

Báo cáo cổ phiếu: CTD

Mô hình lợi nhuận NĐTCT27–28: lãi cao nhất 7 năm, nhưng dòng tiền sống nhờ tiền ứng trước

CTCP Xây dựng Cotecons (HOSE: CTD) · Kết quả năm tài chính 2026 (01/07/2025 – 30/06/2026): công nợ, hoàn nhập dự phòng, vòng quay vốn, CFO, backlog · giá tham chiếu 59,4 nghìn đồng (28/09/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

DOANH THU
NĐTCT26

34.340

tỷ đồng · +38%

LNST

788

tỷ đồng · +73%

BIÊN GỘP

4,2%

NĐTCT25: 3,3%

CFO BÁO CÁO

+816

tỷ đồng

CFO TRỪ TIỀN
ỨNG TRƯỚC

-3.399

tỷ đồng

BACKLOG
30/06/2026

~70.000

tỷ · ≈ 2,0x doanh thu

GÓC NHÌN AAS
RESEARCH

THEO DÕI

GIÁ HIỆN TẠI

59,4

GIÁ TRỊ HỢP LÝ (CƠ SỞ,
P/E – P/B 50/50)

71 nghìn đ (+20%)

VÙNG KỊCH BẢN

44 – 109

P/E TRƯỢT · P/B

8,4x · 0,69x

Được tích lũy tối đa 1/3 tỷ trọng ở vùng ≤ 60 nghìn (P/B ≤ 0,7x; lịch sử cho lợi suất 12 tháng có trung vị +29%, thắng 78%). **Nâng lên MUA** (đủ tỷ trọng) khi giá vượt MA200 trong lúc P/B ≤ 0,8x, hoặc khi có hai trong ba tín hiệu: Emerald 68 bàn giao đúng hạn quý 4/2026; thu đột đầu khoản 526 tỷ; biên gộp ≥ 4,2% thêm 2 quý. **Cắt lỗ** dưới 47,5 nghìn (P/B 0,55x). **Chuyển sang TRÁNH** nếu biên gộp quý dưới 3,3%, hoặc dở dang vượt 12.000 tỷ mà tiền ứng trước không tăng.

KẾT LUẬN

Kết quả NĐTCT26 tốt thật, nhưng biên gộp 4,2% đang cao hơn trung bình 3 năm (3,7%). Khi đưa biên về gần trung bình, phần thi công lỗi NĐTCT27 chỉ khoảng 732 tỷ, thấp hơn kế hoạch 1.050 tỷ. LNST cơ sở 1.305 tỷ vượt kế hoạch nhờ hai khoản một lần nằm ngoài kế hoạch: Emerald 68 (khoảng 307 tỷ sau thuế cho cả dự án) và hoàn nhập Tân Hoàng Minh.

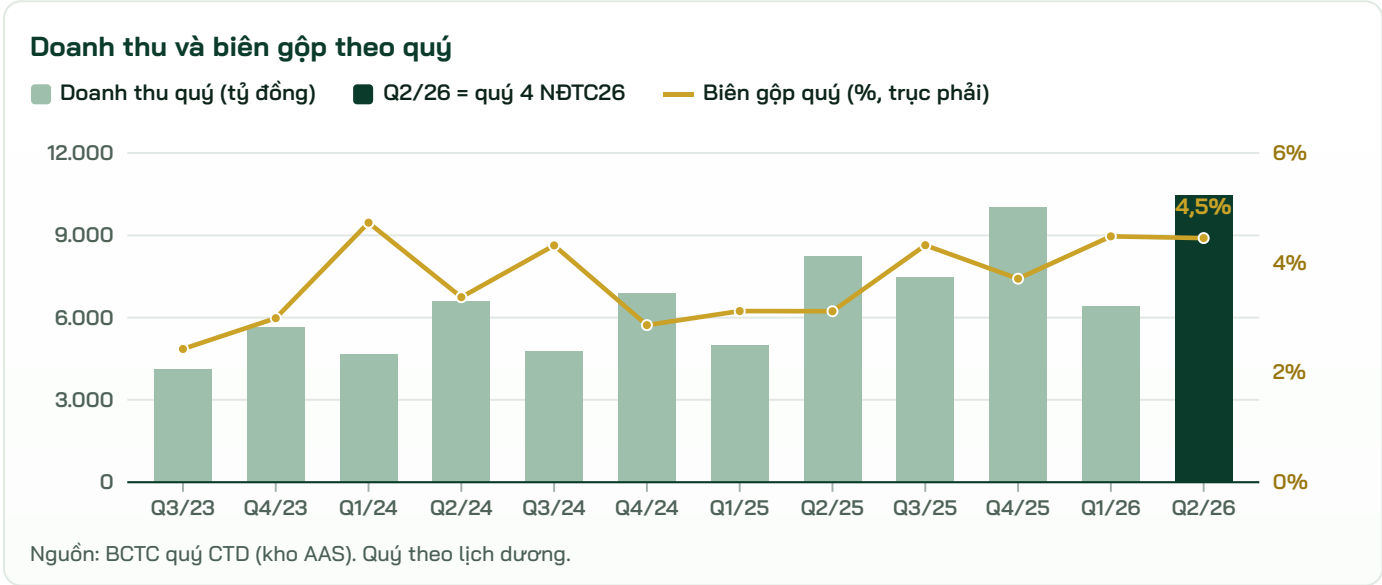
Dòng tiền là điểm yếu: CFO dương chỉ vì chủ đầu tư ứng trước thêm 4.215 tỷ. Giá hiện tại (P/B 0,69x) đã phản ánh phần lớn các yếu tố này, nên dự địa tăng ở kịch bản cơ sở là 20%, chưa đủ biên an toàn để MUA đủ tỷ trọng.

1 Kết quả kinh doanh: vượt kế hoạch, quý 4 không xấu như con số LNST

Tỷ đồng	NĐTCT22	NĐTCT23	NĐTCT24	NĐTCT25	NĐTCT26	YoY
Doanh thu thuần	9.182	16.088	21.045	24.885	34.340	38%
Lợi nhuận gộp	296	361	713	815	1.446	77%
Biên gộp (%)	3,2	2,2	3,4	3,3	4,2	+0,9 đ%
Doanh thu tài chính	389	332	280	256	407	59%

Tỷ đồng	NĐTCT22	NĐTCT3	NĐTCT4	NĐTCT5	NĐTCT6	YoY
Chi phí lãi vay	30	99	92	143	351	146%
Chi phí QLDN (gồm dự phòng)	723	479	581	331	676	104%
trong đó: trích/(hoàn) dự phòng phải thu, ràng	408	238	275	-116	58	n/m
Thu nhập khác ràng	58	68	80	19	194	n/m
LNTT	-79	92	387	552	1.020	85%
LNST	-70	68	310	456	788	73%
LNTT lõi (bỏ dự phòng ràng, thu nhập khác)	270	263	582	417	884	112%

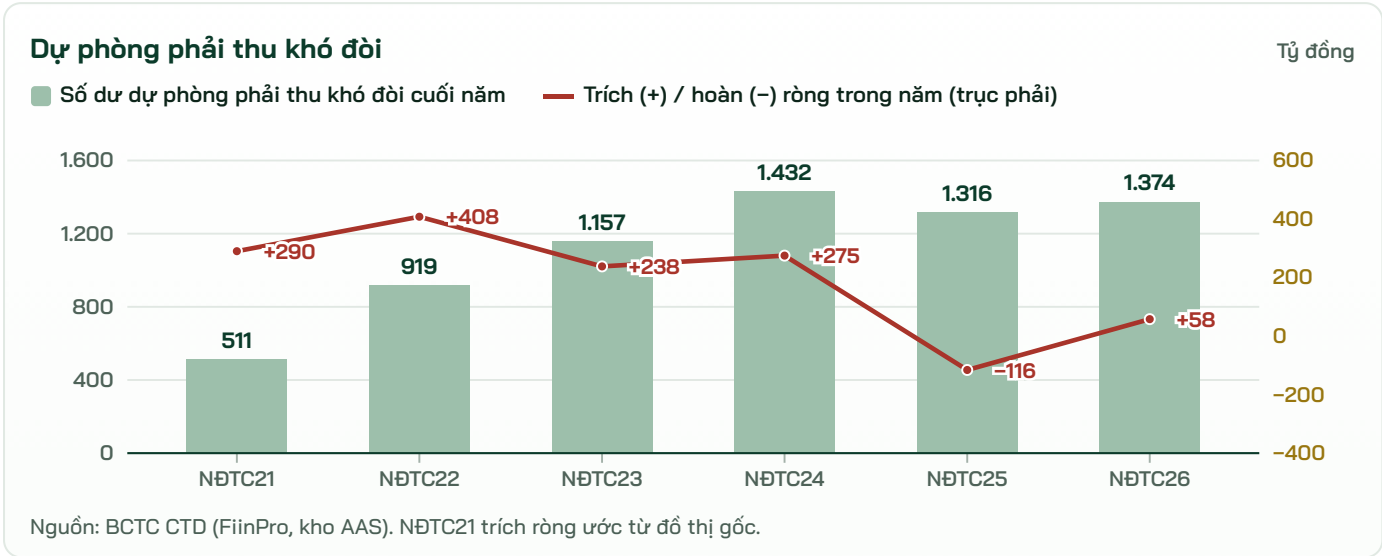
Nguồn: BCTC hợp nhất CTD (FiinPro, kho AAS), AAS tổng hợp theo năm tài chính kết thúc 30/06. "Trích/(hoàn) dự phòng ràng" = thay đổi số dư dự phòng phải thu khó đòi.



