Cập nhật dự phóng: CTD

Quý 1 niên độ 2027 (7–9/2026) lãi 305,5 tỷ, biên gộp 5,0%; tiền mặt ròng chỉ còn 1,36 nghìn tỷ sau khi vay tăng 2,1 nghìn tỷ. LNST công ty mẹ Q2/NĐ2027 ước 265 tỷ đồng, cả niên độ 2027 (7/2026–6/2027) 997 tỷ đồng

CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD) · Cập nhật sau BCTC hợp nhất quý 1 niên độ 2027 (7–9/2026, lập 29/10/2026) · giá tham chiếu 66,8 nghìn đồng (04/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CTY MẸ Q1/NĐ2027	BIÊN GỘP Q1/NĐ2027	LNST CTY MẸ Q2/NĐ2027F	NỢ XẤU CHƯA DỰ PHÒNG	TIỀN MẶT RÒNG 30/09	BACKLOG 30/09
305,5	**4,98%**	**265**	**541**	**1.357**	**77.082**
tỷ đồng · **+4%** so cùng kỳ	cùng kỳ 4,64% (trình bày lại)	tỷ đồng (10–12/2026) · **+16%** so cùng kỳ	tỷ đồng · trên 1.840 tỷ nợ xấu	tỷ đồng · tiền + tiền gửi − vay	tỷ đồng · ≈ 2,0 năm doanh thu

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	EPS NIÊN ĐỘ 2027F	P/B HIỆN TẠI	P/E 4 QUÝ
66,8 nghìn đ	**77,9** nghìn đ	**8.919** đ/cp	**0,75** lần	**9,3** lần
ngày 04/11/2026	**+17%** so giá	7/2026–6/2027	trung vị 3 năm 0,84 lần	ROE 4 quý 8,4%

quý 1 lãi 305,5 tỷ, cao nhất 31 quý, và lần này không dựa vào thu nhập bất thường; backlog 77,1 nghìn tỷ (≈ 2,0 năm doanh thu) giữ đà doanh thu. Hai điểm trừ phải theo dõi: phần nợ xấu chưa dự phòng 541 tỷ (≈ 3,9 nghìn đ/cp sau thuế) và dự phòng hợp đồng có rủi ro lớn tăng 85,5 tỷ trong quý. Giá 66,8 nghìn đ (P/B 0,75 lần) thấp hơn giá trị hợp lý 77,9 nghìn đ khoảng 17%. Mua dần khi giá ≤ 64 nghìn đ (P/B ~0,72 lần, đáy 3 năm); chốt một phần ở 86–88 nghìn đ (P/B ~0,97 lần). Hạ về THEO DÕI nếu biên gộp quý 2 niên độ 2027 dưới 3,8% hoặc trích thêm dự phòng nợ xấu trên 100 tỷ.

1 Q1/NĐ2027: lãi 305,5 tỷ, cao nhất 31 quý; lợi nhuận gộp tăng 63% bù hết khoản thanh lý BCC 188,5 tỷ của cùng kỳ

- **Doanh thu 11.269 tỷ (+51%)**, đạt khoảng 27% kế hoạch niên độ 2027; LNST đạt 29% kế hoạch (công bố của DN). Gần như toàn bộ là doanh thu hợp đồng xây dựng (11.256 tỷ).
- **Biên gộp 4,98%**, cao hơn cùng kỳ 0,35 điểm % và cao hơn mức 4 quý gần nhất 4,42%. Trong quý có hoàn nhập dự phòng giảm giá tồn kho 62,5 tỷ (trích 5,7 tỷ) nhưng đồng thời trích thêm dự phòng hợp đồng có rủi ro lớn 85,5 tỷ, hai khoản gần bù nhau.
- **Tài chính ròng +24,2 tỷ** so với +27,8 tỷ cùng kỳ: lãi tiền gửi tăng lên 142,9 tỷ, nhưng chi phí lãi vay tăng gấp 3,5 lần lên 157,9 tỷ. Lãi suất vay bình quân năm hóa ~9,1%, cao hơn lợi suất tiền gửi ~6,6%.
- **So với tham số AAS đặt trước cho CTD** (biên 3,7%, lãi vay 7,5%, lãi gửi 6,3%): biên gộp thực tế làm LNTT cao hơn 145 tỷ, lãi suất vay làm thấp hơn 27 tỷ. Hai tham số này đã được sửa trong dự phóng quý 2.

