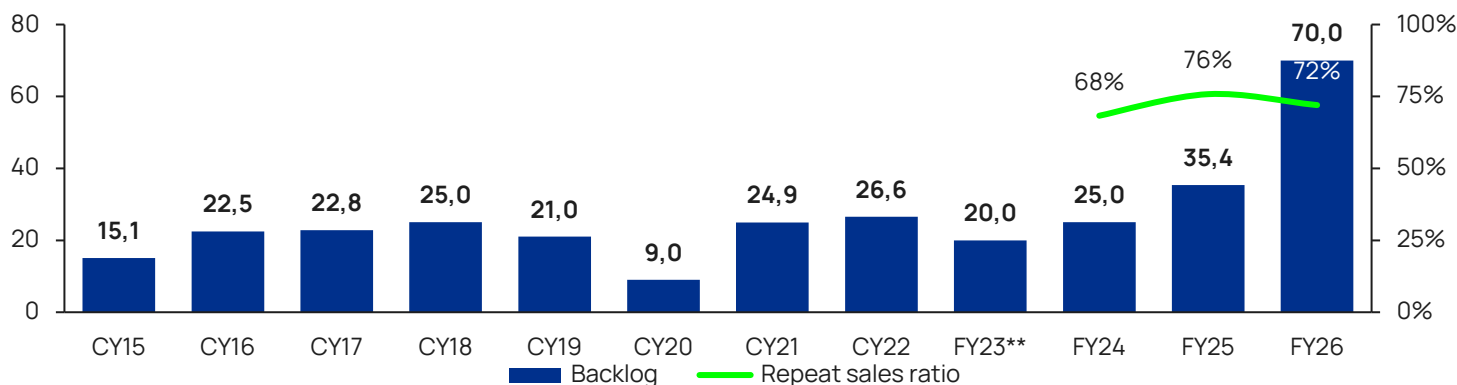
Nguồn: CTD, Vietcap

Chiến lược

Chiến lược “bán hàng lặp lại” (Repeat sales) hỗ trợ tăng trưởng backlog và giảm rủi ro nợ xấu từ các dự án mới. Đúng như tên gọi, CTD ưu tiên các khách hàng hiện hữu khi tìm kiếm hợp đồng mới. Cách tiếp cận này giúp tăng khả năng trúng thầu nhờ (1) tận dụng niềm tin đã được xây dựng và kinh nghiệm thi công đã được chứng minh với khách hàng cũ quay lại, (2) giảm chi phí đấu thầu và rút ngắn thời gian đấu thầu, và (3) giảm thiểu rủi ro nợ xấu nhờ nắm rõ hơn tình hình tài chính của khách hàng hiện hữu. Nhờ đó, CTD đã xây dựng được backlog lớn và tăng trưởng nhanh, với backlog cuối NTC 2026 đạt 70 nghìn tỷ đồng (gấp đôi YoY và gấp khoảng hai lần doanh thu NTC 2026). Phản ánh hiệu quả của chiến lược này, tỷ lệ bán hàng lặp lại (tỷ lệ giá trị hợp đồng ký mới từ khách hàng hiện hữu trên tổng giá trị hợp đồng ký mới) duy trì ở mức cao, khoảng 68% trong NTC 2024, 76% trong NTC 2025 và 72% trong NTC 2026. Theo buổi họp gấp gỡ nhà đầu tư quý 4 NTC 2026 của ban lãnh đạo, tỷ lệ bán hàng lặp lại cao giúp CTD được chỉ định thầu trực tiếp từ các khách hàng trong nước hiện hữu, không cần qua đấu thầu cạnh tranh, qua đó tiết kiệm thời gian và chi phí. Tuy nhiên, đối với các dự án FDI, CTD vẫn phải tham gia đấu thầu cạnh tranh.

Mối quan hệ sâu rộng với các tập đoàn hàng đầu trong nước tiếp tục khẳng định chiến lược bán hàng lặp lại và năng lực thi công của CTD. CTD đã thiết lập mối quan hệ chặt chẽ với các tập đoàn lớn như Vingroup (HOSE: VIC) và Sun Group (không niêm yết), trải rộng trên cả các dự án nhà ở (Phụ lục 6) và các dự án hạ tầng (Hình 5). Gần đây nhất, ngày 21/08/2026, [CTD đã công bố hợp tác chiến lược với Sun Group](#), đánh dấu bước tiến mới trong mối quan hệ lâu năm giữa hai bên. Bên cạnh đó, theo truyền thông trong nước, CTD dự kiến sẽ tham gia với vai trò nhà thầu xây dựng trong nước cho dự án Tháp đôi Hà Nội 99 (Hanoi Twin Towers 99), cùng với tổng thầu quốc tế China Construction Third Engineering Bureau (CSCEC3). Dự án dự kiến có quy mô 3,0–3,5 tỷ USD, được phát triển bởi liên danh gồm CTCP Du lịch Kim Liên, CTCP Thaiholdings (HNX: THD) và CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn, một công ty thành viên của Vingroup. Theo đề xuất hiện tại, dự án gồm hai tòa tháp cao 568m với 99 tầng nổi và sáu tầng hầm; nếu hoàn thành theo kế hoạch, dự án sẽ vượt Tháp đôi Petronas của Malaysia để trở thành tổ hợp tháp đôi cao nhất thế giới. Dự án dự kiến khởi công ngày 02/09/2026 và hoàn thành trong quý 3–quý 4/2030. Tuy nhiên, tính đến cuối tháng 9/2026, chúng tôi chưa thấy xác nhận chính thức nào về việc khởi công, trong khi các báo cáo truyền thông gần đây vẫn mô tả Tháp đôi Hà Nội 99 là dự án đang được đề xuất. Do đó, chúng tôi xem tiến độ ban đầu chỉ mang tính tham khảo và có thể bị chậm trễ. Theo chúng tôi, những diễn biến này cho thấy khả năng của CTD trong việc chuyển hóa các mối quan hệ khách hàng lâu năm thành backlog lớn, chất lượng cao, cùng năng lực thi công vững chắc, khi các khách hàng có yêu cầu khắt khe liên tục tin tưởng giao cho CTD các dự án mang tính biểu tượng, có tầm quan trọng quốc gia.

Hình 8: Giá trị backlog cuối năm* của CTD (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: CTD, Vietcap. *Backlog là tổng khối lượng công việc (tức giá trị hợp đồng) chuyển sang năm tiếp theo. **NTC 2023 là giai đoạn chuyển tiếp, chỉ gồm 6 tháng, từ 01/01 đến 30/06/2023.

Từ tăng trưởng về quy mô sang tăng trưởng về chất lượng. Theo ban lãnh đạo tại buổi họp gấp gỡ nhà đầu tư được tổ chức vào cuối tháng 7/2026 và Chủ tịch HĐQT trong một cuộc phỏng vấn với truyền thông vào tháng 8/2026, ưu tiên của CTD trong những năm đầu tái cơ cấu là khôi phục quy mô thông qua tăng trưởng doanh thu, mở rộng backlog và gia tăng thị phần. Chiến lược này đã mang lại kết quả: backlog tăng từ 20 nghìn tỷ đồng cuối NTC 2023 lên 70 nghìn tỷ đồng cuối NTC 2026. Sau khi xây dựng lại được lượng đơn hàng lớn, CTD hiện đang chuyển từ “Chế độ Bán hàng” (Sales Mode) sang “Chế độ Tiết kiệm” (Saving Mode) - tức là chuyển từ việc theo đuổi sản lượng bằng mọi giá sang thi công dự án có kỷ luật, kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn, nâng cao năng suất và cuối cùng là cải thiện biên lợi nhuận và khả năng sinh lời.

Các sáng kiến cải thiện biên lợi nhuận bao gồm cả khâu lựa chọn hợp đồng và quản lý chi phí đầu vào. Về phía doanh thu, CTD ngày càng chọn lọc hơn khi đấu thầu, ưu tiên các khách hàng uy tín và các dự án quy mô lớn, phức tạp về mặt kỹ thuật, nơi năng lực thi công của công ty mang lại biên lợi nhuận tốt hơn, thay vì theo đuổi tăng trưởng doanh thu bằng mọi giá. Chúng tôi cũng cho rằng tỷ lệ bán hàng lặp lại cao của CTD mang lại lợi ích bổ sung cho biên lợi nhuận nhờ tiết kiệm thời gian và chi phí đấu thầu. Dù điều này không có nghĩa CTD có thể định giá dự án cao hơn đáng kể so với mặt bằng thị trường, các mối quan hệ khách hàng sẵn có và kinh nghiệm thi công đã được chứng minh ít nhất sẽ giúp công ty tối ưu biên lợi nhuận nhờ chi phí đấu thầu thấp hơn và thậm chí đàm phán được các điều khoản thương mại tương đối thuận lợi hơn (so với mức trung bình ngành). Ngoài ra, theo công ty, khoảng 70%-80% hợp đồng của CTD có điều khoản điều chỉnh giá, giúp giảm thiểu rủi ro từ biến động giá vật liệu xây dựng. Về phía chi phí, CTD ngày càng tận dụng lợi thế quy mô thông qua mua sắm tập trung, đa dạng hóa chuỗi cung ứng và mạng lưới nhà cung cấp chiến lược rộng hơn nhằm tối ưu chi phí đầu vào và giảm rủi ro từ biến động giá nguyên vật liệu và gián đoạn nguồn cung. Hoạt động mua sắm đã chuyển từ mua phân tán tại từng công trường sang mô hình chuỗi cung ứng tập trung, gộp nhu cầu và đàm phán các đơn hàng lớn hơn, hiệu quả chi phí hơn trực tiếp với nhà cung cấp. CTD cũng ký các thỏa thuận khung 6-12 tháng cho các vật liệu chính để cố định giá và, khi phù hợp, dự trữ các vật liệu quan trọng tại công trường để đảm bảo tiến độ thi công và hạn chế rủi ro từ các đợt tăng giá ngắn hạn. Ngoài mua sắm, CTD tiếp tục ứng dụng Mô hình Thông tin Công trình (BIM), AI và hệ thống vận hành doanh nghiệp nội bộ trong thi công dự án nhằm giảm lãng phí, cải thiện quản lý dự án và nâng cao năng suất lao động.

Các biện pháp này đã giúp cải thiện khả năng sinh lời. Biên LN gộp mảng xây dựng cải thiện từ mức 3,0%-3,3% trong NTC 2024-25 lên khoảng 4,1% trong NTC 2026, mặc dù chi phí vật liệu xây dựng và nhân công cao hơn và biến động mạnh hơn trong bối cảnh (1) nhu cầu xây dựng trong nước tăng cao và (2) gián đoạn liên quan đến xung đột Trung Đông. Chúng tôi cho rằng CTD có thể duy trì mức biên lợi nhuận này trong trung hạn, được hỗ trợ bởi quy mô hoạt động lớn hơn, lựa chọn dự án có kỷ luật hơn và tiếp tục cải thiện hiệu quả mua sắm và năng suất, ngay cả khi giá vật liệu xây dựng trong nước nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực tăng do nhu cầu mạnh (chúng tôi cho rằng tác động chi phí từ xung đột Trung Đông mang tính tạm thời hơn). Chúng tôi sẽ phân tích chi tiết hơn ở các phần sau của báo cáo.

“Vươn ra toàn cầu” (Go global) là bước tiếp theo trong chiến lược mở rộng và đa dạng hóa doanh thu. Như đã đề cập, CTD đã và đang mở rộng nguồn doanh thu tại thị trường trong nước thông qua đa dạng hóa, trước tiên sang mảng công nghiệp và gần đây nhất là mảng hạ tầng. Ở bước tiếp theo, CTD đặt mục tiêu đa dạng hóa ra thị trường quốc tế. Tính đến cuối quý 3 NTC 2026, Cotecons đã thành lập các công ty con tại nhiều thị trường chiến lược, bao gồm Lào, Campuchia, Myanmar, Ấn Độ, Đài Loan, Kazakhstan, Ả Rập Xê Út và Mỹ (Hình 13). Trong danh mục dự án hiện tại, CTD có kế hoạch triển khai nhiều dự án quốc tế đáng chú ý (chi tiết tại Phụ lục 1).

Gần đây nhất, CTD cũng đã mở rộng hoạt động sang Georgia: HDQT công ty đã phê duyệt hợp đồng thi công kết cấu cho dự án Silk Tower I tại Batumi vào tháng 5/2026, và dự án trung tâm dữ liệu Tier III của Silknet tại Tbilisi đã chọn Cotecons làm nhà thầu đứng đầu liên danh EPC vào tháng 8/2026. Do chiến lược “vươn ra toàn cầu” vẫn đang ở giai đoạn đầu và thông tin công bố về giá trị các dự án quốc tế còn hạn chế, chúng tôi chưa đưa đóng góp đáng kể từ thị trường nước ngoài vào dự báo hiện tại.

Bên cạnh hoạt động xây dựng cốt lõi, CTD hiện chọn lọc tham gia đồng phát triển các dự án BĐS nhằm gia tăng lợi nhuận và đa dạng hóa doanh thu. Theo cách tiếp cận này, CTD hợp tác với các chủ đầu tư giàu kinh nghiệm tại các dự án có tiềm năng cao, thường theo mô hình dạng Tài chính & Xây dựng (theo hiểu biết của chúng tôi), trong đó CTD đóng vai trò nhà thầu và góp vốn chủ sở hữu, còn chủ đầu tư đảm nhận việc thu hồi đất, thủ tục pháp lý và bán hàng & marketing. Ban lãnh đạo nhấn mạnh chiến lược thận trọng, rủi ro thấp, tránh mở rộng quá mức và tận dụng các mối quan hệ hợp tác để tích lũy kinh nghiệm phát triển dự án. Chiến lược này được hỗ trợ bởi kinh nghiệm thi công, sức mạnh thương hiệu, mối quan hệ lâu năm với các chủ đầu tư và bảng cân đối kế toán lành mạnh của CTD.

Đến nay, CTD mới tham gia một dự án theo mô hình này: Emerald 68 tại Thuận An, TP.HCM (Bình Dương cũ), trong đó CTD góp 49% vốn chủ sở hữu (461 tỷ đồng). Phần vốn góp này đã được thoái toàn bộ trong quý 1 NTC 2026 (tức CTD đã bán phần vốn góp trong dự án cho một bên mua khác), mang về 188 tỷ đồng lợi nhuận, tương ứng tỷ suất sinh lời lũy kế khoảng 41% trên khoản đầu tư vốn 461 tỷ đồng. Dự án tiếp theo là Khu dân cư kết hợp thương mại dịch vụ Thanh Phú tại Bến Lức, Tây Ninh (Long An cũ) (tổng vốn đầu tư khoảng 10,7 nghìn tỷ đồng), hiện vẫn ở giai đoạn chuẩn bị ban đầu với mục tiêu hoàn thành trong nửa cuối năm 2029 (tức nửa đầu NTC 2030). Do thông tin tài chính chưa được công bố, chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình định giá.

Hình 9: Các dự án BĐS đồng đầu tư của CTD

Dự án	Emerald 68	Khu dân cư kết hợp thương mại dịch vụ Thanh Phú
Vị trí	Thuận An, TP.HCM	Thanh Phú, Bến Lức, Tây Ninh
Tình trạng	Đã thoái vốn (tức CTD đã bán phần vốn góp trong dự án cho một bên mua khác).	* Năm 2024-25: Hoàn thành thủ tục pháp lý, bồi thường, giải phóng mặt bằng và tái định cư. * Năm 2026 - quý 1/2027: Hoàn thành khoảng 30% hạng mục hạ tầng. * Quý 1/2027 - quý 1/2028: Hoàn thành thêm khoảng 60% hạng mục hạ tầng. * Quý 1/2028 - quý 3/2029: Hoàn thành khoảng 10% hạng mục hạ tầng còn lại + xây dựng nhà ở và thương mại. * Nửa cuối năm 2029: Đưa vào vận hành thương mại.
Diện tích đất	0,8 ha (770 căn hộ)	85,2 ha (1.298 căn nhà ở)
Tổng vốn đầu tư dự án	2 nghìn tỷ đồng	10,7 nghìn tỷ đồng
Vai trò của CTD	Đồng đầu tư, sở hữu 49% Đối tác: Tập đoàn Lê Phong, sở hữu 51%	Đồng đầu tư (thông qua Covestcons - CTD sở hữu 100%) Đối tác: CTCP BEHS % sở hữu (của mỗi bên): Không có
Ghi nhận lợi nhuận	Quý 1 NTC 2026	NTC 2029-30 (kỳ vọng hiện tại của chúng tôi)
ROI của CTD	41%	N/A

Nguồn: CTD, Vietcap

Cơ cấu chi phí

Vật liệu xây dựng và nhân công là các yếu tố chi phí chính của CTD, nhưng cơ cấu của chúng căn bản đã thay đổi sau giai đoạn tái cơ cấu của công ty. Trong NTC 2026, nguyên vật liệu đầu vào chiếm 58,7% tổng chi phí hoạt động, tăng từ mức khoảng 30% trước năm 2020. Khoản mục chi phí lớn thứ hai là chi phí thuê ngoài, chiếm 35,3% tổng chi phí, mà chúng tôi cho là chủ yếu phản ánh chi phí nhân công phát sinh thông qua mạng lưới nhà thầu phụ của CTD.

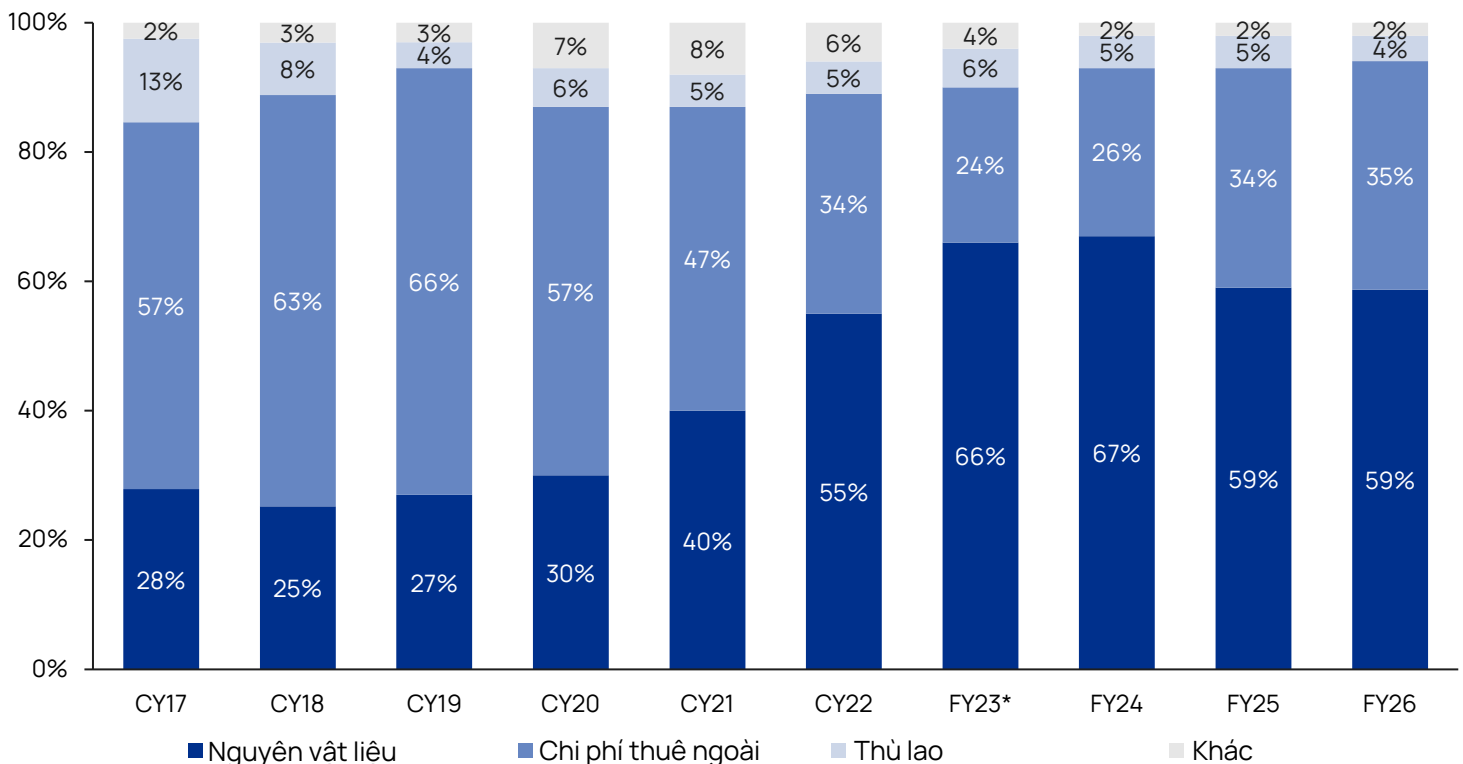
Chúng tôi cho rằng sự phân bổ lại đáng kể này chủ yếu do (1) ban lãnh đạo mới chuyển hướng chiến lược sang mua sắm tập trung và (2) lạm phát giá vật liệu. Trước năm 2020, hoạt động của CTD phụ thuộc nhiều vào hệ sinh thái công ty con đóng vai trò nhà thầu phụ tự mua sắm vật liệu, gộp các chi phí này vào "Chi phí thuê ngoài".

Theo chiến lược mới, CTD trực tiếp kiểm soát chuỗi cung ứng, mua các vật liệu chính (tức thép, xi măng) với số lượng lớn để được chiết khấu theo sản lượng và kiểm soát chất lượng. Sự thay đổi về hạch toán này đương nhiên chuyển chi phí từ "Chi phí thuê ngoài" sang "Nguyên vật liệu".

Ngoài ra, mặt bằng chi phí vật liệu cao trong giai đoạn năm 2021-NTC 2025 phản ánh môi trường lạm phát chung đối với vật liệu xây dựng. Chi tiết được trình bày tại **trang 24**, nơi chúng tôi cung cấp biểu đồ diễn biến giá các vật liệu xây dựng chính tại Việt Nam.

Ngược lại, chi phí lương nhân viên trực tiếp chỉ chiếm khoảng 3,9% tổng chi phí, theo chúng tôi phản ánh mô hình hoạt động của CTD phụ thuộc nhiều vào nhà thầu phụ thay vì đội ngũ nhân sự nội bộ lớn; số liệu cũng cho thấy điều này. CTD có khoảng 4.080 nhân viên trực tiếp trong NTC 2026 (theo BCTC kiểm toán NTC 2026), trong khi sử dụng khoảng 30.000 công nhân tại công trường của nhà thầu phụ trong NTC 2025 (theo báo cáo thường niên NTC 2025 – số liệu NTC 2026 chưa được công bố).

Hình 10: Cơ cấu chi phí của CTD

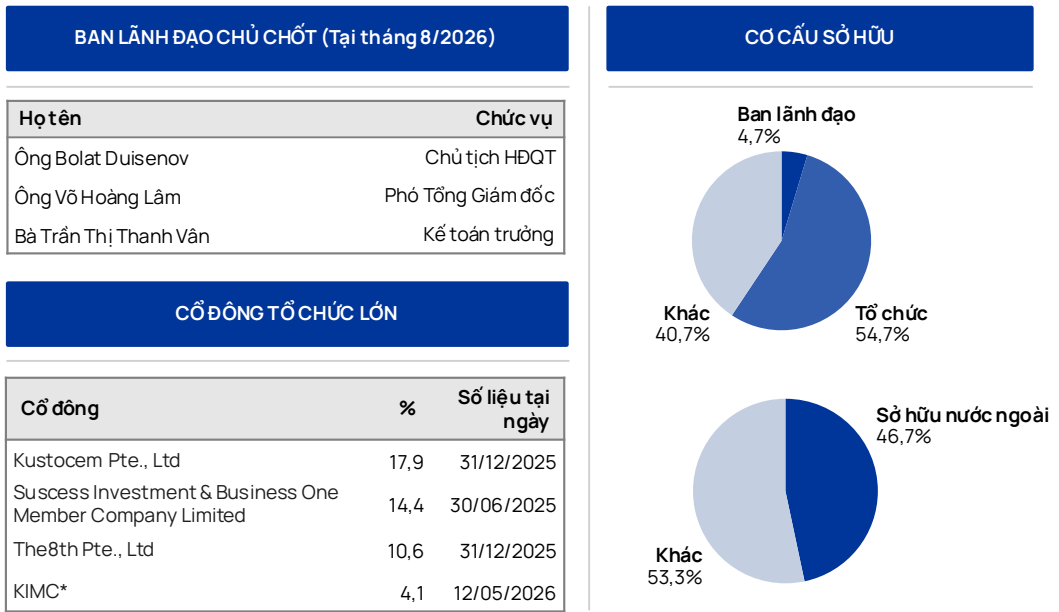


Nguồn: CTD, Vietcap. Lưu ý: *NTC 2023 là giai đoạn chuyển tiếp, gồm sáu tháng, từ 01/01 đến 30/06/2023.

Ban lãnh đạo, cơ cấu sở hữu và cơ cấu công ty

CTD có cơ cấu sở hữu tập trung, với ban lãnh đạo và các nhà đầu tư tổ chức nắm giữ tổng gần 60% tổng số cổ phần. Cổ đông lớn nhất là Kustocem (17,9%). Ban đầu tham gia với vai trò đối tác chiến lược từ năm 2012, Kusto Group – tập đoàn đa ngành của Kazakhstan có trụ sở tại Singapore – đã trở thành cổ đông chiến lược lớn nhất và có ảnh hưởng nhất của CTD, dẫn dắt giai đoạn tái cơ cấu trong năm 2020-2022. Điều này được hỗ trợ bởi các cổ đông chiến lược khác như Success Investment & Business (14,4%) và The8th Pte. Ltd. (10,6%). Hai đơn vị này có mối liên hệ chặt chẽ trong hệ sinh thái Kusto: Ông Kebirov Ablakhat, Tổng Giám đốc Success Investment, giữ vị trí quản lý tại Kusto Home. Trong khi đó, Ông Herwig Guido H Van Hove, Tổng Giám đốc The8th, điều hành Quỹ Đầu tư Vahoca có trụ sở tại Singapore, quỹ này sở hữu khoảng 29% Kustocem. Khi cộng gộp các phần sở hữu này với cổ phần của Chủ tịch HĐQT Bolat Duisenov và Talgat Turumbayev, người đại diện Kusto, chúng tôi ước tính tổng tỷ lệ sở hữu chi phối của các đơn vị liên quan đến Kusto tại CTD đạt khoảng 46,3% tính đến cuối năm 2025. Cơ cấu sở hữu đồng thuận này đã ổn định từ năm 2019, mang lại sự ổn định về quản trị cần thiết cho quá trình tái cơ cấu của CTD sau năm 2020.