- ◆ **Cả năm:** doanh thu 34.340 tỷ (+38%), bằng 114,5% kế hoạch 30.000 tỷ. LNST 788 tỷ (+73%), bằng 112,6% kế hoạch 700 tỷ. Biên gộp tăng từ 3,3% lên 4,2% và đây là động lực chính: lợi nhuận gộp tăng 77% trong khi doanh thu tăng 38%.
- ◆ **Quý 4 (Q2/2026):** doanh thu 10.471 tỷ (+27%), biên gộp 4,5% (cùng kỳ 3,1%), lợi nhuận gộp 466 tỷ (cùng kỳ 257). LNST lại chỉ còn 146 tỷ, so với 202 tỷ cùng kỳ, vì hai nguyên nhân: (1) dự phòng đổi chiều – quý 4 NĐTCT5 được hoàn nhập 134 tỷ nên QLDN chỉ 11 tỷ, quý 4 NĐTCT6 lại trích thêm 87 tỷ nên QLDN lên 271 tỷ; (2) lãi vay tăng từ 39 tỷ lên 135 tỷ.
- ◆ Loại dự phòng ra thì LNTT lõi quý 4 đạt 292 tỷ, so với 103 tỷ cùng kỳ (+185%). Mức giảm LNST là do kế toán dự phòng, không phải do kinh doanh xấu đi.
- ◆ Khoản không lặp lại: thu nhập khác ràng 194 tỷ, phần lớn nằm ở Q3/2025 (183 tỷ). Doanh thu tài chính 407 tỷ đang bị lãi vay 351 tỷ (+146%) ăn gần hết, nên phần chênh lệch lãi gần như bằng 0.

2

Dự phòng và hoàn nhập: quỹ dự phòng là "lợi nhuận treo"



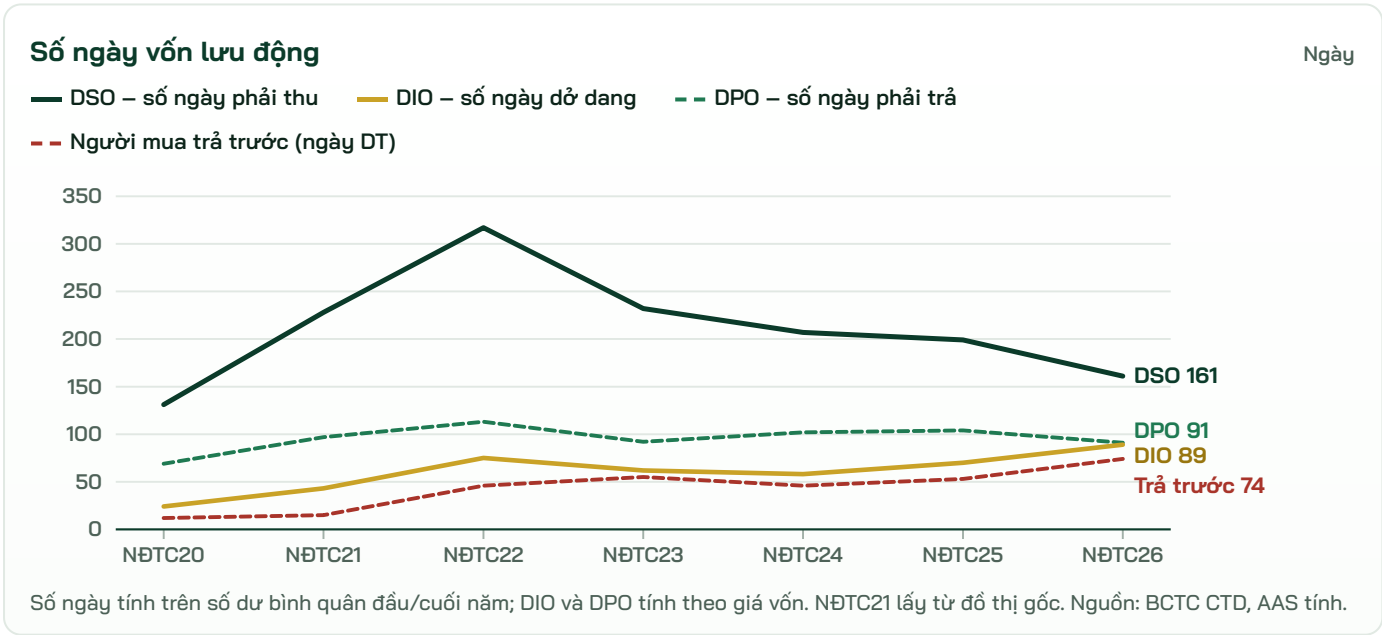
- Chu kỳ dự phòng: NĐTC21–24 CTD trích tổng cộng gần 1.220 tỷ, là giai đoạn nợ xấu bất động sản (Tân Hoàng Minh, Minh Việt...). Sang NĐTC25, số dư dự phòng giảm 116 tỷ nhờ hoàn nhập, đóng góp khoảng 21% LNTT năm đó. NĐTC26 gần như trung tính, trích rỗng 58 tỷ và dồn vào quý 4, dù đầu năm ban lãnh đạo nói sẽ "không trích lập".
- Số dư 30/06/2026: dự phòng 8,9% phải thu khách hàng gộp. Nợ xấu gộp khoảng 1.835 tỷ, đã có 1.315 tỷ dự phòng theo thuyết minh công ty.
- Tân Hoàng Minh: ngày 24/07/2026, TAND TP Hà Nội ra Quyết định 105/2026 công nhận thỏa thuận với Ngôi Sao Việt về khoản phải thu 526 tỷ đồng. Khoản này đã được dự phòng 100%. CTD chỉ ghi hoàn nhập khi thu được tiền. Nếu thu đủ, LNST tăng khoảng 421 tỷ (thuế 20%), tương đương 53% LNST NĐTC26 hay +3.763 đ/cp. Lịch và hình thức thanh toán (tiền hay tài sản) chưa được công bố. Đây là rủi ro lớn nhất về thời điểm ghi nhận.
- Phần nợ xấu còn lại: sau khoản Tân Hoàng Minh còn khoảng 1.309 tỷ, có 789 tỷ dự phòng (60%). Phần chưa có dự phòng, khoảng 520 tỷ, vẫn có thể phải trích thêm. Trong đó có Minh Việt 122 tỷ đã dự phòng đủ.
- Tranh chấp Ricons (đã khép lại về lợi nhuận): theo phán quyết trọng tài VIAC 279/23 HCM ngày 24/10/2024 (TAND TP.HCM giữ nguyên ngày 08/05/2025), CTD phải trả khoảng 170 tỷ: nợ gốc 144 tỷ, lãi chậm trả 22 tỷ, phí hơn 3 tỷ, cộng lãi bổ sung sau 24/11/2024. Tài khoản bị phong tỏa ngày 27/05/2025. Nợ gốc đã nằm trong giá vốn và phải trả người bán từ trước; phần lãi đã ghi vào chi phí tài chính Q2/2025 (dòng "lãi trả chậm" 27,7 tỷ), tức đã trừ vào LNST NĐTC25 khoảng 22 tỷ. NĐTC26–27 không còn chịu ảnh hưởng; thi hành án chỉ làm giảm khoảng 170 tỷ tiền (khoảng 2% tiền và tiền gửi). Rủi ro còn lại: Ricons ghi phải thu CTD 323 tỷ, cao hơn phán quyết khoảng 150 tỷ.