Kết quả kinh doanh hợp nhất Q1/NĐ2027 so cùng kỳ

Tỷ đồng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1/NĐ2026*	Q1/NĐ2027	Thay đổi
Doanh thu thuần	7.451,8	11.268,5	+51%
Lợi nhuận gộp	**345,5**	**561,7**	**+63%**
Doanh thu tài chính	77,3	183,8	+138%
Chi phí tài chính	−49,5	−159,6	+222%
trong đó lãi vay	−44,5	−157,9	+255%
Chi phí bán hàng (bảo hành)	−25,1	−30,4	+21%
Chi phí quản lý	−155,8	−175,0	+12%
Lợi nhuận hoạt động	192,4	382,3	+99%
Lợi nhuận khác	184,5	2,2	−99%
LNTT	376,8	384,5	+2%
LNST cty mẹ	**294,8**	**305,5**	**+4%**
Biên gộp	4,64%	4,98%	+0,35 điểm %
LNST cty mẹ trừ thu nhập BCC	**144,0**	**305,5**	**+112%**

* Q1/NĐ2026 theo số trình bày lại trong BCTC Q1/NĐ2027 (TM 35, áp dụng Thông tư 99: chi phí bảo hành chuyển từ giá vốn sang chi phí bán hàng). Thu nhập BCC 188,5 tỷ (thanh lý hợp đồng hợp tác kinh doanh) trừ sau thuế 20%. Nguồn: BCTC hợp nhất Q1/NĐ2027, FiinX.

2 Nợ xấu 1,84 nghìn tỷ, đã dự phòng 71%; quý này hoàn nhập ròng 16,0 tỷ, còn 541 tỷ chưa dự phòng

Nợ xấu theo khách nợ (TM 7.3)

Tỷ đồng

Khách nợ (tỷ đồng)	Giá trị	Dự phòng	Còn lại	Tỷ lệ dự phòng
CT TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt	526,4	526,4	–	100%
CTCP Đầu tư Minh Việt	122,0	122,0	–	100%
Các khách hàng khác	1.191,3	650,7	540,6	55%
Tổng nợ xấu 30/09/2026	**1.839,7**	**1.299,1**	**540,6**	**71%**
Tổng nợ xấu 30/06/2026	1.835,2	1.315,1	520,1	72%

- **Nợ xấu chiếm 11,5% phải thu khách hàng** (16.041 tỷ). Hai chủ đầu tư bất động sản Ngôi Sao Việt và Minh Việt (648,4 tỷ) đã dự phòng đủ. Khoản Ngôi Sao Việt tăng từ 483,7 tỷ (30/06/2025) lên 526,4 tỷ, tăng thêm đến đâu dự phòng đến đó.
- **Phần rủi ro còn mở là nhóm "khách hàng khác"**: 1.191 tỷ, mới dự phòng 55%, giá trị còn lại 541 tỷ (≈ 5,4% vốn chủ). BCTC không nêu tên từng khách nợ trong nhóm này.
- **Trích lập đi theo chiều hoàn nhập**: quý 1 trích 6,4 tỷ, hoàn nhập 22,4 tỷ (chi phí dự phòng trong chi phí quản lý âm 16,0 tỷ). Cả niên độ 2026 trích 185,8 tỷ, hoàn nhập 130,8 tỷ, tức chi phí ròng 55,0 tỷ.
- **Dự phòng phải trả đổi chiều**: dự phòng hợp đồng có rủi ro lớn (hợp đồng dự kiến lỗ) tăng từ 162,4 lên 247,8 tỷ (+53%). Đây là chi phí ghi trước cho các công trình dự kiến lỗ, đáng theo dõi hơn khoản hoàn nhập phải thu.