Hình 11: Cơ cấu doanh nghiệp và cơ cấu sở hữu của CTD



Nguồn: CTD, FiinPro, Tổng Công ty Lưu ký và Bù trừ Chứng khoán Việt Nam (VSDC), Vietcap tổng hợp. Số liệu dựa trên các công bố sở hữu công khai gần nhất (phần lớn tại ngày 31/12/2025) và có thể đã có sự thay đổi kể từ thời điểm này. Số liệu sở hữu của ban lãnh đạo/người nội bộ dựa trên số liệu cổ phần CTD công bố tại ngày 30/06/2025, đã điều chỉnh loại trừ các cá nhân không còn giữ vị trí HĐQT/BKS/ban điều hành tại ngày báo cáo. Số liệu sở hữu nước ngoài tính đến cuối tháng 9/2026. *Số liệu tháng 5/2026, theo công bố của CTD.

Hình 12: Thông tin ban lãnh đạo chủ chốt của CTD

Họ tên	Chức vụ/Vai trò	Kinh nghiệm	Trách nhiệm chính
Ông Bolat Duisenov	Chủ tịch HĐQT	Gia nhập CTD năm 2020 Được bổ nhiệm Chủ tịch HĐQT ngày 05/10/2020; tái đắc cử nhiệm kỳ 2022-2027.	Lãnh đạo HĐQT, tập trung vào chuẩn mực quản trị doanh nghiệp và hiệu quả phát triển kinh doanh.
Ông Võ Hoàng Lâm	Phó Tổng Giám đốc kiêm Giám đốc Khối Kinh doanh 1 (BU1)	Hơn 18 năm tại CTD Thăng tiến từ Chỉ huy trưởng công trường lên Tổng Giám đốc Unicons.	Phụ trách các dự án hạ tầng và công nghiệp trọng điểm (ví dụ: Nhà máy Lego). Ông cũng là thành viên HĐQT.
Ông Nguyễn Chí Thiện	Phó Tổng Giám đốc kiêm Giám đốc Khối Kinh doanh 2 (BU2)	Hơn 17 năm tại CTD Bắt đầu từ vị trí Giám sát; hiện phụ trách thị trường phía Bắc.	Phụ trách thị trường phía Bắc và các dự án nhà ở/thương mại lớn (ví dụ: Vinhomes Smart City). Ông cũng là Chủ tịch Hội đồng Thành viên Unicons.

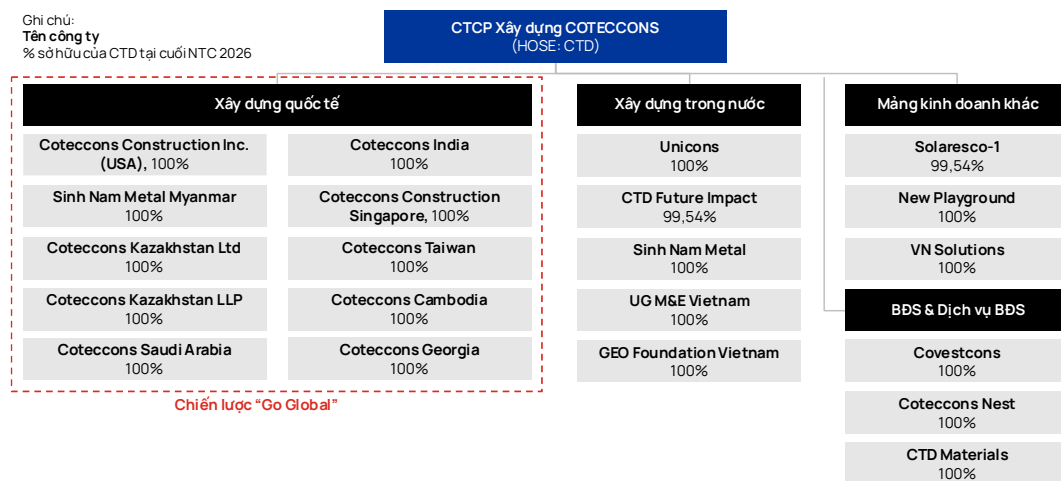
Họ tên	Chức vụ/Vai trò	Kinh nghiệm	Trách nhiệm chính
Ông Trần Ngọc Hải	Phó Tổng Giám đốc kiêm Giám đốc Thương mại	Hơn 16 năm làm việc tại CTD Đ dẫn dắt đội dự án Landmark 81; quản lý Khối Thương mại từ năm 2022.	Quản lý chiến lược thương mại, đấu thầu và tối ưu hóa hệ thống về chi phí và chất lượng.
Bà Nguyễn Trịnh Thùy Trang	Phó Tổng Giám đốc kiêm Giám đốc Vận hành	Gia nhập CTD năm 2020 Từng làm việc tại Pfizer, Samsung, Masan	Phụ trách truyền thông, quản trị khủng hoảng, văn hóa doanh nghiệp và ESG. Bà cũng là thành viên HĐQT Unicons.
Ông Nguyễn Tấn Tiến	Giám đốc Điều hành, MEP (Cơ khí, Điện, Cấp thoát nước)	Hơn 18 năm làm việc tại CTD Chuyên gia MEP	Phụ trách khối MEP, hỗ trợ chiến lược đa dạng hóa.

Nguồn: CTD, Vietcap

CTD cung cấp đầy đủ các dịch vụ xây dựng trọn gói, gia tăng giá trị thông qua hệ sinh thái công ty con tích hợp theo chiều dọc. Bao gồm (1) **hạng mục Cơ điện (M&E)**, trong đó có hệ thống sưởi, thông gió và điều hòa không khí (HVAC), hệ thống điện, cấp thoát nước, phòng cháy chữa cháy và tích hợp Hệ thống Quản lý Tòa nhà (BMS) thông qua UG M&E Việt Nam; (2) **dịch vụ thiết kế và thi công (D&B) mặt dựng** cho các hạng mục kim loại kiến trúc, vách kính và hệ mặt dựng đúc sẵn thông qua Sinh Nam Metal Việt Nam; và (3) **cho thuê thiết bị xây dựng**, bao gồm cần trục tháp, máy bơm bê tông và hệ cốt pha, cho cả các dự án nội bộ và nhà thầu bên thứ ba thông qua Solares CO-1 và CTD FutureImpact. Dù các mảng này chỉ mang về tổng cộng khoảng 370 tỷ đồng trong NTC 2025 (1,5% tổng doanh thu), chúng giúp nâng cao đáng kể năng lực cung cấp dịch vụ tích hợp theo chiều dọc và giá trị mang lại cho khách hàng của CTD.

Ngoài ra, CTD đã hoàn tất việc thành lập các công ty con quốc tế trong NTC 2026 (**Hình 13**), đặt nền móng cho chiến lược “Vươn ra toàn cầu” sắp tới.

Hình 13: Các công ty con của CTD



Nguồn: CTD, Vietcap

Bối cảnh cạnh tranh

Để đánh giá vị thế cạnh tranh của CTD so với các doanh nghiệp cùng ngành, trước tiên chúng tôi xem xét các yếu tố thành công cốt lõi trong việc lựa chọn nhà thầu, tức những yếu tố khách hàng ưu tiên trong quá trình đấu thầu.

Năng lực vận hành và năng lực tài chính là hai tiêu chí chính mà nhà đầu tư và chủ đầu tư xem xét khi lựa chọn nhà thầu xây dựng. Năng lực vận hành bao gồm các yếu tố như kinh nghiệm thi công đã được chứng minh, kinh nghiệm phù hợp, phương pháp thi công, chất lượng sản phẩm và khả năng bàn giao dự án đúng tiến độ, cùng các yếu tố ngày càng quan trọng như tuân thủ tiêu chuẩn ESG. Năng lực tài chính đề cập đến tính minh bạch và sự vững mạnh của bảng cân đối kế toán, bao gồm quy mô vốn và đòn bẩy, nhằm đảm bảo nhà thầu có đủ năng lực tài chính để thi công dự án mà không bị gián đoạn. Điều này rất quan trọng, do thiếu hụt nguồn vốn có thể dẫn đến chậm trễ trong thi công dự án.

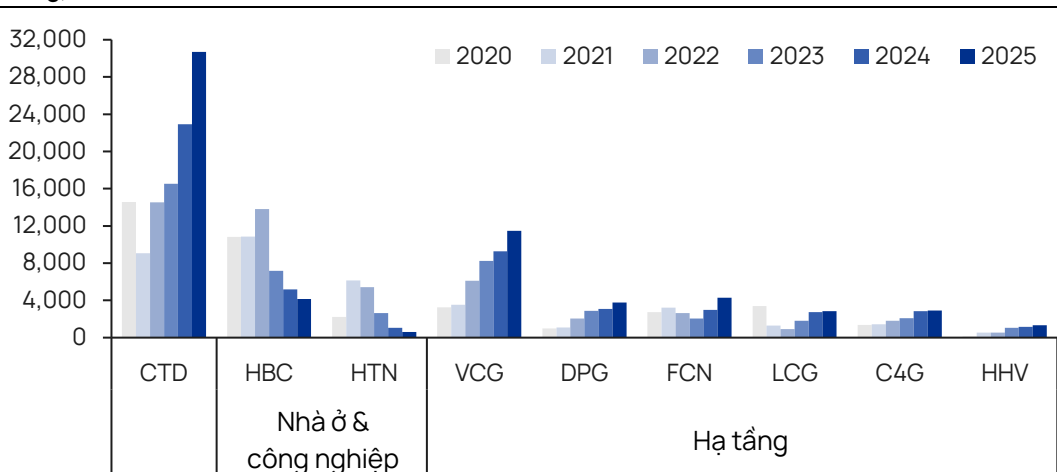
Chúng tôi đánh giá CTD là nhà thầu niêm yết hàng đầu Việt Nam xét về năng lực vận hành. Như đã đề cập tại **trang 4**, CTD đã xây dựng kinh nghiệm thi công vững chắc trên nhiều loại dự án, bao gồm nhiều dự án phức tạp và tiêu biểu được bàn giao đúng hoặc vượt tiến độ. Do đó, danh mục khách hàng hàng đầu và các dự án mang tính biểu tượng là thước đo rõ ràng cho năng lực thi công của công ty.

Một ví dụ gần đây là việc cất nóc đài kiểm soát không lưu (ATC) cao 127m của Cảng hàng không Gia Bình chỉ trong khoảng sáu tháng, nhanh hơn đáng kể so với đài ATC cao 123m tương đương tại Cảng hàng không Long Thành (do liên danh Tổng Công ty 36, NEWTATCO và VNCC thi công), vốn mất gần hai năm từ khi khởi công gói thầu thi công chính vào tháng 8/2023 đến khi cất nóc vào tháng 7/2025. Điều này chứng minh khả năng của CTD trong việc thi công các dự án đòi hỏi kỹ thuật cao với tiến độ gấp rút.

Một ví dụ khác là việc CTD sớm áp dụng các phương pháp quản lý xây dựng tiên tiến. Công ty là một trong những nhà thầu đầu tiên tại Việt Nam chuyển từ mô hình Thiết kế - Đấu thầu - Thi công sang Thiết kế - Thi công và ứng dụng BIM trong thi công dự án. Theo ban lãnh đạo, cách tiếp cận này đã giúp rút ngắn thời gian thi công 15-25% so với phương pháp truyền thống (xem [Phụ lục 4](#) để biết chi tiết kỹ thuật), qua đó giúp giảm chi phí và ghi nhận doanh thu nhanh hơn đối với các dự án quy mô lớn như Nhà máy LEGO Việt Nam và Cơ sở Chế tác Pandora. Hiện tại, CTD không còn là nhà thầu duy nhất tiếp cận các kỹ thuật này, nhưng lợi thế đi đầu đã giúp công ty xây dựng kinh nghiệm thi công sâu rộng trên nhiều phân khúc mà theo chúng tôi, các đối thủ khó có thể bắt kịp trong thời gian tới.

Nhìn chung, các yếu tố định tính này được phản ánh qua việc CTD có quy mô doanh thu xây dựng lớn nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành trong nước, như được trình bày trong **Hình 14** dưới đây.

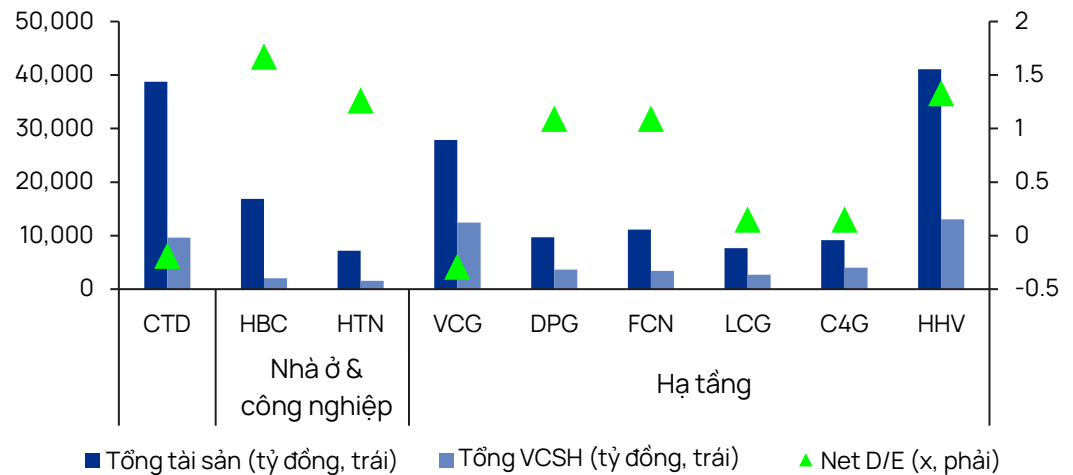
Hình 14: Doanh thu xây dựng của CTD và các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành trong nước (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC các công ty, Vietcap tổng hợp. *Số liệu theo năm dương lịch.

Quy mô doanh thu xây dựng lớn của CTD được hỗ trợ bởi một trong những cơ cấu vốn thận trọng và vững chắc nhất ngành. Trong khi phần lớn các doanh nghiệp cùng ngành trong nước chịu đòn bẩy tài chính cao và hạn chế về thanh khoản, CTD duy trì vị thế tiền mặt rủng, đảm bảo khả năng liên tục đấu thầu và thi công các dự án FDI và hạ tầng thâm dụng vốn trong tương lai mà không phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn bên ngoài.

Hình 15: Cơ cấu vốn của CTD và các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành trong nước tại thời điểm nửa đầu năm 2026



Nguồn: FiinPro, Vietcap tổng hợp

Các đối thủ cạnh tranh lớn nhất và trực tiếp nhất của CTD

Dù CTD chiếm ưu thế rõ rệt trong số các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành, mức độ cạnh tranh đến từ các công ty tư nhân nói chung là gắt gao hơn đáng kể. Các đối thủ đáng gờm nhất không đến từ các đối thủ truyền thống, mà đến từ hai nhóm: (1) các nhà thầu do cựu Chủ tịch Nguyễn Bá Dương thành lập sau khi rời CTD năm 2020, và (2) Centralcons, nhà thầu tư nhân do Ông Trần Quang Tuấn – nguyên Phó Tổng Giám đốc CTD dưới thời Ông Dương, rời công ty năm 2017 – thành lập và điều hành. Centralcons hoạt động độc lập với “hệ sinh thái NBD”.

“Hệ sinh thái NBD” gồm ba tổng thầu chính: Ricons, Newtecons và SOL E&C. Hệ sinh thái này cũng bao gồm các nhà thầu chuyên ngành liên kết như BM Windows, Boho Decor và DB; tuy nhiên, các đơn vị này tập trung vào các phân khúc nhỏ cụ thể thay vì tổng thầu toàn diện, có quy mô nhỏ hơn và công bố thông tin tài chính hạn chế hơn. Do đó, chúng tôi loại trừ các đơn vị này khỏi phần so sánh cạnh tranh chính.

Dù CTD vẫn là nhà thầu đơn lẻ lớn nhất xét theo doanh thu, tổng doanh thu của hệ sinh thái NBD đã vượt CTD trong giai đoạn 2021-24. Ngược lại, Centralcons thường chỉ có quy mô bằng khoảng 1/3 đến 1/2 của CTD, khiến hệ sinh thái NBD trở thành lực lượng cạnh tranh đáng kể hơn. Sau quá trình phục hồi thành công, CTD đã giành lại vị thế dẫn đầu trong năm 2025; tuy nhiên, hệ sinh thái NBD vẫn ghi nhận doanh thu khoảng 27,5 nghìn tỷ đồng và vẫn là đối thủ cạnh tranh trực tiếp.

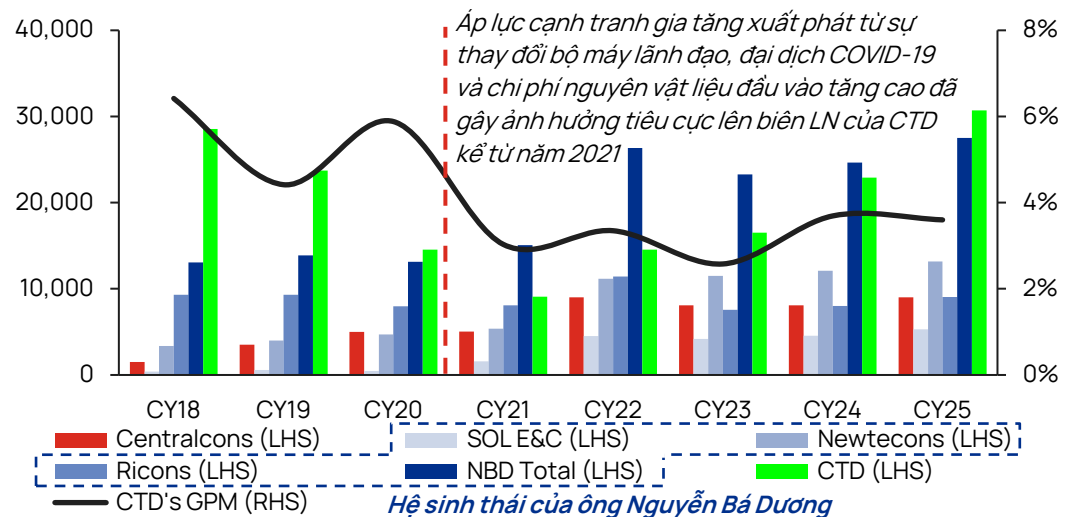
Chúng tôi cho rằng sự phát triển nhanh chóng của hệ sinh thái NBD đến từ uy tín trong ngành và di sản lãnh đạo của Ông Dương tại CTD. Nhìn chung, các công ty này có năng lực thi công, thế mạnh công nghệ (bao gồm chuyên môn BIM và Thiết kế - Thi công) và mức độ nhận diện thương hiệu tương đồng, giúp họ giành được các dự án lớn, phức tạp trong các phân khúc nhà ở, công nghiệp/FDI và hạ tầng - những phân khúc CTD có sự hiện diện đáng kể. Chi tiết về các dự án lớn do Newtecons, Ricons và SOL E&C thực hiện được trình bày tại [Phụ lục 2](#).

Sự trỗi dậy của các đối thủ này, đặc biệt là hệ sinh thái NBD, đã làm suy giảm vị thế thống lĩnh thị trường trước đây của CTD. Chúng tôi cho rằng mức độ cạnh tranh gia tăng, cùng một số yếu tố khác được phân tích thêm tại phần [Phân tích tài chính](#), đã dẫn đến cuộc cạnh tranh gay gắt từ năm 2021, khiến biên LN gộp của CTD giảm từ 6-9% trong giai đoạn 2015-18 xuống khoảng 3-4% trong 5 năm gần đây.

Dù bối cảnh cạnh tranh gắt gao hơn, chúng tôi cho rằng CTD vẫn sở hữu lợi thế cạnh tranh mang tính cấu trúc giúp duy trì vị thế dẫn đầu thị trường trong dài hạn. Kinh nghiệm thi công lâu năm và danh mục phong phú gồm các siêu dự án đã bàn giao tạo nên mức độ tin tưởng của khách hàng-điều mà các đối thủ mới vẫn đang trong quá trình xây dựng. CTD cũng duy trì lợi thế trong thi công nhà cao tầng và các công trình phức tạp về kỹ thuật. Hơn nữa, chiến lược “bán hàng lặp lại” đang mang lại kết quả tốt, thể hiện qua backlog cuối năm 2025 (tức cuối quý 2 NTC 2026) đạt mức kỷ lục 62,5 nghìn tỷ đồng. Con số này vượt tổng backlog của hệ sinh thái NBD trong năm 2025, mà chúng tôi ước tính ở mức 42,1-44,5 nghìn tỷ đồng, dựa trên các nguồn công khai và ước tính của chúng tôi từ số liệu lịch sử.

Ngoài ra, như được trình bày trong **Hình 16**, sau giai đoạn tái cơ cấu kể từ khi chuyển giao bộ máy lãnh đạo, CTD đã cho thấy đà tăng trưởng mạnh hơn so với hệ sinh thái NBD và giành lại vị thế dẫn đầu trong năm 2025, qua đó cho thấy chiến lược và mô hình thi công đổi mới của công ty đang ghi nhận những tín hiệu tích cực và chứng minh được hiệu quả cao hơn trong môi trường cạnh tranh hiện tại.

Hình 16: Doanh thu của hệ sinh thái NBD và CTD (tỷ đồng, trục trái)



Nguồn: Số liệu các công ty, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp. “NBD Total” là tổng doanh thu của SOL E&C, Newtecons và Ricons.

Phân tích Ngành

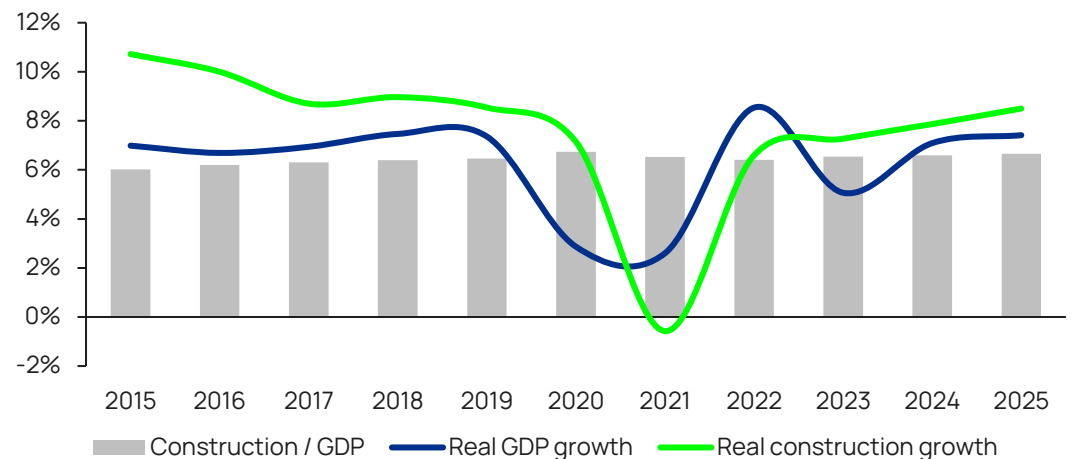
Về phân tích và triển vọng ngành xây dựng, trước đây chúng tôi đã công bố [Báo cáo Ngành Xây dựng](#) ngày 18/10/2024, đánh giá toàn diện các yếu tố cơ bản, triển vọng tăng trưởng và động lực của ngành trên các phân khúc xây dựng nhà ở, công nghiệp và hạ tầng. Do đó, báo cáo này chủ yếu tập trung vào triển vọng năm 2026, kèm phân tích ngắn gọn về xu hướng trung hạn, đồng thời cập nhật một số nội dung và biểu đồ từ báo cáo ngành trước đó mà chúng tôi cho là phù hợp nhất.

Điểm chính: Chúng tôi kỳ vọng ngành xây dựng sẽ tăng trưởng mạnh, phù hợp với đà tăng trưởng GDP vững chắc trong 5 năm tới. Định hướng mới nhất của Chính phủ đặt mục tiêu ngành xây dựng tăng trưởng khoảng 14,5% trong giai đoạn 2026–30. Chúng tôi kỳ vọng mảng hạ tầng sẽ là động lực tăng trưởng chính, được hỗ trợ bởi đầu tư công và tư nhân mạnh mẽ vào lĩnh vực này. Triển vọng ngắn hạn của mảng công nghiệp tích cực nhờ mức thuế quan của Mỹ có thể kiểm soát được, hoạt động thương mại sôi động và dòng vốn FDI, dù triển vọng dài hạn vẫn phụ thuộc vào hai cuộc điều tra theo Mục 301 còn lại của Mỹ. Trong khi đó, chúng tôi dự kiến mảng BĐS nhà ở sẽ gặp thách thức trong ngắn hạn do môi trường lãi suất cao, trong khi các động lực nhu cầu dài hạn mang tính cấu trúc vẫn vững chắc, nhờ dân số đô thị gia tăng, tầng lớp trung lưu – khá giả mới nổi, tỷ lệ thâm nhập vay mua nhà tăng và phát triển hạ tầng được cải thiện giúp gia tăng giá trị BĐS và thúc đẩy nhu cầu nhà ở. Nhìn chung, các yếu tố thuận lợi mang tính cấu trúc này tạo ra các động lực tăng trưởng đa dạng trong nhiều năm cho CTD trên tất cả các phân khúc xây dựng.