3

Công nợ và vòng quay vốn

Tỷ đồng	30/06/24	30/06/25	31/03/26	30/06/26	Δ 12T	%
Phải thu khách hàng (gộp)	12.246	14.875	13.534	15.381	+507	3%
Dự phòng phải thu khó đòi	-1.432	-1.316	-1.287	-1.374	-58	4%
Trả trước cho người bán	940	1.594	2.157	2.011	+418	26%
Chi phí SXKD dở dang (HTK)	3.198	6.059	9.148	9.943	+3.884	64%
Thuế GTGT được khấu trừ	1.221	1.820	2.388	2.415	+595	33%
Phải trả người bán	6.161	7.534	6.477	8.806	+1.271	17%
Người mua trả tiền trước	2.387	4.814	7.546	9.029	+4.215	88%
Chi phí phải trả	3.123	3.571	3.383	3.932	+361	10%
Vay ngắn hạn	1.519	2.984	5.472	4.401	+1.417	47%
Vay dài hạn (gồm TP 1.400 tỷ)	21	3	1.563	1.542	+1.539	n/m
Tiền + tiền gửi có kỳ hạn	4.078	4.302	6.165	7.823	+3.521	82%

Nguồn: bảng CĐKT hợp nhất CTD (FiinPro, kho AAS). n/m: không có ý nghĩa vì nền so sánh gần 0. Vay dài hạn tăng chủ yếu do trái phiếu 1.400 tỷ phát hành trong NĐTCT6.



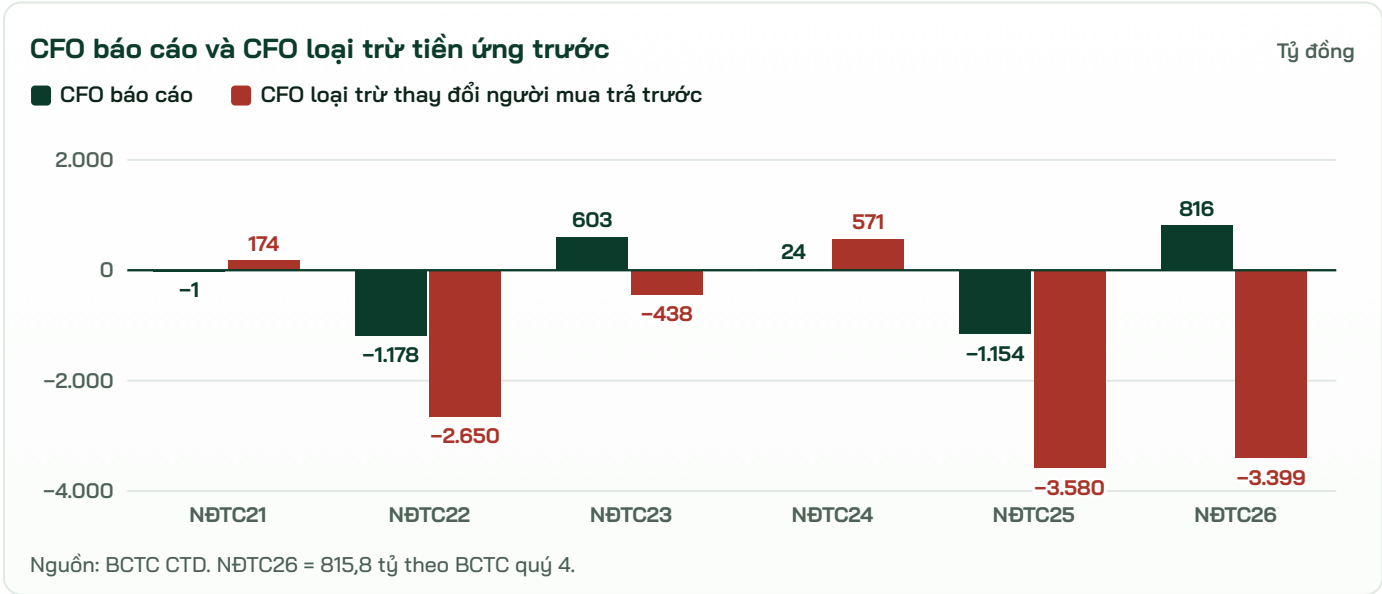
Chỉ tiêu	NĐTCT0	NĐTCT2	NĐTCT3	NĐTCT4	NĐTCT5	NĐTCT6
Vòng quay phải thu KH (lần)	2,8	1,2	1,6	1,8	1,8	2,3
Số ngày phải thu KH (DSO)	131	317	232	207	199	161
Số ngày chi phí dở dang (DIO)	24	75	62	58	70	89
Vòng quay phải trả NB (lần)	5,3	3,2	4,0	3,6	3,5	4,0

Chỉ tiêu	NĐTCT0	NĐTCT2	NĐTCT3	NĐTCT4	NĐTCT5	NĐTCT6
Số ngày phải trả NB (DPO)	69	113	92	102	104	91
Số ngày người mua trả trước	12	46	55	46	53	74
Chu kỳ tiền (DSO + DIO – DPO – trả trước)	74	232	147	116	112	85

NĐTCT1 bị loại khỏi bảng vì doanh thu năm COVID thấp làm lệch số ngày. Nguồn: AAS tính từ BCTC CTD.

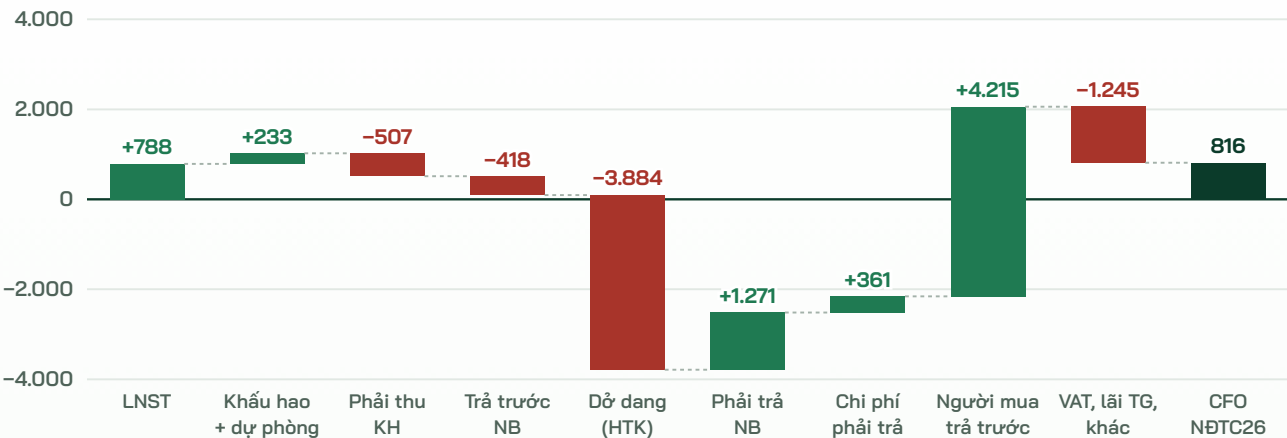
- ◆ **Phải thu cải thiện rõ.** Vòng quay phải thu khách hàng tăng từ 1,8 lên 2,3 lần. DSO bình quân giảm từ 199 xuống 161 ngày, DSO cuối kỳ từ 218 xuống 163 ngày. Phải thu gộp chỉ tăng 3% khi doanh thu tăng 38%, nghĩa là CTD đã thu được tiền của các dự án tư nhân cũ.
- ◆ **Vốn chuyển sang dở dang.** Chi phí SXKD dở dang tăng 64% lên 9.943 tỷ, DIO từ 70 lên 89 ngày. Đây là khối lượng đã làm nhưng chưa được nghiệm thu, thanh toán, chủ yếu ở các dự án hạ tầng và công nghiệp mới khởi công. Tính cả dở dang, số ngày vốn nằm ở khách hàng là 269 ngày (năm trước 307). Mức cải thiện thật vì vậy nhỏ hơn con số DSO cho thấy.
- ◆ **Phải trả trả nhanh hơn.** Vòng quay phải trả người bán tăng từ 3,5 lên 4,0 lần, DPO từ 104 xuống 91 ngày. Trả trước cho người bán tăng thêm 418 tỷ. CTD đang dùng tiền ứng trước của chủ đầu tư để trả nhà thầu phụ và nhà cung cấp sớm hơn, đổi lấy giá vật tư tốt hơn và giữ đội thầu phụ. Cách này hợp lý khi có tiền ứng, nhưng làm dòng tiền nhạy hơn nếu chủ đầu tư chậm ứng.
- ◆ **Vốn lưu động ròng giảm.** Tính bằng phải thu + dở dang + trả trước NB – phải trả NB – người mua trả trước – chi phí phải trả, vốn lưu động ròng giảm từ 6.609 tỷ xuống 5.569 tỷ, dù doanh thu tăng 38%. Chu kỳ tiền rút từ 112 xuống 85 ngày. Toàn bộ cải thiện đến từ tiền ứng trước.