Biến động các khoản dự phòng trong Q1/NĐ2027

Tỷ đồng

Dự phòng (tỷ đồng)	30/06/2026	Trích lập Q3	Hoàn nhập Q3	30/09/2026
Phải thu khách hàng khó đòi	1.315,1	6,4	−22,4	1.299,1
Giảm giá hàng tồn kho	37,5	5,7	−62,5	37,4
Hợp đồng có rủi ro lớn (phải trả)	162,4	85,5	–	247,8
Bảo hành công trình (phải trả)	344,9	16,5*	–	361,4
Cho vay khó đòi (Linktek)	29,4	–	–	29,4

* Bảo hành: số thay đổi ròng của số dư; chi phí bảo hành trích trong kỳ là 30,4 tỷ (chi phí bán hàng). Tồn kho đầu kỳ suy từ cuối kỳ + hoàn nhập − trích. Nguồn: TM 7.1, 7.3, 8, 9, 25 BCTC hợp nhất Q1/NĐ2027; TM 7, 8 BCTC kiểm toán niên độ 2026.

Độ nhạy nếu phần nợ xấu còn lại không thu được

Tỷ đồng

Giả định thu hồi phần nợ xấu còn lại	Trích thêm (tỷ)	Giảm LNST (tỷ)	Đ/cp	% vốn chủ
Mất 25% của 541 tỷ	135	−108	−967	−1,1%
Mất 50% của 541 tỷ	270	−216	−1.934	−2,2%
Mất 100% của 541 tỷ	541	−432	−3.867	−4,3%

Giảm LNST = trích thêm × (1 − 20% thuế). Vốn chủ công ty mẹ 30/09/2026.

3 Backlog 77,1 nghìn tỷ, đủ 2,0 năm doanh thu; hạ tầng lên 17,9% backlog, tạm ứng của chủ đầu tư 9,6 nghìn tỷ

Cầu nối backlog Q1/NĐ2027

Tỷ đồng

Backlog (tỷ đồng)	Giá trị	Ghi chú
Backlog 30/06/2026	70.000	DN công bố "khoảng 70.000"
+ Trúng thầu Q1/NĐ2027	14.500	DN công bố "khoảng 14.500"
− Doanh thu Q1/NĐ2027	−11.269	BCTC
= Backlog suy ra 30/09/2026	73.231	AAS suy ra
Backlog DN công bố 30/09/2026	**77.082**	**bản tin nhà đầu tư**
Chênh lệch	+3.851	phát sinh, làm tròn

Nguồn: bản tin nhà đầu tư Q4 FY2026, Q1 FY2027 (công bố của DN, chưa đối chiếu với từng hợp đồng); doanh thu theo BCTC. Doanh thu 4 quý gần nhất 38.156 tỷ.

- **Backlog tăng 7.082 tỷ trong quý**, nhiều hơn mức trúng thầu trừ doanh thu (3.231 tỷ). Phần chênh 3.851 tỷ không được DN giải thích; số đầu kỳ chỉ công bố dạng làm tròn nên AAS dùng số 77.082 tỷ như số DN công bố.
- **Chủ đầu tư nhà ở vẫn chiếm 66,1% backlog** (doanh thu quý 1: 70,9%; hạ tầng 14,5% doanh thu, 17,9% backlog); danh sách khách hàng mới trong bản tin là Sun Group, Masterise, Nam Long. Người mua trả trước 9.557 tỷ (≈ 12,4% backlog), riêng Xây dựng Dân dụng Phú Quốc trả trước 1.158 tỷ ở thời điểm 30/06/2026.

- **Tiến độ ghi nhận**: chi phí sản xuất dở dang giảm từ 9.920 xuống 9.052 tỷ, chi phí phải trả công trình tăng từ 3.135 lên 4.205 tỷ. Khối lượng đã làm được nghiệm thu nhanh hơn, nhưng phần chi phí thầu phụ chưa có hóa đơn cũng tăng theo.