Tăng trưởng ngành xây dựng gắn liền với tăng trưởng GDP chung

Theo Cục Thống kê, ngành xây dựng đã đóng góp khoảng 6% GDP thực của Việt Nam trong thập kỷ qua. Tăng trưởng của ngành có tương quan thuận cao với tăng trưởng GDP chung (hệ số tương quan 0,65) trong giai đoạn 2015-2025 và thể hiện đặc tính 'beta cao' so với nền kinh tế chung. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh sự đồng bộ chặt chẽ giữa ngành xây dựng và nền kinh tế. Ví dụ: (1) hoạt động xây dựng gia tăng thúc đẩy tăng trưởng GDP thông qua hiệu ứng số nhân, thúc đẩy nhu cầu về lao động, vật liệu, sản xuất, logistics và ngân hàng; và (2) GDP tăng giúp thu nhập của hộ gia đình và Chính phủ tăng, làm tăng nhu cầu về nhà ở và hạ tầng, từ đó tiếp tục thúc đẩy hoạt động xây dựng.

Hình 17: Tăng trưởng thực YoY của ngành xây dựng và GDP Việt Nam (giá so sánh 2010)



Nguồn: Cục Thống kê, Vietcap

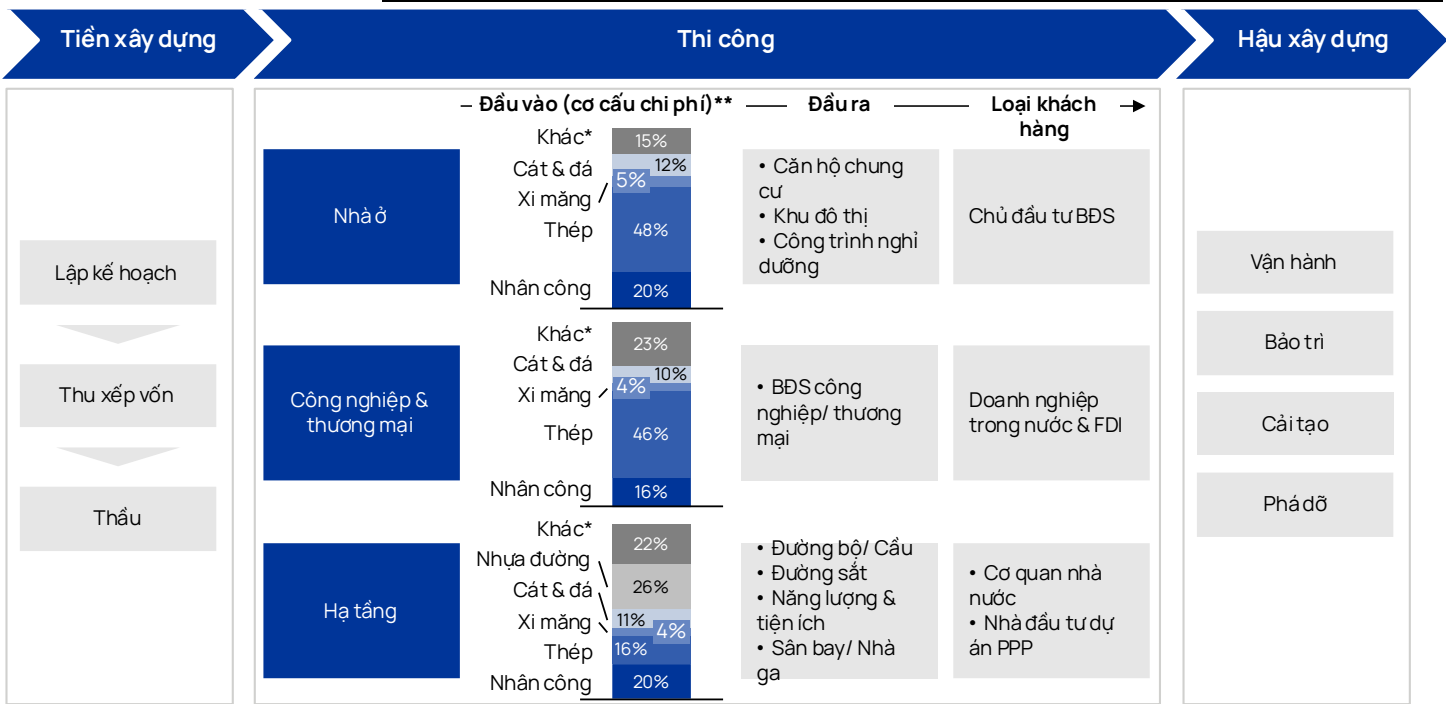
Chuỗi giá trị ngành xây dựng Việt Nam

Chuỗi giá trị ngành xây dựng Việt Nam có thể chia thành ba giai đoạn chính: (1) giai đoạn tiền xây dựng gồm lập kế hoạch, thu xếp vốn và đấu thầu, (2) giai đoạn thi công gồm xây dựng nhà ở, công nghiệp & thương mại và hạ tầng, và (3) giai đoạn hậu xây dựng gồm vận hành, bảo trì, cải tạo và phá dỡ khi hết vòng đời. Phân tích dưới đây tập trung vào giai đoạn thi công (**Hình 18**).

Đầu vào: Như được trình bày trong **Hình 18**, theo ước tính của chúng tôi, vật liệu đầu vào chính của các dự án nhà ở, công nghiệp và thương mại là thép, chiếm khoảng 50% tổng chi phí đầu vào, tiếp theo là nhân công (khoảng 16-20%), cát và đá (khoảng 10%) và các vật liệu khác. Đối với các dự án hạ tầng, cơ cấu chi phí khác nhau tùy theo loại dự án. Do đó, chúng tôi ước tính cơ cấu đầu vào cho hạ tầng giao thông - loại hình phát triển hạ tầng phổ biến nhất tại Việt Nam - và nhận thấy nhựa đường, nhân công, thép, cát và đá là các thành phần chi phí chính. Chúng tôi lưu ý rằng tỷ trọng chi phí ước tính trình bày tại đây nên được hiểu là mức trung bình toàn quốc, do được tính từ số liệu tổng hợp. Cơ cấu chi phí thực tế có thể khác biệt đáng kể giữa các dự án tùy thuộc vào thiết kế, vị trí và điều kiện thi công.

Đầu ra: Đối với xây dựng nhà ở, sản phẩm BĐS điển hình là căn hộ chung cư và khu đô thị, chủ yếu phục vụ các chủ đầu tư BĐS. Các dự án xây dựng công nghiệp & thương mại bao gồm BĐS công nghiệp và BĐS thương mại (như BĐS nghỉ dưỡng, văn phòng, trung tâm thương mại, v.v.). Khách hàng của các loại dự án này là doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp FDI. Phát triển hạ tầng bao gồm xây dựng các công trình giao thông và công trình công cộng thiết yếu (ví dụ: nhà máy điện, cảng hàng không, cảng biển, v.v.), đòi hỏi kỹ thuật xây dựng và thi công chuyên biệt hơn so với hai loại hình còn lại.

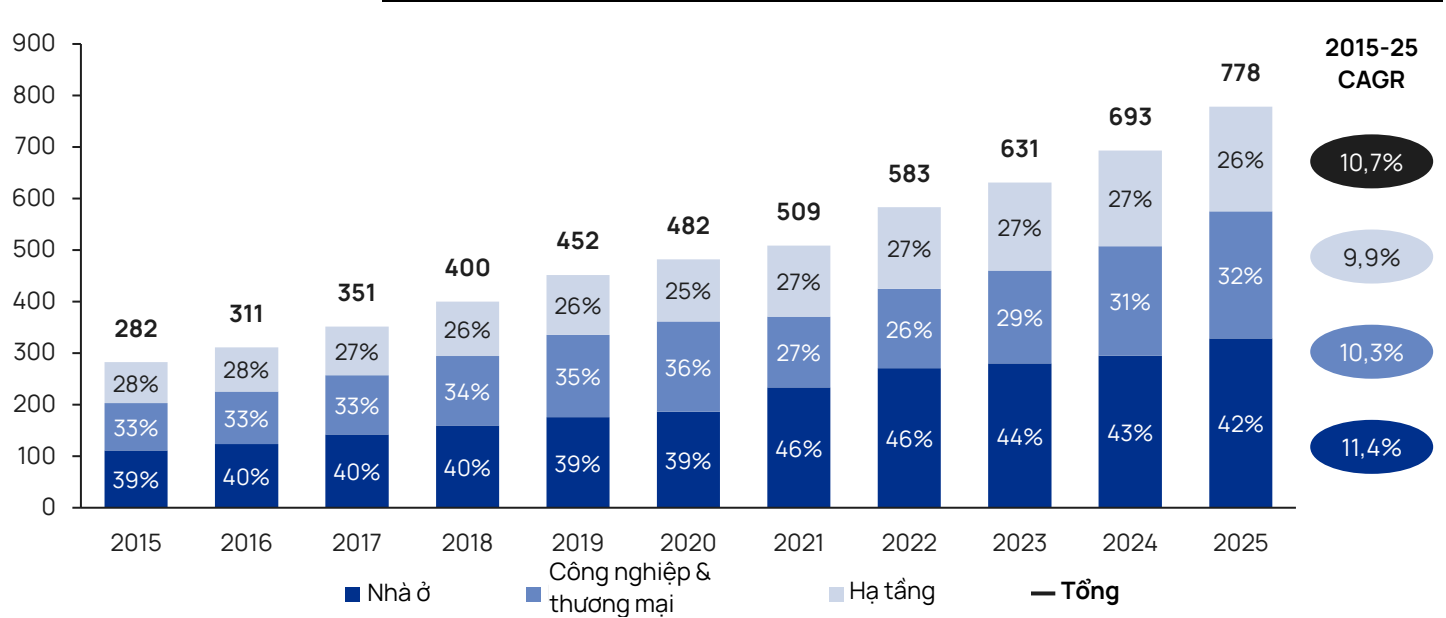
Hình 18: Chuỗi giá trị ngành xây dựng



Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng, Bộ Xây dựng (BXD), Hiệp hội Nhà thầu Xây dựng Việt Nam (VACC), Cục Thống kê, CTD, Vietcap. *Đầu vào khác bao gồm thiết bị, nhân công, cơ điện và cấp thoát nước (MEP) và các khoản khác. **Giá và cơ cấu chi phí dựa trên ước tính của Vietcap về giá vật liệu đầu vào trung bình năm 2025.

Xây dựng nhà ở là phân khúc lớn nhất: Ngành xây dựng tạo ra nhiều loại sản phẩm, đáp ứng các nhu cầu đa dạng với các yêu cầu kỹ thuật khác nhau. Sự đa dạng này dẫn đến chuyên môn hóa giữa các công ty xây dựng theo loại hình sản phẩm. Trong báo cáo này, chúng tôi chia ngành xây dựng Việt Nam thành ba phân khúc: **(1)** BĐS nhà ở, **(2)** BĐS công nghiệp & thương mại, và **(3)** phát triển hạ tầng. Xây dựng nhà ở là phân khúc lớn nhất của ngành xây dựng Việt Nam, chiếm trung bình 42% tổng giá trị thị trường trong giai đoạn 2015-25, tiếp theo là công nghiệp & thương mại (32%) và hạ tầng (26%). Trong giai đoạn 2026-31, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng đóng góp của mảng hạ tầng sẽ tăng, trong bối cảnh Nhà nước đặt mục tiêu đẩy mạnh chi tiêu tài khóa để đạt tăng trưởng GDP cao.

Hình 19: Giá trị danh nghĩa ngành xây dựng Việt Nam (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Chính phủ đặt mục tiêu ngành xây dựng tăng trưởng 14,5%/năm giai đoạn 2026-30

Theo Nghị quyết số 25/2026/QH16 ngày 24/04/2026 và Quyết định số 678/QĐ-BXD ngày 11/05/2026, mục tiêu tăng trưởng GDP hằng năm của Việt Nam giai đoạn 2026-2030 được đặt ở mức tối thiểu 10%. Trong khuôn khổ này, ngành xây dựng được dự báo tăng trưởng 14,5%/năm, cho thấy nhu cầu mang tính cấu trúc vững chắc trong thời gian tới. Theo chúng tôi, đà tăng trưởng này sẽ được thúc đẩy bởi cả ba phân khúc CTD đang hoạt động: nhà ở, công nghiệp và hạ tầng – trong đó hạ tầng là động lực chính, tiếp theo là công nghiệp; trong khi mảng nhà ở vẫn gặp thách thức do lãi suất cao trong ngắn hạn, dù nhu cầu dài hạn mang tính cấu trúc vẫn được duy trì (chi tiết từng phân khúc được trình bày dưới đây).

Hình 20: Mục tiêu tăng trưởng GDP giai đoạn 2026-2030, theo ngành/lĩnh vực*

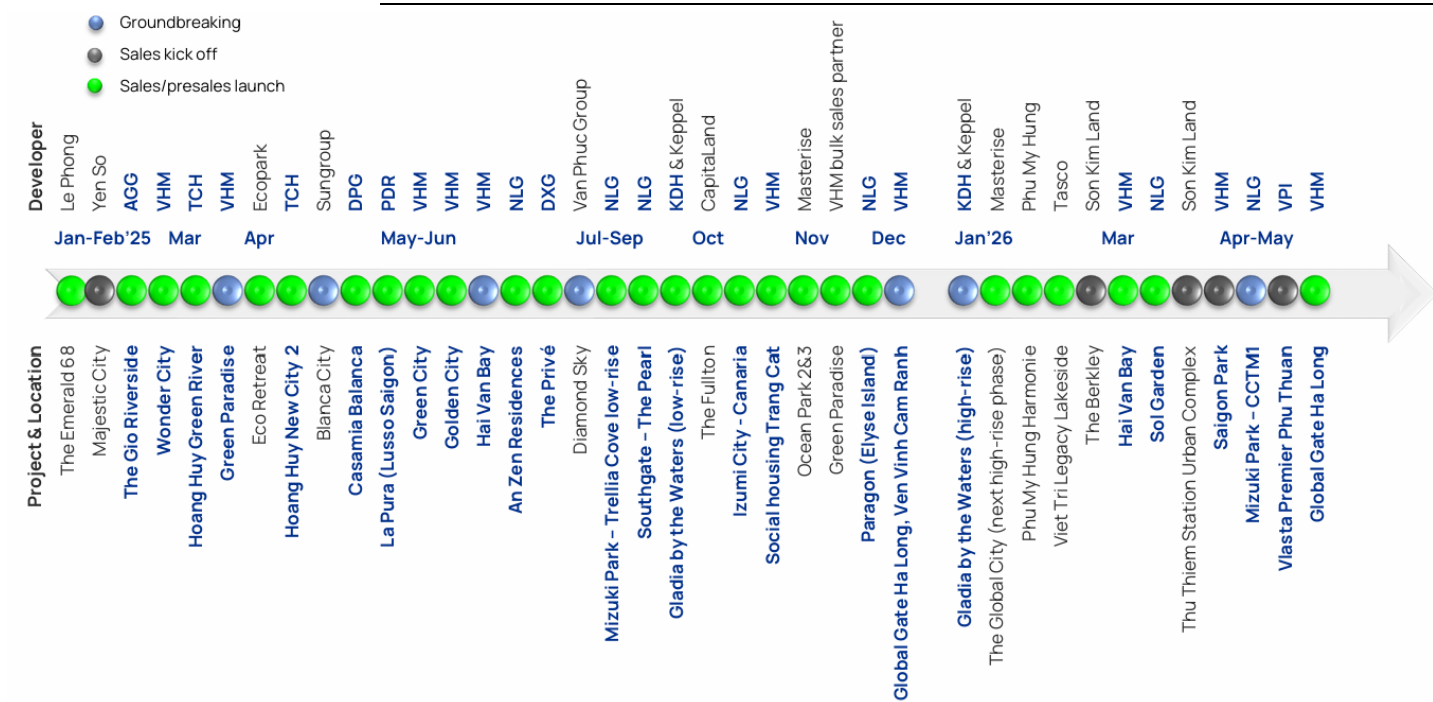
STT	Ngành / Lĩnh vực	Tốc độ tăng trưởng trung bình 2026 - 2030 (%/năm)
	GDP	≥ 10,0%
	Theo ngành / lĩnh vực:	
1	Nông, lâm nghiệp và thủy sản	3,6%
2	Công nghiệp và xây dựng	12,3%
	Trong đó: Xây dựng	14,5%
3	Dịch vụ	9,5%

Nguồn: Nghị quyết 25/2026/QH16 ngày 24/04/2026 về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2026-2030; Quyết định 678/QĐ-BXD ngày 11/05/2026, Vietcap tổng hợp.

BDS nhà ở: Áp lực ngắn hạn từ lãi suất cao, các động lực cấu trúc dài hạn vẫn vững chắc

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng thị trường BDS vẫn gặp thách thức do lãi suất cao và tâm lý người mua yếu. Theo truyền thông trong nước, cuối quý 2/2026, áp lực thanh khoản căng thẳng đã đẩy lãi suất huy động tăng trên toàn hệ thống ngân hàng, trong khi lãi suất vay mua nhà tăng lên mức thả nổi 12-14% (và lên tới 15-16% tại một số ngân hàng), theo báo cáo nửa đầu năm 2026 của Dịch vụ Đất Xanh - FERI. Do đó, giao dịch nhà ở trên toàn quốc giảm mạnh trong nửa đầu năm 2026 - tổng lượng hấp thụ sơ cấp chỉ đạt khoảng 26.100 căn (-12% YoY; -62% so với nửa cuối năm 2025), dù nguồn cung mới đạt khoảng 37.300 căn (+16% YoY, nhưng -44% so với nửa cuối năm 2025). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tác động sẽ khác nhau giữa các chủ đầu tư, trong đó các tập đoàn lớn và các chủ đầu tư có dự án pháp lý rõ ràng, vị trí tốt, phục vụ nhu cầu thực sẽ có vị thế tốt hơn so với các chủ đầu tư có dự án vướng mắc pháp lý hoặc nằm ở khu vực ven đô/vệ tinh, do dòng vốn tiếp tục tập trung vào các dự án quy mô lớn tại các đô thị lớn hoặc các khu vực hưởng lợi từ hạ tầng do các chủ đầu tư uy tín phát triển. Dù CTD không công bố backlog theo chủ đầu tư/khách hàng, chúng tôi cho rằng danh mục khách hàng hàng đầu và chiến lược bán hàng lặp lại sẽ giúp CTD có vị thế tốt hơn các doanh nghiệp cùng ngành để vượt qua những khó khăn này (Phụ lục 6).

Hình 21: Tiến độ mở bán các dự án nhà ở, tháng 1/2025 - tháng 5/2026



Nguồn: Vietcap tổng hợp tính đến tháng 5/2026. Các dự án chủ yếu tại Hà Nội, TP.HCM, Hải Phòng, Hưng Yên, Quảng Ninh, Đồng Nai, Long An, Cần Thơ, Đà Nẵng và Khánh Hòa.

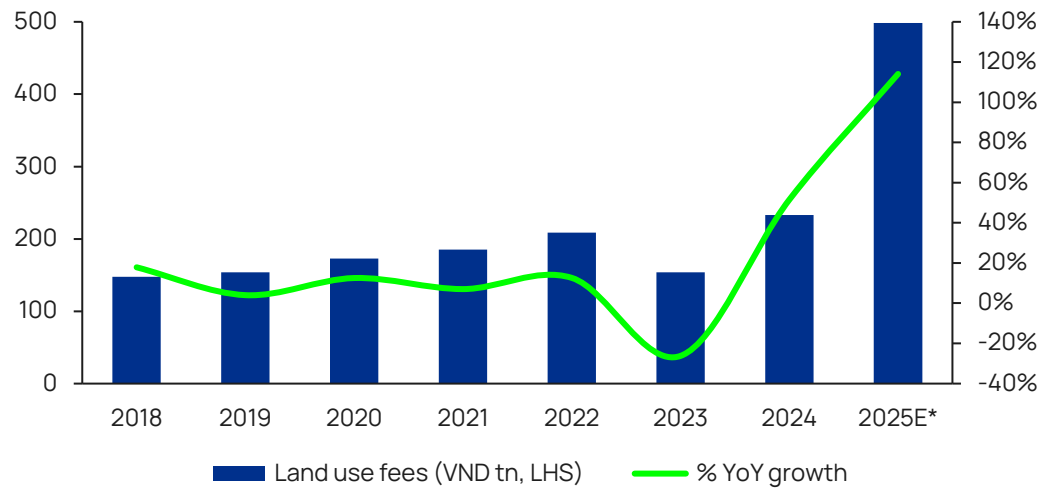
Các tín hiệu phục hồi ban đầu của thị trường đã xuất hiện trong năm 2025, thể hiện qua tổng số căn nhà ở đang xây dựng trên toàn quốc tăng mạnh trong nửa cuối năm, cùng với số thu tiền sử dụng đất phục hồi trong năm 2025.

Hình 22: Tổng số căn nhà ở đang xây dựng (nghìn căn)



Nguồn: Bộ Xây dựng, Vietcap tổng hợp

Hình 23: Thu tiền sử dụng đất (nghìn tỷ đồng)

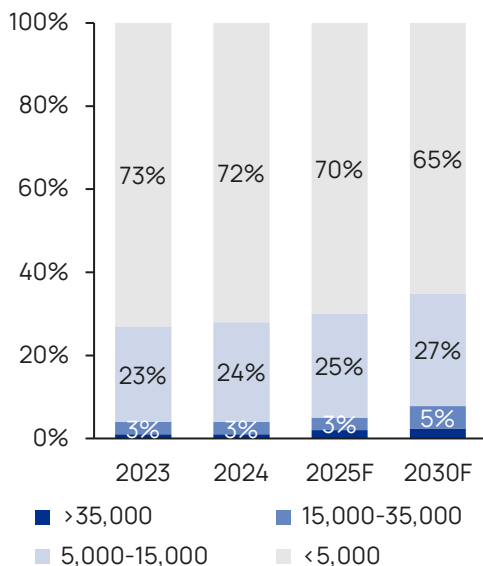


Nguồn: Bộ Tài chính (BTC), Vietcap. *Ước tính lần 2 của BTC.

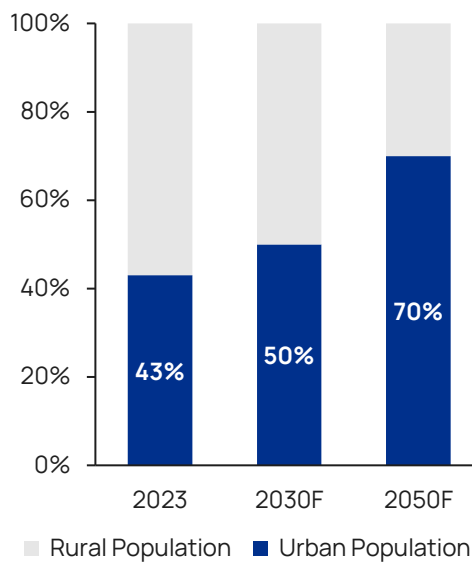
Các động lực cấu trúc dài hạn của ngành nhà ở Việt Nam vẫn tích cực, bao gồm dân số đô thị gia tăng, tầng lớp trung lưu - khá giả mới nổi, tỷ lệ thâm nhập vay mua nhà tăng và phát triển hạ tầng được cải thiện giúp gia tăng giá trị BĐS và thúc đẩy nhu cầu nhà ở. Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng ngành sẽ chuyển dịch sang mô hình phát triển bền vững và tuân thủ quy định hơn, chủ yếu nhờ định hướng của Chính phủ.

Nhìn chung, các yếu tố này hỗ trợ triển vọng nhu cầu bền vững trong trung hạn đối với các nhà thầu xây dựng nhà ở, dù còn những khó khăn trong ngắn hạn.