4 Dòng tiền kinh doanh (CFO)



Cầu nối CFO NĐTCT6 (từ CĐKT 30/06/2025 → 30/06/2026)

Tỷ đồng



AAS ước tính. Khấu hao khoảng 110 tỷ; "khác" gồm thuế GTGT +595 tỷ, lãi tiền gửi chuyển sang CFI, biến động phải thu/phải trả khác.

Tỷ đồng	NĐTCT21	NĐTCT22	NĐTCT23	NĐTCT24	NĐTCT25	NĐTCT26
LNST	282	-70	68	310	456	788
CFO báo cáo	-1	-1.178	603	24	-1.154	816
Δ Người mua trả trước	-175	1.472	1.042	-547	2.426	4.215
CFO loại trừ tiền ứng trước	174	-2.650	-438	571	-3.580	-3.399
Chi đầu tư TSCĐ	-8	-150	-128	-551	-467	-492
FCF (CFO – capex)	-9	-1.328	476	-526	-1.620	324
CFO / LNST (lần)	-0,0	–	8,9	0,1	-2,5	1,0
Tiền ròng cuối kỳ	3.668	2.384	2.868	2.538	1.315	1.880

Theo quý NĐTCT6	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26*
CFO quý	-838	816	-1.733	2.571
Δ Người mua trả trước	515	1.748	470	1.483

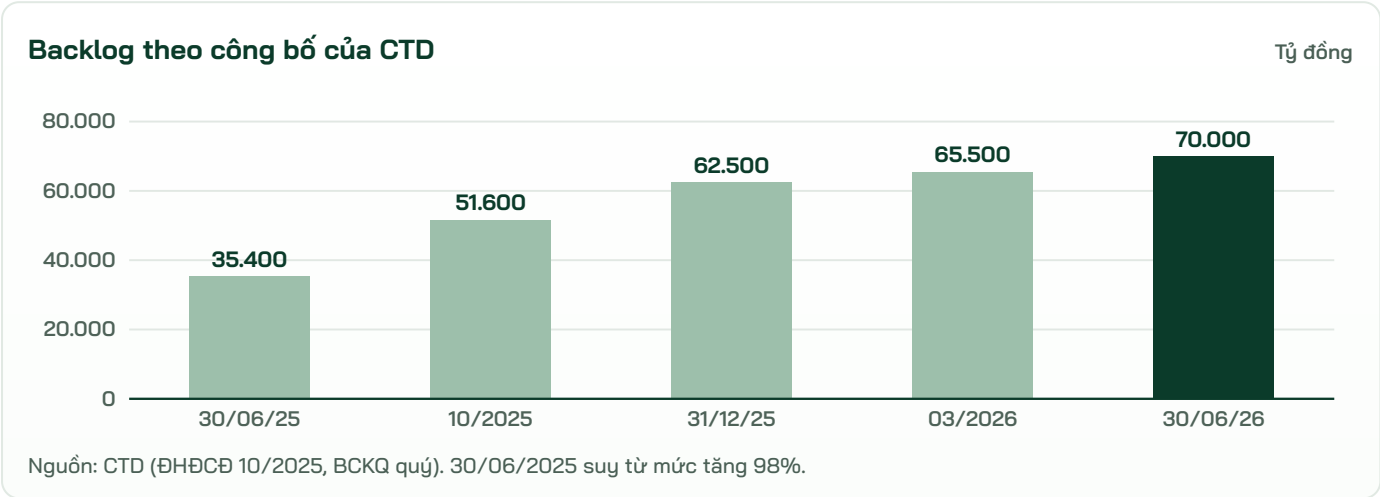
* CFO Q2/26 = CFO cả năm 815,8 tỷ – CFO 9 tháng (-1.756 tỷ). Nguồn: BCTC CTD, AAS tính.

- ◆ **CFO +816 tỷ là mức cao nhất từ NĐTCT3, nhưng không đến đến thi công.** Người mua trả trước tăng 4.215 tỷ, từ các gói hạ tầng mới ký như Long Thành, Gia Bình, APEC Phú Quốc, Cần Giờ. Loại khoản này ra, CFO là -3.399 tỷ: tiền đổ vào dở dang (+3.884 tỷ), trả trước người bán và thuế GTGT chờ khấu trừ.
- ◆ **Cộng dồn 6 năm NĐTCT1–26:** LNST 1.834 tỷ, CFO -890 tỷ, trong khi tiền ứng trước tăng thêm 8.434 tỷ. Bỏ tiền ứng trước ra, CTD đã hút 9.324 tỷ vốn lưu động để tạo ra 1.834 tỷ lợi nhuận. Mô hình tổng thầu tư nhân của CTD cần rất nhiều vốn. Việc chuyển sang hạ tầng công, với chủ đầu tư ứng trước 10–20%, là thay đổi tích cực nhất về dòng tiền.
- ◆ **Q2/26 CFO khoảng +2.571 tỷ:** quý 4 luôn là mùa nghiệm thu, thu tiền và nhận tạm ứng. Quý 1 NĐTCT7 (Q3/2026) nhiều khả năng lại âm theo mùa vụ. Mức âm đó không phải tín hiệu xấu nếu dưới 1.500 tỷ.

- ◆ **Bảng cân đối vốn an toàn:** tiền và tiền gửi 7.823 tỷ, vay 5.943 tỷ (trong đó trái phiếu 1.400 tỷ), tiền ròng 1.880 tỷ. Tuy vậy, vay tăng từ gần 0 (NĐTC21) lên gần 6.000 tỷ, và phần tiền gửi CTD giữ lại phần lớn là tiền ứng của chủ đầu tư. Tiền ròng này không tự do như con số cho thấy. Trả cổ tức sẽ dùng chính khoản tiền đó, nên việc không chia cổ tức NĐTC26 là hợp lý.

5

Backlog: đã có việc cho khoảng 2 năm



- ◆ **Backlog khoảng 70.000 tỷ (+98% YoY)**, bằng 2,0 lần doanh thu NĐTC26 và 1,7 lần kế hoạch NĐTC27 (42.000 tỷ).
- ◆ **Giá trị ký mới NĐTC26** ước khoảng 69.000 tỷ (= 70.000 – 35.400 + 34.340), tỷ lệ book-to-bill khoảng 2,0x. Kế hoạch ký mới NĐTC27 là 31.000 tỷ, thấp hơn nhiều. Backlog sẽ đi ngang hoặc giảm nếu doanh thu đạt 42.000 tỷ, nên tốc độ tăng sẽ chậm lại sau NĐTC27–28.
- ◆ **Cơ cấu thay đổi:** riêng hạ tầng đã ký 19.900 tỷ, gấp 5–7 lần năm trước (bãi đỗ xe Long Thành 3.143 tỷ, APEC hơn 5.000 tỷ, cầu Cần Giờ, sân bay Gia Bình, Phú Quốc). 76% hợp đồng ký mới đến từ khách hàng cũ. Hạ tầng có tiền ứng trước và rủi ro khách hàng thấp, nhưng giá cố định, rủi ro vật tư (thép, cát, đá) và tiến độ gắn với giải phóng mặt bằng.
- ◆ **Lợi nhuận hàm chứa trong backlog:** với biên gộp 3,7–4,2% (TB 3 năm đến mức NĐTC26), 70.000 tỷ backlog tương ứng khoảng 2.600–2.950 tỷ lợi nhuận gộp trong khoảng 2 năm. Trừ QLDN khoảng 1,75% doanh thu, còn khoảng 1.400–1.700 tỷ EBIT, tức khoảng 700–850 tỷ mỗi năm. Mức này chưa đủ cho kế hoạch LNST 1.050 tỷ NĐTC27 nếu không có khoản một lần (xem mục 8).