3b Biên gộp tăng nhờ chi phí nhân viên công trường đứng yên khi doanh thu tăng 39%; vật liệu + thầu phụ vẫn ở mức 93,5% doanh thu

Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố trên doanh thu xây dựng

Tỷ đồng

Tỷ lệ trên DT xây dựng	7–12/2024	1–6/2025	7–12/2025	1–6/2026	Q1/NĐ2027
Doanh thu xây dựng (tỷ)	11.430	13.069	17.329	16.843	11.256
Nguyên vật liệu + công cụ	62,3%	57,8%	61,2%	56,4%	–
Dịch vụ thuê ngoài (thầu phụ)	30,0%	36,2%	32,1%	37,4%	–
Vật liệu + thầu phụ	**92,3%**	**94,0%**	**93,3%**	**93,8%**	**–**
Nhân viên (cả quản lý)	5,2%	4,8%	4,6%	3,0%	–
Biên gộp xây dựng	**3,30%**	**2,79%**	**3,73%**	**4,38%**	**4,94%**

Nguồn: TM 33 BCTC soát xét 6 tháng đến 31/12/2025 và BCTC kiểm toán niên độ 2026; kỳ 1–6 = cả niên độ − 6 tháng đầu. Chi phí theo yếu tố là toàn tập đoàn (gồm cả bán hàng, quản lý); xây dựng chiếm ~99,5% doanh thu. Nguyên vật liệu gộp với công cụ dụng cụ vì BCTC năm xếp lại 557 tỷ công cụ của 6 tháng đầu vào vật liệu. BCTC quý không có thuyết minh này, nên Q1/NĐ2027 chỉ có biên.

Phân rã thay đổi biên gộp niên độ 2026

Tỷ đồng

Niên độ (7–6), % DT xây dựng	NĐ2025	NĐ2026	Thay đổi (điểm %)
Vật liệu + thầu phụ	93,17%	93,55%	+0,38
Nhân viên công trường*	3,87%	2,82%	−1,05
Khấu hao ngoài quản lý*	0,34%	0,19%	−0,15
Biên gộp xây dựng	**3,03%**	**4,05%**	**+1,02**

* Trừ phần nhân viên (351,6 / 272,4 tỷ) và khấu hao (27,8 / 30,0 tỷ) nằm trong chi phí quản lý (TM 31). Dấu âm là chi phí giảm trên doanh thu, tức làm biên tăng.

- **Không phải do vật liệu rẻ**: tỷ lệ vật liệu giảm từ 62,3% xuống 56,4%, nhưng thầu phụ tăng từ 30,0% lên 37,4%; cộng hai khoản thì còn nhích lên. CTD giao nhiều hạng mục trọn gói cho thầu phụ hơn (thầu phụ tự mua vật liệu), giống chuyển dịch ở DPG nhưng biên CTD không tăng theo đường này.
- **Phần tăng biên đến từ chi phí cố định**: nhân viên công trường chỉ tăng từ 948 lên 964 tỷ trong khi doanh thu xây dựng tăng từ 24,5 lên 34,2 nghìn tỷ, tỷ lệ giảm 1,05 điểm %; khấu hao giảm thêm 0,15 điểm %. Hai khoản này gần bằng mức tăng biên 1,02 điểm %.
- **Hợp đồng khung vật tư có thật nhưng chưa thấy trong số**: trả trước người bán tăng từ 2.044 lên 3.113 tỷ trong Q3, trong đó Thép Hòa Phát Hưng Yên 329,4 tỷ là khoản mới (khóa giá thép theo hợp đồng khung DN nói tới). Phép thử: nếu toàn bộ vật liệu rẻ hơn thị trường 5% thì chỉ cần phần đó cũng đủ giải thích 3,0 điểm % biên; dữ liệu không ủng hộ vì tỷ lệ vật liệu + thầu phụ không giảm. Chưa tách được tác động giá theo từng công trình.
- **Q1/NĐ2027 biên xây dựng 4,94%** có ba yếu tố kỹ thuật: Thông tư 99 đưa chi phí bảo hành (30,4 tỷ, ~0,27 điểm %) ra khỏi giá vốn; hoàn nhập dự phòng tồn kho ròng 56,8 tỷ (+0,5 điểm %); trích dự phòng hợp đồng rủi ro lớn 85,5 tỷ (−0,76 điểm % nếu ghi vào giá vốn). Theo cách trình bày cũ, biên quý 1 khoảng 4,7%, vẫn cao hơn 4,4% của 1–6/2026 nhờ doanh thu cao nhất từ trước tới nay.