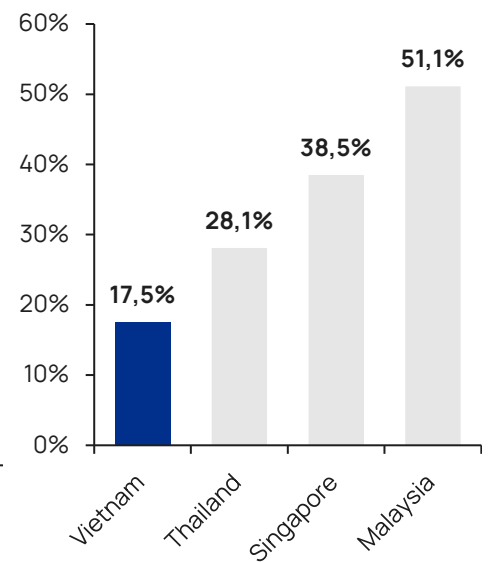
Hình 24: Phân bố thu nhập khả dụng hàng năm của hộ gia đình (USD) (%)



Hình 25: Tỷ lệ đô thị hóa (%)

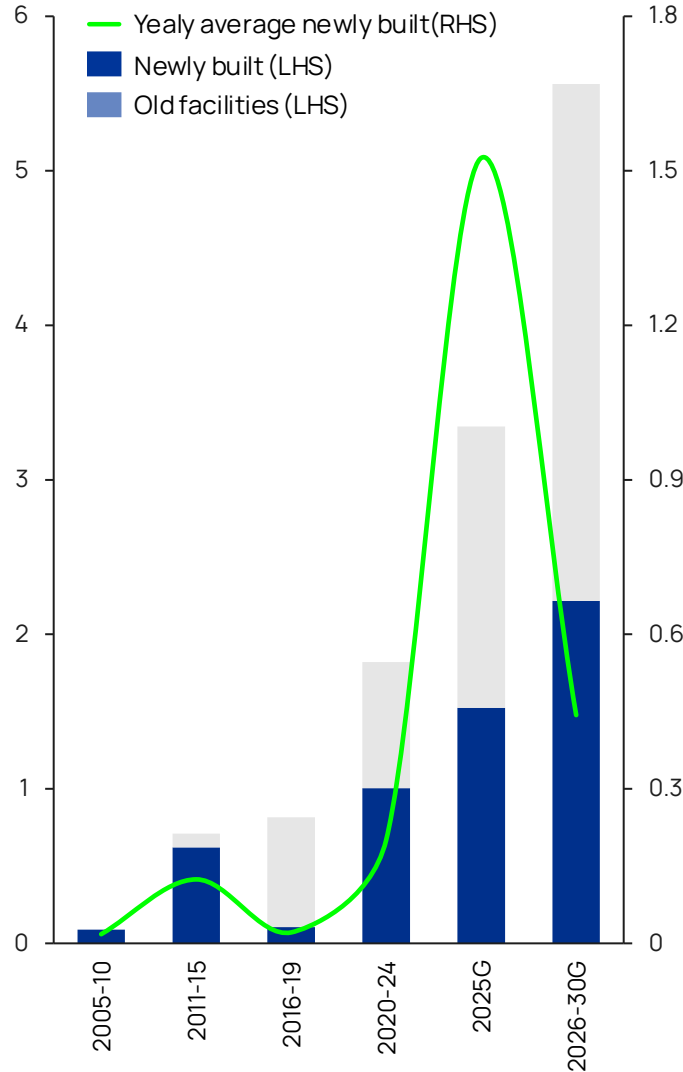


Hình 26: Dự nợ cho vay mua nhà (% GDP)

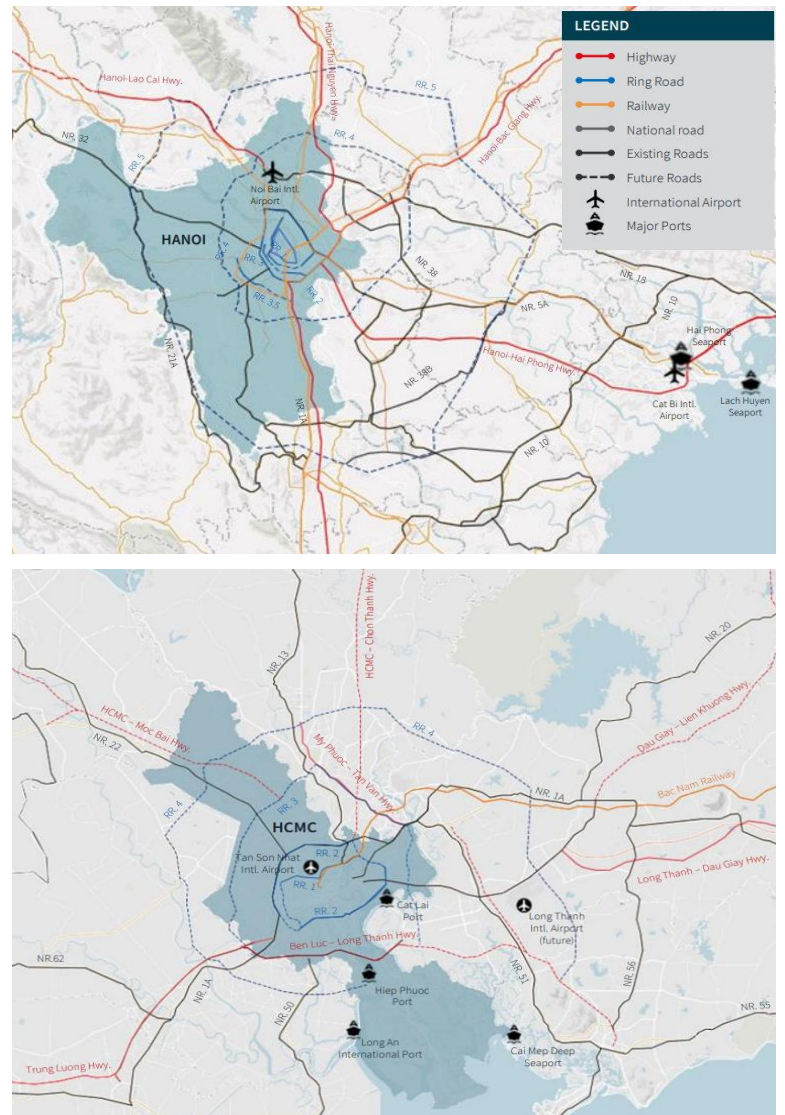


Nguồn: Bộ Xây dựng, Quy hoạch Tổng thể Quốc gia, JLL, Vietcap ước tính và tổng hợp

Hình 27: Chiều dài đường cao tốc Việt Nam (nghìn km)



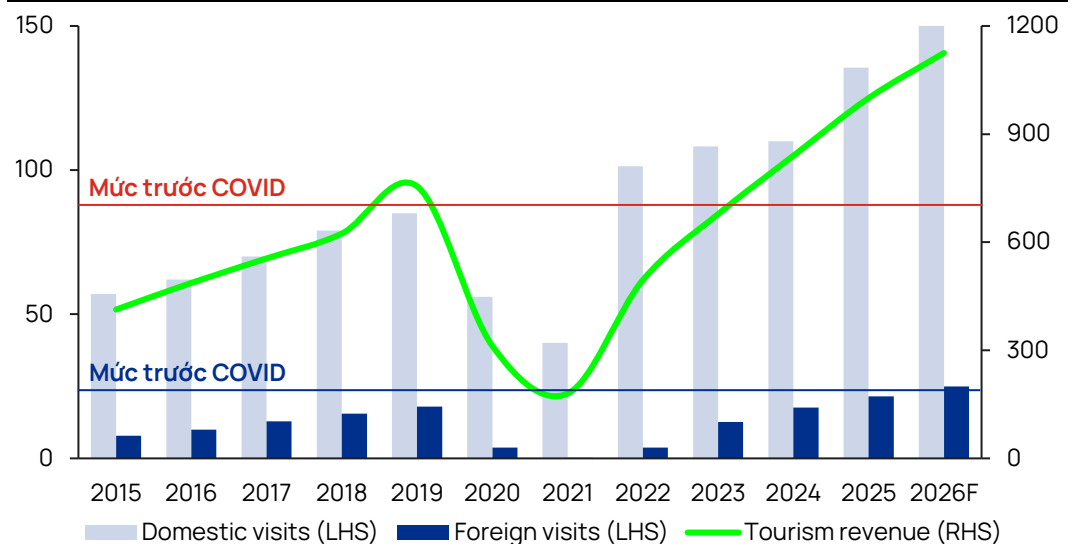
Hình 28: Hạ tầng phát triển thúc đẩy nhu cầu BĐS tại các khu vực lân cận các thành phố trọng điểm



Nguồn: Bộ Xây dựng, Quy hoạch Tổng thể Quốc gia, JLL, truyền thông trong nước, Vietcap ước tính và tổng hợp

Du lịch phục hồi thúc đẩy nhu cầu xây dựng đối với BĐS nghỉ dưỡng

Hình 29: Lượt khách quốc tế, khách nội địa (triệu lượt) và tổng doanh thu du lịch (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia Việt Nam (VNAT), Vietcap

Ngành du lịch Việt Nam đang phục hồi mạnh mẽ, với tổng doanh thu du lịch được VNAT dự báo đạt 1.125 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, tăng 47% so với năm 2024. Đà phục hồi được thúc đẩy bởi tăng trưởng của cả du lịch trong nước và quốc tế, với tổng lượt khách dự kiến tăng từ 169 triệu lượt trong năm 2025 lên 185 triệu lượt trong năm 2026.

Hoạt động du lịch tăng trưởng bền vững sẽ làm tăng nhu cầu về công suất lưu trú, qua đó mang lại cơ hội đáng kể cho các nhà thầu xây dựng uy tín có kinh nghiệm thi công các dự án BĐS nghỉ dưỡng quy mô lớn như CTD.

Triển vọng ngắn hạn của mảng công nghiệp tích cực nhờ thuế quan của Mỹ có thể kiểm soát được, hoạt động thương mại sôi động và dòng vốn FDI; triển vọng dài hạn phụ thuộc vào hai cuộc điều tra theo Mục 301 còn lại của Mỹ

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu hút FDI. Sau khi giai đoạn đẩy mạnh xuất khẩu trước thuế quan của Mỹ kết thúc vào tháng 8/2025, các chỉ báo vĩ mô liên quan đến thương mại vẫn cho thấy sự vững vàng – xuất/nhập khẩu duy trì tăng trưởng hai chữ số YoY trong giai đoạn tháng 9/2025–tháng 9/2026, trừ tháng 2 (Tết), và PMI nhìn chung duy trì trên 50. Trong tháng 8 và tháng 9, đà tăng của PMI đã chậm lại, với chỉ số phụ đơn hàng xuất khẩu mới giảm xuống dưới 50 do các doanh nghiệp được khảo sát lo ngại về gián đoạn toàn cầu. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy xu hướng tương tự đã xuất hiện trong quý 1 năm nay, trong khi hoạt động thương mại thực tế vẫn sôi động trong giai đoạn đó. Giải ngân FDI 9 tháng đầu năm 2026 (9T 2026) tăng 12% YoY, cao hơn một chút so với xu hướng trước thuế quan. Đáng chú ý, vốn FDI đăng ký tăng mạnh 76% YoY trong 9T 2026.

Chúng tôi cho rằng sự ổn định này được hỗ trợ bởi (1) các lợi thế mang tính cấu trúc “Trung Quốc+1” của Việt Nam và (2) chênh lệch thuế quan thuận lợi so với các nước trong khu vực. Về (1), Việt Nam hưởng lợi từ các động lực đã được khẳng định trong xu hướng đa dạng hóa FDI khỏi Trung Quốc – vị trí gần Trung Quốc, chi phí lao động thấp, mạng lưới FTA rộng và hạ tầng logistics và năng lượng ngày càng cải thiện. Về (2), sau khi thuế đối ứng lần đầu được công bố và trước khi Tòa án Tối cao Mỹ bãi bỏ, mức thuế của Việt Nam ở mức 20%, nhìn chung tương đương các nước cạnh tranh và thấp hơn mức thuế của Trung Quốc trước phán quyết của Tòa án Tối cao Mỹ (SCOTUS). Sau phán quyết của SCOTUS, mức thuế hiện tại của Việt Nam là 12,5% (theo thuế lao động cưỡng bức theo Mục 301 của Mỹ).

Cập nhật và triển vọng thuế quan của Mỹ: Mỹ gần đây đã công bố thuế lao động cưỡng bức theo Mục 301 ở mức 10-12,5% đối với 60 đối tác thương mại, có hiệu lực từ ngày 24/07/2026. Phần lớn các đối tác thương mại, bao gồm Việt Nam, sẽ chịu mức thuế 12,5%. Trong khi đó, 17 quốc gia cam kết áp dụng và thực thi lệnh cấm nhập khẩu hàng hóa sử dụng lao động cưỡng bức sẽ chịu mức thuế thấp hơn là 10%. Chúng tôi cho rằng mức thuế 12,5% hiện tại sẽ có tác động có thể kiểm soát được ở cấp độ tổng thể, do Việt Nam nhìn chung được áp mức thuế tương đương với một số nước sản xuất lớn. Tuy nhiên, vẫn còn hai cuộc điều tra theo Mục 301 của Mỹ liên quan đến Việt Nam, thứ nhất là về quyền sở hữu trí tuệ và thứ hai là về dư thừa công suất mang tính cấu trúc. Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo [Quan điểm Vĩ mô](#) ngày 27/07/2026 của chúng tôi.

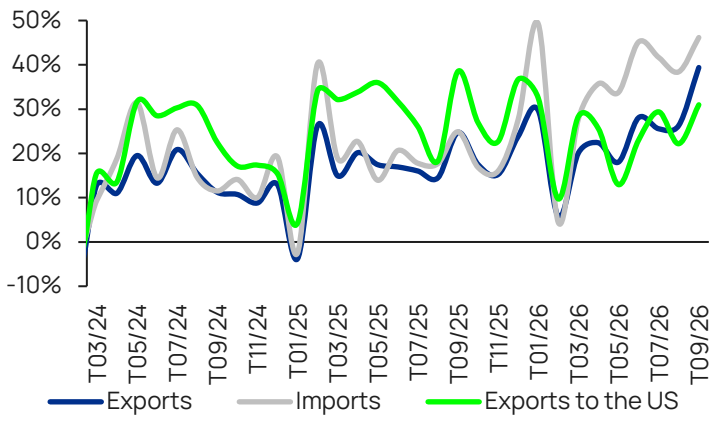
Với mức thuế thấp 12,5% và dòng vốn FDI mạnh mẽ trong nửa đầu năm, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng thu hút FDI trong ngắn hạn, trong khi triển vọng dài hạn vẫn phụ thuộc vào kết quả của hai cuộc điều tra theo Mục 301 còn lại của Mỹ.

Hình 30: Thuế suất của Mỹ - mức đỉnh theo IEEPA so với mức hiện tại***

Quốc gia	Mức đỉnh theo IEEPA**	Trước phán quyết SCOTUS	Mức hiện tại***	Δ so với mức đỉnh
Việt Nam	46%	20%	12,5% (Mục 301)	-33,5 điểm %
Trung Quốc	59%	45%	37,5% (hiện hữu + Mục 301)	-21,5 điểm %
Thái Lan	36%	19%	12,5%	-23,5 điểm %
Ấn Độ	50%	18%	10%	-40 điểm %
Indonesia	32%	19%	10%	-22 điểm %
Malaysia	24%	19%	10%	-14 điểm %
Bangladesh	37%	19%	10%	-27 điểm %

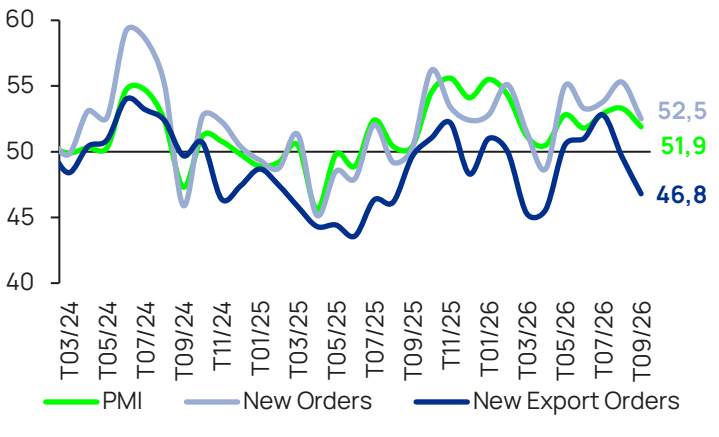
Nguồn: Vietcap tổng hợp. Thông tin tính đến cuối tháng 9/2026. *Thuế suất đối với Trung Quốc: 25% từ nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Trump + 12,5% thuế mới (Mục 301). **IEEPA là Đạo luật Quyền hạn Kinh tế Khẩn cấp Quốc tế - cơ sở pháp lý cho các mức thuế đối ứng mà Tổng thống Trump áp dụng vào tháng 4/2025. ***Mức hiện tại: dựa trên thuế lao động cưỡng bức theo Mục 301 ở mức 10-12,5% do Mỹ công bố, có hiệu lực từ ngày 24/07/2026.

Hình 31: Tăng trưởng xuất khẩu, nhập khẩu của Việt Nam YoY



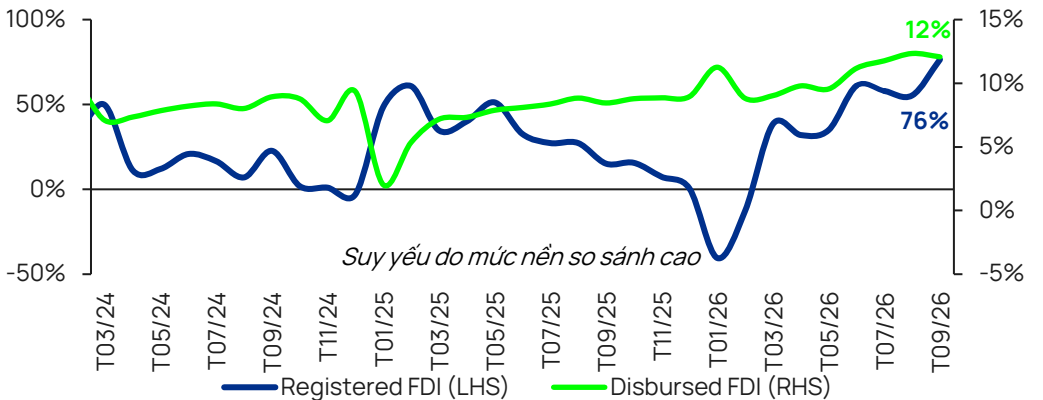
Nguồn: Hải quan Việt Nam, Vietcap

Hình 32: PMI của Việt Nam và một số chỉ số phụ



Nguồn: S&P Global, Vietcap

Hình 33: Vốn FDI đăng ký và giải ngân của Việt Nam, lũy kế từ đầu năm, YoY

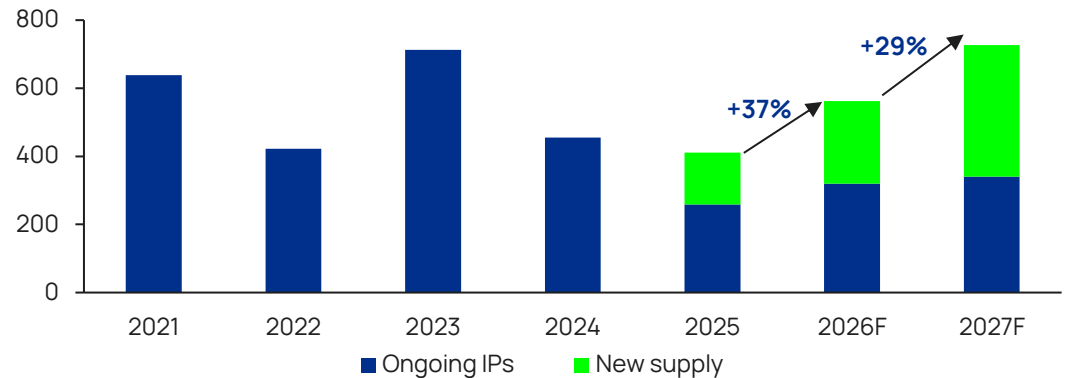


Nguồn: Bộ Tài chính, Vietcap

Nhóm nghiên cứu ngành Bất động sản của chúng tôi kỳ vọng tổng diện tích đất KCN cho thuê của các chủ đầu tư tiềm ýt lớn sẽ phục hồi khoảng 37% YoY trong năm 2026 và khoảng 29% trong năm 2027 sau khi giảm khoảng 10% YoY trong năm 2025 và giảm khoảng 36% trong năm 2024. Đà phục hồi được hỗ trợ bởi mức độ quan tâm của khách thuê cải thiện, các cuộc đàm phán mở rộng dần bình thường hóa và đóng góp từ các dự án KCN mới mở bán, trong khi việc đẩy nhanh phê duyệt và mở rộng quỹ đất hỗ trợ tăng trưởng trung hạn - đặc biệt đối với các chủ đầu tư có năng lực triển khai tốt, quỹ đất đã giải phóng mặt bằng lớn và kinh nghiệm thu hút khách thuê đã được chứng minh. Về phía nhu cầu, FDI vào lĩnh vực sản xuất vẫn mạnh mẽ, với các thông báo gần

đây từ các doanh nghiệp điện tử, logistics và bán dẫn cho thấy nhu cầu mở rộng của khách thuê vẫn tiếp diễn. Nội dung này được phân tích chi tiết hơn trong [Báo cáo Chiến lược Đầu tư 6 tháng cuối năm 2026](#) của chúng tôi (trang 296). Nhìn chung, các diễn biến này có lợi cho các nhà thầu đầu ngành như CTD.

Hình 34: Tổng diện tích đất KCN cho thuê (ha) - dự báo của Vietcap*



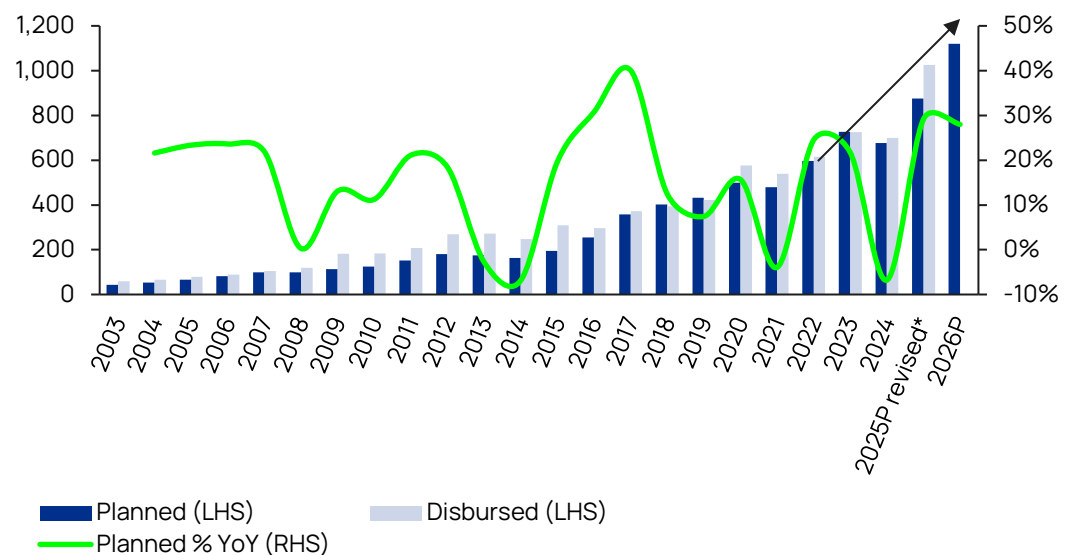
Nguồn: Số liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Số liệu của VGC và KBC là diện tích đất KCN bàn giao; (*) Dựa trên dự báo của Vietcap đối với một số dự án KCN do KBC, IDC, VGC, GVR, SIP, SZC, LHG, BCM và KDH phát triển.

Xây dựng hạ tầng được đẩy nhanh trong giai đoạn 2026-30

Kế hoạch đầu tư công năm 2026 của Việt Nam được đặt ở mức cao kỷ lục mới là 1.120 nghìn tỷ đồng (+28% YoY so với kế hoạch điều chỉnh năm 2025 là 875 nghìn tỷ đồng), phản ánh quyết tâm mạnh mẽ của Chính phủ trong việc đẩy nhanh chi tiêu hạ tầng nhằm đạt các mục tiêu tăng trưởng GDP. Một số siêu dự án trọng điểm bao gồm đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam trị giá 67 tỷ USD, Cảng hàng không Quốc tế Long Thành và nhiều dự án đường cao tốc, cùng các dự án giao thông, năng lượng và chỉnh trang đô thị. Chi tiết được trình bày trong [Báo cáo Chiến lược Đầu tư năm 2026](#) của chúng tôi (trang 253).

Việt Nam đã đề ra kế hoạch đầu tư công quy mô lớn cho giai đoạn 2026-30 nhằm hỗ trợ các mục tiêu tăng trưởng GDP trung hạn đầy tham vọng, với tổng vốn đầu tư công được phê duyệt đạt 8,22 triệu tỷ đồng (theo Nghị quyết 27/2026/QH16 về kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026-2030), cao hơn khoảng 172% so với giải ngân giai đoạn 2021-25, đánh dấu mức cao kỷ lục mới. Bên cạnh các dự án của Chính phủ, chúng tôi nhận thấy khu vực tư nhân ngày càng tham gia nhiều hơn vào phát triển hạ tầng (chi tiết tại phần Vật liệu Xây dựng trong [Báo cáo Chiến lược Đầu tư năm 2026](#) của chúng tôi - trang 249). Điều này tạo ra cơ hội thị trường lớn cho CTD.

Hình 35: Ngân sách Nhà nước chi cho đầu tư phát triển (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính, Vietcap

Theo chúng tôi, giá vật liệu xây dựng đầu vào sẽ tăng chủ yếu do nhu cầu cao hơn trong trung hạn; xung đột Trung Đông dự kiến duy trì áp lực tăng giá trong ngắn hạn

Như đã đề cập [tại trang 14](#), chúng tôi ước tính thép, đá xây dựng, cát, xi măng và nhựa đường là các vật liệu xây dựng chính. Do đó, phần phân tích tập trung vào năm loại vật liệu này.

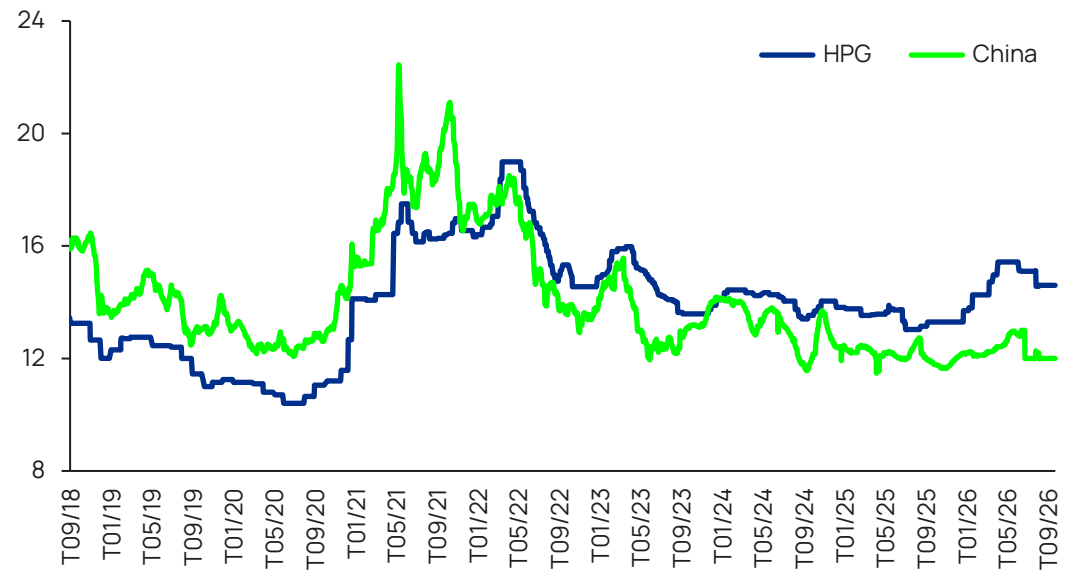
Quan điểm cả năm:

- **Thép:** Chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ phục hồi dần và không đồng đều trong năm 2026, với mức tăng nhẹ so với cùng kỳ. Các yếu tố hỗ trợ chính bao gồm nhu cầu trong nước cao, việc cắt giảm công suất của Trung Quốc theo chính sách chống cạnh tranh nội bộ (anti-involution) và các quy định chặt chẽ hơn về xuất khẩu thép của Trung Quốc, một phần bị ảnh hưởng bởi nhu cầu xây dựng tại Trung Quốc vẫn yếu. Chi tiết được trình bày trong [Báo cáo Chiến lược Đầu tư 6 tháng cuối năm 2026](#) của chúng tôi (trang 249).
- **Đá xây dựng và cát:** Giá tăng mạnh trong suốt năm 2025 và duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2026, do nhu cầu hạ tầng mạnh, nguồn cung hạn chế và gián đoạn liên quan đến Trung Đông. Đối với cả năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá sẽ duy trì ở mức cao do nhu cầu xây dựng mạnh trong khi nguồn cung hạn chế. Theo BXD, trữ lượng cát tại các tỉnh phía Nam chỉ đáp ứng khoảng 70% nhu cầu xây dựng đường cao tốc, trong khi việc cấp phép mỏ đá chậm tiếp tục hạn chế nguồn cung. Dù Chính phủ đang tích cực mở rộng nguồn cung - đẩy nhanh cấp phép và siết chặt quản lý khai thác và phân phối - chúng tôi cho rằng nhu cầu cao sẽ khiến giá duy trì ở mức cao.
- **Xi măng:** Chúng tôi kỳ vọng giá xi măng sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2026, được hỗ trợ bởi nhu cầu xây dựng trong nước cao hơn. Tuy nhiên, tình trạng dư cung kéo dài trong nước sẽ hạn chế mức tăng giá.
- **Nhựa đường:** Chúng tôi kỳ vọng nhựa đường sẽ ghi nhận mức tăng giá YoY cao nhất trong các vật liệu xây dựng chính trong năm 2026. Giá nhựa đường gắn liền trực tiếp với chi phí dầu thô, bitum, nhiên liệu và vận chuyển. Giá nguồn cung nhiên liệu toàn cầu đã đẩy giá dầu thô và các sản phẩm phụ từ dầu lên mặt bằng chi phí mới cao hơn, trong khi nhu cầu hạ tầng tại Việt Nam vẫn mạnh. Nhóm nghiên cứu ngành Năng lượng của chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent trung bình năm 2026 ở mức 90 USD/thùng (+31% YoY), như đã đề cập trong [Báo cáo Ngành Năng lượng](#) gần nhất ngày 22/09/2026 của chúng tôi.