6

Biên lợi nhuận chi tiết so với trung bình nhiều năm

% doanh thu	NĐTC20	NĐTC22	NĐTC23	NĐTC24	NĐTC25	NĐTC26	TB 5 năm	TB 3 năm	NĐTC27 cơ sở
Biên gộp	4,85	3,22	2,25	3,39	3,28	4,21	3,44	3,70	3,90
QLDN (loại dự phòng)	1,93	3,43	1,50	1,45	1,80	1,80	1,83	1,71	1,75
Trích/(hoàn) dự phòng ròng	0,03	4,44	1,48	1,31	–0,47	0,17	0,82	0,27	0,00
EBIT thi công lãi	2,92	–0,21	0,75	1,93	1,48	2,41	1,61	2,00	2,15

% doanh thu	NĐTCT0	NĐTCT2	NĐTCT3	NĐTCT4	NĐTCT5	NĐTCT6	TB 5 năm	TB 3 năm	NĐTCT7 cơ sở
Doanh thu tài chính	1,15	4,24	2,06	1,33	1,03	1,19	1,58	1,17	1,17
Chi phí lãi vay	0,00	0,33	0,62	0,43	0,57	1,02	0,68	0,73	1,13
Thu nhập khác ròng	0,12	0,63	0,42	0,38	0,08	0,57	0,40	0,37	0,10
LNTT	4,01	-0,87	0,57	1,84	2,22	2,97	1,87	2,44	3,89
Biên LNST báo cáo	3,20	-0,76	0,42	1,47	1,83	2,29	1,47	1,94	3,09
Biên LNST lãi*	3,14	2,35	1,31	2,21	1,34	2,06	1,83	1,88	1,73
Thuế TNDN / LNTT	20,3	12,3	27,0	19,9	17,4	22,8	-	-	21,0 (một lần 20)
Lợi suất TG / chi phí vay (%)	6,0 / -	10,6 / 4,6	8,6 / 7,9	6,9 / 6,7	6,1 / 6,3	6,7 / 7,9	-	-	6,3 / 7,5

* LNST lãi = (LNTT + dự phòng ròng – thu nhập khác) × 80%. TB có trọng số theo doanh thu; TB 5 năm = NĐTCT2–26, TB 3 năm = NĐTCT4–26. Nguồn: BCTC CTD (FiinPro, kho AAS), AAS tính.

Theo quý	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Doanh thu (tỷ)	4.759	6.886	5.003	8.237	7.452	10.007	6.409	10.471
Biên gộp (%)	4,32	2,86	3,12	3,11	4,32	3,71	4,48	4,45
QLDN loại dự phòng (%)	2,55	1,21	1,97	1,76	1,76	1,57	2,27	1,76
Dự phòng ròng (tỷ)	-3	18	3	-134	25	-43	-11	87
Thu nhập khác (tỷ)	-3	17	-2	6	183	1	3	8

Nguồn: BCTC quý CTD, AAS tính.

- ◆ **Biên gộp NĐTCT6 (4,21%)** cao hơn trung bình: TB 5 năm là 3,44%, TB 3 năm là 3,70%. Bốn quý gần nhất bình quân 4,24%. Một phần là do cơ cấu thay đổi (hạ tầng, công nghiệp, khách hàng quay lại), một phần có thể đến từ quyết toán các dự án cũ. AAS dùng 3,9% cho kịch bản cơ sở, nằm giữa TB 3 năm và mức NĐTCT6, không ngoại suy theo mức quý gần nhất.
- ◆ **QLDN loại dự phòng ổn định ở khoảng 1,7–1,8% doanh thu.** Mức 1,45% của NĐTCT4 thấp bất thường. Cơ sở dùng 1,75%.
- ◆ **Chênh lệch lãi đã đảo chiều.** Trước NĐTCT3, doanh thu tài chính cộng thêm 1,5–2% vào biên, nhờ tiền nhiều và gần như không vay. Nay lãi vay (1,0% doanh thu) đã ngang doanh thu tài chính (1,2%). Biên LNST lãi TB 5 năm 1,83% vì vậy không lặp lại được nếu biên gộp không tăng. Cơ sở NĐTCT7 cho biên LNST lãi 1,73%, thấp hơn NĐTCT6 (2,06%).
- ◆ **Thu nhập khác và dự phòng là khoản bất thường:** 183 tỷ thu nhập khác ở Q3/2025, hoàn nhập 134 tỷ ở Q2/2025. Mô hình không ngoại suy hai khoản này: thu nhập khác chỉ lấy 0,10% doanh thu, hoàn nhập chỉ đưa vào khi có sự kiện cụ thể (Tân Hoàng Minh).

7

The Emerald 68 (Ngọc Lục Bảo 68): lợi nhuận bất động sản một lần

Thông tin dự án	Chi tiết
Vai trò CTD	Chủ đầu tư là Tập đoàn Lê Phong. CTD là tổng thầu và là bên hợp tác kinh doanh (HĐHTKD ký 07/2022), hưởng 49% lợi nhuận.
Quy mô	Gần 8.000 m ² đất tại Thuận An (Bình Dương cũ); 2 tháp 39 tầng, 3 hầm; khoảng 800 căn 35–90 m ² .
Vốn đầu tư	Khoảng 2.000 tỷ; CTD đã góp khoảng 459 tỷ (30/09/2024).
Giá bán	Khoảng 50–70 triệu/m ² , mở bán quý 1/2025.
Tiến độ	Khởi công 11/2023; cất nóc 03/01/2026, sớm 60–70 ngày; dự kiến bàn giao quý 4/2026 (quý 2 NĐTC27).

Nguồn: CTD, chủ đầu tư dự án, AAS tổng hợp.

Giá bán bình quân	DT dự án	LN dự án	CTD 49%	Sau thuế	đ/cp
50 triệu/m ²	2.400	400	196	157	1.402
55 triệu/m ²	2.640	640	314	251	2.244
58 triệu/m ² (cơ sở AAS)	2.784	784	384	307	2.748
60 triệu/m ²	2.880	880	431	345	3.085
65 triệu/m ²	3.120	1.120	549	439	3.926

AAS ước tính (tỷ đồng): 800 căn × 60 m² bình quân, tổng chi phí 2.000 tỷ, thuế TNDN 20%. Lãi thi công của CTD tại dự án đã nằm trong doanh thu xây lắp nên không tính lại.

- ♦ **Quy mô:** AAS dùng mức cơ sở 384 tỷ trước thuế (giá bán bình quân 58 triệu/m²), phần của CTD sau thuế khoảng 307 tỷ. Con số này bằng 39% LNST NĐTC26, hay +2.748 đ/cp. Giá bán bình quân lệch 5 triệu/m² thì phần của CTD lệch khoảng 118 tỷ trước thuế.
- ♦ **Nằm ngoài kế hoạch:** doanh nghiệp thường không đưa lợi nhuận BĐS vào kế hoạch, nên kế hoạch LNST 1.050 tỷ NĐTC27 được hiểu là không gồm Emerald 68. Nếu kế hoạch cũng không gồm hoàn nhập Tân Hoàng Minh, phần thi công phải đạt biên LNST 2,5%, cao hơn mọi năm từ NĐTC21. Mức đó khó đạt khi TB 3 năm chỉ 1,88%. Nhiều khả năng kế hoạch đã gồm một phần khoản hoàn nhập.
- ♦ **Thời điểm ghi nhận:** lợi nhuận được ghi khi bàn giao căn hộ. Mô hình cơ sở ghi 80% trong NĐTC27 (Q2 25%, Q3 35%, Q4 40%), 20% còn lại sang NĐTC28.
- ♦ **Hạch toán cần đối chiếu:** "phải thu dài hạn khác" tăng từ 380 lên 684 tỷ trong 2022–2024, nhiều khả năng là vốn góp HĐHTKD. Khoản này về 0 ở Q2/2025; cùng quý "phải thu khác" ngắn hạn lên 632 tỷ, rồi còn 175 tỷ ở Q3/2025. Kho dữ liệu không có thuyết minh, nên chưa rõ vốn góp đã hoàn lại hay đổi khoản mục, và phần lợi nhuận 49% sẽ vào doanh thu tài chính, thu nhập khác hay doanh thu BĐS.
- ♦ **Rủi ro:** tỷ lệ bán hàng chưa được công bố; căn hộ khu Bình Dương cũ cạnh tranh mạnh; bàn giao phụ thuộc nghiệm thu PCCC. Là lợi nhuận một lần, nên AAS cộng thẳng vào giá trị, không nhân P/E.