- Hệ quả cho dự phóng: biên phụ thuộc vào quy mô doanh thu. Nếu doanh thu quý giảm về ~9 nghìn tỷ (như Q1 hằng năm do Tết) với chi phí nhân viên giữ nguyên, biên mất khoảng 0,7 điểm %. Mốc kiểm chứng: sau BCTC soát xét 6 tháng đến 31/12/2026, nếu vật liệu + thầu phụ trên 94,5% doanh thu hoặc nhân viên công trường trên 3,2% thì mức biên 4,4% không giữ được.

4 Vay tăng lên 8,0 nghìn tỷ, tiền gửi lên 9,4 nghìn tỷ; tiền mặt ròng 1.357 tỷ, gần bằng 0 nếu trừ tạm ứng và cổ tức phải trả

- **Trong quý CTD vay mới 6.992 tỷ, trả 4.938 tỷ, vay ròng 2.054 tỷ**, đồng thời gửi thêm 4.501 tỷ tiền gửi có kỳ hạn. Tiền và tương đương tiền giảm từ 3.936 tỷ xuống 818 tỷ vì chuyển sang tiền gửi kỳ hạn trên 3 tháng.
- **Dòng tiền kinh doanh âm 775 tỷ**: phải thu tăng 1.686 tỷ, tồn kho giảm 874 tỷ, phải trả giảm 198 tỷ; lãi vay thực trả 185 tỷ.
- **Chênh lệch lãi âm**: chi phí lãi vay 157,9 tỷ lớn hơn lãi tiền gửi 142,9 tỷ. BCTC ghi các khoản vay Vietinbank, Techcombank, BIDV được bảo đảm bằng hợp đồng thi công của Sinh Nam, UGVN và máy móc, quyền sử dụng đất của Sinh Nam; không ghi tiền gửi bị cầm cố. Việc vay ngắn hạn để giữ tiền gửi là lựa chọn quản trị vốn lưu động, nhưng làm giảm lợi nhuận khoảng 15 tỷ mỗi quý ở mức lãi suất hiện tại.
- **Tiền mặt ròng 1.357 tỷ ≈ 12.138 đ/cp**. Khoản này nhỏ so với tạm ứng của chủ đầu tư 9.557 tỷ: nguồn tiền mặt của CTD chủ yếu là tiền chủ đầu tư ứng trước, không phải tiền tích lũy từ lợi nhuận.

Chi tiết vay (TM 24)

Tỷ đồng

Khoản vay 30/09/2026 (tỷ đồng)	Dư nợ	Ghi chú
Vietinbank	2.406,7	ngắn hạn, có bảo đảm
Techcombank	1.472,4	ngắn hạn, có bảo đảm
BIDV	1.155,1	ngắn hạn, có bảo đảm
MB	656,9	ngắn hạn, tín chấp
Vietcombank	528,0	ngắn hạn, tín chấp
HSBC, TPBank	98,5	ngắn hạn, tín chấp
Techcombank dài hạn	291,0	117,7 tỷ đến hạn trong 12 tháng
Trái phiếu CTD126006	1.386,1	mệnh giá 1.400 tỷ, 9%/năm cố định, đáo hạn 30/01/2029
Tổng vay (gồm thuê tài chính 4,6 tỷ)	**7.998,6**	**30/06/2026: 5.943,0 tỷ**

Tiền mặt ròng

Tỷ đồng

Tiền mặt ròng (tỷ đồng)	30/06/2026	30/09/2026
Tiền và tương đương tiền	3.936	818
Tiền gửi có kỳ hạn (ngắn + dài hạn)	3.961	8.538
– Tổng vay	–5.943	–7.999
= Tiền mặt ròng	**1.954**	**1.357**
Người mua trả tiền trước	9.029	9.557
Cổ tức đã công bố, chưa ghi nhận (2.500 đ/cp)	–	–280

Tiền gửi không gồm khoản cho vay 302,6 tỷ nằm trong "đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn" (QH Plus 202,0 tỷ, BĐS Thành Phố Mới 66,0 tỷ, khác 34,6 tỷ), nên tiền mặt ròng thấp hơn con số DN dùng (nợ ròng/VCSH –17%). Nguồn: TM 5, 6.1, 24, 27.2 BCTC hợp nhất Q1/NĐ2027.