Xung đột Trung Đông sẽ duy trì áp lực tăng giá vật liệu xây dựng trong ngắn hạn: Giá vật liệu xây dựng tăng mạnh trong nửa đầu năm 2026, do giá dầu tăng và gián đoạn chuỗi cung ứng xuất phát từ xung đột Trung Đông. Trong quý 2, giá nhìn chung ổn định ở mức cao của quý 1 khi căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt từ khoảng giữa quý. Tuy nhiên, căng thẳng leo thang trở lại vào tháng 7 sau gần một tháng ngừng bắn, khiến giá dầu tiếp tục tăng. Trong Báo cáo Ngành Năng lượng gần nhất, nhóm phân tích Năng lượng của chúng tôi kỳ vọng dòng dầu qua eo biển Hormuz sẽ phục hồi lên 30% mức bình thường trong tháng 11-tháng 12/2026, cải thiện lên khoảng 45% trong nửa đầu năm 2027 và tiếp tục bình thường hóa lên khoảng 85% trong nửa cuối năm 2027 (kịch bản cơ sở). Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá vật liệu xây dựng sẽ duy trì ở mức cao trong quý 3/2026 trước khi dần bình thường hóa đến cuối năm 2027, nhưng vẫn cao hơn mức trước xung đột trong suốt giai đoạn dự báo do chúng tôi không giả định dòng dầu qua eo biển Hormuz sẽ phục hồi hoàn toàn về mức bình thường vào cuối năm 2027.

Tác động đến CTD: Do nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí đầu vào của CTD như đã phân tích, giá vật liệu xây dựng tăng sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận, một phần được bù đắp bởi khả năng chuyển (một phần) chi phí sang khách hàng của CTD. Theo công ty, phần lớn hợp đồng (70%-80%) có điều khoản điều chỉnh giá, giúp giảm tác động từ biến động giá vật liệu. Chúng tôi đánh giá đây là cơ chế chuyển chi phí đáng kể, dù chỉ một phần. Phần còn lại thường là hợp đồng trọn gói.

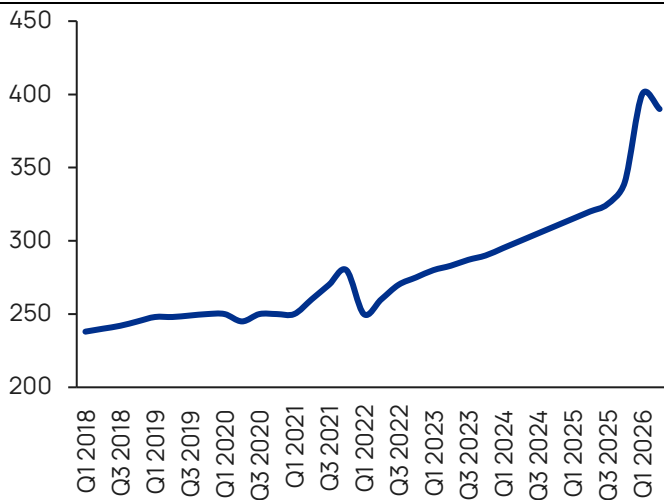
Hình 36: Giá thép xây dựng của Tập đoàn Hòa Phát (HSX:HPG) và Trung Quốc (triệu đồng/tấn)



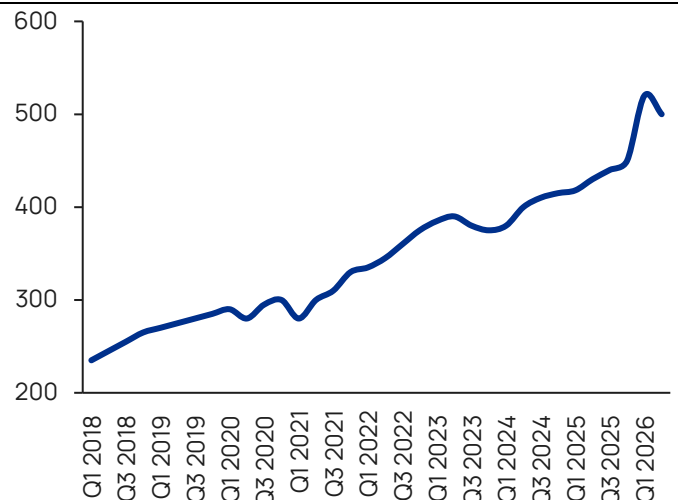
Nguồn: HPG, Bloomberg, Vietcap

Hình 37: Giá các vật liệu xây dựng chính (trừ thép) từ quý 1/2018 đến quý 2/2026*

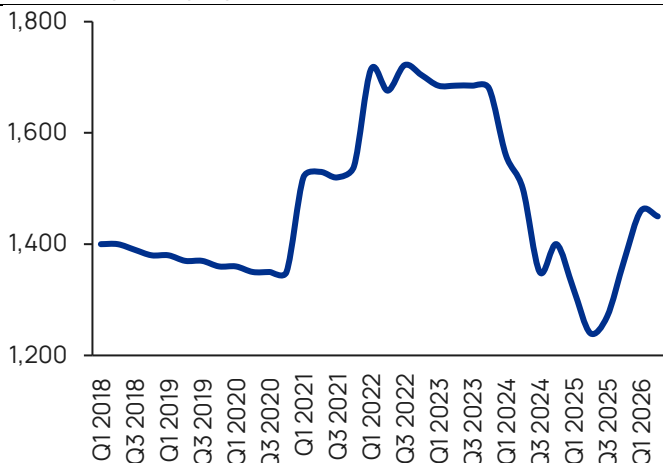
Giá đá xây dựng (nghìn đồng/m³)



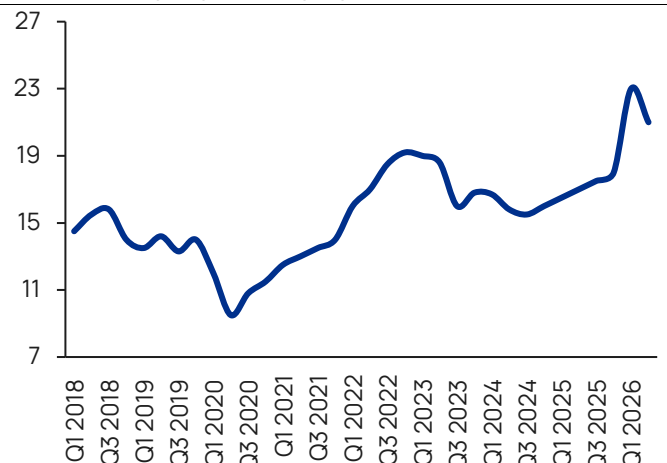
Giá cát (nghìn đồng/m³)



Giá xi măng (đồng/kg)



Giá nhựa đường (nghìn đồng/kg)

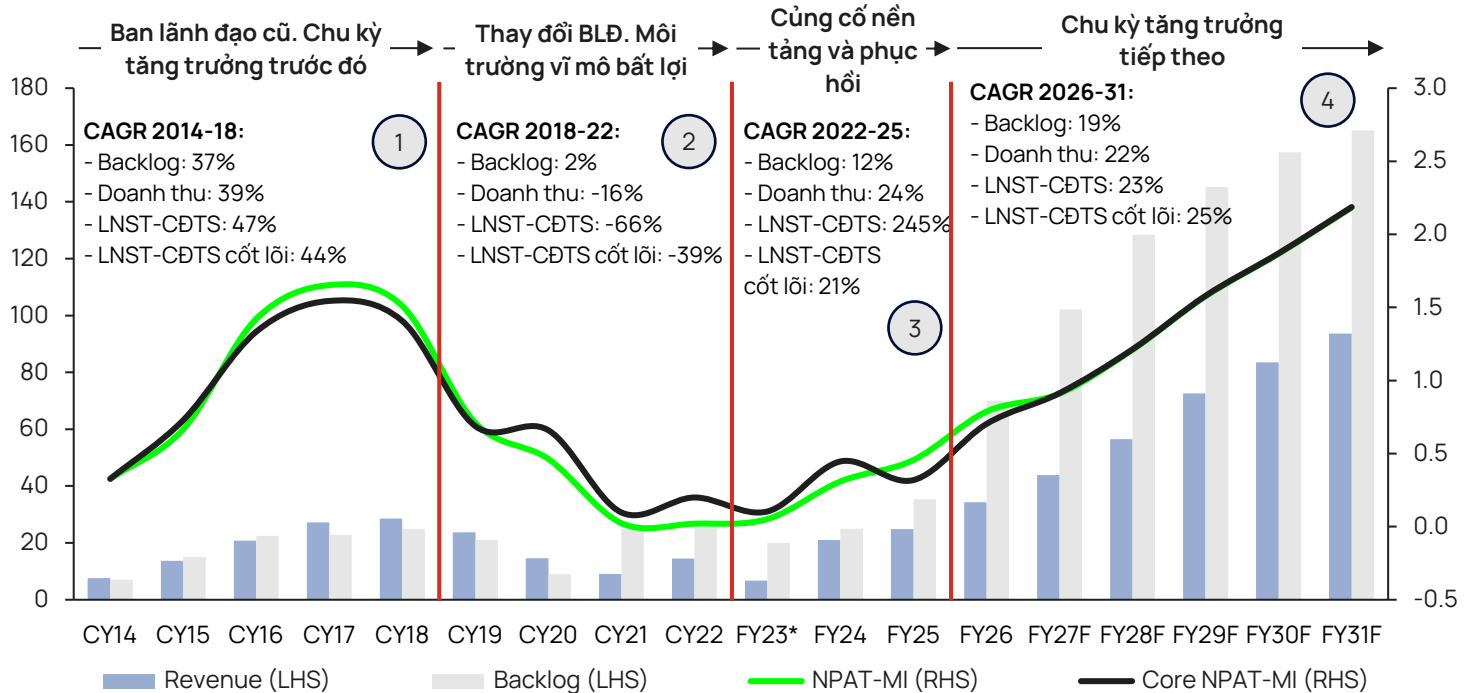


Nguồn: Cục Kinh tế - Quản lý đầu tư xây dựng, BXD, Vietcap tổng hợp. *Tổng hợp từ giá vật liệu xây dựng hằng tháng do Cục Kinh tế - Quản lý đầu tư xây dựng công bố cho một số tỉnh. Số liệu được ghi nhận đến hết quý 2/2026.

Kết quả Tài chính và Dự báo

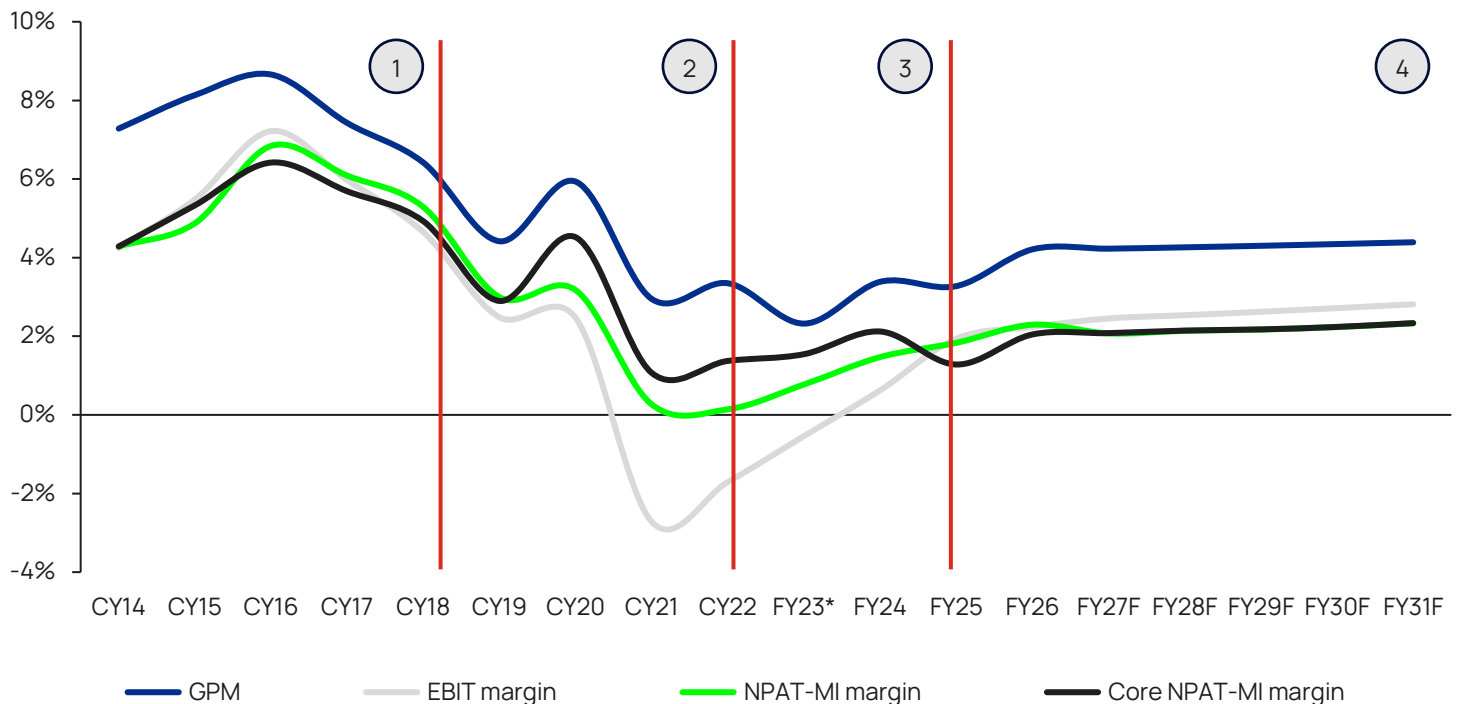
Doanh thu, Biên lợi nhuận, Dự phòng nợ xấu và Lợi nhuận

Hình 38: Backlog, doanh thu, LNST-CĐTS và LNST-CĐTS cốt lõi** của CTD (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: CTD, Vietcap. *NTC 2023 là giai đoạn chuyển tiếp, gồm 6 tháng, từ 01/01 đến 30/06/2023. **LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi không bao gồm dự phòng nợ xấu, các khoản bất thường khác và thu nhập/(lỗ) khác.

Hình 39: Biên lợi nhuận của CTD

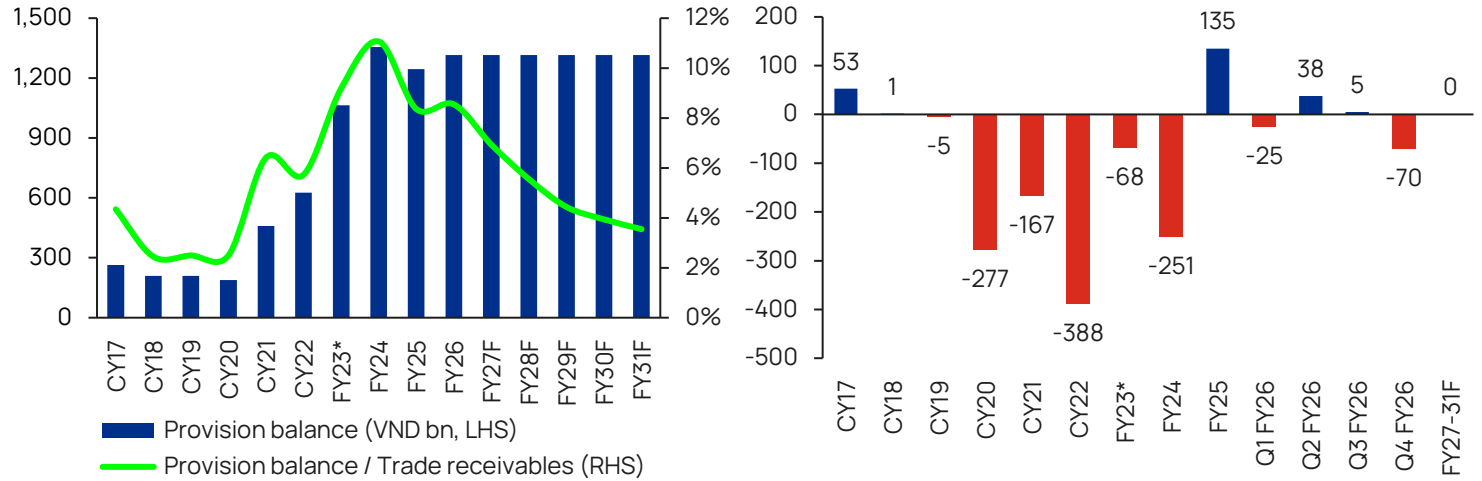


Nguồn: CTD, Vietcap. *NTC 2023 là giai đoạn chuyển tiếp, gồm sáu tháng, từ 01/01 đến 30/06/2023. LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi không bao gồm dự phòng nợ xấu, các khoản bất thường khác và thu nhập/(lỗ) khác.

Hình 40: Dự phòng nợ xấu của CTD

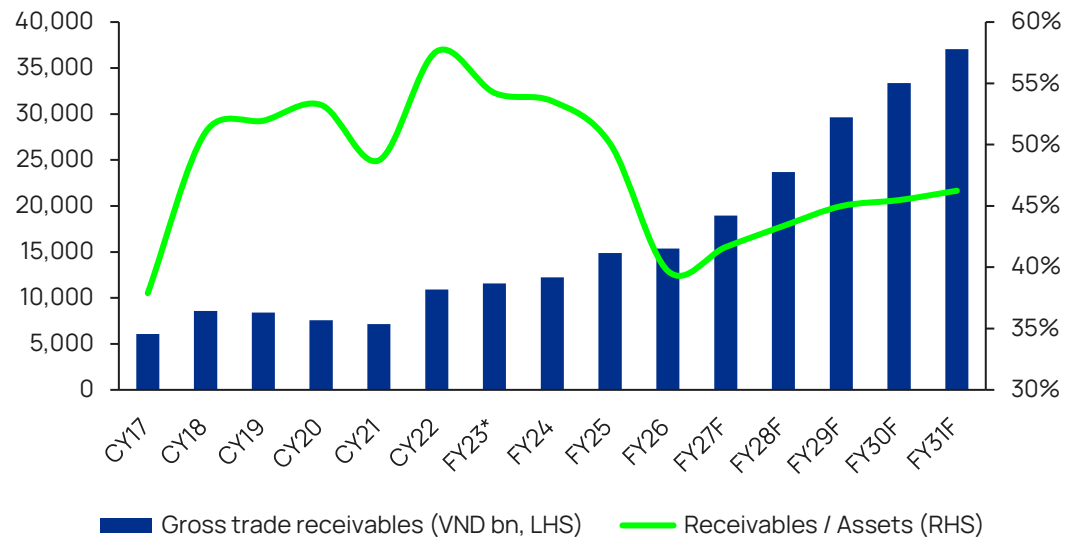
Số dư dự phòng nợ xấu - Khoản mục trên BCĐKT

(Trích lập) /hoàn nhập dự phòng nợ xấu (tỷ đồng) - Khoản mục trên KQKD



Nguồn: CTD, Vietcap. *NTC 2023 là giai đoạn chuyển tiếp, gồm sáu tháng, từ 01/01 đến 30/06/2023.

Hình 41: Các khoản phải thu khách hàng của CTD chiếm khoảng 40% tổng tài sản



Nguồn: CTD, Vietcap

Kết quả hoạt động của CTD trong thập kỷ qua có thể chia thành ba giai đoạn:

- 1. Trước năm 2018 (Ban lãnh đạo cũ, chu kỳ tăng trưởng trước đó):** CTD được dẫn dắt bởi nhà sáng lập kiêm Chủ tịch lâu năm Nguyễn Bá Dương, dưới sự điều hành của ông, CTD đã phát triển thành một trong những tổng thầu hàng đầu Việt Nam với thương hiệu mạnh, các dự án biểu tượng trên toàn quốc (ví dụ: Landmark 81, Trụ sở Viettel), năng lực kỹ thuật khác biệt và kết quả tài chính vững chắc. Giai đoạn này được hưởng lợi từ môi trường vĩ mô thuận lợi, bao gồm chu kỳ BDS mạnh, cạnh tranh tương đối ôn hòa và chi phí vật liệu xây dựng thấp hơn (so với giai đoạn sau năm 2020), giúp doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh cùng khả năng sinh lời vững chắc, với biên LN gộp khoảng 6%-9% trong giai đoạn 2015-2018.
- 2. Năm 2019-22 (Thay đổi ban lãnh đạo, môi trường vĩ mô bất lợi):** Trong năm 2019-2020, CTD vướng vào tranh chấp về quản trị và quyền kiểm soát với cổ đông lớn Kusto, xoay quanh tính minh bạch trong quản trị và cáo buộc xung đột lợi ích, khi Ricons - dù là đối thủ cạnh tranh trực tiếp của CTD - có quan hệ chặt chẽ với cựu Chủ tịch Dương. Tranh chấp lên đến đỉnh điểm với những thay đổi lớn trong HĐQT và ban lãnh đạo cấp cao vào năm 2020, đánh dấu sự thay đổi quyền kiểm soát. Sau khi tái thiết lập, CTD đã hạn chế

các rủi ro xung đột lợi ích bằng cách ngừng ký hợp đồng mới với các nhà thầu liên quan đến hệ sinh thái của ban lãnh đạo cũ từ năm 2021, đồng thời tập trung vào tái cơ cấu nội bộ và mở rộng năng lực. Trong khi đó, như đã đề cập tại **trang 14**, Ông Nguyễn Bá Dương đã phát triển một hệ sinh thái xây dựng riêng sau khi rời CTD, khiến cạnh tranh trên thị trường gia tăng. Điều này góp phần làm kết quả tài chính của CTD suy yếu trong giai đoạn này, cùng với các điều kiện thị trường bất lợi từ bên ngoài, bao gồm COVID-19 (khiến doanh thu yếu và chi phí đầu vào tăng) và thị trường BĐS suy giảm mạnh trong nửa cuối năm 2022 (làm giảm nhu cầu thị trường đồng thời làm tăng dự phòng nợ xấu từ các chủ đầu tư BĐS), khiến LNST sau lợi ích CĐTTS chỉ đạt khoảng 20-25 tỷ đồng trong năm 2021-22 (biên 0,1%-0,3%), mức thấp nhất kể từ năm 2010. Chúng tôi xem giai đoạn này là đáy của chu kỳ hoạt động của CTD.

- 3. NTC 2023-25 (Củng cố nền tảng và phục hồi):** CTD chuyển trọng tâm từ tái cơ cấu sang xây dựng nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng tiếp theo. Ban lãnh đạo ưu tiên một số sáng kiến chiến lược, bao gồm (1) chiến lược bán hàng lặp lại nhằm khôi phục quan hệ với các khách hàng cốt lõi, (2) đa dạng hóa sang mảng công nghiệp và hạ tầng, và (3) đặt nền móng cho việc mở rộng ra thị trường quốc tế. Các sáng kiến này đã giúp khôi phục uy tín thương hiệu, kinh nghiệm thi công và chất lượng backlog của CTD với cơ cấu dự án đa dạng hơn. Kết quả tài chính phục hồi, với backlog cuối NTC 2025 đạt mức cao nhất từ trước đến nay, dù biên lợi nhuận đang trong giai đoạn phục hồi vẫn thấp hơn mức trước năm 2018 do cạnh tranh gia tăng (đặc biệt trong mảng xây dựng nhà ở với sự xuất hiện của hệ sinh thái nhà thầu mới) và chi phí vật liệu xây dựng cao hơn. Xu hướng nợ xấu cũng cải thiện đáng kể, với NTC 2025 ghi nhận hoàn nhập ròng đáng kể 135 tỷ đồng, lần hoàn nhập ròng cả năm đầu tiên kể từ năm 2020.

Triển vọng (tức giai đoạn 4): Với nền tảng vững chắc được xây dựng trong ba năm qua và triển vọng tích cực của toàn ngành, chúng tôi cho rằng CTD đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mới trong NTC 2026-31.