8

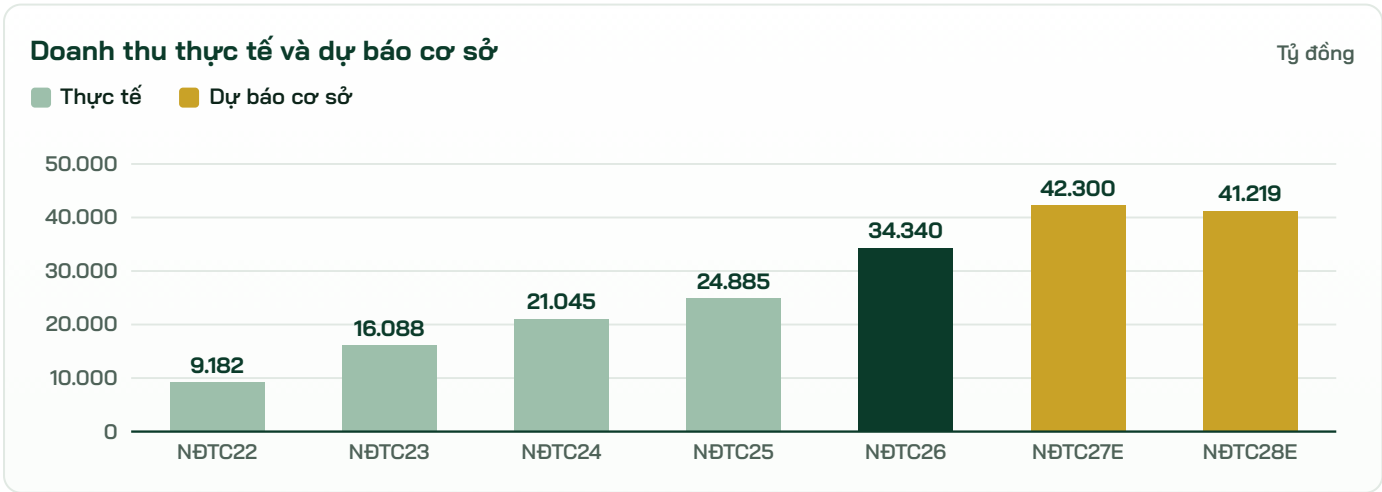
Mô hình dự báo chi tiết NĐTCT7-28

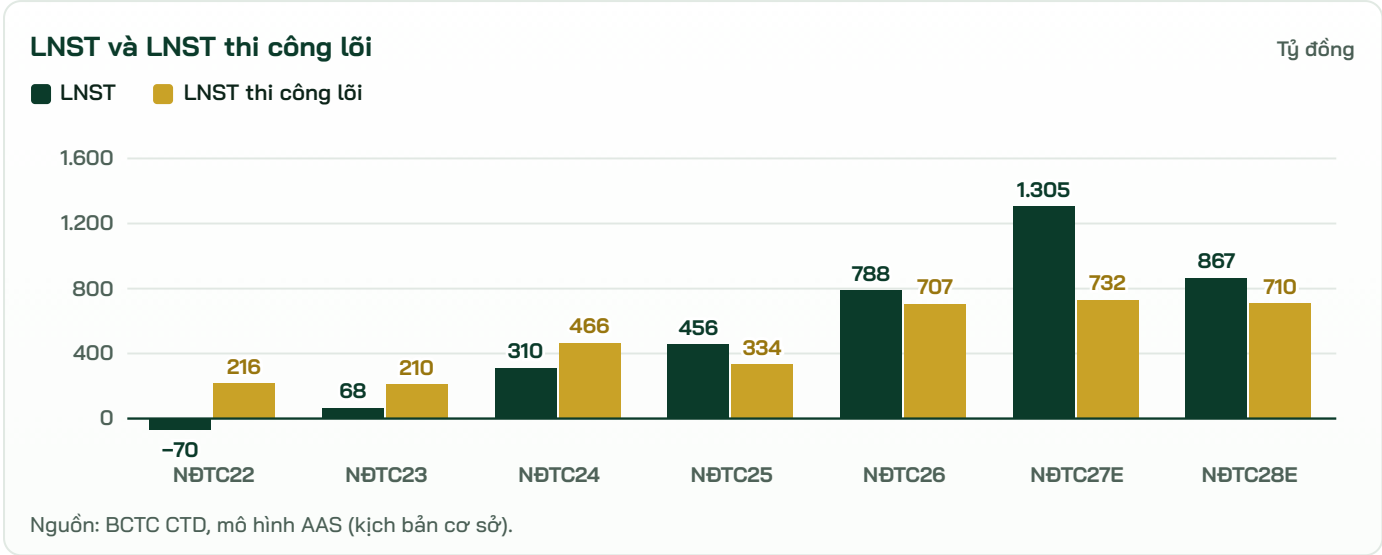
Doanh thu = tỷ lệ chuyển hóa × (backlog đầu kỳ + 50% giá trị ký mới trong năm); chia quý theo tỷ trọng TB NĐTCT4-26 (20/28/20/32%).

LNTT = DT × biên gộp - QLDN - dự phòng mới + thu nhập khác + lãi tiền gửi (6,3% × tiền và tiền gửi) - lãi vay (7,5% × vay bình quân) + hoàn nhập THM + Emerald 68.

CFO = LNST + khấu hao - Δ vốn lưu động (số ngày phải thu, dở dang, phải trả, trả trước). Vay là biến cân bằng: CFO - capex 450 tỷ. Lãi vay được lập đến khi hội tụ.

Giá định NĐTCT7	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Căn cứ
Ký mới NĐTCT7 (tỷ)	31.000	40.000	55.000	Kế hoạch 31.000; NĐTCT6 ký khoảng 69.000
Tỷ lệ chuyển hóa backlog	0,44	0,47	0,51	NĐTCT6: 34.340 / (35.400 + 50% × 69.000) = 0,49; hạ tầng thi công dài hơn
Biên gộp	3,50%	3,90%	4,40%	TB 5 năm 3,44%; TB 3 năm 3,70%; NĐTCT6 4,21%
QLDN loại dự phòng	1,80%	1,75%	1,65%	NĐTCT5-26: 1,80%
Trích dự phòng mới (% DT)	0,10%	0,00%	0,00%	Khoảng 520 tỷ nợ xấu chưa có dự phòng
Thu nhập khác (% DT)	0,05%	0,10%	0,15%	Loại khoản 183 tỷ bất thường
Hoàn nhập THM thu trong năm	0%	70%	100%	Quyết định tòa 24/07/2026; ghi nhận khi thu tiền
Emerald 68 ghi nhận trong NĐTCT7	50%	80%	100%	Bàn giao từ quý 4/2026
Số ngày: phải thu / dở dang / phải trả / trả trước	170/115/95/80	160/110/95/90	150/100/98/100	30/06/2026: 163/110/98/96 (cuối kỳ)





Tỷ đồng	NĐTCT25A	NĐTCT26A	NĐTCT27E thận trọng	NĐTCT27E cơ sở	NĐTCT27E tích cực	NĐTCT28E cơ sở
Doanh thu	24.885	34.340	37.620	42.300	49.725	41.219
Biên gộp (%)	3,28	4,21	3,50	3,90	4,40	3,90
Lợi nhuận gộp	815	1.446	1.317	1.650	2.188	1.608
QLDN loại dự phòng	447	618	677	740	820	721
Dự phòng ròng	-116	58	38	0	0	0
Doanh thu tài chính	256	407	493	493	493	493
Chi phí lãi vay	143	351	569	476	333	480
Thu nhập khác	19	194	19	42	75	41
Hoàn nhập THM	0	0	0	368	526	79
Emerald 68	0	0	192	307	384	77
LNTT	552	1.020	737	1.644	2.512	1.096
LNST	456	788	584	1.305	1.994	867
trong đó LNST thi công lỗi	334	707	445	732	1.207	710
EPS (đ)	4.080	7.046	5.221	11.674	17.830	7.757
CFO	-1.154	816	-2.838	-365	3.462	1.165
CFO loại trừ tiền ứng trước	-3.580	-3.399	-2.054	-1.765	-1.132	1.432
Tiền ròng cuối kỳ	1.315	1.880	-1.408	1.065	4.892	1.781
Backlog cuối kỳ	35.400	70.000	63.380	67.700	75.275	66.481

NĐTCT25-26A: LNST lỗi = (LNTT + dự phòng ròng - thu nhập khác) × 80%. NĐTCT28E cơ sở gồm 20% còn lại của Emerald 68 và 15% khoản THM.