5 Mua thêm 45% Công ty Truyền thông AnPR bằng cách chuyển khoản vay thành cổ phần; giá phí 33,4 tỷ, chưa tới 0,4% vốn chủ

- **Cách mua**: ngày 25/09/2026, tập đoàn chuyển vốn vay của cổ đông AnPR thành cổ phần, nâng sở hữu từ 19% lên 64%. AnPR làm dịch vụ quảng cáo; công ty con The Colorus (CTD hưởng 51,2%) làm thiết kế đồ họa, trang trí nội thất, bảng quảng cáo.
- **Nguồn gốc khoản vay**: BCTC kiểm toán niên độ 2026 ghi khoản cho vay ông Mai Trung Tánh 21,97 tỷ, lãi 5%/năm, tài sản bảo đảm là phần vốn góp tại AnPR; 19% AnPR nằm ở "đầu tư góp vốn vào đơn vị khác" với giá gốc 9,28 tỷ. Trong quý 1 khoản "cho vay khác" giảm 33,8 tỷ, gần bằng giá phí 33,4 tỷ (AAS suy ra).
- **Quy mô nhỏ**: tài sản thuần 42,0 tỷ, phần lớn là tiền và tiền gửi; lợi thế thương mại 6,5 tỷ, phân bổ khoảng 0,65 tỷ mỗi năm. Tác động đến lợi nhuận không đáng kể. Điểm cần theo dõi là quản trị: một khoản cho vay cá nhân có bảo đảm bằng cổ phần được tất toán bằng chính cổ phần đó, và doanh nghiệp xây dựng mở thêm mảng quảng cáo ngoài lõi.

Hợp nhất kinh doanh AnPR (TM 4.1)

Tỷ đồng

Mua AnPR ngày 25/09/2026 (tỷ đồng)	Giá trị
Tổng tài sản theo giá trị hợp lý	48,3
trong đó tiền và tiền gửi	31,1
Nợ phải trả	−6,2
Tài sản thuần	42,0
Cổ đông không kiểm soát (36%)	−15,1
Lợi thế thương mại (phân bổ 10 năm)	6,5
Tổng giá phí hợp nhất (64%)	**33,4**
Tiền thuần đã chi	−14,5
Giá trị 100% vốn ngầm định	52,2
P/B ngầm định (lần)	1,24

6 Bất động sản trên bảng cân đối 568 tỷ (≈ 5,7% vốn chủ); dự án nắm giữ chờ tăng giá tăng từ 25,8 tỷ lên 84,0 tỷ trong 15 tháng

- **Dự án BĐS nắm giữ chờ tăng giá** (chi phí xây dựng cơ bản dở dang): 25,8 tỷ (30/06/2025) → 78,3 tỷ (30/06/2026, kiểm toán) → 84,0 tỷ (30/09/2026). BCTC không nêu tên, vị trí dự án. Quy mô nhỏ, nhưng là khoản đầu tư ngoài xây lắp tăng nhanh.
- **Bất động sản đầu tư** là tòa nhà văn phòng cho thuê: trong quý 1 bán một phần nguyên giá 42,4 tỷ, giá trị còn lại 218,9 tỷ; niên độ 2026 thu cho thuê 26,1 tỷ, lãi gộp 11,9 tỷ. Hàng hóa bất động sản 101,4 tỷ gần như đứng yên từ 30/06/2025.
- **Rủi ro bất động sản gián tiếp lớn hơn tài sản trực tiếp**: nợ xấu của chủ đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt 526,4 tỷ (đã dự phòng đủ), cho vay BĐS Đầu tư Thành Phố Mới 66,0 tỷ (12%/năm, có bảo đảm), và 66% backlog là nhà ở. Thanh khoản của chủ đầu tư nhà ở quyết định tốc độ thu tiền của CTD hơn là các tài sản bất động sản CTD tự nắm.