- **Backlog, doanh thu:** Chúng tôi dự báo CAGR backlog giai đoạn NTC 2026-31 đạt 19%, vượt mức tăng trưởng ngành khoảng 14,5% (theo kế hoạch của Chính phủ), qua đó phản ánh vị thế dẫn đầu ngành của CTD. Cùng với backlog cuối NTC 2026 đạt mức kỷ lục 70 nghìn tỷ đồng, điều này hỗ trợ CAGR doanh thu dự báo đạt 22%. Chúng tôi chưa tính đến đóng góp tiềm năng từ các dự án quốc tế, do việc mở rộng ra nước ngoài vẫn ở giai đoạn đầu và thông tin công bố còn hạn chế.
- **Biên lợi nhuận:** Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng xây dựng sẽ cải thiện nhẹ trong giai đoạn NTC 2026-31 từ 4,1% (NTC 2026) lên 4,4% (NTC 2031), do chiến lược “tăng trưởng về chất lượng” của CTD – tận dụng quy mô, mối quan hệ khách hàng lâu năm, kinh nghiệm thi công và vị thế đàm phán mạnh hơn với nhà cung cấp để cải thiện việc lựa chọn dự án, điều khoản thương mại, hiệu quả mua sắm đầu vào và kiểm soát chi phí tổng thể (chúng tôi đã phân tích chi tiết hơn tại **phần Chiến lược** của báo cáo) – sẽ bù đắp cho chi phí đầu vào và chi phí nhân công cao hơn trong bối cảnh nhu cầu xây dựng cao hơn. Biên LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi được dự báo cải thiện từ 2,0% (NTC 2026) lên 2,3% (NTC 2031). Dự báo biên LN gộp của chúng tôi cho giai đoạn này vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trước năm 2018 (**Hình 39**), phản ánh mức độ cạnh tranh gia tăng trong toàn ngành, đặc biệt trong mảng nhà ở, và mặt bằng chi phí đầu vào cao hơn mang tính cấu trúc.
- **Trích lập/hoàn nhập dự phòng nợ xấu:** Trong NTC 2026, CTD ghi nhận trích lập dự phòng nợ xấu ròng 53 tỷ đồng, chủ yếu phản ánh khoản trích lập 70 tỷ đồng trong quý 4, một phần được bù đắp bởi khoản hoàn nhập 18 tỷ đồng trong 9 tháng đầu NTC 2026. Theo ban lãnh đạo tại buổi họp công bố KQKD tháng 7/2026, các khoản dự phòng này chủ yếu liên quan đến các dự án tồn đọng từ giai đoạn trước tái cơ cấu, và có thể cần tiếp tục trích lập trong những năm tới. Ngược lại, ban lãnh đạo không kỳ vọng rủi ro nợ xấu đáng kể từ các dự án được ký kết và thi công sau tái cơ cấu. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh việc CTD tập trung nhiều hơn vào khách hàng quay lại và tăng tỷ trọng các dự án công nghiệp và hạ tầng, vốn thường có rủi ro đối tác và rủi ro dòng tiền thấp hơn so với các dự án BĐS nhà ở.

CTD cũng đang tích cực thu hồi các khoản nợ xấu, trong đó khoản tất toán với Tân Hoàng Minh gần đây (được đề cập dưới đây) là ví dụ đáng chú ý và là nguồn hoàn nhập dự phòng tiềm năng trong tương lai. Trong thời gian tới, ban lãnh đạo kỳ vọng các khoản trích lập bổ sung đối với các khoản nợ xấu trước kia sẽ nhìn chung được bù đắp bởi các khoản hoàn nhập từ nỗ lực thu hồi nợ đang diễn ra. Do có nhiều bất định về cả thời điểm và giá trị, chúng tôi giả định trích lập và hoàn nhập dự phòng nợ xấu ròng bằng 0 trong giai đoạn NTC 2027-31. Theo đó, mọi khoản trích lập hoặc thu hồi phát sinh sẽ là rủi ro giảm/tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi. Tại thời điểm cuối NTC 2026, dự phòng nợ xấu lũy kế ở mức khoảng 1,3 nghìn tỷ đồng, gần gấp 2 lần LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi NTC 2026.

Tiềm năng hoàn nhập dự phòng nợ xấu: Vào tháng 7/2026 (NTC 2027), CTD đã đạt được thỏa thuận tất toán tài chính với Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt, một đơn vị thuộc Tập đoàn Tân Hoàng Minh, để thu hồi 526 tỷ đồng nợ xấu - khoản nợ xấu đơn lẻ lớn nhất của CTD, đã được trích lập dự phòng 100% với giá trị sổ sách ròng bằng 0 tại thời điểm cuối NTC 2026. Thỏa thuận tất toán đã được Tòa án Nhân dân Hà Nội công nhận theo Bản án số 105/2026/KDTM-PT. Theo công ty, khoản thu hồi dự kiến sẽ được ghi nhận qua nhiều kỳ thay vì một lần; do thời điểm còn bất định, chúng tôi chưa đưa khoản hoàn nhập tiềm năng này vào dự báo. Như đã đề cập, do dự báo của chúng tôi giả định không có hoàn nhập nợ xấu trong giai đoạn NTC 2027-31, bất kỳ khoản nào CTD thu hồi từ Ngôi Sao Việt sẽ dẫn đến khoản hoàn nhập dự phòng tương ứng - tổng cộng lên tới 526 tỷ đồng - mang lại tiềm năng điều chỉnh tăng cho dự báo của chúng tôi.

Hình 42: Cơ cấu nợ phải thu khó đòi của CTD, cuối quý (tỷ đồng)

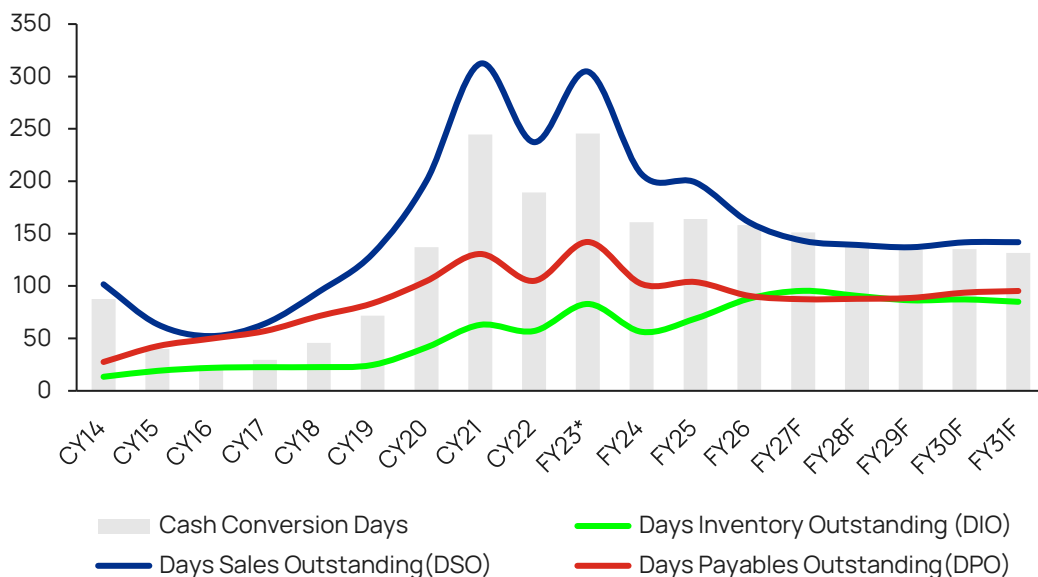
Tỷ đồng	Quý 4 NTC 2025	Quý 1 NTC 2026	Quý 2 NTC 2026	Quý 3 NTC 2026	Quý 4 NTC 2026
Giá trị gộp	1.559	1.566	1.520	1.488	1.835
Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt	484	526	526	526	526
CTCP Đầu tư Minh Việt	122	122	122	122	122
Khác	954	918	872	840	1.187
Dự phòng lũy kế	-1.244	-1.269	-1.235	-1.230	-1.315
Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt	-484	-526	-526	-526	-526
CTCP Đầu tư Minh Việt	-122	-122	-122	-122	-122
Khác	-639	-621	-587	-581	-667
Giá trị ròng	315	297	285	259	520
Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt	0	0	0	0	0
CTCP Đầu tư Minh Việt	0	0	0	0	0
Khác	315	297	285	259	520

Nguồn: CTD, Vietcap

- **LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo, LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi:** Dựa trên các giả định trên, chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn NTC 2026-31 đạt 23% và CAGR LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi đạt 25%. Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi cao hơn phản ánh mức nền thấp hơn, do lợi nhuận báo cáo NTC 2025 được hưởng lợi từ khoản hoàn nhập dự phòng nợ xấu lớn, vốn được loại trừ khỏi LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi.

Chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) dự kiến cải thiện dần, nhưng vẫn ở mức cao so với trước đây do nhu cầu vốn lưu động lớn để mở rộng backlog

Hình 43: Chỉ số hiệu quả hoạt động của CTD



Nguồn: CTD, Vietcap

Hoạt động trong ngành xây dựng, CCC của CTD mang tính lâu dài về mặt cấu trúc, chủ yếu do thời gian thu hồi các khoản phải thu từ chủ đầu tư kéo dài. Như được trình bày trong Hình 43, số ngày phải thu (DSO) là yếu tố đóng góp chính vào CCC trong phần lớn thập kỷ qua. CCC tăng mạnh trong giai đoạn năm 2020-NTC 2023, phản ánh gián đoạn trong thi công và thu hồi công nợ do các biện pháp giãn cách liên quan đến COVID, tiếp theo là khả năng thanh toán của các chủ đầu tư suy yếu trong bối cảnh thị trường BĐS suy giảm do khủng hoảng thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2022. Kể từ đó, CCC đã cải thiện trong NTC 2024-26 về khoảng 157-164 ngày, nhờ hoạt động thi công và thu hồi công nợ bình thường hóa, với các chỉ số NTC 2025 gồm DSO khoảng 200 ngày, số ngày tồn kho (DIO) khoảng 70 ngày và số ngày phải trả (DPO) khoảng 105 ngày. Tuy nhiên, CCC vẫn ở mức cao so với giai đoạn trước COVID.

Triển vọng: Chúng tôi kỳ vọng CCC sẽ giảm dần từ 157/151 ngày trong NTC 2026/27 xuống 132 ngày vào NTC 2031. Sự cải thiện chủ yếu nhờ DIO và DSO giảm. Chúng tôi cho rằng DIO giảm là nhờ nhu cầu xây dựng mạnh hơn và thi công dự án thuận lợi hơn giúp đẩy nhanh vòng quay hàng tồn kho. DSO cũng được dự báo giảm, được hỗ trợ bởi (1) chiến lược “tăng trưởng về chất lượng” của CTD, chú trọng các dự án chọn lọc hơn với điều khoản thương mại tương đối tốt hơn, và (2) tỷ trọng hạ tầng tăng, vốn có tiến độ thanh toán dễ dự đoán và nhanh hơn trong bối cảnh Chính phủ thúc đẩy giải ngân đầu tư hạ tầng, một phần bị ảnh hưởng bởi tốc độ mở rộng backlog nhanh của CTD, đòi hỏi cam kết vốn lưu động ban đầu lớn hơn cho các dự án quy mô lớn hơn. DPO được dự báo tăng nhẹ trong giai đoạn dự báo, phản ánh vị thế đàm phán ngày càng cải thiện của CTD với nhà cung cấp và nhà thầu phụ khi quy mô mở rộng.

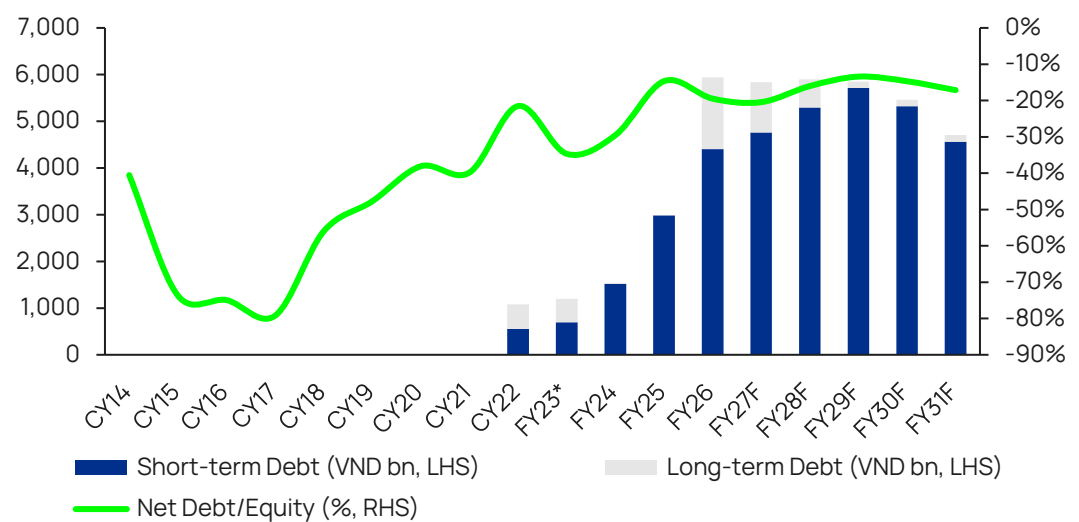
Bảng cân đối kế toán tiền mặt ròng lành mạnh mang lại sự linh hoạt trong bối cảnh nhu cầu vốn lưu động tăng nhưng vẫn có thể kiểm soát được

CTD đã duy trì bảng cân đối kế toán tiền mặt ròng lành mạnh liên tục trong hơn một thập kỷ, với tỷ lệ nợ ròng/VCSH luôn âm. Dưới thời ban lãnh đạo trước, công ty gần như không vay nợ. Sau khi chuyển giao lãnh đạo, CTD bắt đầu sử dụng nợ vay, chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn, để tài trợ vốn lưu động, mà chúng tôi đánh giá là bước đi hợp lý hướng tới tối ưu hóa cơ cấu vốn. Với bảng cân đối kế toán có đòn bẩy thấp trong lịch sử, chúng tôi kỳ vọng việc tăng sử dụng nợ vay sắp tới vẫn giúp tỷ lệ nợ ròng/VCSH nằm trong ngưỡng an toàn, và kỳ vọng tỷ lệ này sẽ duy trì ở mức thấp

trong suốt giai đoạn dự báo. Chúng tôi cho rằng sức mạnh bảng cân đối kế toán này giúp CTD linh hoạt huy động nợ để đáp ứng nhu cầu thanh khoản ngắn hạn gắn với nhu cầu vốn lưu động trong quá trình mở rộng backlog, với đợt phát hành trái phiếu trong NTC 2026 là ví dụ gần đây nhất.

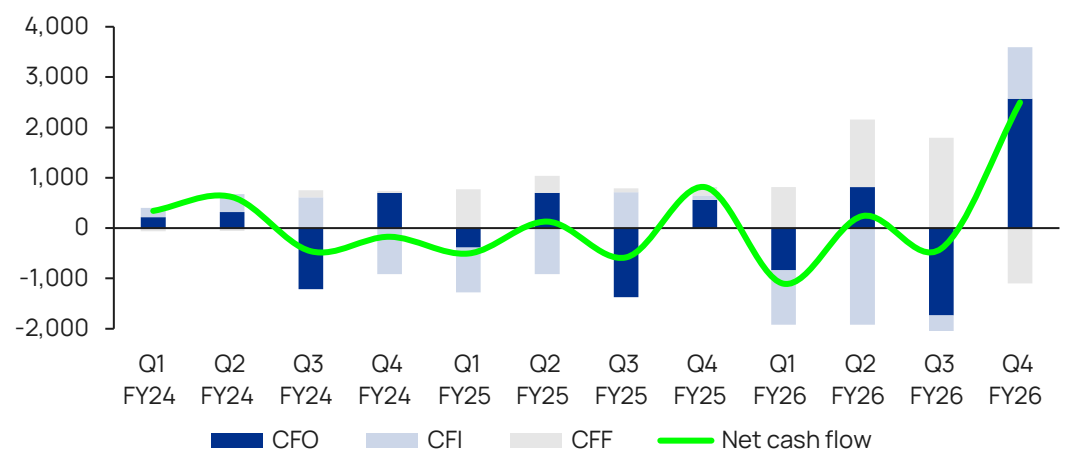
Nợ dài hạn: Nợ dài hạn tăng hơn 1,5 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối NTC 2026 so với cuối NTC 2025, chủ yếu phản ánh đợt phát hành trái phiếu kỳ hạn ba năm trị giá 1,4 nghìn tỷ đồng với lãi suất coupon 9% của CTD, hoàn tất trong quý 3 NTC 2026. Theo ban lãnh đạo, đợt phát hành trái phiếu nhằm giảm áp lực thanh khoản ngắn hạn phát sinh từ hoạt động thâm dụng vốn lưu động, do CTD đã trải qua các giai đoạn dòng tiền hoạt động âm trong quá trình mở rộng backlog. Chúng tôi dự báo số dư nợ dài hạn sẽ giảm dần về khoảng 140 tỷ đồng vào cuối NTC 2029 khi CTD trả hết trái phiếu, đồng thời duy trì một phần nhỏ các loại nợ dài hạn khác. Nguồn vốn kỳ hạn dài hơn sẽ giúp cải thiện quản lý dòng tiền, hỗ trợ thanh toán đúng hạn các nghĩa vụ và củng cố hồ sơ tín dụng của CTD.

Hình 44: Sức mạnh bảng cân đối kế toán của CTD



Nguồn: CTD, Vietcap

Hình 45: Dòng tiền theo quý của CTD (tỷ đồng)



Nguồn: CTD, Vietcap

Tổng kết NTC 2026: Lợi nhuận báo cáo và lợi nhuận cốt lõi tăng mạnh, nhờ doanh thu, biên LN gộp mở rộng, tối ưu chi phí SG&A và thoái vốn dự án Emerald 68

Hình 46: Nhận định của Vietcap về KQKD NTC 2026 của CTD

Tỷ đồng	NTC 2025	NTC 2026	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	24.885	34.340	38%	* Doanh thu tăng trưởng cao, nhờ việc hiện thực hóa backlog cao cuối NTC 2025 và các hợp đồng mới ký** trong NTC 2026.
- Xây dựng	24.499	34.172	39%	
- Khác	385	167	-57%	
Lợi nhuận gộp	815	1.446	77%	
- Xây dựng	743	1.404	89%	
- Khác	73	41	-43%	
Chi phí SG&A	-333	-678	104%	
- Chi phí SG&A cốt lõi*	-468	-626	34%	
- (Trích lập)/hoàn nhập dự phòng nợ xấu	135	-52	-138%	
LN từ HĐKD	483	768	59%	
Doanh thu tài chính	256	407	59%	* Doanh thu tài chính tăng YoY chủ yếu nhờ thu nhập tiền gửi cao hơn do số dư tiền mặt và lãi suất cao hơn.
Chi phí tài chính	-205	-350	70%	* Chi phí tài chính tăng YoY chủ yếu do chi phí lãi vay cao hơn khi tăng sử dụng nợ vay và lãi suất cao hơn.
Khác	19	194	935%	* Cao bất thường do khoản lãi bất thường 188 tỷ đồng từ việc thoái toàn bộ vốn tại dự án Emerald 68 trong quý 1 NTC 2026.
LNTT	552	1.020	85%	
LNST-CĐTS	456	788	73%	
LNST-CĐTS cốt lõi*	319	703	120%	
Biên LN gộp chung	3,3%	4,2%		* Biên LN gộp mảng xây dựng mở rộng YoY, mà chúng tôi cho rằng nhờ cơ cấu dự án chọn lọc hơn, với tỷ trọng lớn hơn các dự án quy mô lớn và phức tạp về mặt kỹ thuật thường có biên lợi nhuận tốt hơn, vị thế đàm phán với nhà cung cấp mạnh hơn khi quy mô của CTD mở rộng, cùng việc tiếp tục tối ưu hóa mua sắm và kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn, tất cả đều là một phần của chiến lược “tăng trưởng về chất lượng”. Chi tiết được trình bày tại phần Chiến lược của báo cáo. * Đáng chú ý, biên LN gộp quý 4 NTC 2026 (tức quý 2/2026) đạt 4,6% bất chấp giá vật liệu xây dựng tăng mạnh do xung đột Trung Đông. Chúng tôi cho rằng điều này nhờ (1) CTD đã tích trữ một phần vật liệu đầu vào trước đợt tăng giá để đảm bảo tính liên tục trong thi công, và (2) các hợp đồng có cơ chế điều chỉnh giá (70-80% tổng số hợp đồng) giúp hạn chế tác động từ biến động chi phí đầu vào.
- Xây dựng	3,0%	4,1%		
- Khác	18,8%	24,8%		* Giảm YoY nhờ lợi thế quy mô và nỗ lực tối ưu hóa chi phí.
Chi phí SG&A/doanh thu	1,3%	2,0%		
Chi phí SG&A cốt lõi/doanh thu*	1,9%	1,8%		
Biên LN từ HĐKD	1,9%	2,2%		
Biên LNST-CĐTS	1,8%	2,3%		
Biên LNST-CĐTS cốt lõi*	1,3%	2,0%		

Nguồn: CTD, Vietcap. *LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi không bao gồm dự phòng nợ xấu, các khoản bất thường khác và thu nhập/(lỗ) khác. **Hợp đồng mới ký được xác định như sau: Backlog cuối năm 1 = Backlog cuối năm 0 + Hợp đồng mới ký trong năm 1 - Doanh thu ghi nhận trong năm 1.

Triển vọng NTC 2027: Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng nhờ backlog cao kỷ lục, chiến lược “tăng trưởng về chất lượng” và lợi thế quy mô

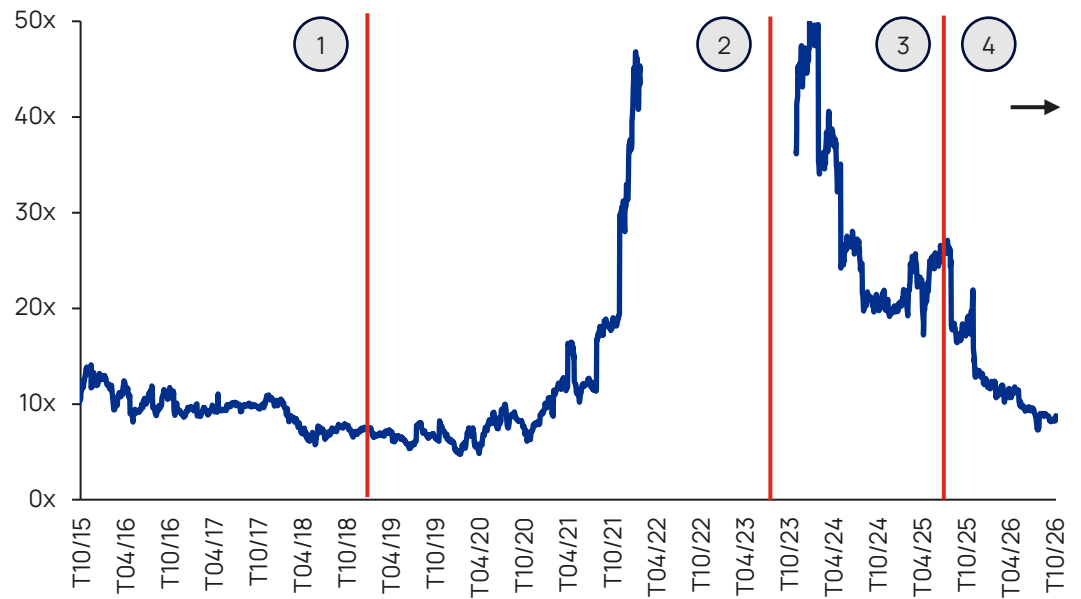
Hình 47: Dự báo của Vietcap về KQKD NTC 2027 của CTD

Tỷ đồng	NTC 2026	NTC 2027	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	34.340	43.920	28%	* Doanh thu tăng trưởng cao, nhờ việc hiện thực hóa backlog cuối NTC 2026 cao kỷ lục ở mức 70 nghìn tỷ đồng (khoảng 2,0 lần doanh thu NTC 2026) và kỳ vọng của chúng tôi về việc tiếp tục ký mới hợp đồng**, dù với tốc độ vừa phải hơn (+10% YoY) do NTC 2026 là mức nền rất cao. * Dự báo của chúng tôi cao hơn khoảng 5% so với kế hoạch của CTD là 42 nghìn tỷ đồng.
- Xây dựng	34.172	43.766	28%	
- Khác	167	155	-8%	
Lợi nhuận gộp	1.446	1.857	28%	
- Xây dựng	1.404	1.821	30%	
- Khác	41	36	-12%	
Chi phí SG&A	-678	-780	15%	
- Chi phí SG&A cốt lõi*	-626	-780	25%	
- (Trích lập)/hoàn nhập dự phòng nợ xấu	-52	0	-100%	* Chúng tôi giả định không có trích lập hoặc hoàn nhập dự phòng trong NTC 2027.
LN từ HĐKD	768	1.077	40%	
Doanh thu tài chính	407	480	18%	* Tăng YoY chủ yếu nhờ thu nhập tiền gửi, do số dư tiền mặt cao và lãi suất ở mức cao từ quý 3 NTC 2026 tạo mức nền cao duy trì trong nửa cuối NTC 2026 và sang NTC 2027, so với mức nền thấp trong nửa đầu NTC 2026.
Chi phí tài chính	-350	-417	19%	* Tăng YoY chủ yếu do chi phí lãi vay, chủ yếu do số dư nợ vay cao hơn.
Khác	194	-4	-102%	* Không giả định khoản bất thường đáng kể nào trong NTC 2027, so với khoản lãi thoái vốn Emerald 68 trị giá 188 tỷ đồng trong NTC 2026.
LNTT	1.020	1.136	11%	
LNST-CĐTS	788	910	16%	* LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo được dự báo tăng 16% YoY (thấp hơn mức tăng 30% của lợi nhuận cốt lõi) do khoản lãi bất thường từ Emerald 68 (188 tỷ đồng) trong NTC 2026 không lặp lại. * Dự báo lợi nhuận ròng của chúng tôi thấp hơn khoảng 13% so với kế hoạch của CTD là 1.050 tỷ đồng, do triển vọng biên lợi nhuận mang tính thận trọng hơn so với kế hoạch của công ty.
LNST-CĐTS cốt lõi*	703	913	30%	
Biên LN gộp chung	4,2%	4,2%		
- Xây dựng	4,1%	4,2%		* Chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng xây dựng cải thiện nhẹ từ 4,1% lên 4,2% nhờ chiến lược “tăng trưởng về chất lượng” của CTD.
- Khác	24,8%	23,5%		
Chi phí SG&A/doanh thu	2,0%	1,8%		
Chi phí SG&A cốt lõi/doanh thu*	1,8%	1,8%		* Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí SG&A cốt lõi/doanh thu cải thiện 5 điểm cơ bản YoY, phản ánh đòn bẩy hoạt động khi quy mô doanh thu tăng.
Biên LN từ HĐKD	2,2%	2,5%		
Biên LNST-CĐTS	2,3%	2,1%		
Biên LNST-CĐTS cốt lõi*	2,0%	2,1%		

Nguồn: CTD, Vietcap. *LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi không bao gồm dự phòng nợ xấu, các khoản bất thường khác và thu nhập/(lỗ) khác. **Hợp đồng mới ký được xác định như sau: Backlog cuối năm 1 = Backlog cuối năm 0 + Hợp đồng mới ký trong năm 1 - Doanh thu ghi nhận trong năm 1.