Cơ sở, tỷ đồng	Q1/27 (Q3/26)	Q2/27 (Q4/26)	Q3/27 (Q1/27)	Q4/27 (Q2/27)	NĐTCT27
Doanh thu	8.502	11.802	8.587	13.409	42.300
Biên gộp (%)	4,04	3,44	4,35	3,93	3,90
Lợi nhuận gộp	344	406	373	526	1.650
Emerald 68 (trước thuế)	0	77	108	123	307
Hoàn nhập THM	0	0	368	0	368
LNTT	208	292	712	432	1.644
LNST	164	232	567	343	1.305

Quý NĐTCT27 (quý dương lịch trong ngoặc). Hoàn nhập THM giả định ghi ở Q3/NĐTCT27.

Độ nhạy LNST NĐTCT27 theo biên gộp và doanh thu (tỷ đồng)

Biên gộp ↓ · Doanh thu →	36.000	39.000	42.000	45.000	48.000
3,4%	1.077	1.103	1.130	1.157	1.184
3,7%	1.165	1.199	1.233	1.267	1.301
3,9%	1.223	1.262	1.301	1.341	1.380
4,2%	1.311	1.358	1.404	1.451	1.497
4,4%	1.370	1.421	1.473	1.524	1.575

Các giả định khác giữ như cơ sở (gồm Emerald 80% và THM 70%).

- Cơ sở: doanh thu 42.300 tỷ (+23%), gần kế hoạch 42.000. LNST 1.305 tỷ, gồm thi công lãi 732 tỷ, Emerald khoảng 246 tỷ và THM khoảng 295 tỷ sau thuế.
- So với kế hoạch 1.050 tỷ: phần thi công lãi của AAS thấp hơn kế hoạch khoảng 318 tỷ. AAS vượt kế hoạch chỉ nhờ các khoản một lần. Nếu kế hoạch không gồm hai khoản đó, AAS thận trọng hơn công ty ở phần kinh doanh cốt lõi.
- Mỗi 0,1 điểm % biên gộp làm LNST thay đổi khoảng 33 tỷ. Đây là biến số quan trọng nhất.
- Dòng tiền: CFO cơ sở -365 tỷ; loại trừ tiền ứng trước là -1.765 tỷ, vì số ngày tiền ứng trước giảm từ 96 về 90 khi các gói hạ tầng qua giai đoạn tạm ứng. Tiền ròng cuối NĐTCT27 khoảng 1.065 tỷ.
- NĐTCT28: doanh thu đi ngang (41.219 tỷ) vì kỳ mới giả định 40.000 tỷ/năm, thấp hơn doanh thu. LNST về 867 tỷ khi các khoản một lần hết.

9Định giá và Góc nhìn AAS Research

Kịch bản	LNST lõi NĐTC27	P/E	Emerald sau thuế	THM sau thuế	Giá trị P/E (nghìn đ)	VCSH NĐTC27	P/B	Giá trị P/B (nghìn đ)	Giá trị 50/50	So với giá
Thận trọng	445	8x	246	0	34,0	10.236	0,6x	54,9	44,5	-25%
Cơ sở	732	9x	307	295	64,3	10.957	0,8x	78,4	71,3	+20%
Tích cực	1.207	10x	307	421	114,4	11.646	1,0x	104,1	109,3	+84%

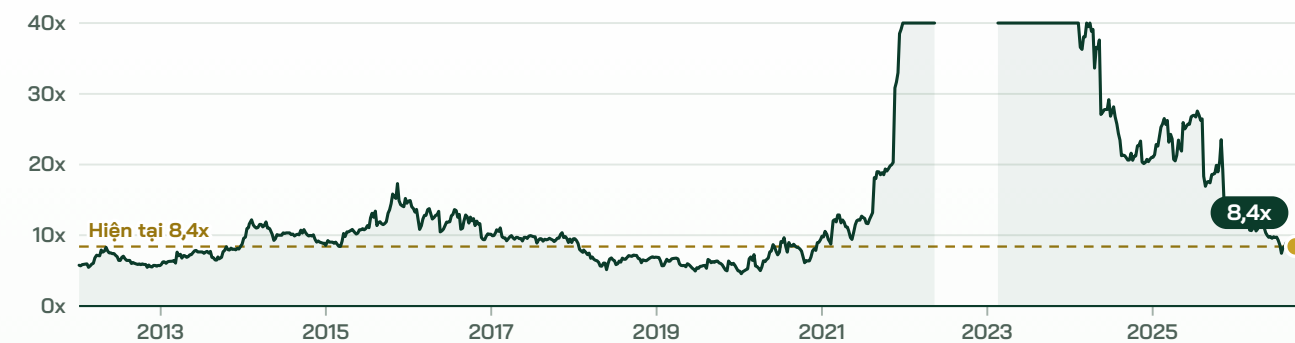
Giá trị P/E = LNST thi công lõi × P/E + Emerald 68 (toàn dự án, thận trọng × 0,8) + THM theo tỷ lệ thu; hai khoản sau không nhân P/E.
Giá trị P/B = VCSH cuối NĐTC27E × P/B mục tiêu; P/B từ 07/2024 dao động 0,64–1,12x, bình quân 0,86x. Số cổ phiếu 111,8 triệu.

- Ở giá 59,4 nghìn, CTD giao dịch ở P/E trượt 8,4x, P/E NĐTC27E cơ sở 5,1x (P/E trên phần lõi 9,1x) và P/B 0,69x. P/B đang sát đáy 2 năm.
- Kết hợp P/E với P/B vì biên của nhà thầu rất mỏng: lợi nhuận một năm dao động mạnh, trong khi VCSH của CTD chủ yếu là tiền và vốn lưu động. P/E 9x ở kịch bản cơ sở là chiết khấu cho chất lượng dòng tiền kém: CFO loại trừ tiền ứng trước vẫn âm.
- Chất xúc tác: (1) Emerald 68 bàn giao quý 4/2026; (2) thu tiền khoản 526 tỷ Tân Hoàng Minh; (3) nói room ngoại lên 100% trong 6–9 tháng, hiện room 49% gần kín (46,9%); (4) ký thêm gói hạ tầng lớn.
- Rủi ro: biên gộp về mức TB 5 năm (−0,5 điểm % ≈ −166 tỷ LNST); dở dang chậm nghiệm thu; lãi vay tăng; khoảng 520 tỷ nợ xấu chưa có dự phòng; Emerald bán chậm hoặc bàn giao trễ.

10Backtest P/E, P/B và hướng dẫn giao dịch



P/E trượt 4 quý (cắt ở 40x)



Vốn hóa = giá (kho AAS, đã điều chỉnh chia thưởng) × số cổ phiếu tương đương; LNST 4 quý và VCSH công ty mẹ chỉ dùng sau khi có BCTC. P/E bị bỏ khi LNST quá thấp. Nguồn: kho AAS, AAS tính.