Tài sản bất động sản (TM 9, 10, 15, 16)

Tỷ đồng

Tài sản bất động sản (tỷ đồng)	30/06/2026	30/09/2026
Hàng hóa bất động sản (tồn kho)	100,9	101,4
Dự án BĐS nắm giữ chờ tăng giá (XDCB)	71,8	84,0
Bất động sản đầu tư: tòa nhà văn phòng, tài sản khác (giá trị còn lại)	257,3	218,8
Tiền thuê đất trả trước dài hạn	165,2	163,4
Cộng	**595,2**	**567,6**

7 Q2/NĐ2027: LNST công ty mẹ cơ sở 265 tỷ (+16% so cùng kỳ), dải 163–375 tỷ; niên độ 2027 997 tỷ

Mô phỏng KQKD Q2/NĐ2027 (10–12/2026)

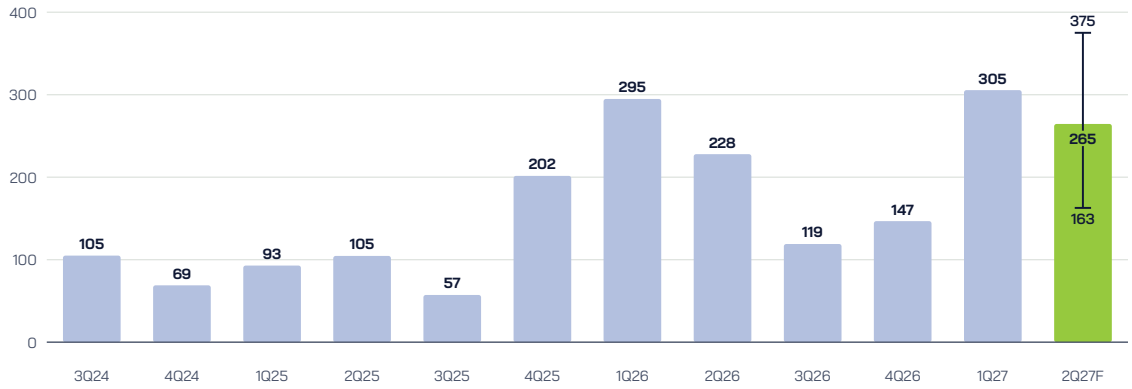
Tỷ đồng

Q2/NĐ2027F (tỷ đồng)	Q1/NĐ2027	Thấp	Cơ sở	Cao
Doanh thu thuần	11.269	11.000	12.500	13.800
Biên gộp (%)	4,98	3,80	4,40	5,00
Lợi nhuận gộp	562	418	550	690
Chi phí bán hàng + quản lý	−205	−215	−229	−240
Doanh thu tài chính	184	165	170	175
Chi phí tài chính	−160	−165	−160	−155
LNTT	384	205	333	472
LNST cty mẹ	**305**	**163**	**265**	**375**
So cùng kỳ Q2/NĐ2026 (228 tỷ)		−29%	+16%	+65%

- **Doanh thu cơ sở 12.500 tỷ** (+25% so cùng kỳ): quý 10–12 thường cao hơn quý 7–9 (2024: ×1,45; 2025: ×1,34), AAS dùng mức thận trọng ×1,11 vì backlog đã ghi nhận nhanh trong quý 1. Cao = 13.800 tỷ; thấp = 11.000 tỷ nếu các dự án nhà ở chậm nghiệm thu.
- **Biên gộp cơ sở 4,4%** = mức 4 quý gần nhất, không lấy 4,98% của quý 1 vì quý này có hoàn nhập tồn kho. Thấp 3,8% (dự phòng hợp đồng rủi ro lớn tiếp tục tăng), cao 5,0%.
- **Tài chính ròng cơ sở +10 tỷ** theo số dư thực tế 30/09: tiền gửi ~9,4 nghìn tỷ, vay ~8,0 nghìn tỷ; chưa trừ cổ tức 279,6 tỷ sẽ chi. Thuế 20,6% như quý 1.