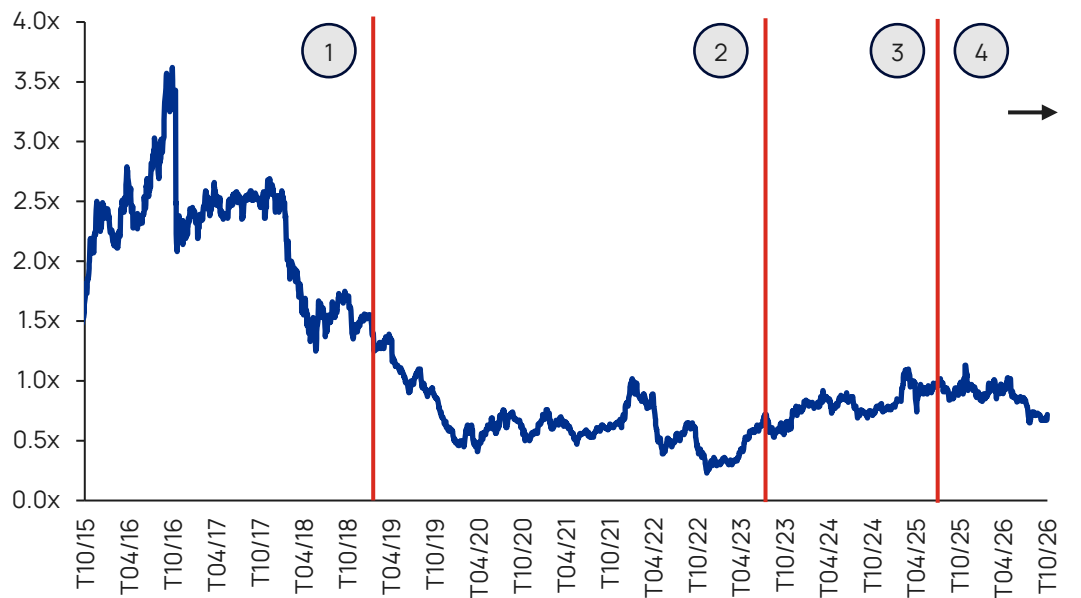
Định giá theo hệ số

Hình 48: Diễn biến P/E của CTD



Nguồn: FiinPro, Vietcap. Chúng tôi loại bỏ các giai đoạn P/E biến động cực đoan ($P/E > 50$ lần hoặc âm). Các giai đoạn (1), (2), (3) và (4) trên biểu đồ đã được phân tích tại **các trang 26 đến 32**.

Hình 49: Diễn biến P/B của CTD



Nguồn: FiinPro, Vietcap. Các giai đoạn (1), (2), (3) và (4) trên biểu đồ đã được phân tích tại **các trang 26 đến 32**.

Chúng tôi cho rằng định giá so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành không mang ý nghĩa đáng kể đối với CTD do sự khác biệt lớn về hoạt động giữa các nhà thầu xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn trình bày dưới đây tổng quan các chỉ số tài chính và định giá của một số doanh nghiệp cùng ngành trong nước và quốc tế hoạt động trong các phân khúc CTD tham gia, nhằm mục đích tham khảo.

Hình 50: Các doanh nghiệp cùng ngành của CTD

Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu trượt (triệu USD)	YoY	LNST trượt (triệu USD)	YoY	Nợ ròng/ VCSH quý gần nhất (%)	ROE trượt (%)	ROA trượt (%)	EV/EBITDA trượt (x)	P/E trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)
Doanh nghiệp trong nước												
Nhà ở & Công nghiệp												
HBC VN	Việt Nam	40	178	-28%	10	-74%	186%	14%	2%	12,7	3,7	0,5
HTN VN	Việt Nam	38	18	-22%	0	-113%	143%	0%	0%	129,6	N/A	0,7
Hạ tầng												
VCG VN	Việt Nam	365	621	13%	146	396%	-40%	39%	13%	3,8	2,5	0,8
HHV VN	Việt Nam	188	152	15%	24	26%	147%	6%	2%	10,9	7,7	0,5
C4G VN	Việt Nam	61	123	-2%	3	-54%	69%	2%	1%	13,7	19,2	0,4
LOG VN	Việt Nam	50	114	3%	6	32%	2%	5%	2%	5,6	8,6	0,5
FCN VN	Việt Nam	62	226	45%	3	279%	100%	3%	1%	11,4	20,9	0,6
Doanh nghiệp nước ngoài												
028260 KP	Hàn Quốc	40.713	29.987	8%	1.928	39%	-3%	4%	2%	12,5	19,7	0,5
1803 JP	Nhật Bản	9.460	13.605	6%	1.107	128%	22%	18%	7%	10,7	8,3	1,4
GAM MK	Malaysia	7.489	4.501	15%	258	5%	72%	8%	3%	22,3	28,5	2,3
NBCC IN	Ấn Độ	2.145	1.460	11%	82	33%	-203%	26%	5%	23,4	28,8	6,9
SCGB MK	Malaysia	2.525	1.101	-12%	104	54%	-194%	52%	9%	19,4	219,4	1,0
IJM MK	Malaysia	2.444	1.820	13%	11	-89%	38%	0%	0%	24,9	23,3	16,1
NJCC IN	Ấn Độ	825	2.358	-6%	76	-18%	27%	9%	3%	5,6	11,8	1,0
CK TB	Thái Lan	903	1.395	8%	103	67%	132%	12%	3%	18,1	9,2	1,0
STECON TB	Thái Lan	807	1.087	-7%	73	240%	27%	13%	4%	9,8	11,6	1,3
PTPP IJ	Indonesia	58	921	-12%	-353	-271%	425%	-76%	-12%	40,7	N/A	0,3
Trung vị - Trong nước		64	152	-1%	6	15%	100%	6%	2%	11,8	8,6	0,5
Trung vị - Nước ngoài		2.300	1.541	8%	89	21%	27%	10%	3%	17,1	15,5	1,2
Trung vị - Chung		801	1.061	8%	61	15%	30%	8%	3%	13,7	13,1	0,9
Coteccons VN	Việt Nam	261	1.296	38%	27*	120%*	-19%	9%	2%	5,9	10,2*	0,7

Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Số liệu tính đến ngày 08/10/2026. *Áp dụng lợi nhuận cốt lõi.

Rủi ro đầu tư

Biến động giá vật liệu xây dựng

Biến động giá vật liệu là rủi ro mang tính hệ thống đối với CTD khi nguyên vật liệu chiếm 59% cơ cấu chi phí của CTD trong NTC 2026, như đã phân tích. Rủi ro này có thể được giảm thiểu nhờ một số yếu tố, bao gồm khả năng chuyển một phần chi phí gia tăng sang khách hàng (trong thời kỳ giá biến động mạnh), cùng việc tối ưu hóa chi phí nội bộ và chuỗi cung ứng nhằm giảm gánh nặng chi phí. Ngoài ra, với danh mục dự án lớn và backlog đảm bảo khoảng hai năm doanh thu NTC 2026, CTD có thể tận dụng lợi thế quy mô để tăng vị thế đàm phán với nhà cung cấp nhằm đạt được giá đầu vào tốt hơn.

Phụ thuộc vào nhà thầu phụ và gián đoạn chuỗi cung ứng

Việc CTD phụ thuộc đáng kể vào nhà thầu phụ và mạng lưới nhà cung cấp rộng lớn cho thấy rủi ro mang tính cấu trúc về chuỗi cung ứng. Sự phục hồi nhanh chóng của công ty được hỗ trợ bởi việc mở rộng lực lượng lao động lên 4.080 nhân viên trực tiếp và khoảng 30.000 công nhân của nhà thầu phụ tại 100 công trường. Đồng thời, CTD làm việc với hơn 4.500 nhà cung cấp, càng làm tăng rủi ro về mua sắm và logistics giữa các bên liên quan. Để giảm thiểu những thách thức này, công ty đã tích cực hợp nhất chuỗi cung ứng nhằm tăng khả năng chống chịu và tăng cường kiểm soát các yếu tố đầu vào quan trọng.

Nợ xấu tồn đọng và khả năng thu hồi các khoản phải thu

Các khoản phải thu tồn đọng vẫn là nguồn phát sinh chi phí trích lập dự phòng tiềm năng và bất định về dòng tiền đối với CTD. Tại thời điểm cuối NTC 2026, các khoản phải thu khách hàng khó đòi có giá trị ghi sổ ròng 520 tỷ đồng sau khi trừ dự phòng lũy kế khoảng 1,3 nghìn tỷ đồng. Dù ban lãnh đạo kỳ vọng các khoản trích lập bổ sung nhìn chung sẽ được bù đắp bởi các khoản hoàn nhập từ thu hồi nợ, cả thời điểm và giá trị vẫn còn nhiều bất định. Các khoản trích lập bổ sung vượt quá hoàn nhập sẽ tạo ra rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo của chúng tôi, vốn giả định trích lập/hoàn nhập dự phòng ròng bằng 0 trong giai đoạn NTC 2027-31. Chiến lược bán hàng lặp lại và việc đấu thầu dự án có chọn lọc hơn giúp giảm thiểu rủi ro tín dụng đối với các hợp đồng mới nhưng không giải quyết được các khoản tồn đọng.

Mức độ tập trung khách hàng

Mối quan hệ của CTD với các chủ đầu tư lớn hỗ trợ khả năng dự báo backlog nhưng khiến công ty chịu rủi ro từ thay đổi kế hoạch đầu tư và khả năng thanh toán của họ. Doanh số bán hàng lặp lại chiếm 72% giá trị hợp đồng mới ký trong NTC 2026, trong khi danh mục dự án được công bố bao gồm nhiều dự án của Vingroup/Vinhomes, Sun Group, Masterise và Ecopark. Tuy nhiên, CTD không công bố backlog theo khách hàng, qua đó hạn chế khả năng định lượng mức độ rủi ro đối với từng khách hàng của chúng tôi. Việc trì hoãn dự án hoặc hạn chế về nguồn vốn tại các khách hàng lớn có thể ảnh hưởng đồng thời đến nhiều hợp đồng, gây áp lực lên việc ký mới hợp đồng, ghi nhận doanh thu và thu hồi tiền. Các mối quan hệ lâu năm giúp nắm rõ hơn tình hình tài chính của khách hàng, nhưng việc đa dạng hóa trên các phân khúc xây dựng không nhất thiết làm giảm rủi ro đối với cùng các nhóm khách hàng.

Nhu cầu vốn lưu động và nguồn vốn

Việc mở rộng backlog nhanh chóng có thể làm tăng nhu cầu vốn của CTD và gây áp lực lên dòng tiền hoạt động dù lợi nhuận tăng trưởng mạnh. Việc thi công backlog 70 nghìn tỷ đồng cuối NTC 2026 đòi hỏi các cam kết ban đầu lớn cho vật liệu, nhà thầu phụ và huy động nguồn lực dự án trước khi có thể thu hồi toàn bộ tiền từ khách hàng. Việc thu hồi chậm hơn kỳ vọng hoặc thanh toán theo tiến độ bị chậm trễ có thể kéo dài chu kỳ tiền mặt, tăng nhu cầu vay nợ và dẫn đến các giai đoạn dòng tiền hoạt động âm, như đã xảy ra trong các giai đoạn mở rộng backlog trước đây. Bảng cân đối kế toán tiền mặt ròng và khả năng tiếp cận nguồn vốn kỳ hạn dài hơn mang lại sự linh hoạt về thanh khoản cho CTD, nhưng không loại bỏ được sự chênh lệch giữa chi tiêu dự án và thu hồi tiền. Do đó, chi phí tài chính cao hơn có thể gây áp lực lên lợi nhuận và hạn chế khả năng nhận thêm dự án.

Mức độ cạnh tranh

Cạnh tranh gay gắt có thể hạn chế khả năng trúng thầu của CTD và tốc độ phục hồi biên lợi nhuận. Hệ sinh thái NBD và Centralcons (hoạt động độc lập) cạnh tranh trong các phân khúc mà CTD đang nắm giữ thị phần đáng kể. Việc đấu thầu quyết liệt hơn có thể gây áp lực lên giá hợp đồng hoặc buộc CTD phải từ bỏ một số dự án để bảo vệ khả năng sinh lời. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro đối với vị thế thị trường dài hạn của CTD là hạn chế, nhờ kinh nghiệm thi công sâu rộng, bảng cân đối kế toán vững mạnh và mối quan hệ lâu năm với các khách hàng hàng đầu. Ngoài ra, quy mô hoạt động và mua sắm tập trung hỗ trợ khả năng cạnh tranh về chi phí của CTD, trong khi backlog lớn cho phép công ty chọn lọc cụ thể hơn, theo đuổi các dự án có biên lợi nhuận tốt hơn thay vì sản lượng bằng mọi giá. Những thế mạnh này là cơ sở cho dự báo của chúng tôi về việc biên LN gộp mỏng xây dựng cải thiện dần từ 4,1% trong NTC 2026 lên 4,4% trong NTC 2031. Tuy nhiên, dự báo biên lợi nhuận của chúng tôi vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trước năm 2018, qua đó phản ánh môi trường cạnh tranh gay gắt hơn trong ngành và chi phí đầu vào cao hơn mang tính cấu trúc.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	NTC 26	NTC 27	NTC 28	NTC 29
Doanh thu	34.340	43.920	56.580	72.645
Giá vốn hàng bán	-32.894	-42.063	-54.169	-69.520
Lợi nhuận gộp	1.446	1.857	2.412	3.124
Chi phí bán hàng	-1	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-676	-780	-977	-1.219
LN thuần HĐKD	768	1.077	1.435	1.905
Thu nhập tài chính	407	480	490	481
Chi phí tài chính	-350	-417	-409	-414
- trong đó: chi phí lãi vay	-351	-416	-409	-413
LN từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	194	-4	-4	-4
LNTT	1.020	1.136	1.511	1.968
Thuế TNDN	-232	-226	-301	-392
LNST trước CĐTS	788	910	1.210	1.576
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST-CĐTS báo cáo	788	910	1.210	1.576
LNST-CĐTS cốt lõi*	703	913	1.214	1.580
EBITDA	879	1.210	1.606	2.123
EPS báo cáo, VND	6.885	7.954	10.576	13.775
EPS điều chỉnh, VND*	6.138	7.983	10.605	13.804
EPS pha loãng, VND*	6.138	7.983	10.605	13.804
DPS, VND *	0	1.000	1.500	2.000
DPS/EPS (%)	0%	13%	14%	15%

TỶ LỆ	NTC 26	NTC 27	NTC 28	NTC 29
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	38%	28%	29%	28%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	59%	40%	33%	33%
Tăng trưởng LNST-CĐTS	73%	16%	33%	30%
Tăng trưởng EPS cốt lõi*	121%	30%	33%	30%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%
Biên LN từ HĐKD %	2,2%	2,5%	2,5%	2,6%
Biên EBITDA	2,6%	2,8%	2,8%	2,9%
Biên LNST-CĐTS cốt lõi*	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%
ROE %	8,5%	9,1%	11,0%	13,0%
ROA %	2,3%	2,2%	2,4%	2,6%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	88	95	91	86
Số ngày phải thu	161	143	139	137
Số ngày phải trả	91	87	88	89
TG luân chuyển tiền	158	151	142	135
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành (x)	1,3	1,3	1,2	1,2
CS thanh toán nhanh (x)	1,0	0,9	0,9	0,8
CS thanh toán tiền mặt (x)	0,3	0,2	0,2	0,1
Nợ vay/Tài sản	15%	13%	11%	9%
Nợ vay/VCSH	62%	56%	51%	46%
Nợ ròng/VCSH	-19%	-21%	-17%	-15%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2,2	2,6	3,5	4,6

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	NTC 26	NTC 27	NTC 28	NTC 29
Tiền và tương đương tiền	3.936	3.017	2.836	2.726
Đầu tư TC ngắn hạn	3.887	5.000	5.000	5.000
Các khoản phải thu	16.544	20.234	25.266	31.612
Hàng tồn kho	9.906	12.091	14.828	18.079
Tài sản ngắn hạn khác	2.425	3.101	3.995	5.129
Tổng tài sản ngắn hạn	36.697	43.443	51.926	62.546
Tài sản dài hạn gộp	2.014	2.564	3.189	3.889
- Khấu hao	-1.099	-1.232	-1.403	-1.620
Tài sản dài hạn ròng	914	1.332	1.786	2.269
Đầu tư TC dài hạn	322	322	322	322
Tài sản dài hạn khác	818	439	566	726
Tổng tài sản dài hạn	2.054	2.093	2.673	3.317
Tổng tài sản	38.751	45.535	54.599	65.863
Phải trả ngắn hạn	8.806	11.347	14.724	19.039
Nợ ngắn hạn	4.401	4.762	5.293	5.712
Nợ ngắn hạn khác	14.323	17.879	22.467	28.120
Tổng nợ ngắn hạn	27.530	33.988	42.484	52.871
Nợ dài hạn	1.542	1.075	608	142
Nợ dài hạn khác	28	28	28	28
Tổng nợ	29.099	35.090	43.120	53.041
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	1.140	1.140	1.140	1.140
Thặng dư vốn cổ phần	2.714	2.714	2.714	2.714
Lợi nhuận giữ lại	1.741	2.533	3.568	4.911
Vốn khác	4.056	4.056	4.056	4.056
Lợi ích CĐTS	1	1	1	0
Vốn chủ sở hữu	9.652	10.445	11.480	12.822
Tổng cộng nguồn vốn	38.751	45.535	54.599	65.863
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	114,0	114,0	114,0	114,0

LCTT (tỷ đồng)	NTC 26	NTC 27	NTC 28	NTC 29
Tiền đầu năm	2.712	3.936	3.017	2.836
Lợi nhuận ròng	788	910	1.210	1.576
Khấu hao	111	132	171	217
Thay đổi vốn lưu động	-3.344	-3.334	-4.393	-5.281
Điều chỉnh khác	3.261	3.256	3.563	4.352
Tiền từ HĐKD	816	964	551	865
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-529	-550	-625	-700
Đầu tư, ròng	-1.912	-1.113	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.441	-1.663	-625	-700
Cổ tức đã trả	-101	-114	-171	-228
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	1.417	360	531	419
Tăng (giảm) nợ dài hạn	1.539	-467	-467	-467
Tiền từ các hoạt động TC khác	-6	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	2.848	-220	-107	-275
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.223	-919	-180	-110
Tiền cuối năm	3.936	3.017	2.836	2.726

Nguồn: CTD, Vietcap. *LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi không bao gồm dự phòng nợ xấu, các khoản bất thường khác và thu nhập/(lỗ) khác. EPS được tính sau khi trừ đi quỹ khen thưởng phúc lợi. **DPS công bố cho năm. Tờ trình ĐHCĐ NTC 2027 của CTD đề xuất không chia cổ tức tiền mặt cho NTC 2026.

Phụ lục

Phụ lục 1: Các dự án lớn của Coteccons

Hình 51: Dự án tiêu biểu của CTD trong các phân khúc xây dựng (quay lại phần Lịch sử và hồ sơ Công ty, quay lại phần Kết quả Tài chính)

Dự án nhà ở		
Landmark 81 - Vinhomes Central Park	Trụ sở Tập đoàn Viettel	Diamond Crown Hải Phòng
 • Vị trí: Quận Bình Thạnh cũ, TP.HCM • Chủ đầu tư: Vinhomes (Vingroup) • Quy mô dự án: Cao 461,2m, 81 tầng • Gói thầu: Tổng thầu thi công cọc, tầng hầm, kết cấu chính và hoàn thiện • Thời gian thi công: 2014-2018	 • Vị trí: Cầu Giấy, Hà Nội • Chủ đầu tư: Tập đoàn Viettel • Quy mô dự án: Tổ hợp trụ sở văn phòng 2,4 ha • Gói thầu: Nhà thầu chính • Thời gian thi công: Hoàn thành năm 2020	 • Vị trí: Giao lộ Lê Hồng Phong - Nguyễn Bình Khiêm, TP. Hải Phòng • Chủ đầu tư: DOJI Land • Quy mô dự án: Tháp đôi gồm tháp khách sạn 45 tầng và tháp căn hộ 39 tầng • Gói thầu: Tổng thầu sử dụng kết cấu bê tông Diagrid • Thời gian thi công: 2022-2025
Casino Nam Hội An	Vinhomes Grand Park	The Metropole Thủ Thiêm
 • Vị trí: Duy Xuyên, Quảng Nam • Chủ đầu tư: VinaCapital, Chow Tai Fook (Hong Kong), The Suncity Group (Ma Cao) • Quy mô dự án: Tổ hợp 985,6 ha (casino + khối đế + khách sạn) • Gói thầu: Thi công trọn gói • Thời gian thi công: 2017-2019	 • Vị trí: Phường Long Bình và Long Thạnh Mỹ, Quận 9 cũ, TP.HCM • Chủ đầu tư: Vinhomes (Vingroup) • Quy mô dự án: 271,8 ha với 71 tòa tháp cao tầng • Gói thầu: Giá trị hợp đồng 900 tỷ đồng, nhiều giai đoạn bao gồm các tòa Rainbow, Origami, Beverly, Manhattan • Thời gian thi công: 2019-đang triển khai (Giai đoạn 1 hoàn thành năm 2021, Giai đoạn 2-3 triển khai đến năm 2025)	 • Vị trí: Khu đô thị mới Thủ Thiêm, Thủ Đức, TP.HCM • Chủ đầu tư: Công ty Quốc Lộc Phát • Quy mô dự án: 7,6 ha đất, tổng vốn đầu tư 7.300 tỷ đồng • Gói thầu: Giai đoạn 1: 3 tòa tháp 12 tầng với 486 căn. Giai đoạn 2: 4 tầng hầm và 2 tòa tháp (36 tầng và 28 tầng) • Thời gian thi công: Giai đoạn 1: 2019-2021 (hoàn thành sớm 1,5 tháng), Giai đoạn 2: 2022-2024

Dự án công nghiệp		
Nhà máy LEGO Việt Nam	Tổ hợp Sản xuất Ô tô VinFast	Nhà máy Lắp ráp Xe điện VinFast Ấn Độ
		
• Vị trí: KCN VSIP III, tỉnh Bình Dương • Chủ đầu tư: Tập đoàn LEGO • Quy mô dự án: 163.000 m² tổng diện tích sàn • Gói thầu: Tổng thầu • Thời gian thi công: 2022-2024	• Vị trí: Khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải, Hải Phòng, Việt Nam • Chủ đầu tư: VinFast Auto Ltd • Quy mô dự án: 335 ha • Gói thầu: Tổng thầu phần lớn hạng mục bao gồm các nhà xưởng chính và công trình phụ trợ • Thời gian thi công: Giai đoạn 1: quý 3/2017-quý 2/2019, Giai đoạn 2: 2022-quý 4/2022, Giai đoạn 3: quý 1/2023-2024	• Vị trí: KCN SIPCOT, TP. Thoothukudi, Tamil Nadu, Ấn Độ • Chủ đầu tư: VinFast Auto Ltd • Quy mô dự án: 160 ha với công suất ban đầu 50.000 xe/năm, có thể mở rộng lên 150.000 xe/năm • Gói thầu: Tổng thầu chính • Thời gian thi công: 2024-2025

Dự án hạ tầng		
Cảng hàng không Quốc tế Long Thành - Gói thầu 7.8	Dự án Phát triển Đại học Quốc gia Việt Nam	Cao tốc Chơn Thành - Gia Nghĩa
		
• Vị trí: Tỉnh Đồng Nai • Chủ đầu tư: Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) • Quy mô dự án: 8,4 ha tổng diện tích sàn, chiều cao công trình 30m • Gói thầu: Liên danh HANTA2 (Coteccons, Hancorp, ATAD) - Kết cấu phần thân Nhà ga hàng hóa số 1, hạ tầng bên ngoài, lắp đặt thiết bị • Thời gian thi công: 2025-2026	• Vị trí: TP. Dĩ An, tỉnh Bình Dương • Chủ đầu tư: Đại học Quốc gia TP.HCM (ĐHQG-HCM) • Quy mô dự án: Gần 50.000 m² diện tích xây dựng • Gói thầu: HCMVNU-CW-01 - Xây dựng các tòa nhà YB1, YB2, YB3 và hạ tầng cảnh quan • Thời gian thi công: 2025-2026	• Vị trí: Tỉnh Bình Phước - Đắc Nông • Chủ đầu tư: Bộ Giao thông Vận tải • Quy mô dự án: Đoạn tuyến cao tốc • Gói thầu: Nhà thầu thi công hạ tầng • Thời gian thi công: Đang triển khai 2024-2027

Dự án quốc tế		
Tháp đôi Đài Bắc	Trung tâm Dữ liệu Georgia	Đại học Đài Bắc
		
• Vị trí: North Gate, Đài Bắc, Đài Loan • Chủ đầu tư: Clevo và Hongwell Group • Quy mô dự án: 590.000 m², hai tòa tháp 55 và 73 tầng, cao 369m, 5 tầng hầm • Gói thầu: Vai trò tư vấn kỹ thuật xây dựng • Thời gian thi công: 2022-2027	• Vị trí: Tbilisi, Georgia • Chủ đầu tư: Silknet (vận hành bởi Silk Cloud) • Quy mô dự án: Trung tâm dữ liệu thương mại đạt chứng nhận Tier III • Gói thầu: Thiết kế, Mua sắm và Thi công (EPC), thực hiện cùng đối tác hạ tầng công nghệ Huawei • Thời gian thi công: 2026-2027	• Vị trí: Quận Trung Sơn, Đài Bắc, Đài Loan • Chủ đầu tư: Đại học Quốc gia Đài Bắc • Quy mô dự án: Chưa xác định • Gói thầu: Chưa xác định • Thời gian thi công: Chưa xác định