Hiện tại (28/09/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2012	Phân vị từ 2019	Z-score 3 năm	TB 3 năm ± 1 độ lệch
P/B	0,69x	32%	45%	-1,57	0,85 ± 0,11
P/E trượt	8,4x	50%	30%	-1,62	z tính trên log P/E

Lợi suất tương lai (trung vị) theo vùng định giá, 2012–2026

Vùng P/B	Số phiên	60 phiên	120 phiên	250 phiên	Tỷ lệ thắng 250p	P10 250p
0,0 → 0,7 (hiện tại)	1326	13,6%	23,8%	29,5%	78%	-11%
0,7 → 0,8	312	1,8%	5,6%	11,3%	65%	-16%
0,8 → 0,9	460	-1,6%	-3,6%	11,7%	52%	-34%
0,9 → 1,0	363	-3,2%	-2,9%	5,7%	45%	-38%
1,0 → 1,2	213	-10,7%	-14,7%	-13,7%	33%	-52%
1,2 → 1,5	327	-2,6%	-13,1%	-40,5%	17%	-64%
1,5 → 2,0	393	-0,7%	-7,6%	-30,7%	32%	-55%
2,0 → +∞	453	5,5%	7,1%	-7,3%	48%	-31%

Z-score P/E 3 năm	Số phiên	60 phiên	120 phiên	250 phiên	Tỷ lệ thắng 250p	P10 250p
-∞ → -1,5 (hiện tại)	261	-5,1%	-6,5%	-24,5%	7%	-50%
-1,5 → -1,0	331	-3,3%	-7,2%	-19,1%	30%	-61%
-1,0 → -0,5	216	-6,4%	-0,6%	7,3%	53%	-21%
-0,5 → 0,0	198	2,1%	12,9%	16,9%	73%	-25%
0,0 → 0,5	253	7,6%	9,8%	-16,4%	44%	-29%
0,5 → 1,0	340	12,6%	20,6%	29,8%	65%	-29%

Z-score P/E 3 năm	Số phiên	60 phiên	120 phiên	250 phiên	Tỷ lệ thắng 250p	P10 250p
1,0 → 1,5	351	11,4%	22,8%	64,0%	87%	-6%
1,5 → +∞	640	7,4%	9,1%	20,1%	69%	-42%

Lợi suất theo giá điều chỉnh (gồm cổ tức); P10 là kịch bản xấu 10%. Các phiên chồng lấn nên số quan sát độc lập ít hơn nhiều so với "số phiên". Nguồn: AAS tính.

Backtest quy tắc giao dịch (phí 0,4%/vòng, tín hiệu cuối phiên, khớp phiên sau)

Quy tắc	Từ	CAGR	Mua & giữ	Sụt tối đa	Sụt M&G	Số lệnh	Thắng	Thời gian cầm	Hiện tại
A. P/B ≤ 0,70x mua · P/B ≥ 1,10x bán	2012	12,9%	13,0%	-78%	-88%	3	100%	60%	ĐANG GIỮ
A. Như trên – chỉ 2019+	2019	8,0%	-6,2%	-78%	-83%	2	100%	71%	–
B. P/B ≤ 0,80x mua · P/B ≥ 1,20x bán	2012	10,0%	13,0%	-78%	-88%	2	100%	70%	ĐANG GIỮ
D. Z P/B 3 năm ≤ -1 mua · ≥ +1 bán	2012	7,4%	13,0%	-73%	-88%	4	75%	51%	ĐANG GIỮ
F. Z P/E 3 năm ≤ -1 mua · ≥ +1 bán	2012	-3,0%	13,0%	-77%	-88%	3	33%	36%	ĐANG GIỮ
H. P/B ≤ 0,8x và giá > MA200 mua · P/B ≥ 1,2x hoặc giá < 95% MA200 bán	2012	4,4%	13,0%	-49%	-88%	8	50%	36%	ĐÚNG NGOÀI
I. P/B ≤ 0,8x và giá > MA200 mua · P/B ≥ 1,2x hoặc dừng lỗ 25% từ đỉnh	2012	10,0%	13,0%	-45%	-88%	8	62%	43%	ĐÚNG NGOÀI

Ngưỡng 0,7/0,8/1,1/1,2x được chọn khi đã nhìn toàn bộ dữ liệu, nên kết quả từ 2012 có thiên lệch trong mẫu. Dòng "chỉ 2019+" chạy lại quy tắc A cho giai đoạn sau, khi ngưỡng đã xác lập từ chu kỳ 2012–2018. Z-score dùng cửa sổ trượt nên không nhìn trước.

Quy tắc I: vào	Ra	P/B vào	P/B ra	Lãi/Lỗ
16/03/2012	22/08/2012	0,70	0,46	-10,8%
20/02/2013	20/07/2015	0,47	1,27	+215,0%
28/05/2020	08/10/2020	0,65	0,55	-17,3%
13/10/2020	28/04/2021	0,57	0,57	+1,3%
13/08/2021	11/03/2022	0,62	0,80	+26,9%
14/03/2022	18/04/2022	0,81	0,61	-24,5%
06/04/2023	22/08/2023	0,43	0,54	+25,3%
23/08/2023	09/04/2025	0,54	0,75	+47,5%

Nguồn: AAS backtest.

P/B	Giá theo BVPS hiện tại (86,3)	Giá theo BVPS NĐTCTE (98,0)	Hành động
0,55x	47,5	53,9	Cắt lỗ: đáy P/B 2020–2023
0,60x	51,8	58,8	Mua thêm (P10 từ 2019: 0,47x)

P/B	Giá theo BVPS hiện tại (86,3)	Giá theo BVPS NĐTCT27E (98,0)	Hành động
0,70x	60,4	68,6	Bắt đầu tích lũy
0,80x	69,0	78,4	Trần vùng mua
0,86x	74,2	84,3	Trung vị toàn kỳ / TB 3 năm
1,10x	94,9	107,8	Chốt lời 1/2
1,20x	103,6	117,6	Chốt lời hết

Nghìn đồng/cổ phiếu. BVPS = VCSH công ty mẹ / 111,82 triệu cp lưu hành.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH CTD

- ◆ **Định giá rẻ nhưng chưa có xu hướng.** P/B 0,69x nằm ở phân vị 32% kể từ 2012 và phân vị 45% kể từ 2019; z-score 3 năm là -1,57. Giá 59,4 nghìn vẫn thấp hơn MA200 (71,7 nghìn, đang đi xuống), nên quy tắc I chưa phát tín hiệu mua.
- ◆ **Không dùng P/E thấp làm tín hiệu mua.** Với CTD, P/E thấp thường đi kèm đỉnh lợi nhuận. Khi z-score P/E ≤ -1 , lợi suất 250 phiên có trung vị -25% đến -19%, tỷ lệ thắng chỉ 7–30%. Hiện z-score P/E là -1,62, khớp với dự báo LNST NĐTCT28 giảm khi các khoản một lần hết. P/B là thước đo đáng tin hơn.
- ◆ **Vùng tích lũy 52–60 nghìn (P/B 0,6–0,7x).** Khi P/B $\leq 0,7x$, lợi suất 250 phiên có trung vị 29%, tỷ lệ thắng 78%, P10 -11%. Chia vốn 3 phần: 1/3 ở 60 nghìn trở xuống, 1/3 ở ≤ 52 nghìn, 1/3 khi giá đóng cửa vượt MA200 trong lúc P/B vẫn $\leq 0,8x$ (quy tắc I) hoặc khi Emerald 68 bàn giao hay khoản THM được thu.
- ◆ **Quản trị rủi ro: cắt lỗ khi đóng cửa dưới 47,5 nghìn (P/B 0,55x, đáy 2020–2023).** Nếu vào theo quy tắc I, dùng dừng lỗ 25% tính từ đỉnh sau khi mua. Các quy tắc chỉ dựa trên định giá có sụt giảm tối đa -73% đến -78%, vì P/B có thể neo ở 0,4–0,6x nhiều năm, như giai đoạn 2020–2023.
- ◆ **Chốt lời: một nửa ở P/B 1,1x (95 nghìn theo BVPS hiện tại, 108 nghìn theo BVPS NĐTCT27E), phần còn lại ở 1,2x.** Hai lần thoát lệnh năm 2015 và 2025 đều ở khoảng P/B 1,1–1,27x.
- ◆ **Khung thời gian: 12 tháng.** Lợi suất 60 phiên theo vùng P/B gần như ngẫu nhiên. Không nên dùng tín hiệu định giá để giao dịch ngắn hạn.