LNST công ty mẹ theo quý niên độ (1Q = 7–9; vạch = thấp–cao)

Tỷ đồng



Niên độ 2027 (7/2026–6/2027)

Tỷ đồng

Niên độ 7–6 (tỷ đồng)	Thấp	Cơ sở	Cao
Doanh thu niên độ 2027 (7/2026–6/2027)	41.769	45.769	49.569
So niên độ 2026 (34.340 tỷ)	+22%	+33%	+44%
LNST cty mẹ niên độ 2027	**719**	**997**	**1.311**
So niên độ 2026 (788 tỷ)	−9%	+27%	+66%
So kế hoạch ngầm định (1.053 tỷ)	−32%	−5%	+24%
EPS niên độ 2027 (đ/cp)	6.426	8.919	11.725

Niên độ 2027 = Q1/NĐ2027 thực tế + Q2/NĐ2027F + Q3–Q4/NĐ2027F (doanh thu cơ sở 9.500 và 12.500 tỷ, cùng biên và chi phí). Kế hoạch ngầm định suy từ tỷ lệ hoàn thành 29% DN công bố.

8 Mốc theo dõi và khuyến nghị: TÍCH LŨY TỪNG PHẦN, giá trị hợp lý 77,9 nghìn đồng

Mốc theo dõi

Tỷ đồng

Mốc	Thời điểm	Ngưỡng	Ý nghĩa
Biên gộp Q2/NĐ2027	BCTC 01/2027	< 3,8% / > 5,0%	xuống kịch bản thấp / lên cao
Dự phòng hợp đồng rủi ro lớn	mỗi quý	> 298 tỷ	công trình lỗ lan rộng
Nợ xấu "khách hàng khác"	mỗi quý	trích ròng > 100 tỷ	mất phần chưa dự phòng
Tổng vay	mỗi quý	> 9.000 tỷ	chênh lệch lãi âm lớn hơn
Backlog, trúng thầu	bản tin Q2 FY2027	backlog < 75.000 tỷ	đà doanh thu 2027 chậm lại
Nới room ngoại	quý 1 FY2027 (1–3/2027)	được duyệt	DN kỳ vọng, cầu cổ phiếu
Dự án BĐS chờ tăng giá	mỗi quý	> 150 tỷ	vốn đi ra ngoài xây lắp

- **Giả định đã sửa so với tham số AAS trước**: biên gộp 3,7% → 4,4% (mức 4 quý gần nhất, có đòn bẩy chi phí nhân viên); lãi suất vay 7,5% → ~8–9%; lãi tiền gửi 6,3% → 6,6%.

- **Rủi ro chưa đưa vào kịch bản cơ sở**: trích thêm dự phòng nợ xấu (mỗi 25% phần còn lại ≈ −108 tỷ LNST) và dự phòng hợp đồng rủi ro lớn tiếp tục tăng.

KHUYẾN NGHỊ

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN. quý 1 lãi 305,5 tỷ, cao nhất 31 quý, và lần này không dựa vào thu nhập bất thường; backlog 77,1 nghìn tỷ (≈ 2,0 năm doanh thu) giữ đà doanh thu. Hai điểm trừ phải theo dõi: phần nợ xấu chưa dự phòng 541 tỷ (≈ 3,9 nghìn đ/cp sau thuế) và dự phòng hợp đồng có rủi ro lớn tăng 85,5 tỷ trong quý. Giá 66,8 nghìn đ (P/B 0,75 lần) thấp hơn giá trị hợp lý 77,9 nghìn đ khoảng 17%. Mua dần khi giá ≤ 64 nghìn đ (P/B ~0,72 lần, đáy 3 năm); chốt một phần ở 86–88 nghìn đ (P/B ~0,97 lần). Hạ về THEO DÕI nếu biên gộp quý 2 niên độ 2027 dưới 3,8% hoặc trích thêm dự phòng nợ xấu trên 100 tỷ.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 04/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.