Nguồn: CTD, Vietcap

Phụ lục 2: Các dự án lớn của Newtecons, Ricons và SOL E&C

Hình 52: Các dự án tiêu biểu của Newtecons, Ricons và SOL E&C trong các phân khúc xây dựng ([quay lại](#) phần Bối cảnh cạnh tranh)

Dự án nhà ở		
Masteri Lakeside	Vinhomes Smart City	Grand Marina Saigon
		
• Nhà thầu: Newtecons • Vị trí: Quận Nam Từ Liêm, Hà Nội • Chủ đầu tư: Masteri Holdings • Quy mô dự án: 21.000 m²; 3 tòa tháp (37 tầng); khoảng 2.200 căn • Gói thầu: Tổng thầu thi công cọc, tầng hầm, kết cấu và hoàn thiện • Thời gian thi công: 2024 - 2027 (đang triển khai)	• Nhà thầu: Newtecons • Vị trí: Quận Nam Từ Liêm, Hà Nội • Chủ đầu tư: Vinhomes (Vingroup) • Quy mô dự án: Khu đô thị thông minh 280 ha • Gói thầu: Tổng thầu nhiều khối nhà ở • Thời gian thi công: 2022 - 2026 (đang triển khai)	• Nhà thầu: Newtecons • Vị trí: Số 2 đường Tôn Đức Thắng, Quận 1 cũ, TP.HCM • Chủ đầu tư: Masterise Homes • Quy mô dự án: Tổ hợp căn hộ hàng hiệu 10 ha • Gói thầu: Tổng thầu MEP (tiêu chuẩn Marriott & JW Marriott) • Thời gian thi công: 2020 - 2024

Dự án nhà ở		
Danang Times Square	The Blanca City	Tổ hợp Grand Bay Hạ Long
		
• Nhà thầu: Newtecons • Vị trí: Đường Võ Nguyên Giáp, Quận Sơn Trà, Đà Nẵng • Chủ đầu tư: Tập đoàn Kim Long Nam • Quy mô dự án: Tháp đôi CT1 & CT2 (khách sạn & nhà ở) • Gói thầu: Tổng thầu hoàn thiện và mặt dựng • Thời gian thi công: 2021 - 2025	• Nhà thầu: SOLE&C • Vị trí: Phường 10 & 11, Vũng Tàu • Chủ đầu tư: Sun Group • Quy mô dự án: Khu đô thị biển All-in-One; công viên nước 19 ha • Gói thầu: Tổng thầu phân khu cao tầng và thấp tầng - Thời gian thi công: quý 3/2025 - 2027 (đang triển khai)	• Nhà thầu: Newtecons • Vị trí: Hạ Long Marina, tỉnh Quảng Ninh • Chủ đầu tư: Tập đoàn BIM • Quy mô dự án: Quần thể biệt thự ven biển và tháp nghỉ dưỡng • Gói thầu: Tổng thầu thi công trọn gói - Thời gian thi công: 2021 - 2023

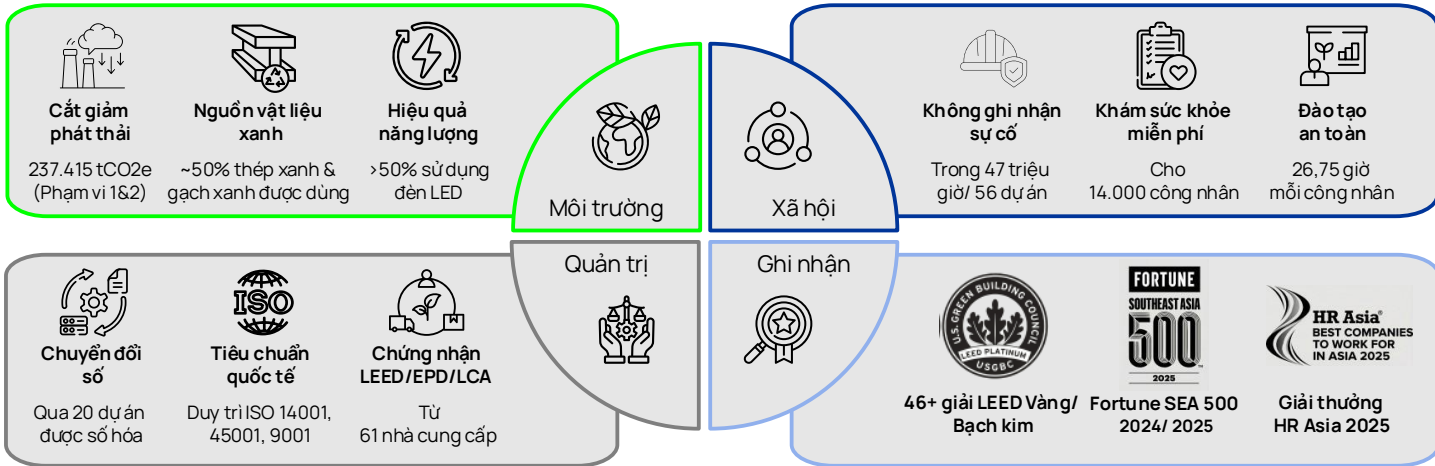
Dự án công nghiệp		
Stanley Black & Decker (Compass II)	Nhà máy Coca-Cola Long An	Mở rộng Nhà máy Nestlé Đồng Nai
		
• Nhà thầu: SOLE&C • Vị trí: KCN VSIP I, Bình Dương • Chủ đầu tư: Stanley Black & Decker (Mỹ) • Quy mô dự án: Cơ sở sản xuất FDI công nghệ cao • Gói thầu: Tổng thầu Thiết kế & Thi công - Thời gian thi công: 2024 - 2025	• Nhà thầu: SOLE&C • Vị trí: KCN Phú An Thạnh, tỉnh Long An • Chủ đầu tư: Coca-Cola Việt Nam • Quy mô dự án: Trung tâm sản xuất thông minh 19 ha • Gói thầu: Tổng thầu thi công toàn bộ nhà máy - Thời gian thi công: 2023 - 2025	• Nhà thầu: SOLE&C • Vị trí: KCN Amata, Đồng Nai • Chủ đầu tư: Nestlé Việt Nam • Quy mô dự án: Mở rộng nhà máy đạt tiêu chuẩn cao • Gói thầu: Tổng thầu mở rộng chất lượng cao • Thời gian thi công: 2023 - 2024

Dự án hạ tầng		
Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (Nhà ga)	Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	Đại học Fulbright Việt Nam
		
- Nhà thầu: Newtecons - Vị trí: Huyện Long Thành, Đồng Nai - Chủ đầu tư: ACV (Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam) - Quy mô dự án: Nhà ga hành khách (tổng diện tích cảng hàng không 5.000 ha) - Gói thầu: Newtecons trong liên danh thi công nhà ga chính - Thời gian thi công: 2023 - 2026 (đang triển khai)	- Nhà thầu: Các liên danh Newtecons, Ricons và SOL E&C - Vị trí: Tân Bình, TP.HCM - Chủ đầu tư: ACV / Cảng hàng không Tân Sơn Nhất - Quy mô dự án: Tổ hợp nhà ga + nhà để xe nhiều tầng - Gói thầu: Ricons trong liên danh 6 nhà thầu (9 nghìn tỷ đồng) - Thời gian thi công: 2023 - 2025	- Nhà thầu: Newtecons - Vị trí: Khu Công nghệ cao Sài Gòn, Thủ Đức, TP.HCM - Chủ đầu tư: Đại học Fulbright Việt Nam (FUV) - Quy mô dự án: Khuôn viên 15 ha; tiêu chuẩn LEED Gold - Gói thầu: Tổng thầu Thiết kế & Thi công - Thời gian thi công: tháng 10/2025 - tháng 9/2026 (Giai đoạn 1)

Nguồn: CTD, Vietcap

Phụ lục 3: Danh mục thành tựu ESG của Coteccons

Hình 53: Danh mục thành tựu ESG của CTD (quay lại phần Mô tả hoạt động kinh doanh)

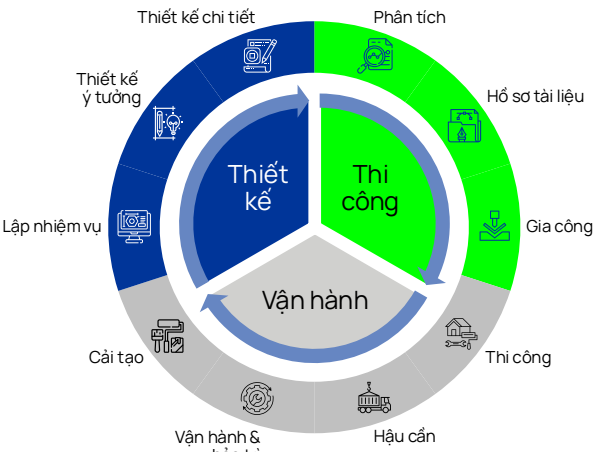


Nguồn: Tổ chức Tiêu chuẩn hóa Quốc tế, Hội đồng Công trình Xanh Mỹ, Fortune, HR.Asia, CTD, Vietcap

Phụ lục 4: Quy trình triển khai dự án của Coteccons

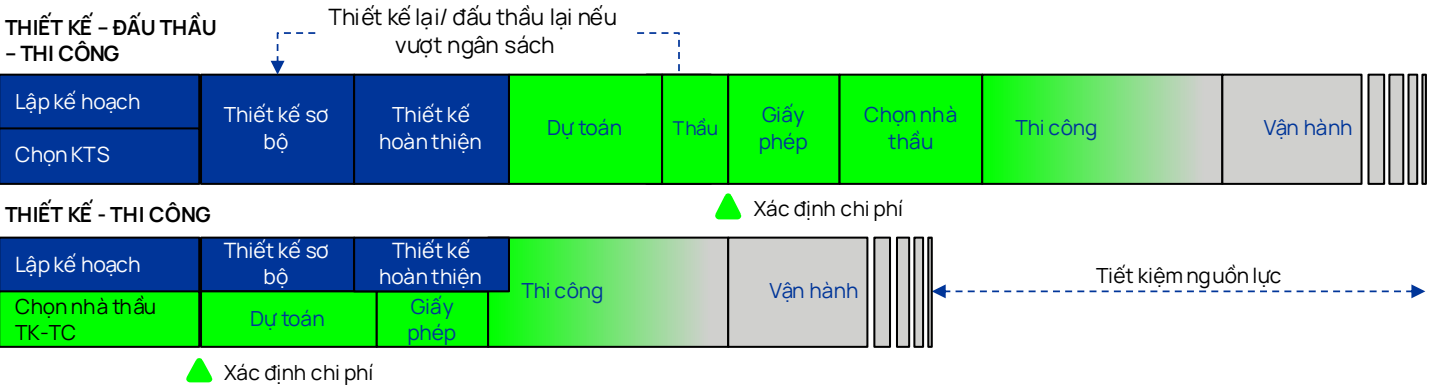
Việc ứng dụng BIM, tạo ra bản sao số (digital twin) của dự án, cho phép mô phỏng nâng cao và phát hiện xung đột, qua đó giảm thiểu các sai sót và khâu làm lại tốn kém tại công trường. BIM cũng được sử dụng để mô hình hóa các bộ phận phức tạp của kết cấu, như liên kết diagrid tại dự án Doji Diamond Crown Hải Phòng hay bảng thống kê uốn cốt thép cho Landmark 81 (có thể xem ví dụ về mô hình BIM của dự án qua [trimble](#)).

Hình 54: Mô hình Thông tin Công trình (BIM) và minh họa liên kết diagrid (quay lại phần Lợi thế cạnh tranh)



Nguồn: CTD, Vietcap

Hình 55: Quy trình Thiết kế - Đấu thầu - Thi công so với Thiết kế - Thi công



Nguồn: CTD, Vietcap

Phụ lục 5: Tổng quan về Tân Hoàng Minh

Được thành lập năm 1993, Tập đoàn Tân Hoàng Minh (THM) là chủ đầu tư tư nhân chủ yếu gắn với các dự án nhà ở cao cấp tại Hà Nội.

Trước năm 2022, danh mục của THM gồm năm dự án lớn: D'. Capitale, D'. El Dorado I-II, D'. Le Roi Soleil, D'. Le Pont D'Or và Hanoi Signature, đã bàn giao hơn 4.918 căn hộ và shophouse. Dự án D'. Capitale, với CTD là nhà thầu chính, là dự án lớn nhất, đóng góp hơn 3.000 căn, tương ứng ít nhất 61% danh mục đã hoàn thành được công bố.

Trong giai đoạn tháng 7/2021 - tháng 3/2022, ba công ty con đã phát hành 10,03 nghìn tỷ đồng trái phiếu nhưng huy động 13,97 nghìn tỷ đồng tiền mặt thông qua các giao dịch chào bán có cấu trúc. khoảng 5,17 nghìn tỷ đồng (37%) được dùng để trả cho các nhà đầu tư trước đó; khoản lỗ còn lại tại thời điểm khởi tố vụ án (tháng 4/2022) là 8,64 nghìn tỷ đồng của 6.630 nhà đầu tư. Sự việc đã làm sụp đổ kênh tái tài trợ của THM, đóng băng thanh khoản nội bộ và khiến các dự án phải ngừng thi công.

Đến tháng 9/2023, THM đã hoàn tất khắc phục hậu quả tài chính 8,64 nghìn tỷ đồng, bù đắp toàn bộ thiệt hại đã được định lượng của nhà đầu tư. Phán quyết phúc thẩm năm 2024 xác nhận việc khắc phục toàn bộ, gỡ bỏ rủi ro pháp lý chính và giúp THM nối lại quan hệ với ngân hàng, nhà thầu và các đối tác thương mại khác.

Từ năm 2025, THM đã tái khởi động ba dự án tồn đọng tại Hà Nội, gồm Greenera Southmark, D'. Diamant Bleu và D'. Patrimony (Hình 57). Dự án D'. Patrimony có tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 4,85 nghìn tỷ đồng và đã chính thức khởi công, cho thấy THM đã khôi phục khả năng tiếp cận vốn ngân hàng và các nguồn vốn khác.

Tính đến tháng 7/2026, như đã đề cập, thỏa thuận tắt toán giữa CTD và các công ty con của THM được Tòa án công nhận theo Bản án số 105/2026/KDTM-PT của Tòa án Nhân dân Hà Nội đã xác nhận hiệu lực thi hành về mặt pháp lý, với khoản thu hồi dự kiến được ghi nhận qua nhiều kỳ.

Hình 56: Danh mục dự án đang triển khai của THM (quay lại phần Lịch sử và hồ sơ Công ty, quay lại phần Kết quả Tài chính)

Dự án nhà ở		
Greenera Southmark	D'. Patrimony	D'. Diamant Bleu
		
• Vị trí: 486 Ngọc Hồi, Hà Nội • Chủ đầu tư: Tập đoàn Tân Hoàng Minh • Quy mô dự án: 8,2 ha diện tích đất xây dựng • Tổng vốn đầu tư: 2,7 nghìn tỷ đồng • Thời gian thi công: 2025-2027	• Vị trí: 94 Lò Đúc, Hà Nội • Chủ đầu tư: Tập đoàn Tân Hoàng Minh • Quy mô dự án: 11,2 ha diện tích đất xây dựng • Tổng vốn đầu tư: 4,85 nghìn tỷ đồng • Thời gian thi công: 2026-chưa xác định	• Vị trí: Khu đô thị mới Việt Hưng, Việt Hưng, Hà Nội • Chủ đầu tư: Tập đoàn Tân Hoàng Minh • Quy mô dự án: 11,8 ha diện tích đất xây dựng • Tổng vốn đầu tư: Chưa xác định • Thời gian thi công: 2026-chưa xác định

Nguồn: Vietcap tổng hợp

Phụ lục 6: Các dự án BĐS nhà ở tiêu biểu

Thông tin công bố từ CTD và các đối tác cho thấy backlog BĐS nhà ở của công ty chủ yếu đến từ các đơn hàng lặp lại từ các chủ đầu tư hàng đầu, bao gồm Vinhomes, Sun Group, Masterise Homes và Ecopark. Với nhu cầu thị trường đã được chứng minh và hoạt động xây dựng quy mô lớn đang diễn ra của các chủ đầu tư này, CTD được hưởng lợi từ khả năng chuyển đổi backlog mạnh và rõ ràng trong trung hạn.

Hình 57: Các dự án tiêu biểu trong danh mục của CTD (quay lại phần Lịch sử và hồ sơ Công ty, quay lại phần Phân tích Ngành)

Loại hình	Tên dự án	Khách hàng / Chủ đầu tư	Vị trí	Năm	Tổng vốn đầu tư dự án (tỷ đồng)*
Tổ hợp cao tầng	Vinhomes The Gallery Giảng Võ	Vinhomes	Giảng Võ, Hà Nội	2025-đang triển khai	17.440
Khu đô thị nhà ở	Vinhomes Wonder City	Vinhomes	Đan Phượng, Hà Nội	2026-đang triển khai	18.400

Loại hình	Tên dự án	Khách hàng / Chủ đầu tư	Vị trí	Năm	Tổng vốn đầu tư dự án (tỷ đồng)*
Gói thầu nhà ở	Vinhomes Star City Thanh Hóa	Vinhomes	Thanh Hóa	2025-đang triển khai	11.623
Nhà ở cao tầng	Vinhomes The Glory Heights	Vinhomes	Thủ Đức, TP.HCM	2023-2024	Chưa công bố
Công viên chủ đề / du lịch	VinWonders Tuyên Quang	Vingroup / VinWonders	Tuyên Quang	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Nhà ở cao tầng	Celestine Westlake / Westlake Residential	Vinaenco	300 Võ Chí Công, Hà Nội	2024-2027	Chưa công bố
Trung tâm dữ liệu / MEP	Trung tâm Dữ liệu Viettel - Gói thầu MEP	Viettel	Việt Nam; địa điểm cụ thể chưa công bố	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Hạ tầng khu đô thị	Việt Đức Legend City	Tập đoàn Thép Việt Đức	Phú Thọ, Vĩnh Phúc cũ	2024-đang triển khai	Chưa công bố
Khu đô thị nghỉ dưỡng	Selavia Phú Quốc - Giai đoạn 2 / Tổ hợp Vĩnh Đầm	Toàn Hải Vân / TTC Phú Quốc / TTC Land	Phú Quốc, An Giang	2025-2027	Chưa công bố
Tổ hợp thương mại cao tầng	Maslight Tower	Tập đoàn Thủy Dương	Hải Phòng	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Tổ hợp cao tầng	Tháp đôi Hà Nội (giai đoạn đề xuất; tên chính thức chưa công bố)	Đầu tư Xây dựng Thái Sơn / Vinhomes	Mễ Trì-Mỹ Đình, Hà Nội	Đề xuất năm 2026	>50.000
Nhà ở cao tầng	Sunshine Crystal River	Tập đoàn Sunshine	Nam Thăng Long-Ciputra, Hà Nội	2023-2026	3.500
Khu đô thị / nghỉ dưỡng hỗn hợp	Khu đô thị hỗn hợp Bãi Đất Đỏ	Sun Group / Mặt Trời Phú Quốc	Phú Quốc, An Giang	2025-2027	64.000
Khu đô thị nhà ở hỗn hợp	Sun Urban City (Hà Nam / Phủ Lý)	Sun Group	Phủ Lý, Ninh Bình (Hà Nam cũ)	2026-đang triển khai	35.000
Nhà ở / thương mại	Sun Grand Marina Town	Sun Group	Hạ Long, Quảng Ninh	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Cải tạo / khách sạn	Nhà khách Tây Hồ	Sun Group	Tây Hồ, Hà Nội	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Hội nghị / hạ tầng	Trung tâm Hội nghị APEC 2027	Sun Group	Phú Quốc, An Giang	2026-đang triển khai	21.900
Công trình văn hóa biểu tượng	Nhà hát Opera Hồ Tây	Sun Group	Tây Hồ, Hà Nội	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Trung tâm dữ liệu / EPC nước ngoài	Trung tâm Dữ liệu Silknet / Silk Cloud	Silknet / Silk Cloud	Tbilisi, Georgia	Sau 2026 / 2027-đang triển khai	Chưa công bố
Tổ hợp cao tầng hạng sang	The OpusK - Metropole	Quốc Lộc Phát / SonKim Land	Thủ Thiêm, TP.HCM	2024-đang triển khai	3.500

Loại hình	Tên dự án	Khách hàng / Chủ đầu tư	Vị trí	Năm	Tổng vốn đầu tư dự án (tỷ đồng)*
Cao tầng / hỗn hợp	61 Trần Phú	POSTEF / Bưu điện Hà Nội	Ba Đình, Hà Nội	2026-đang triển khai	1.575
Cao tầng ven biển	Tổ hợp tháp nhà ở ven biển Nhật Quang	Nhật Quang	Chưa công bố công khai	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Khu nhà ở hỗn hợp / TOD	The 9 Stellars	Ngân Thành / SonKim Land	Thủ Đức, TP.HCM	2025-đang triển khai	6.239
Nhà ở thấp tầng	Nam Long Đại Phước	Tập đoàn Nam Long / Paragon Đại Phước	Đại Phước, Nhơn Trạch, Đồng Nai	2026-đang triển khai	6.918
Nhà ở xã hội	Dự án Nhà ở xã hội Hải Phòng	Chưa công bố	Hải Phòng	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Nhà ở cao tầng	Monrei Saigon	Mitsubishi Corp. / Tokyu Land / Phát Đạt	TP.HCM, Thuận An cũ	2025-2028	18.000
Nhà ở quy mô lớn / hỗn hợp	Cao Xà Lá / Hanoi Seasons Garden	BDS Minh An / Masterise Homes	233-235 Nguyễn Trãi, Hà Nội	2026-đang triển khai	11.107
Khu đô thị nhà ở	Khu đô thị mới tại Đông Anh	Tập đoàn MIK	Đông Anh, Hà Nội	2025-đang triển khai	Chưa công bố
Nhà ở cao tầng	The Sola Park / Imperia Smart City	Tập đoàn MIK	Tây Mỗ, Hà Nội	2024-2026	5.596
Nhà ở cao tầng	The Global City	Masterise Homes / SDI	An Phú, TP.HCM	2025-đang triển khai	Chưa công bố
Nhà ở cao tầng	Masteri Lakeside / The Lake Masteri	Masterise Homes	Ocean Park 1, Hà Nội	2025-đang triển khai	4.844
Khu đô thị nhà ở	Masterise Đại An	Masterise Homes	Hưng Yên	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Nhà ở cao tầng	The Emerald 68	Tập đoàn Lê Phong / Cotecons	TP.HCM, Thuận An cũ	2023-2026	> 2.000
Tổ hợp cao tầng	The Reflection West Lake	Kusto Home	Tây Hồ, Hà Nội	2025-đang triển khai	Chưa công bố
Nhà ở xã hội	K-Home New City / Nhà ở xã hội Hòa Phú	Kim Oanh Land / Kim Oanh Group	TP.HCM, Bình Dương cũ	2025-2027	2.725
Hạ tầng khu đô thị	One Era - Một Thế Giới	Kim Oanh Group / Kinera và các đối tác Nhật Bản	TP.HCM, Bình Dương cũ	2025-đang triển khai	25.000
Nhà ở cao tầng	Celesta Gold	Keppel / Phú Long / Nomura Real Estate Việt Nam	Nam Sài Gòn, TP.HCM	2026-2027	Chưa công bố
Nhà ở cao tầng	Jade Square	JS Real Estate / Infinity Group	Xuân Đình, Hà Nội	2025-đang triển khai	3.000

Loại hình	Tên dự án	Khách hàng / Chủ đầu tư	Vị trí	Năm	Tổng vốn đầu tư dự án (tỷ đồng)*
Hạ tầng	Cầu Cần Giờ	TP.HCM / Liên danh do Masterise dẫn đầu	Nhà Bè-Cần Giờ, TP.HCM	2026-đang triển khai	>13.000
Nhà ở cao tầng	Eaton Park	Gamuda Land	An Phú, TP.HCM	2024-2027	3.983
Tổ hợp cao tầng	Eco Central Park Vinh	Ecopark Group	Vinh, Nghệ An	2025-đang triển khai	5.124
Khu đô thị nghỉ dưỡng	Eco Retreat	Ecopark Group	Bến Lức, Tây Ninh (Long An cũ)	2025-đang triển khai	16.981
Nhà ở cao tầng	The Privé - trước đây là Gem Riverside	Tập đoàn Đất Xanh	An Phú, TP.HCM	2024-2027	Chưa công bố
Nhà ở cao tầng	Sycamore - Orchard Hill	CapitaLand Development / UOA	TP.HCM, Bình Dương cũ	2025-đang triển khai	18.330
Công nghiệp / logistics	BWID Bình Dương	BW Industrial Development	TP.HCM, Bình Dương cũ	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Khách sạn cao tầng / nước ngoài	Silk Tower I	Batumi Riviera LLC / Silk Road Group	Batumi, Georgia	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Giáo dục	Trường Quốc tế Á Châu - Celadon City	Tập đoàn Giáo dục Quốc tế Á Châu	Tân Phú, TP.HCM	2026-đang triển khai	Chưa công bố
Khu đô thị nhà ở	Anlac Green Symphony	Tập đoàn An Lạc	Hoài Đức, Hà Nội	2023-2026	10.500
Hạ tầng cảng hàng không	Cảng hàng không Quốc tế Phú Quốc - Nhà ga hành khách T2	CTCP Cảng hàng không Mặt Trời (Sun Airport) thuộc Sun Group	Phú Quốc, An Giang	2026-đang triển khai	21.998

Lưu ý: Các dự án được trình bày dựa trên nguồn công khai và không đại diện cho toàn bộ danh mục dự án nhà ở của CTD. * Chưa công bố: chưa tìm thấy số liệu công khai đủ tin cậy. Tổng vốn đầu tư dự án **không phải** là giá trị hợp đồng hoặc backlog của CTD.

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Hoàng Gia Huy, Võ Phan Hồng Kiệt, và Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268
- Phạm Nguyên Hoàng Anh, Chuyên viên, ext 139

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn