

## CTCP XÂY DỰNG COTECCONS (HOSE: CTD)

### Cú hích từ xây dựng hạ tầng

Chúng tôi thực hiện báo cáo tổng quan cho cổ phiếu CTD với giá mục tiêu 12 tháng tới là 79.400 VND, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng đạt 38% dựa trên giá đóng cửa ngày 22/9/2026, tương ứng với khuyến nghị MUA.

### Mảng xây dựng hạ tầng bất phá mạnh mẽ làm động lực tăng trưởng mới

- Doanh thu mảng hạ tầng dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng cao trong NĐTC 2027-28, lần lượt đạt 6.719 tỷ VND (+179% yoy) và 12.390 tỷ VND (+84% yoy) nhờ chiến lược tăng tỷ trọng vào các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm quốc gia của Công ty.
- Mức tăng trưởng cao được đảm bảo bởi khối lượng công việc (backlog) kỷ mới mảng hạ tầng NĐTC 2026 ước đạt gần 20 nghìn tỷ VND (+738% yoy) và kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức nền cao này trong giai đoạn 2027-2028, đồng thời giảm sự phụ thuộc vào tính chu kỳ của thị trường dân dụng.

### Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ khả năng tối ưu giá thầu

- Biên lợi nhuận gộp ước tính mở rộng lên 4,5%/5,2% (+30/+70 bps yoy), qua đó, lợi nhuận gộp giai đoạn NĐTC 2027-2028 đạt lần lượt 2.025 tỷ VND (+40% yoy) và 3.072 tỷ VND (+52% yoy), hỗ trợ bởi: (1) Việc đàm phán giá thầu và áp dụng hiệu quả điều khoản chia sẻ rủi ro biến động chi phí với các khách hàng có nền tảng tài chính tốt và (2) động thái thầu tóm các doanh nghiệp chuyên sâu (như GEO Foundation) giúp gia tăng năng lực tự thi công, giảm phụ thuộc vào thầu phụ.

### Hiệu quả sử dụng vốn (ROE) cải thiện nhờ tăng đòn bẩy tài chính

- Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) dự phóng cải thiện lên mức 9,4% và 13,9% trong giai đoạn 2027-2028 (so với mức 3-8% giai đoạn NĐTC 2024-2026) nhờ tăng đòn bẩy tài chính và cải thiện biên lợi nhuận.
- Trong bối cảnh khối lượng công việc đi kèm nhu cầu vốn lưu động ở mức cao kỷ lục, chúng tôi cho rằng biến động biên lợi nhuận, ROE và dòng tiền của CTD sẽ phụ thuộc lớn vào khả năng quản lý chi phí và nguồn vốn của Công ty.

### Rủi ro

- Việc chậm trễ trong giải ngân và thi công có thể làm lùi thời điểm ghi nhận doanh thu và gây áp lực lên dòng tiền.
- Khả năng hoàn nhập các khoản nợ xấu trong quá khứ giúp lợi nhuận tích cực hơn so với kịch bản cơ sở.
- Các dự án tại thị trường quốc tế có thể tạo ra động lực tăng trưởng mới vượt kỳ vọng.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

| Cuối năm-T6 (Tỷ đồng) | FY2023  | FY2024 | FY2025 | FY2026 | FY2027F | FY2028F |
|-----------------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Doanh thu thuần       | 6.744   | 21.045 | 24.885 | 34.340 | 44.952  | 59.428  |
| Tăng trưởng (%)       | -53,6   | 212,0  | 18,2   | 38,0   | 30,9    | 32,2    |
| EBIT                  | -36     | 132    | 483    | 768    | 1.138   | 1.900   |
| LNST                  | 52      | 310    | 456    | 788    | 948     | 1.554   |
| Tăng trưởng (%)       | 152,2   | 492,7  | 47,4   | 72,7   | 20,4    | 63,9    |
| Biên ròng (%)         | 0,8     | 1,5    | 1,8    | 2,3    | 2,1     | 2,6     |
| ROA (%)               | 0,3     | 1,4    | 1,7    | 2,3    | 2,2     | 3,1     |
| ROE (%)               | 0,6     | 3,7    | 5,2    | 8,5    | 9,4     | 13,9    |
| EPS cơ bản (VND)      | 702     | 3.098  | 4.498  | 6.909  | 8.480   | 13.900  |
| GTSS (VND)            | 111.151 | 85.968 | 88.382 | 84.641 | 93.788  | 106.688 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 0       | 0      | 985    | 1.000  | 1.000   | 1.000   |
| P/E (x)               | 75,3    | 22,5   | 18,8   | 9,6    | 6,9     | 4,2     |
| P/BV (x)              | 0,6     | 0,8    | 1,0    | 0,9    | 0,6     | 0,5     |

Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 22/09/2026.

## MUA

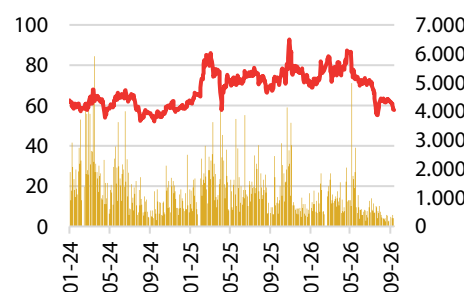
+38%

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| Giá thị trường (VND)          | 58.500 |
| Giá mục tiêu (VND)            | 79.400 |
| Cổ tức tiền mặt dự kiến (VND) | 1.000  |

### Thông tin cổ phiếu

|                       |                      |
|-----------------------|----------------------|
| Ngành                 | Xây dựng và Vật liệu |
| Vốn hoá (tỷ VND)      | 6.721                |
| SLCP lưu hành (triệu) | 112                  |
| Free float            | 55,0%                |
| KLGD BQ 3T (nghìn)    | 449                  |
| GTGD BQ 3T (tỷ)       | 30,2                 |
| Vốn sở hữu NĐTNN      | 46,7%                |
| Giá thấp - cao 52T    | 55.100 – 92.780      |

KLGD (nghìn cổ - trục phải)  
Giá đóng cửa (nghìn VND - trục trái)



### Tỷ suất sinh lời (%)

|            | 3T    | 1N    | 2N   |
|------------|-------|-------|------|
| CTD        | -21,5 | -14,7 | 5,9  |
| VN30 Index | -1,2  | 6,1   | 47,2 |
| VN-Index   | -0,7  | 9,6   | 40,9 |

### Cổ đông lớn (%)

|                                   |      |
|-----------------------------------|------|
| Kustocem Pte.                     | 17,9 |
| Thành Công Co. Ltd.               | 14,4 |
| Khác                              | 67,6 |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) | 3,3  |

### Phòng Phân tích Ngành Xây dựng

+ 84 28 6299 2006

[phantich@vdsc.com.vn](mailto:phantich@vdsc.com.vn)

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP

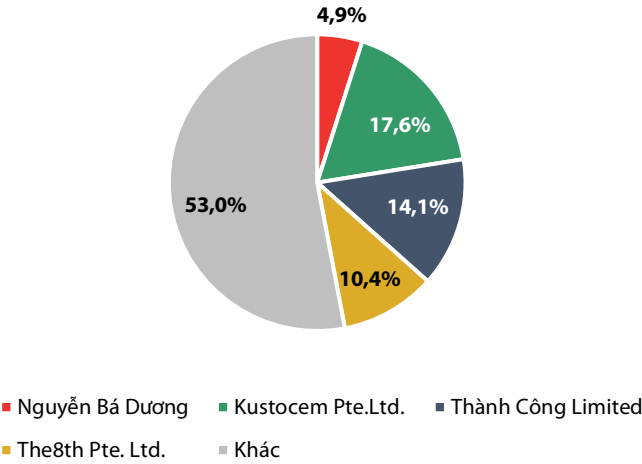
1. Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (CTD) được thành lập vào năm 2004 trên cơ sở cổ phần hóa công ty thành viên của Tổng công ty Fico. Công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào đầu năm 2010.

Năm 2012, Kusto rút vốn vào Coteccons, đồng hành cùng ban lãnh đạo cũ do ông Nguyễn Bá Dương đứng đầu. Tuy nhiên, do những xung đột về quản trị, lợi ích kinh doanh và chính sách cổ phiếu, chủ tịch Nguyễn Bá Dương đã từ nhiệm năm 2020, chính thức chuyển giao quyền lực hoàn toàn cho đại diện của Kusto.

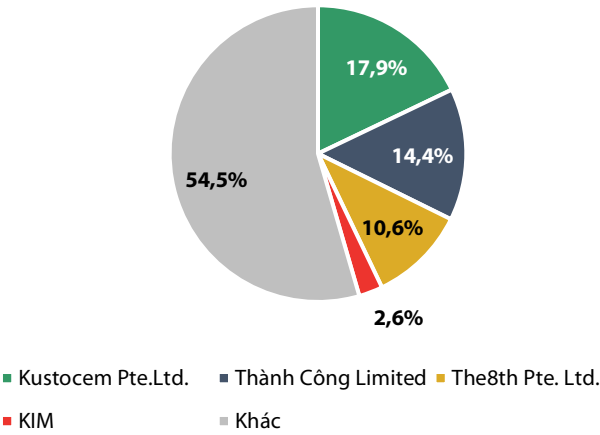
Giai đoạn 2021 - 2025 đánh dấu sự chuyển mình của Coteccons khi ông Bolat Duisenov (đại diện Kusto) trở thành chủ tịch mới, cùng với sự gia tăng tỷ lệ cổ đông tổ chức lên 72,5% (chủ yếu là nhóm Kusto và khối ngoại). Cũng trong giai đoạn này, CTD ghi nhận nhiều thay đổi trong tư duy quản trị, bao gồm việc tái cấu trúc (1) tài chính (tăng cường trích lập, duy trì lượng tiền mặt lớn, sử dụng thêm đòn bẩy...) và (2) văn hóa doanh nghiệp (giảm sự phụ thuộc vào quan hệ của cá nhân sang một hệ thống đề cao chất lượng công nghệ, nhân sự và từ đó giữ tỷ lệ ký kết lặp lại (repeat sale) cao với các khách hàng lớn trên thị trường).

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của CTD năm 2019



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu cổ đông tổ chức của CTD năm 2025



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Coteccons (CTD) hiện đang sở hữu 16 công ty con và 3 công ty liên kết, hoạt động chính trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ thiết kế và xây dựng các loại công trình dân dụng, công nghiệp, hạ tầng, cùng các giải pháp chuyên sâu về cơ điện (MEP) và nhôm kính facade. Cuối năm 2025, Coteccons tiếp tục phê duyệt chủ trương mua lại 100% vốn tại Công ty TNHH GEO Foundations Việt Nam nhằm mở rộng năng lực thi công hạ tầng và kỹ thuật nền móng.

Bảng 1: Các công ty con, công ty liên kết trực thuộc của CTD

| Tên công ty                            | Tỷ lệ sở hữu/Lợi ích (%) | Lĩnh vực kinh doanh chính                                                                                                                                                                                |
|----------------------------------------|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Công ty con trực tiếp                  |                          |                                                                                                                                                                                                          |
| Công ty TNHH Đầu tư xây dựng Unicons   | 100%                     | Cung cấp dịch vụ xây dựng và dịch vụ lắp đặt thiết bị                                                                                                                                                    |
| Công ty TNHH Covestcons                | 100%                     | Dịch vụ môi giới và kinh doanh bất động sản                                                                                                                                                              |
| Công ty TNHH Sinh Nam Metal (Việt Nam) | 100%                     | Cung cấp dịch vụ thiết kế, thi công, lắp đặt các sản phẩm từ nhôm kính và kim loại                                                                                                                       |
| Công ty TNHH Cơ và Điện UG Việt Nam    | 100%                     | Cung cấp dịch vụ thi công công trình xây dựng dân dụng và công nghiệp; dịch vụ tư vấn quản lý dự án xây dựng; dịch vụ thiết kế và lắp đặt phần cơ điện công trình xây dựng và các hệ thống xây dựng khác |
| Coteccons Construction, Inc.           | 100%                     | Tổng thầu xây dựng và quản lý thi công                                                                                                                                                                   |

|                                              |       |                                                                                                          |
|----------------------------------------------|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Coteccons Construction LLC                   | 100%  | Xây dựng tất cả các loại công trình nhà ở                                                                |
| Coteccons Construction KZ Ltd.               | 100%  | Cung cấp dịch vụ xây dựng                                                                                |
| Coteccons Construction (Cambodia) Co. Ltd.   | 100%  | Xây dựng công trình                                                                                      |
| Coteccons India Construction Private Limited | 99%   | Cung cấp dịch vụ xây dựng                                                                                |
| Công ty TNHH Sinh Nam Metal (Myanmar)        | 100%  | Cung cấp dịch vụ thiết kế, thi công, lắp đặt các sản phẩm từ nhôm kính và kim loại                       |
| CTCP CTD FutureImpact                        | 99,5% | Sửa chữa, lắp đặt, cho thuê và bán máy móc thiết bị và phụ tùng máy                                      |
| Công ty TNHH Solaresco-1                     | 99,5% | Cho thuê máy móc, thiết bị đun nước nóng dùng năng lượng mặt trời, máy móc thiết bị tiết kiệm năng lượng |
| Công ty TNHH CTD Materials                   | 100%  | Bán buôn vật liệu, thiết bị lắp đặt khác trong xây dựng                                                  |
| Công ty TNHH Coteccons Nest                  | 100%  | Kinh doanh bất động sản, quyền sử dụng đất thuộc chủ sở hữu, chủ sử dụng hoặc đi thuê                    |
| Công ty TNHH Sàn Chối Mới                    | 100%  | Kinh doanh bất động sản, quyền sử dụng đất thuộc chủ sở hữu, chủ sử dụng hoặc đi thuê                    |
| Công ty TNHH VN Solutions                    | 100%  | Lập trình máy vi tính                                                                                    |
| <b>Công ty liên kết</b>                      |       |                                                                                                          |
| CTCP Đầu tư Hạ tầng FCC                      | 42,3% | Xây dựng các công trình dân dụng và công nghiệp                                                          |
| CTCP Thương mại Quảng Trọng                  | 36%   | Kinh doanh bất động sản, quản lý dự án                                                                   |
| CTCP Đầu tư Hitecons                         | 31%   | Kinh doanh bất động sản và xây dựng                                                                      |

Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

## 2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi

**Hình 3: Mô hình tổng thầu xây dựng của CTD**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt tổng hợp

### 2.1. Cấu trúc backlog

CTD vận hành theo mô hình tổng thầu xây dựng, đóng vai trò trung tâm điều phối toàn diện nguồn lực giữa hệ thống nhân sự nội bộ và mạng lưới đối tác, thầu phụ bên ngoài. Cơ cấu backlog của doanh nghiệp được phân bổ vào 3 trụ cột chính: dân dụng, công nghiệp và hạ tầng. Trong đó, mảng dân dụng đóng vai trò chủ đạo (thường chiếm khoảng 70% tổng backlog), duy trì dòng tiền thông qua tệp khách hàng là các chủ đầu tư tư nhân lớn (Vinhomes, Sun Group, Keppel Land...). Nhóm công nghiệp đóng góp tỷ trọng ổn định khoảng 10-30%, với một số dự án nhà máy lớn mà CTD đã thực hiện cho các đối tác như LEGO, Pandora, Hòa Phát...

Đáng chú ý, mảng hạ tầng đã vươn lên chiếm 23% backlog trong năm tài chính 2026, đánh dấu sự chuyển dịch chiến lược của Công ty trong bối cảnh mảng dân dụng truyền thống kỳ vọng sẽ gặp nhiều rào cản về tăng trưởng trong thời gian tới.

### 2.2. Khả năng thi công

Nguyên vật liệu và chi phí thuê ngoài (thầu phụ) là 2 cấu phần chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí sản xuất kinh doanh của CTD, lần lượt chiếm 59% và 36%. Nhìn chung, khả năng quản lý chi phí và đàm phán giá thầu của Công ty đang dần được cải thiện, được hỗ trợ lớn bởi tệp khách hàng có năng lực tài chính tốt, đặt ưu tiên cao về chất lượng và tiến độ thi công.

Về mặt thi công, CTD có điểm mạnh rất lớn về công nghệ và đội ngũ nhân sự nội bộ. Các công trình trong hồ sơ năng lực của Công ty khá đa dạng và phần lớn đều đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế. Trong đó, một số công trình có độ khó kỹ thuật cao như thi công hầm sâu nhiều lớp, kết cấu thép khẩu độ siêu lớn..., từ đó giúp Coteccons duy trì vị thế là một trong những tổng thầu lớn trong nước.

### 2.3. Năng lực quản trị

Năng lực thực thi khối lượng backlog lớn phụ thuộc mật thiết vào tính ổn định của chuỗi cung ứng. CTD thể hiện năng lực điều phối xây dựng tương đối toàn diện nhờ duy trì mạng lưới khổng lồ gồm hơn 2.500 nhà cung cấp/thầu phụ cùng lực lượng hơn 40.000 công nhân, lao động ngoài.

Trong ngắn hạn, động lực tăng trưởng của Công ty kỳ vọng tiếp tục đến từ tỷ lệ tái ký kết hợp đồng ở mức cao với các đối tác truyền thống, vốn đang đẩy mạnh sang mảng xây dựng hạ tầng. Trong dài hạn, mức độ tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào khả năng mở rộng sang thị trường quốc tế và các mảng kinh doanh khác (kế hoạch hiện tại của CTD là tăng tỷ lệ đóng góp doanh thu của mảng này lên 30% vào năm 2030).

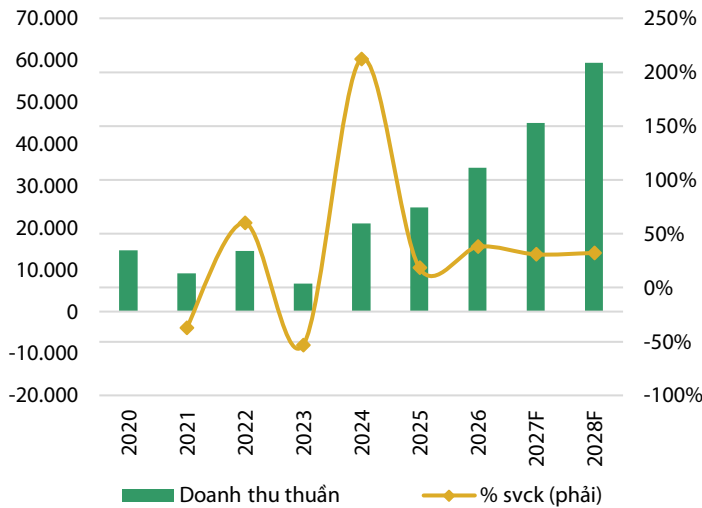
Triển vọng ngành xây dựng và năng lực cạnh tranh của CTD trong giai đoạn 2026-28 được chúng tôi trình bày chi tiết trong Phụ lục.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG

### 1. Kết quả kinh doanh

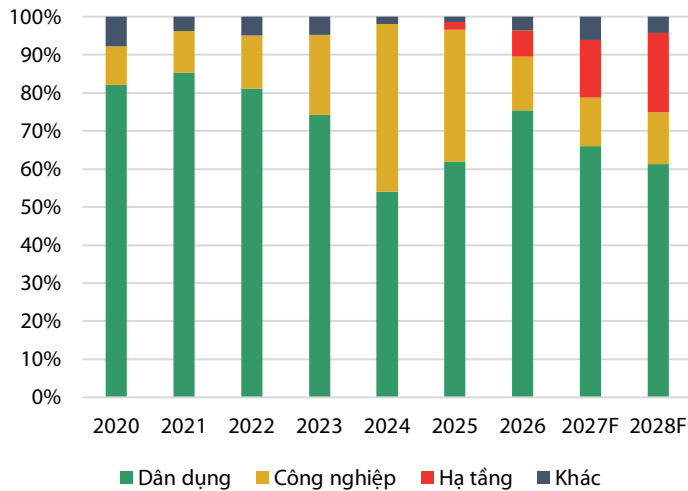
**Doanh thu thuần:** Tăng trưởng nhờ lượng giá trị hợp đồng đã ký (backlog) lớn hiện tại của Công ty, trong đó tiếp tục được dẫn dắt bởi lĩnh vực xây dựng dân dụng và động lực mới từ lĩnh vực hạ tầng.

Hình 4: Doanh thu thuần của CTD dự phóng (Tỷ VND)



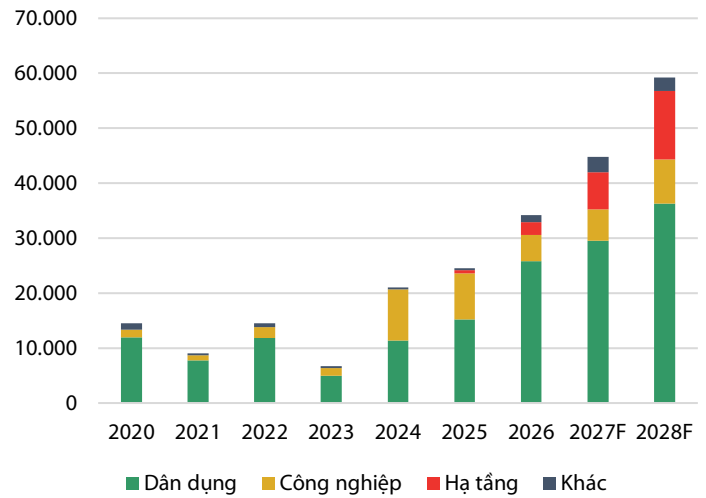
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tỷ trọng doanh thu thuần theo lĩnh vực xây dựng của CTD dự phóng (Tỷ VND)



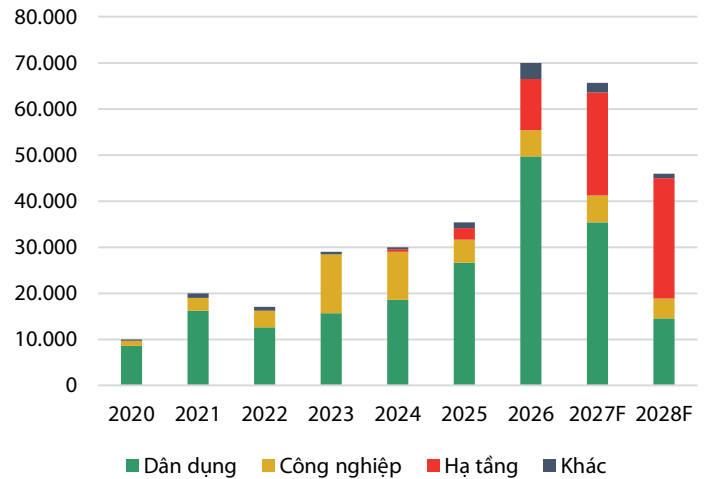
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Doanh thu thuần theo lĩnh vực xây dựng của CTD dự phóng



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Backlog cuối kỳ theo lĩnh vực xây dựng của CTD dự phóng (tỷ VND)



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt ước tính

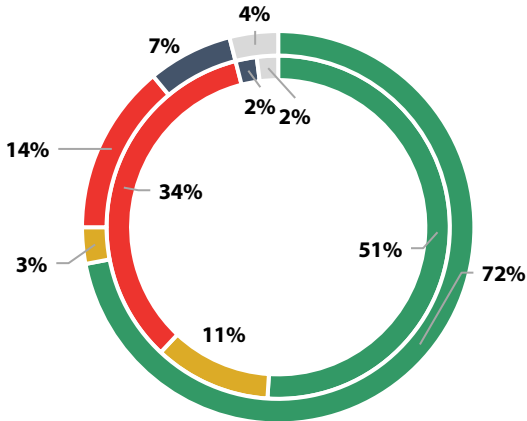
**Doanh thu thuần** của CTD NĐT 2027-28 (năm tài chính 2027 từ 1/7/2026 đến 30/6/2027) dự phóng lần lượt đạt 44.952 tỷ VND (+31% yoy) và 59.428 tỷ VND (+32% yoy). Cụ thể:

**Mảng dân dụng:** Doanh thu lần lượt đạt 29.570 tỷ VND (+15% yoy) và 36.300 tỷ VND (+23% yoy) trong NĐT 2027 - 28. Các giả định chính bao gồm: (1) Các hợp đồng mới sẽ giảm từ mức nền cao năm 2026, ước tính lần lượt đạt -55% yoy và +2% yoy; và (2) CTD ghi nhận doanh thu backlog trong khoảng 2 năm ([chi tiết](#)).

**Mảng công nghiệp:** Doanh thu kỳ vọng lần lượt đạt 5.723 tỷ VND (+19% yoy) và 8.036 tỷ VND (+40% yoy), tăng trưởng tích cực với giả định triển vọng mảng công nghiệp sẽ cải thiện hơn sau năm tài chính 2026, khi mảng này bị ảnh hưởng bởi thuế quan. Trong đó, phần hợp đồng mới trong năm ước tính sẽ tăng trưởng 10% mỗi năm và CTD ghi nhận doanh thu trong khoảng 1,5 năm ([chi tiết](#)).

**Mảng hạ tầng:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng hạ tầng của CTD sẽ tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp, lần lượt đạt 6.719 tỷ VND (+179% yoy) và 12.390 tỷ VND (+84% yoy) khi Công ty tăng tỷ trọng vào các dự án hạ tầng trong thời gian tới. Chúng tôi ước tính lượng backlog ký mới trong NĐTC 2027-28 được duy trì tại mức nền cao của NĐTC 2026, đồng thời giả định CTD ghi nhận doanh thu trong khoảng 3 năm ([chi tiết](#)).

**Hình 8: Tỷ trọng doanh thu thuần theo lĩnh vực xây dựng của CTD tính đến cuối NĐTC 2026 (\*)**

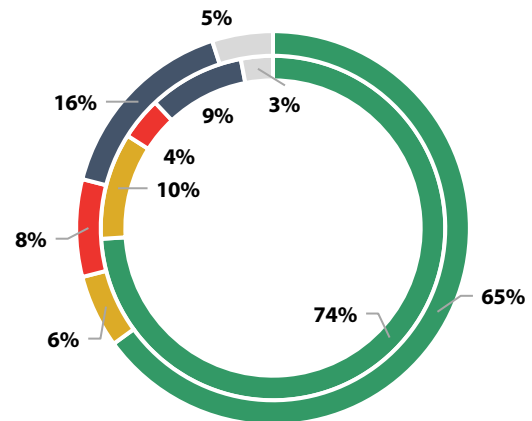


■ Cao tầng ■ Khu nghỉ dưỡng ■ Công nghiệp ■ Hạ tầng ■ Khác

Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

(\*) Vòng ngoài: NĐTC 2026; Vòng trong: NĐTC 2025

**Hình 9: Backlog cuối kỳ theo lĩnh vực xây dựng của CTD tính đến cuối NĐTC 2026 (tỷ VND) (\*)**



■ Cao tầng ■ Khu nghỉ dưỡng ■ Công nghiệp ■ Hạ tầng ■ Khác

Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

(\*) Vòng ngoài: NĐTC 2026; Vòng trong: cuối quý 2 NĐTC 2026

**Lợi nhuận gộp:** Biên gộp kỳ vọng mở rộng nhờ khả năng đàm phán giá thầu

Chúng tôi dự phóng biên gộp của CTD sẽ mở rộng lần lượt lên mức 4,5% (+30 bps yoy) và 5,2% (+70 bps yoy), qua đó giúp lợi nhuận gộp đạt lần lượt 2.025 tỷ VND (+40% yoy) và 3.072 tỷ VND (+52% yoy) trong NĐTC 2027-28, dựa trên giả định chính rằng Công ty sẽ áp dụng hiệu quả các điều khoản chia sẻ rủi ro biến động giá thành với các khách hàng, đồng thời tận dụng lợi thế quy mô từ lượng backlog lớn nhằm đàm phán chiết khấu với các nhà cung cấp nguyên vật liệu. Ngoài ra, động thái thâm nhập các doanh nghiệp mới (như GEO Foundation) được kỳ vọng sẽ góp phần mở rộng biên gộp nhờ năng lực thi công chuyên sâu (mặc dù vẫn cần theo dõi thêm).

**Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (LNST-CTM):** Biên ròng mở rộng với giả định lợi thế về chi phí vốn được duy trì.

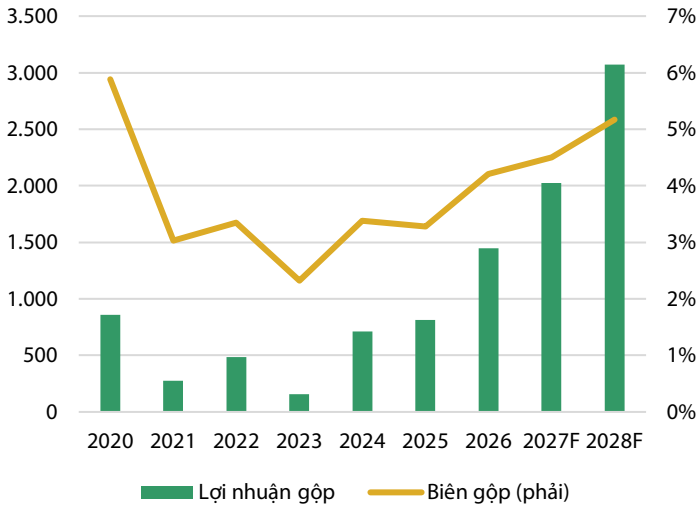
**Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ:** Dự phóng lần lượt đạt 948 tỷ VND (+21% yoy) và 1.554 tỷ VND (+64% yoy), tương ứng với biên ròng lần lượt đạt 2,1% (-0,2 bps yoy) và 2,6% (+0,5 bps yoy). Trong đó:

**Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp:** Chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần của CTD sẽ không thay đổi nhiều so với năm 2026 và đạt khoảng 2%. Chúng tôi tạm thời chưa tính đến triển vọng hoàn nhập các khoản trích lập nợ xấu (liên quan đến Công ty TNHH Bất Động Sản Ngôi sao Việt; số dư giá trị ròng đến cuối NĐTC 2026 đạt 520 tỷ VND) trong giai đoạn dự phóng mặc dù CTD đã đạt được thỏa thuận tài chính ([chi tiết](#)).

**Thu nhập thuần từ hoạt động tài chính:** Dựa trên giả định về cơ cấu vốn vay và mức lãi suất trung bình: 6,5%/năm đối với nợ vay ngắn hạn, 9%/năm đối với nợ vay dài hạn và lợi suất 6,5% đối với các khoản đầu tư ngắn hạn, chúng tôi ước tính thu nhập tài chính ròng của CTD trong NĐTC 2027-28 lần lượt là 58 tỷ VND (+14% yoy) và 87 tỷ VND (+50% yoy). Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng thu nhập tài chính ròng của Công ty vẫn tích cực trong NĐTC 2027-28 nhờ duy trì được lợi thế về kinh doanh nguồn vốn (lãi suất tiền gửi gần tương đương lãi suất vay) ([chi tiết](#)). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá áp lực tăng nợ vay để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động trong giai đoạn này là rủi ro lớn cần theo dõi thêm.

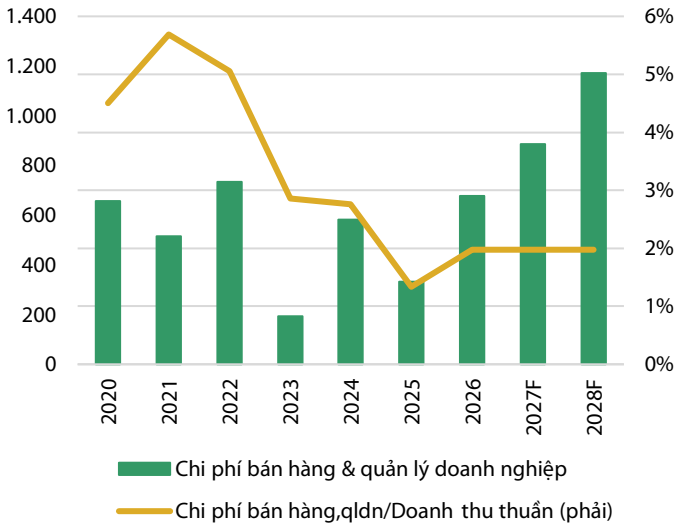
**Thu nhập khác ròng:** Do CTD đã ghi nhận toàn bộ lợi nhuận từ dự án Emerald 68 trong quý 1/2026 (189 tỷ VND), chúng tôi dự phóng thu nhập khác ròng của Công ty sẽ quay trở về mức 30 tỷ VND trong giai đoạn 2027-28 (tương tự giai đoạn 2019-25).

**Hình 10: Lợi nhuận gộp (Tỷ VND) và biên gộp của CTD dự phóng**



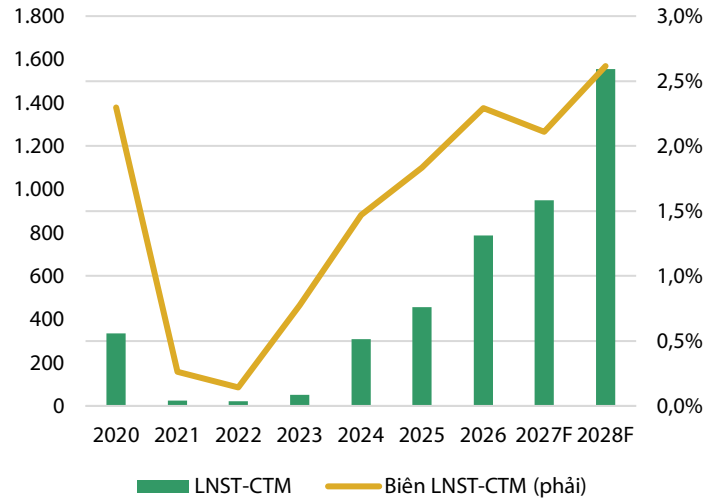
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 12: Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp của CTD dự phóng (tỷ VND)**



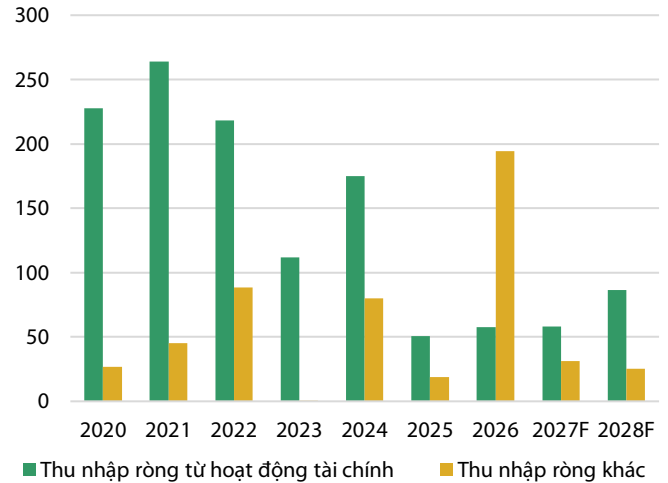
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 11: LNST-CTM (Tỷ VND) và biên LNST-CTM của CTD dự phóng**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Thu nhập ròng từ hoạt động tài chính và thu nhập ròng khác của CTD dự phóng (tỷ VND)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

## 2. Tài sản

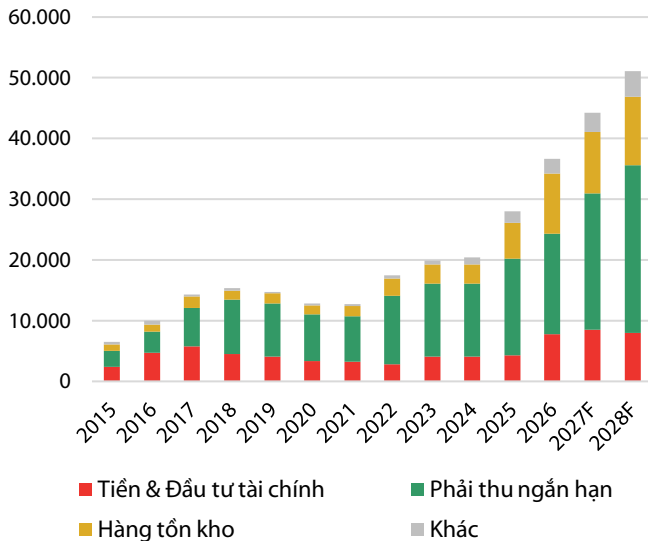
**Tài sản ngắn hạn:** Mở rộng quy mô tài sản tài chính ngắn hạn và cải thiện chất lượng vốn lưu động nhờ tệp khách hàng chất lượng.

**Tiền & tương đương tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn:** Giai đoạn 2015-2025, CTD duy trì khoản này ổn định ở mức 3.000 – 4.000 tỷ đồng/năm nhằm bảo đảm thanh khoản và tối ưu hóa doanh thu tài chính. Ngoài ra, danh mục này trở nên đa dạng hơn từ năm 2020 (so với nền tảng thuần tiền gửi ngân hàng kỳ hạn giai đoạn trước đó) với cấu trúc có thêm trái phiếu, chứng chỉ quỹ và chứng khoán kinh doanh tại một số thời điểm (tỷ trọng khoảng 5% tổng danh mục) (Hình 14).

**Vốn lưu động:** Biến động vốn lưu động của CTD trong giai đoạn 2015-2025 có thể được chia thành ba xu hướng chính:

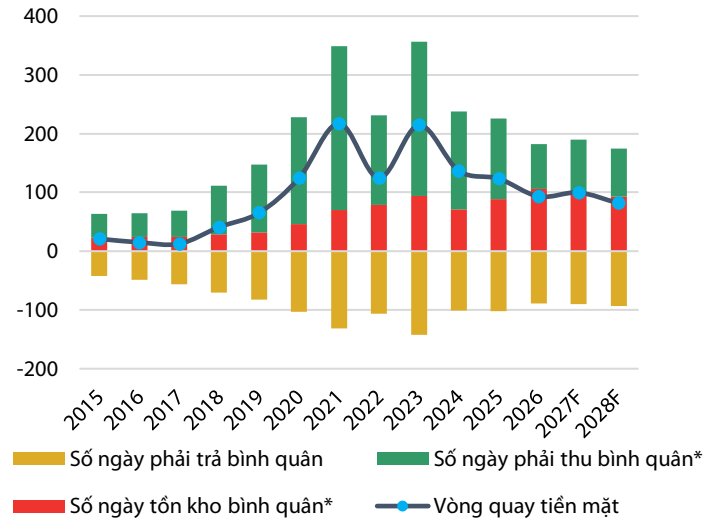
- Giai đoạn 2015 – 2018: Chu kỳ tiền mặt của CTD được duy trì ở mức dưới 40 ngày. Kết quả này được hỗ trợ bởi khả năng kéo dài số ngày phải trả tương đương với số ngày phải thu, giúp doanh nghiệp giảm thiểu nhu cầu vốn lưu động tự có và chi phí tài trợ vốn trong thời kỳ mảng xây dựng dân dụng tăng trưởng mạnh.
- Giai đoạn 2019 – 2023: Chỉ tiêu vốn lưu động của Công ty chuyển biến theo hướng kém thuận lợi hơn do tác động của sự sụt giảm thanh khoản chung của thị trường bất động sản dân dụng. Đặc biệt, số ngày phải thu bình quân năm 2021 và 2023 có xu hướng gia tăng rõ rệt do tiến độ thanh toán của nhiều dự án bị chậm lại. Mặc dù Công ty đã (1) chủ động tăng số ngày phải trả (trên 100 ngày) để cân đối dòng tiền và (2) hạch toán trích lập một số khoản nợ xấu ([chi tiết](#)), chu kỳ tiền mặt hợp nhất vẫn ghi nhận mức tăng đáng kể.
- Giai đoạn 2024 – 2026: Chu kỳ tiền mặt của CTD bắt đầu thiết lập vùng cân bằng mới thấp hơn so với trước (khoảng 100–120 ngày). Trạng thái này xuất phát từ (1) sự phục hồi nhẹ của thị trường dân dụng, (2) gia tăng tỷ trọng mảng công nghiệp (giải ngân của nhóm FDI cho nhà thầu thường đúng tiến độ hơn) và (3) năng lực triển khai các mô hình thi công nhanh của Công ty ([chi tiết](#)).

**Hình 14: Cơ cấu tài sản ngắn hạn của CTD dự phóng (tỷ VND)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 15: Hiệu quả vốn lưu động của CTD dự phóng (ngày)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

(\*) Được điều chỉnh với khoản "Trả trước cho người bán" và "Người mua trả tiền trước"

Cho giai đoạn 2027-28, chúng tôi kỳ vọng quy mô tài sản ngắn hạn của CTD sẽ tăng trưởng lần lượt 20% mỗi năm, trong đó biến động chủ yếu đến từ: (1) Tăng đầu tư tài chính ngắn hạn (giả định đạt khoảng 4.000 tỷ VND năm 2027 trước khi giảm về 2.000 tỷ VND năm 2028) để tận dụng môi trường lãi suất cao và lợi thế về kinh doanh nguồn vốn của Công ty, được tài trợ bởi dư nợ vay ngắn hạn tăng thêm; và (2) Số dư phải thu khách hàng ngắn hạn và hàng tồn kho lần lượt tăng trưởng 34%/20% và 15%/12% yoy, tăng tương ứng với quy mô backlog.

Trong bối cảnh sự tăng trưởng mạnh của backlog có thể sẽ phải đánh đổi bằng một số điều khoản bất lợi hơn về tiến độ thanh toán (thời gian thu hồi công nợ), chúng tôi cho rằng quy mô khoản phải thu của CTD sẽ tiếp tục tăng mạnh trong giai đoạn dự phóng và từ đó có rủi ro gây thêm áp lực lên (1) dòng tiền kinh doanh ([chi tiết](#)) và (2) biên lợi nhuận (do nhu cầu vay nợ cao) của Công ty trong thời gian dự phóng.

**Tài sản dài hạn:** Tăng đầu tư nhằm nâng cao năng lực tự thi công.

So sánh với tài sản ngắn hạn, quy mô tài sản dài hạn của CTD thấp hơn đáng kể do đặc trưng của mô hình tổng thầu & thầu phụ, với biến động giai đoạn 2015-2025 có thể chia thành hai mốc chính:

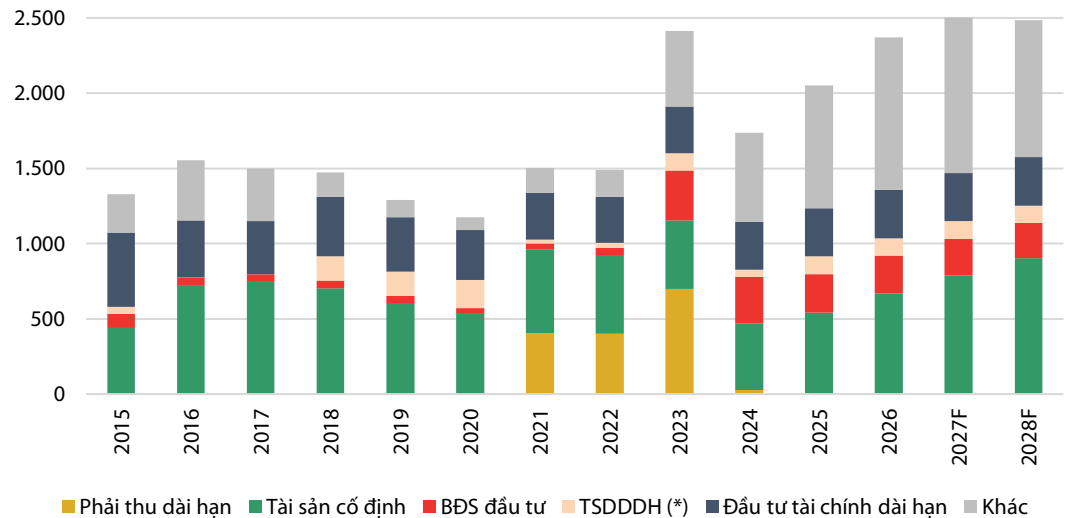
- Giai đoạn 2015 – 2021: Quy mô tài sản dài hạn của CTD liên tục thu hẹp và chạm đáy ở mức gần 1.100 tỷ đồng vào năm 2021. Diễn biến này tương quan thuận với những khó khăn chung của thị

trường bất động sản dân dụng trong nước, khiến doanh nghiệp thắt chặt các khoản đầu tư dài hạn phục vụ hoạt động xây dựng.

- Giai đoạn 2022 – 2026: Tài sản dài hạn của CTD ghi nhận sự tăng trưởng trở lại với đóng góp lớn nhất đến từ các khoản "Phải thu dài hạn" và "Bất động sản đầu tư", lần lượt đạt 700 tỷ VND (cuối năm tài chính 2024) và 308 tỷ VND (cuối năm tài chính 2025). Giai đoạn này đánh dấu cột mốc CTD tham gia thị trường với vai trò là nhà đầu tư và phát triển, mở đầu bằng dự án The Emerald 68 (Bình Dương cũ) – liên doanh với Tập đoàn Lê Phong. Tính đến hiện tại, đây vẫn là dự án duy nhất mà Công ty tham gia với vai trò là chủ đầu tư. Ngoài ra, kể từ 2024, nhóm "Tài sản dài hạn khác" của CTD cũng ghi nhận mức tăng đáng kể, trong đó đóng góp chủ yếu đến từ: (1) Khoản ứng trước mua sắm công cụ dụng cụ dài hạn, tăng lên theo đà phục hồi của nhu cầu xây dựng; và (2) Phát sinh lợi thế thương mại sau thương vụ mua lại Công ty Sinh Nam và Vsoul. Chúng tôi ước tính tài sản dài hạn của CTD trong năm 2026 đạt khoảng 2.050 tỷ VND (+18% yoy).

Cho giai đoạn 2027-28, chúng tôi dự phóng tài sản dài hạn của CTD sẽ tăng trưởng nhẹ lần lượt 15% và 16% yoy, chủ yếu từ các khoản đầu tư vào máy móc, thiết bị. Chúng tôi tạm thời chưa ghi nhận các tài sản liên quan đến thương vụ mua lại GEO Foundation.

**Hình 16: Cơ cấu tài sản dài hạn của CTD dự phóng (tỷ VND)**



Nguồn: CTD, CTCK Rông Việt  
(\*) TSDDDH: Tài sản dở dang dài hạn

### 3. Nguồn vốn

**Nợ vay:** Đòn bẩy tài chính ước tính tăng mạnh nhằm tài trợ vốn lưu động.

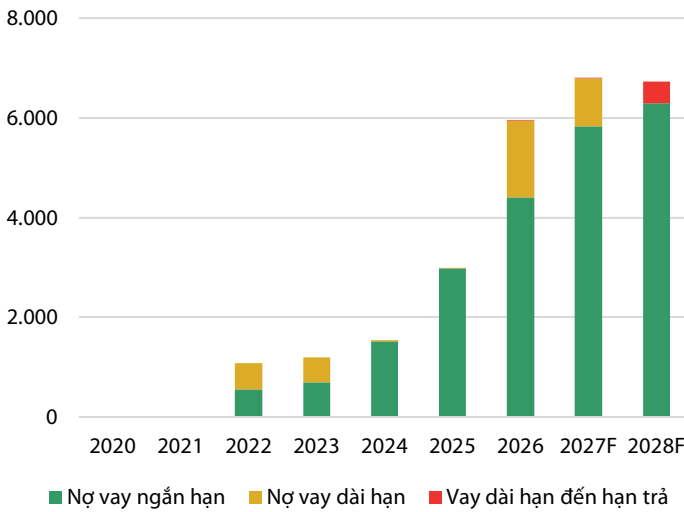
Giai đoạn trước năm 2022, Coteccons duy trì một cấu trúc tài chính gần như không có nợ vay. Tuy nhiên, bước sang giai đoạn hậu tái cấu trúc từ sau năm 2022, CTD bắt đầu thay đổi tư duy quản trị vốn khi chủ động tiếp cận cả nguồn nợ vay ngắn và dài hạn để tài trợ cho các dự án. Đến năm 2025, dù Công ty chủ động giảm bớt tỷ trọng nợ dài hạn, nguồn vốn vay ngắn hạn vẫn được duy trì ở mức cao nhằm đảm bảo dòng tiền cho hoạt động thi công cốt lõi.

Đến cuối NĐTC 2026, quy mô nợ vay của Coteccons đã tăng mạnh trở lại với nợ vay ngắn và dài hạn đạt lần lượt 4.401 tỷ VND (+47% yoy) và 1.541 tỷ VND (so với 2,8 tỷ VND cùng kỳ, chủ yếu từ lô trái phiếu tín chấp trị giá 1.400 tỷ VND có lãi suất cố định 9%/năm). Mặc dù quy mô nợ vay gia tăng, nhìn chung mức đòn bẩy tài chính tổng thể của CTD vẫn được duy trì ở ngưỡng an toàn và thấp hơn so với mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành xây lắp dân dụng lớn trên thị trường.

Cho NĐTC 2027-28, dựa trên ước tính nhu cầu vốn nhằm tài trợ cho hoạt động kinh doanh (chủ yếu là các khoản vốn lưu động), chúng tôi dự phóng quy mô nợ vay ngắn và dài hạn cuối kỳ của CTD sẽ lần lượt đạt 5.819/6.238 tỷ VND (+32%/+8% yoy) và 959/0 tỷ VND (lô trái phiếu đáo hạn vào cuối NĐTC 2028). Quy

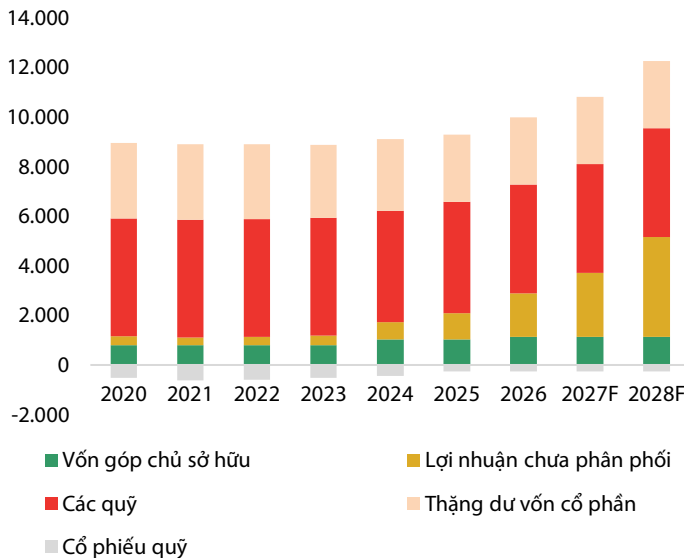
mô tài sản tài chính từ đó vẫn cao hơn tổng nợ vay và giúp thu nhập ròng từ hoạt động tài chính vẫn duy trì dương trong giai đoạn dự phóng (quay lại).

**Hình 17: Dư nợ vay của CTD dự phóng (tỷ VND)**



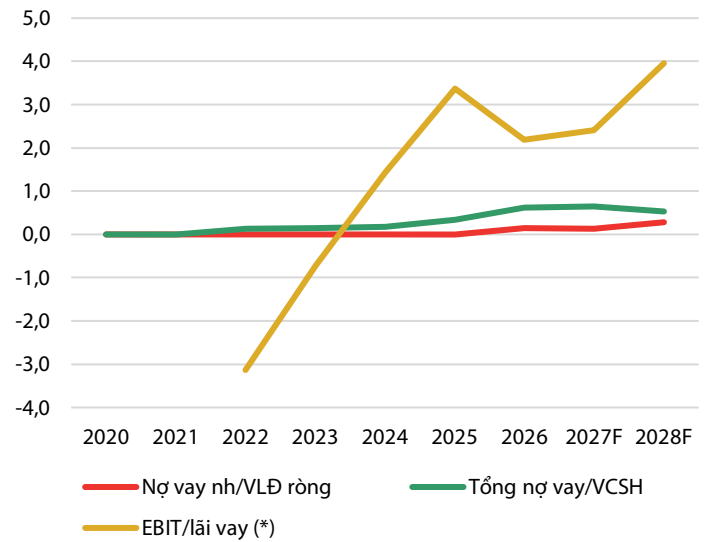
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 19: Biến động vốn chủ sở hữu dự phóng (tỷ VND)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

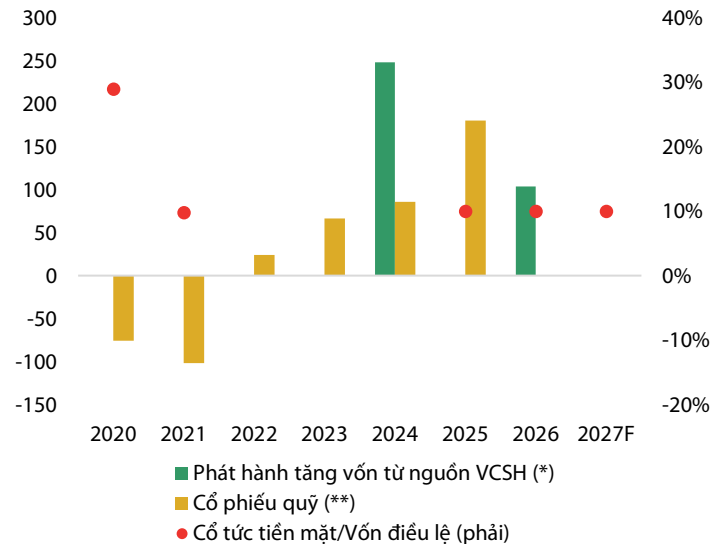
**Hình 18: Một số tỷ lệ đòn bẩy và khả năng thanh toán của CTD dự phóng**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

(\*) Đã điều chỉnh EBIT (-241 tỷ VND) năm 2021 về 0

**Hình 20: Các đợt tăng vốn góp của chủ sở hữu và tỷ lệ trả cổ tức của CTD dự phóng (tỷ VND)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

(\*) Tăng vốn từ nguồn Quỹ đầu tư phát triển

(\*\*) CTD thực hiện phân phối ESOP bằng cổ phiếu quỹ từ NDTC 2023

### Vốn chủ sở hữu: Chưa có kế hoạch phát hành tăng vốn

Trong giai đoạn 2020-25, quy mô vốn chủ sở hữu của CTD ổn định ở mức 9.000 tỷ VND với không nhiều hoạt động phát hành tăng vốn. Biến động vốn chủ trong giai đoạn này chủ yếu đến từ lợi nhuận giữ lại khi Công ty giữ lại phần lớn lợi nhuận kinh doanh mỗi năm.

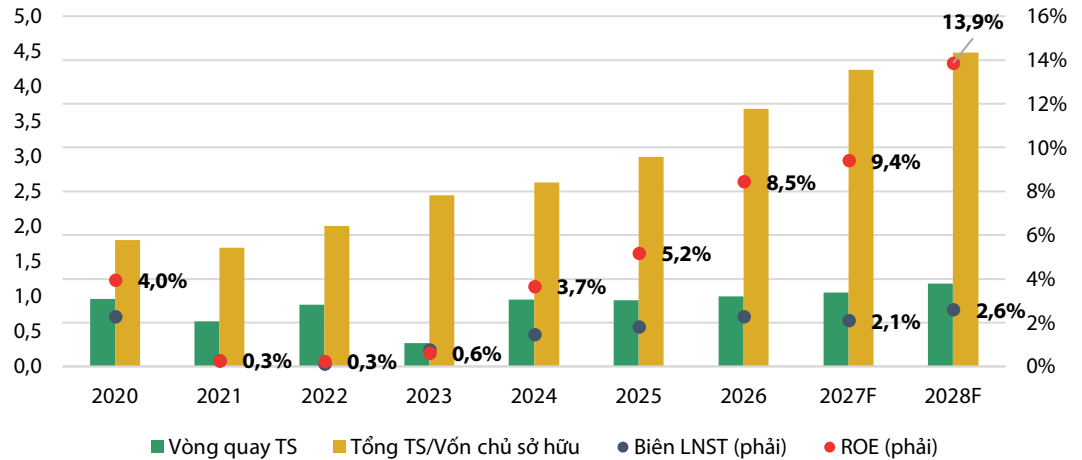
Cho giai đoạn NDTC 2027-28, do chưa có kế hoạch phát hành tăng vốn cụ thể, chúng tôi tạm thời dự phóng vốn chủ của CTD sẽ không có nhiều thay đổi, cùng với tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt (10%) và các tỷ lệ trích lập quỹ (0%) được giữ nguyên so với giai đoạn trước. Tính đến đầu tháng 9/2026, Công ty đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý để nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa lên 100%, dự kiến sẽ hoàn tất vào quý 1 NDTC 2027.

**Hiệu quả sử dụng nguồn vốn:** Kỳ vọng cải thiện nhờ tăng đòn bẩy tài chính

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của CTD chạm đáy trong giai đoạn 2021-2023 do biên lợi nhuận giảm sâu (tăng chi phí trích lập dự phòng nợ xấu cho các chủ đầu tư). Giai đoạn 2024-2025, ROE quay về quanh mức 4%-5% nhờ biên lợi nhuận sau thuế cải thiện và công ty tăng đòn bẩy tài chính.

Trong NDTC 2027-28, chúng tôi dự phóng ROE của CTD sẽ tiếp tục phục hồi về mức 14% với đóng góp từ: (1) Tăng tỷ lệ đòn bẩy tiếp tục từ các nguồn nợ vay mới và (2) biên LNST cải thiện nhờ biên gộp mở rộng và lợi thế về chi phí vốn được duy trì.

**Hình 21: Phân tích ROE của CTD theo phương pháp Dupont**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Định giá ngắn hạn**

Sử dụng kết hợp phương pháp định giá ngắn hạn P/B 0,8 lần và P/E 8,5 lần (tỷ trọng 50% mỗi phương pháp), chúng tôi ước tính giá cổ phiếu CTD cho mục tiêu trong 1 năm tới là 79.400 VND/cổ phiếu. Chúng tôi sử dụng P/B trung bình 5 năm và P/E hiện tại của Công ty làm tham chiếu với giả định (1) ROE của Công ty cải thiện và (2) lợi nhuận giai đoạn 2026-27 tăng trưởng tích cực.

So với giai đoạn 2016-2020 (trước khi thị trường gặp khó khăn giai đoạn 2021-22), mức P/B và P/E được sử dụng đã nằm trong khoảng chênh lệch 1 độ lệch chuẩn.

**Bảng 2: Giá mục tiêu ước tính của CTD cho 12 tháng tới**

|                                         | 2027F  | 2028F   | 12 tháng tới | Tỷ trọng | Giá trị       |
|-----------------------------------------|--------|---------|--------------|----------|---------------|
| <b>Phương pháp P/B</b>                  |        |         |              |          |               |
| GTSS (VND/cổ phiếu)                     | 93.788 | 106.688 | 96.440       |          |               |
| P/B dự phóng (lần)                      |        |         | 0,8          |          |               |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)             |        |         | 77.152       | 50%      | 38.576        |
| <b>Phương pháp P/E</b>                  |        |         |              |          |               |
| EPS (VND/cổ phiếu)                      | 8.480  | 13.900  | 9.594        |          |               |
| P/E dự phóng (lần)                      |        |         | 8,5          |          |               |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)             |        |         | 81.549       | 50%      | 40.774        |
| <b>Tổng hợp định giá (VND/cổ phiếu)</b> |        |         |              |          | <b>79.400</b> |

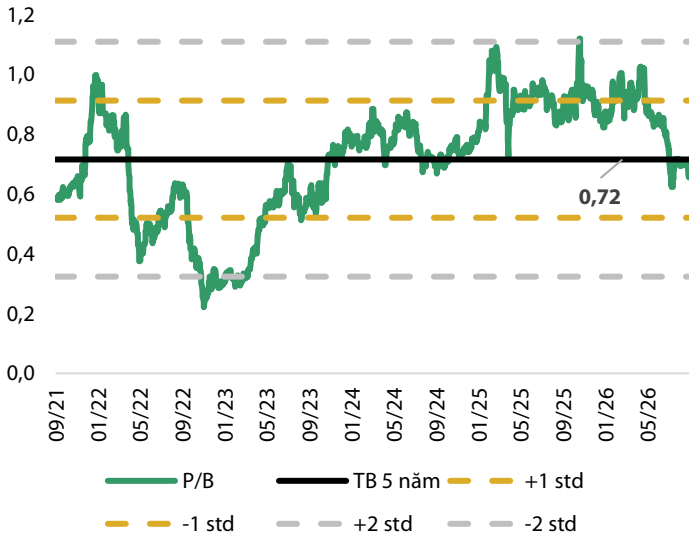
Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Độ nhạy giá trị vốn chủ sở hữu/cổ phiếu của CTD (VND/cổ phiếu)**

|             |              |        | P/B    |        |        |        |         |
|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|             |              |        | 0,6x   | 0,7x   | 0,8x   | 0,9x   | 1,0x    |
| <b>BVPS</b> | 12 tháng tới | 96.440 | 57.864 | 67.508 | 77.152 | 86.796 | 96.440  |
|             |              |        | P/E    |        |        |        |         |
|             |              |        | 6,5x   | 7,5x   | 8,5x   | 9,5x   | 10,5x   |
| <b>EPS</b>  | 12 tháng tới | 9.594  | 62.361 | 71.955 | 81.549 | 91.143 | 100.737 |

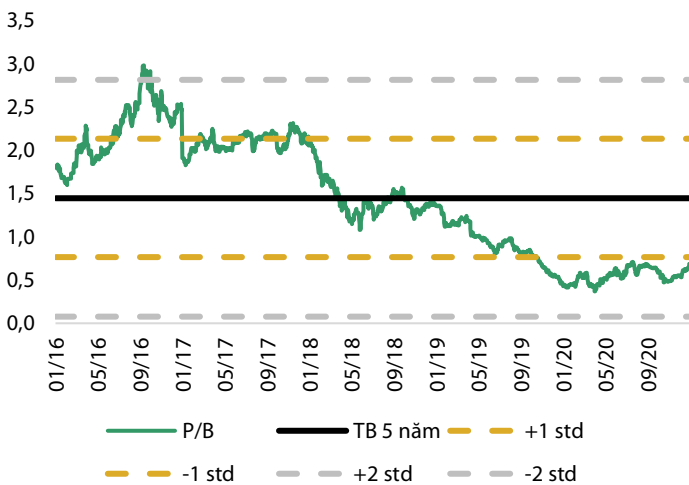
Nguồn: CTD, CTCK Rông Việt

**Hình 22: P/B giai đoạn 2021-26 của CTD**



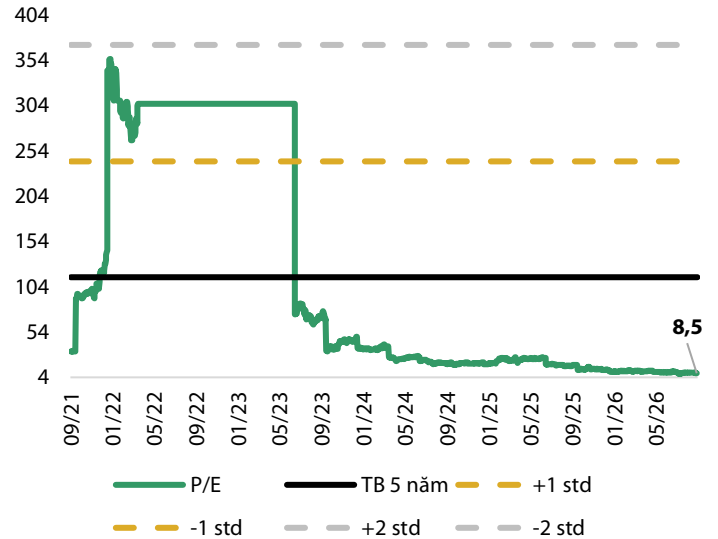
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

**Hình 24: P/B giai đoạn 2016-20 của CTD**



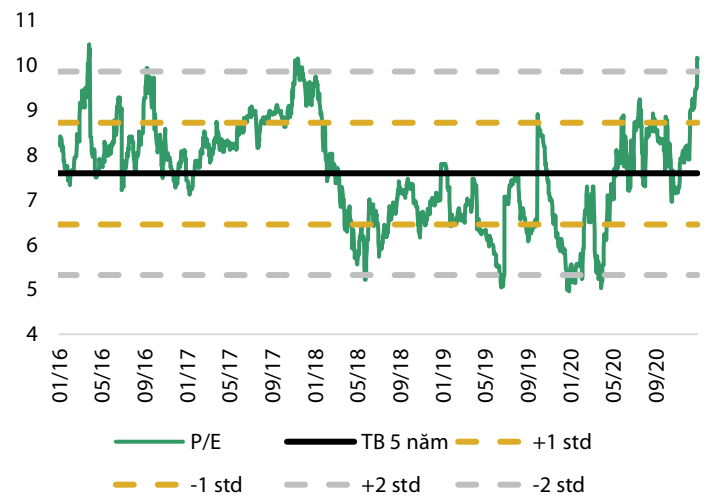
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

**Hình 23: P/E giai đoạn 2021-26 của CTD**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

**Hình 25: P/E giai đoạn 2016-20 của CTD**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

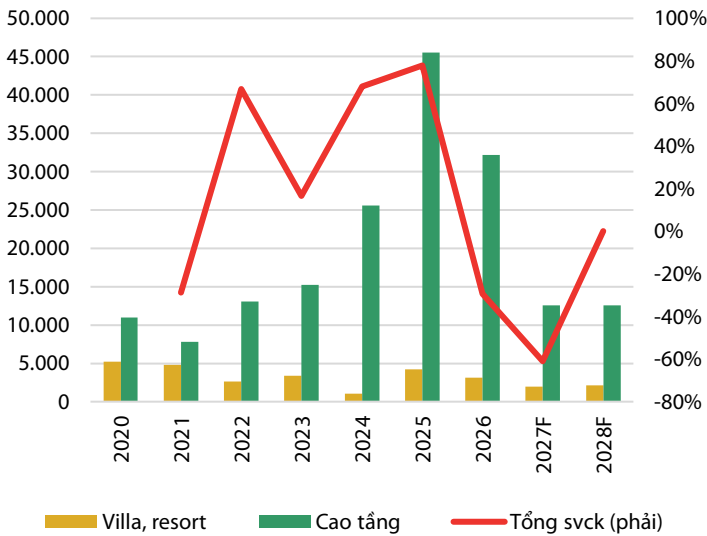
### Rủi ro trong định giá

Bên cạnh các yếu tố vĩ mô và thị trường, chúng tôi đánh giá một số rủi ro chính yếu có thể khiến giá trị của CTD biến động mạnh hơn kịch bản cơ sở trong ngắn hạn bao gồm (1) khả năng hoàn nhập các khoản nợ xấu trong quá khứ, (2) tiến độ giải ngân các dự án và (3) đóng góp tích cực hơn từ các thị trường quốc tế.

## PHỤ LỤC – TRIỂN VỌNG NGÀNH XÂY DỰNG GIAI ĐOẠN 2026-28

**Xây dựng dân dụng:** Trong giai đoạn NĐTC 2027-28, chúng tôi đánh giá mảng xây dựng dân dụng sẽ vẫn đóng vai trò quan trọng đối với kết quả kinh doanh của CTD. Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp của mảng này dự phóng sẽ giảm dần từ mức nền cao của NĐTC 2026 khi Công ty tăng tỷ trọng mảng xây dựng hạ tầng (*quay lại*).

**Hình 26: Backlog cuối kỳ mảng dân dụng dự phóng (tỷ VND)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 27: Một số dự án dân dụng đang được triển khai bởi CTD**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Giai đoạn NĐTC 2020-26: Giá trị gối đầu mảng dân dụng của CTD chứng lại và chạm đáy vào năm 2022, chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh và khó khăn chung của ngành bất động sản. Tuy nhiên, dòng việc đã hồi phục dần nhờ sự phục hồi của phân khúc nhà ở cao tầng và chiến lược tập trung thầu các dự án từ nhóm chủ đầu tư tư nhân lớn. Đặc biệt, trong NĐTC 2026, số lượng backlog ký mới đạt mức cao kỷ lục khoảng 32 nghìn tỷ VND (+34% yoy), qua đó giúp cả giai đoạn đạt tốc độ tăng trưởng kép rất tốt (31%).

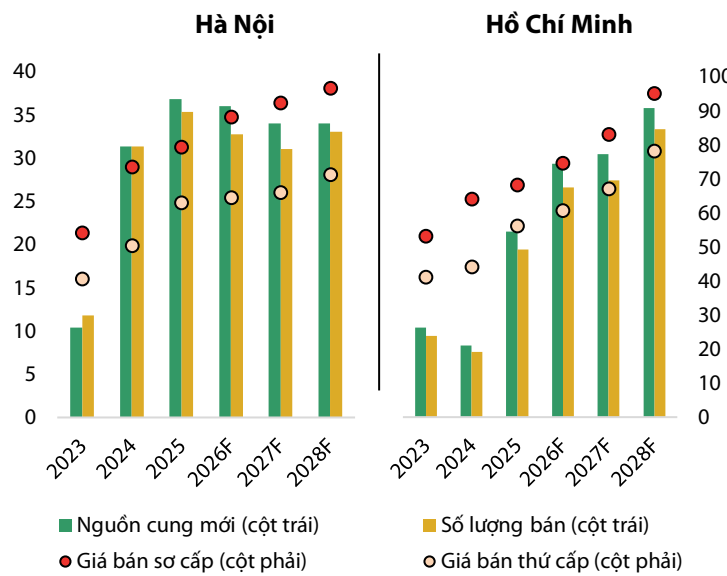
Giai đoạn NĐTC 2027-28: Chúng tôi ước tính đóng góp của mảng dân dụng đối với kết quả kinh doanh của CTD sẽ giảm dần từ mức nền cao của NĐTC 2026 khi Công ty tăng tỷ trọng của lĩnh vực xây dựng hạ tầng. Trong đó, backlog cuối kỳ từ các công trình cao tầng (Building) ước tính sẽ đạt lần lượt 32.100 tỷ VND (-29% yoy) và 12.544 tỷ VND (-61% yoy), qua đó đưa tỷ trọng trong tổng doanh thu giảm từ khoảng 70% NĐTC 2026 xuống mức 54% vào cuối năm dự phóng, đạt lần lượt 25.866 tỷ VND (+5% yoy) và 32.158 tỷ VND (+24% yoy). Phần doanh thu từ các công trình thấp tầng và khu nghỉ dưỡng (villa, resort) dự phóng sẽ tích cực hơn, lần lượt đạt 3.685 tỷ VND (+258% yoy) và 4.142 tỷ VND (+12% yoy), giữ tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu khoảng 8%.

Theo dự báo của CBRE, nguồn cung bất động sản dân dụng tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2027-28 sẽ có sự phân hóa. Cụ thể, nguồn cung mới căn hộ cao tầng ước tính sẽ chứng lại sau giai đoạn 2024-2025 được đẩy mạnh, với tăng trưởng chỉ ghi nhận tại Thành phố Hồ Chí Minh (lần lượt đạt 35.000 và 41.000 căn, tương ứng tăng 3,5% và 17% yoy), trong khi sụt giảm tại Hà Nội (đạt 34.000 căn trong cả giai đoạn, giảm 6% so với năm 2026). Xu hướng đối với nguồn cung nhà ở thấp tầng dự kiến sẽ tích cực hơn, lần lượt đạt 8.000 căn trong cả giai đoạn (+33% so với năm 2026) tại Hà Nội và 10.000/16.700 căn (+35%/+65% yoy) tại Hồ Chí Minh.

Mặc dù nguồn cung mới vẫn dồi dào, khả năng hấp thụ của thị trường bất động sản trong thời gian tới có thể gặp một số rủi ro khi mặt bằng lãi suất kỳ vọng duy trì ở mức cao. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá các dự án đang được triển khai từ các khách hàng của CTD tại một số thành phố lớn sẽ chịu rủi ro thấp hơn nhờ (1) nguồn cung tại nội đô vẫn còn khan hiếm và (2) các sản phẩm từ chủ đầu tư lớn thường được quy hoạch rất bài bản. Vì vậy, tuy giảm từ mức kỷ lục năm 2026, chúng tôi dự phóng backlog dân dụng giai

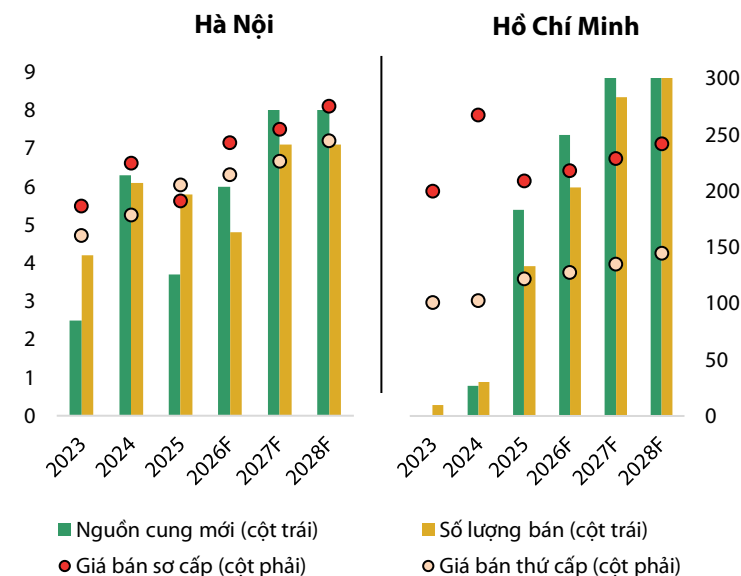
đoạn 2027-28 của CTD vẫn ở mức cao nếu so với giai đoạn 2019-25 và do đó, vẫn đóng vai trò quan trọng đối với kết quả kinh doanh của Công ty trong giai đoạn này.

Hình 28: Nguồn cung mới, số lượng bán (nghìn căn) và giá bán (triệu VND/m<sup>2</sup>) chung cư, căn hộ giai đoạn 2023-2028



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Hình 29: Nguồn cung mới, số lượng bán (nghìn căn) và giá bán (triệu VND/m<sup>2</sup>) nhà đất giai đoạn 2023-2028



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Một số dự án dân dụng nổi bật của các chủ đầu tư lớn trong nước giai đoạn 2026-28

| Chủ đầu tư      | Tên dự án               | Công trình CTD thầu                   | Tỉnh/Thành phố | Tổng mức đầu tư (tỷ VND, toàn dự án) | Số căn                             | Diện tích (ha) | Khởi công | Bàn giao  |
|-----------------|-------------------------|---------------------------------------|----------------|--------------------------------------|------------------------------------|----------------|-----------|-----------|
| Keppel Land     | Saigon Sport City       |                                       | Hồ Chí Minh    | 13.000                               | 4.300 căn hộ                       | 64             | 2024-25   | 2027-28   |
|                 | Celesta city            | Celesta gold                          | Hồ Chí Minh    | 7.400                                | 2.400 căn hộ                       | 6,2            | 2026      | 2028-29   |
|                 | Khu đô thị bãi Đất Đỏ   | Một số công trình (chưa công bố)      | Kiên Giang     | 101.400                              | 15 tòa tổ hợp (6.500 căn)          |                | 2026      | 2027      |
|                 | Khu đô thị Núi Ông Quán |                                       | Kiên Giang     | 19.316                               |                                    |                | 2026      | 2027      |
| Sun Group       | Charmora City           |                                       | Khánh Hòa      | 17.000                               | 3.000 căn hộ; 545 căn thấp tầng    | 226            | 2025      | 2028      |
|                 | Sun Feliza Suites       |                                       | Hà Nội         |                                      | 1.667 căn hộ                       | 2,5            | 2025      | 2028      |
|                 | Sun Centro Town Hạ Long |                                       | Quảng Ninh     |                                      | 2.900 căn hộ                       | 1,2            | 2024      | 2026-27   |
|                 | Sun Urban City          | CC01, CC02, CC03 và 490 căn thấp tầng | Hà Nam         | 35.000                               | 40 tòa 9 tầng; 5.700 căn thấp tầng | 400            | 2024      | 2026-27   |
|                 | Nhà khách Hồ Tây        | Toàn bộ                               |                |                                      | 509 phòng                          | 13,6           | 2026      | 2027      |
| Masterise Homes | The Global City         | 365 căn biệt thự                      |                |                                      |                                    |                | 2025      | 2026-2027 |
|                 | The Lakeside Masteri    | Tổng thầu                             | Hà Nội         | 4.844                                | 2.200 căn hộ                       | 1,79           |           |           |
|                 | Masteri Thanh Đa        |                                       | Hồ Chí Minh    |                                      | 6.000 căn hộ                       | 2,9            | 2026      | 2028      |
|                 | Masteri Cosmo Central   |                                       | Hồ Chí Minh    |                                      | 6 tòa 19-29 tầng                   |                | 2025      | 2028      |
|                 | Masteri Park Place      |                                       | Hồ Chí Minh    |                                      | 4 tòa 24-27 tầng                   |                | 2025      | 2028      |
|                 | LUMIÈRE Essence Peak    |                                       | Hà Nội         |                                      | 2 tòa 45 tầng                      |                | 2026      | 2028      |

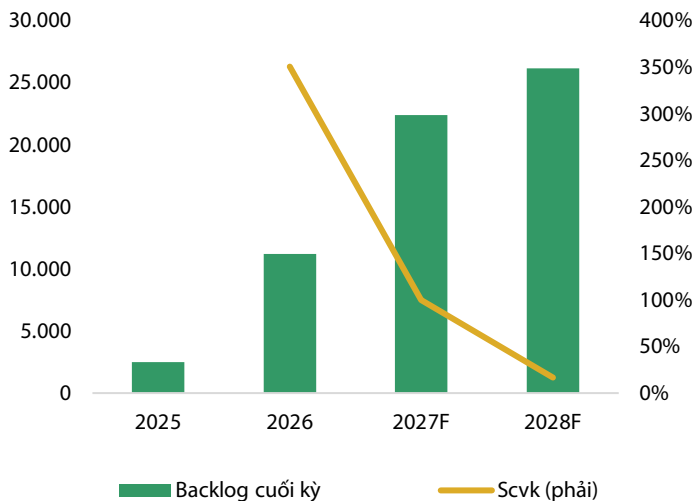
| Chủ đầu tư   | Tên dự án                    | Công trình CTD thầu | Tỉnh/Thành phố | Tổng mức đầu tư (tỷ VND, toàn dự án) | Số căn                               | Diện tích (ha) | Khởi công | Bàn giao |
|--------------|------------------------------|---------------------|----------------|--------------------------------------|--------------------------------------|----------------|-----------|----------|
| CapitalLand  | Skymore                      | Orchard Hill        | Hồ Chí Minh    | 18.330                               | 3.300 căn hộ, 368 căn thấp tầng      | 18,9           | 2025      | 2027     |
| Sơn Kim Land | Metropole Thủ Thiêm          | The OpusK Residence | Hồ Chí Minh    | 7.500                                | 1.300 căn                            | 7,6            | 2025      | 2026     |
|              | Global Gate Cổ Loa           | Nhà thầu chính      | Hà Nội         | 42.000                               | 4.000 căn thấp tầng, 10.800 căn hộ   | 385            | 2024-25   | 2027-28  |
|              | The Gallery Giảng Võ         | Tổng thầu           | Hà Nội         | 17.440                               | 2 tòa 40 tầng, 200 căn shophouse     | 6,8            | 2025      | 2028     |
|              | Vinhomes Mỹ Lâm              | Vin Wonder          | Tuyên Quang    | 18.345                               | 4.000 căn nhà ở                      | 540            | 2025      | 2030     |
| Vinhomes     | Star City Thanh Hóa          | 10 tòa nhà          | Thanh Hóa      | 11.623                               | 1.200 căn hộ, 1.557 căn thấp tầng    | 147,5          | 2025      | 2027-28  |
|              | Vinhomes Hải Vân Bay         |                     | Đà Nẵng        | 44.000                               | 6.000 căn thấp tầng; 15 tòa cao tầng | 512            | 2024-25   | 2026-27  |
|              | Vinhomes Global Gate Hạ Long |                     | Quảng Ninh     | 400.000                              | 15.360 căn thấp tầng                 | 6.206          | 2024-25   | 2027-28  |
|              | Green Paradise Cần Giờ       |                     | Hồ Chí Minh    | >200.000                             | 48.150 căn thấp tầng; 15.640 căn hộ  | 2.870          | 2025-26   | 2028-30  |
|              | Vinhomes Green City          |                     | Long An        | 28.258                               | 4.572 căn; 5 tòa 25 tầng             | 197,2          | 2025-26   | 2027-28  |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Hạ tầng:** Mảng hạ tầng kỳ vọng dẫn tăng tỷ trọng đóng góp vào kết quả kinh doanh trong NĐTC 2027-28 với nhiều dự án trọng điểm được triển khai ([quay lại](#)).

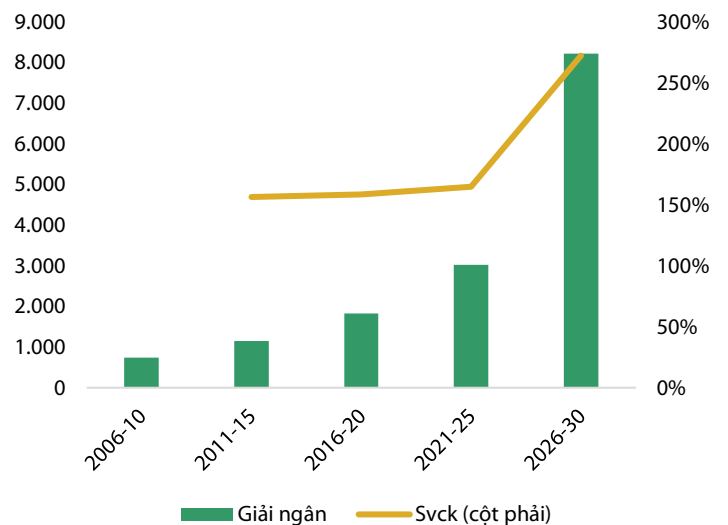
Chúng tôi dự phóng đóng góp từ mảng hạ tầng vào kết quả kinh doanh của CTD sẽ tăng mạnh trong giai đoạn NĐTC 2027-28, với backlog tăng thêm và doanh thu kỳ vọng lần lượt đạt khoảng 17.911/16.120 tỷ VND (giảm 10% mỗi năm từ mức cao của NĐTC 2026) và 6.719/12.390 tỷ VND (+179%/+84% yoy) từ giả định tiến độ ghi nhận doanh thu từ backlog trung bình trong 3 năm.

Hình 30: Backlog cuối kỳ mảng hạ tầng dự phóng (tỷ VND)



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 31: Kế hoạch giải ngân đầu tư công giai đoạn 2026-30 (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rồng Việt

Trong bối cảnh (1) các dự án hạ tầng & giao thông được đẩy mạnh và (2) nhiều chủ đầu tư của một số dự án lớn là khách hàng quen thuộc của CTD, chúng tôi đánh giá Công ty có nhiều dư địa để tăng tỷ trọng

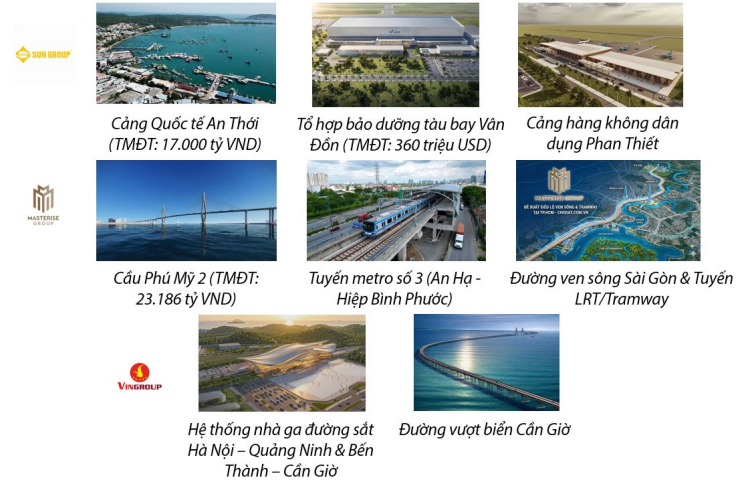
công việc của mảng này trong giai đoạn NGTC 2027-28. Hiện tại, CTD đã và đang tham gia vào một số công trình trong các dự án trọng điểm quốc gia như Tổ hợp hạ tầng phục vụ hội nghị APEC (trong đó CTD tham gia vào gói thầu 5.000 tỷ VND tại Trung tâm hội nghị và sân bay Phú Quốc mở rộng), sân bay Long Thành (tham gia vào gói thầu nhà để xe và nhà ga hàng hóa có giá trị khoảng 7.000 tỷ VND), sân vận động PV...

**Hình 32: Một số dự án hạ tầng mà CTD đang triển khai**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 33: Một số dự án hạ tầng tiềm năng sắp tới của những khách hàng lớn của CTD**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 5: Danh mục các dự án hạ tầng lớn của Sun Group, Vingroup và Masterise Group và nhu cầu vốn vay dự kiến giai đoạn 2026-28 (tỷ VND)**

| Dự án                                                 | Chủ đầu tư      | Tổng mức đầu tư | Tổng vốn vay | Phân bổ vốn vay giai đoạn 2026-28 |        |        |
|-------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------------------------|--------|--------|
|                                                       |                 |                 |              | 2026                              | 2027   | 2028   |
| Các dự án phục vụ APEC                                | Sun Group       | 215.603         | 169.724      | 82.627                            | 82.097 | 5.000  |
| Khu Liên hợp Thể dục thể thao Quốc gia Rạch Chiếc     |                 | 145.629         | 116.503      | 21.600                            | 17.475 | 17.475 |
| Các tuyến đường sắt kết nối sân bay Gia Bình - Hà Nội |                 | 53.881          | 45.799       | 14.280                            | 20.315 | 11.205 |
| Đường sắt Bến Thành - Cần Giờ                         | Vingroup        | 102.430         | 87.066       | 14.748                            | 21.445 | 50.872 |
| Đường sắt Hà Nội - Quảng Ninh                         |                 | 147.370         | 125.265      | 17.887                            | 37.188 | 70.189 |
| Các dự án tại cảng HKQT Gia Bình                      | Masterise Group | N.a             | 207.782      | 58.905                            | 65.668 | 32.277 |

Nguồn: Công văn số 5386/NHNN-TD, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi cho rằng trong NGTC 2027-28, nguồn việc từ 2 dự án lớn là Tổ hợp phục vụ APEC và Cảng hàng không quốc tế Gia Bình sẽ đảm bảo lượng hợp đồng ký mới đủ lớn cho CTD khi: (1) Bên cạnh nguồn vốn công, chủ đầu tư lớn của 2 dự án này lần lượt là Sun Group và Masterise Group, đều là 2 khách hàng tư nhân quen thuộc của Công ty từ mảng dân dụng; và (2) CTD đã có hồ sơ năng lực thực hiện một số dự án có kỹ thuật và quy mô tương tự (tại sân bay Phú Quốc, Long Thành...).

Mặc dù vậy, do các dự án này đều là các dự án trọng điểm quốc gia và có nhu cầu huy động vốn rất lớn, từ đó tồn tại rủi ro liên quan đến tiến độ xây dựng và giải ngân thực tế (trong đó bao gồm tiền giải ngân cho các nhà thầu như CTD), chúng tôi cho rằng Công ty có thể sẽ gặp áp lực trong việc quản lý các khoản mục vốn lưu động và dòng tiền kinh doanh. Trong trung và dài hạn, tăng trưởng mảng hạ tầng của CTD sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào các dự án đường sắt, bao gồm tuyến đường sắt cao tốc Bắc Nam và các tuyến metro/đường sắt tốc độ cao liên kết vùng.

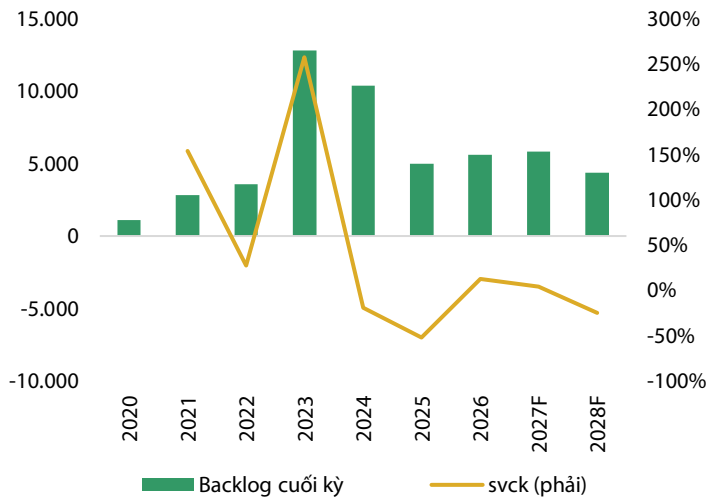
**Công nghiệp: Hồi phục từ lượng backlog được duy trì ổn định (quay lại)**

Giai đoạn 2020-26: Giá trị backlog mảng công nghiệp của CTD ghi nhận xu hướng tăng từ mức nền thấp và chạm đỉnh vào năm 2023 nhờ làn sóng dịch chuyển chuỗi cung ứng FDI, trước khi giảm dần đến NĐTC 2026 do ảnh hưởng từ các rào cản thuế quan và căng thẳng thương mại.

Giai đoạn NĐTC 2027-28: Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng công nghiệp của CTD lần lượt đạt 5.723 tỷ VND (+19% yoy) và 8.036 tỷ VND (+40% yoy), hồi phục tích cực từ mức nền thấp với giả định: (1) tổng lượng backlog ký mới duy trì tăng trưởng 10% mỗi năm và (2) Công ty ghi nhận giá trị backlog vào doanh thu trung bình trong 1,5 năm.

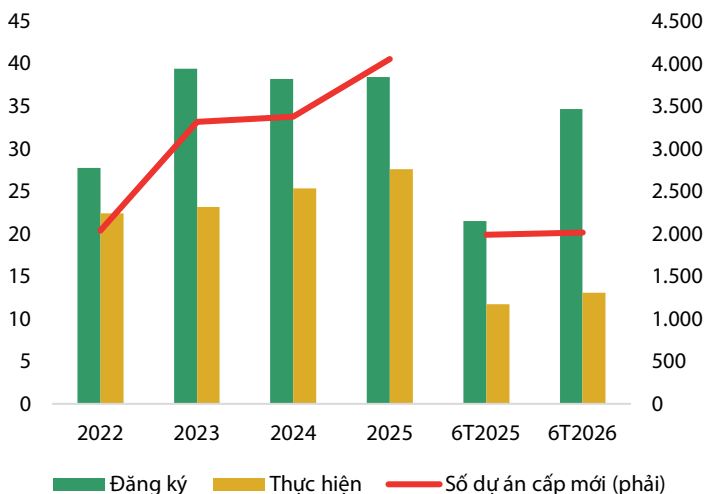
Chúng tôi đánh giá cơ hội của CTD đến từ: (1) Lợi thế tiên phong về năng lực thi công "xanh" đáp ứng toàn diện các tiêu chuẩn quốc tế khắt khe (như chứng chỉ LEED, Lotus...), giúp doanh nghiệp trở thành lựa chọn hàng đầu của các tập đoàn đa quốc gia có cam kết nghiêm ngặt về ESG; (2) Khả năng "repeat sales" tương tự như mảng dân dụng và hạ tầng với một số dự án trong hồ sơ năng lực (Khu công nghiệp Dung Quất 2 của Hòa Phát, hai nhà máy của Lego và Pandora...) đã được kiểm chứng với tiến độ xây dựng nhanh và chất lượng cao; và (3) Triển vọng tích cực về nguồn vốn FDI vào Việt Nam trong lĩnh vực công nghiệp. Hiện tại, Công ty đang thực hiện một số dự án công nghiệp lớn như BWID Bình Dương, cụm công nghiệp Hòa Phát Dung Quất 2, dự án Trung tâm dữ liệu tại Georgia...

**Hình 34: Backlog mảng công nghiệp dự phóng (tỷ VND)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 36: Đăng ký, thực hiện giải ngân (tỷ VND) và số dự án FDI cấp mới (dự án) giai đoạn 2022-26**



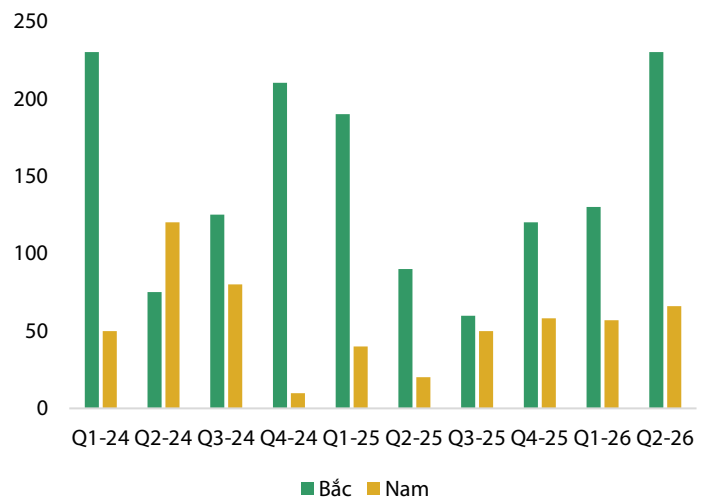
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, CTCK Rồng Việt

**Hình 35: Một số dự án công nghiệp lớn mà CTD đã & đang triển khai**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 37: Tỷ lệ hấp thụ đất công nghiệp của Việt Nam theo quý (ha)**



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC: NĂNG LỰC CẠNH TRANH CỦA CTD

Năng lực cạnh tranh của các nhà thầu xây lắp hiện nay có sự phân hóa, trong đó một số yếu tố quan trọng tạo lợi thế cho các doanh nghiệp dẫn đầu bao gồm (1) kinh nghiệm thi công, (2) trình độ ứng dụng kỹ thuật công nghệ và (3) khả năng quản trị.

**Kinh nghiệm thi công dày dặn:** Về kinh nghiệm, CTD hiện là một trong số ít các nhà thầu tại Việt Nam có kinh nghiệm thi công các hạng mục có độ phức tạp cao, bao gồm tổ hợp nhà siêu cao tầng, hồ móng ngầm sâu, các hệ kết cấu phi tiêu chuẩn... Điều này tạo lợi thế lớn cho Công ty trong các tiêu chí tiên thẩm định của hồ sơ đấu thầu so với các tổng thầu lớn khác trong ngành do đối với các dự án có yêu cầu cao, việc nhà thầu sở hữu hồ sơ năng lực từng thi công công trình tương đương được các chủ đầu tư xem là điều kiện gần như bắt buộc.

Hình 38: Một số dự án có yêu cầu kỹ thuật cao của CTD



Landmark 81



Diamond Crown Hải Phòng



Ecopark Sky Forest



Sun Bà Nà Hill

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Dẫn đầu về khả năng áp dụng công nghệ:** Về công nghệ, CTD đang nằm trong nhóm những doanh nghiệp dẫn đầu ngành trong việc ứng dụng công nghệ trong hoạt động thi công xây dựng. Trong giai đoạn 2024-2025, Công ty đã xây dựng và đưa vào vận hành 20 ứng dụng chuyển đổi số, tương ứng với 20 quy trình được số hóa.

Bảng 6: So sánh năng lực thi công của một số doanh nghiệp xây dựng niêm yết lớn tại Việt Nam

| Nhóm     | Nhà thầu        | Thời gian áp dụng BIM (*) | Áp dụng Fast-track (**) | Một số công nghệ chuyển đổi số khác                     |                                                                        |                                                                  | Chứng nhận                                          |
|----------|-----------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
|          |                 |                           |                         | Hành chính                                              | Quản trị chất lượng                                                    | Quản trị rủi ro                                                  |                                                     |
| Dân dụng | Coteccons (CTD) | 2014                      | Có                      | Lưu trữ điện tử                                         | Công trường số; Nguyên tắc 3R                                          | Hệ thống RCA                                                     | ISO 14001:2015; ISO 45001:2018; ISO 9001:2015; LEED |
|          | Ricons          | 2018-2019                 | Có                      | Trình ký hợp đồng điện tử                               | Phần mềm QC Tech; Phần mềm tính toán chống sàn; Kiểm soát hao hụt gạch | Nhận diện Face-ID; Hệ thống back-up và phòng chống tấn công mạng | ISO 9001:2015; ISO 14001:2015; LEED                 |
|          | Newtecons       | 2020-2021                 | N.a                     | Phần mềm chuyên dụng báo cáo tài chính, quản lý nhân sự | Công nghệ 3D, bóc tách khối lượng 3D, kỹ thuật 4.0                     | Ứng dụng Thực tế ảo (VR) để đánh giá và hạn chế rủi ro           | ISO 9001:2015; ISO 14001:2015; ISO                  |

| Nhóm                 | Nhà thầu            | Thời gian áp dụng BIM (*) | Áp dụng Fast-track (**) | Một số công nghệ chuyển đổi số khác                   |                                                 |                                                                          | Chứng nhận                                    |
|----------------------|---------------------|---------------------------|-------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
|                      |                     |                           |                         | Hành chính                                            | Quản trị chất lượng                             | Quản trị rủi ro                                                          |                                               |
| Hạ tầng, Công nghiệp |                     |                           |                         |                                                       |                                                 |                                                                          | 45001:2018; LEED, FM, NFPA                    |
|                      | Central Cons        | 2017                      | Có                      | Hệ thống ERP                                          | N.a                                             | N.a                                                                      | ISO 9001:2015; ISO 14001:2015; LEED           |
|                      | Delta Group         | N.a                       | N.a                     | N.a                                                   | N.a                                             | N.a                                                                      | Hệ thống OHSAS, ISO 45001                     |
|                      | Hòa Bình (HBC)      | 2012                      | N.a                     |                                                       | Hệ thống PMS, ERP                               | Monitoring Center; Hệ thống PMS                                          | ISO 45001:2018; ISO 14001:2015; LEED          |
|                      | Đèo Cả (HHV)        | 2022-2023                 | N.a                     | N.a                                                   | Thiết bị LiDAR, công nghệ Digital Twin          | N.a                                                                      | N.a                                           |
|                      | Xây dựng số 1 (CC1) | N.a                       | Có                      | Hệ thống ERP, Mô hình quản lý cơ sở dữ liệu tập trung | Tự động hóa AI, Phần mềm Plaxis, phần mềm XBoss | Số hóa công trường, AI và Dữ liệu thời gian thực kiểm soát rủi ro từ sớm | N.a                                           |
|                      | Vinaconex (VCG)     | 2019                      | Có                      | Hệ thống ERP, Phần mềm nhân sự nội bộ                 | Phần mềm V-EST (bóc tách 3D)                    | Nền tảng số phân tích dữ liệu và quản trị rủi ro                         | ISO 9001:2015; ISO 14001:2015; ISO 45001:2018 |
|                      | Fecon (FCN)         | 2021-2022                 | Có                      | Hệ thống ERP, HRM, Office 365; Báo cáo BI/Dashboard   | Hệ thống PMS; Giám sát thời gian thực           | Chuẩn hóa dữ liệu, tích hợp hệ thống                                     | N.a                                           |

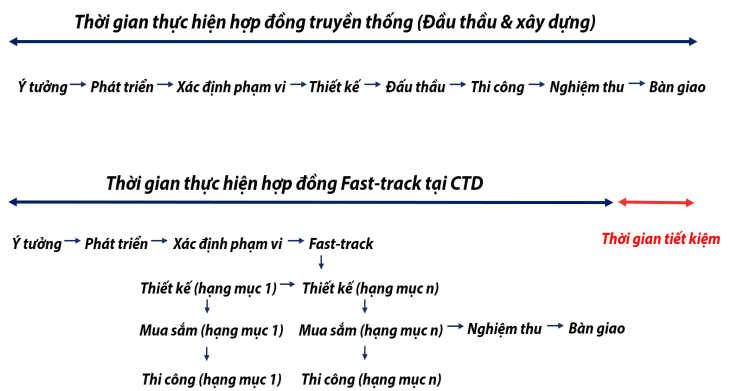
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

(\*) BIM (Building Information Modeling - Mô hình thông tin công trình) là một quy trình tiên tiến dùng để tạo lập và quản lý các dữ liệu kỹ thuật số 3D của một công trình trong suốt vòng đời từ thiết kế, thi công đến vận hành.

(\*\*) Fast-track (Thi công nhanh/cuốn chiếu) là một phương pháp quản lý dự án trong ngành xây dựng, trong đó quá trình thi công bắt đầu trước khi toàn bộ thiết kế được hoàn thiện.

Nền tảng này cũng là bộ phận thiết yếu để CTD tự tin triển khai thành công mô hình thi công nhanh (Fast-track), đáp ứng các tiêu chuẩn quan trọng (như tiêu chuẩn xanh LEED), qua đó tăng khả năng tiếp nhận các dự án Mega-FDI như nhà máy LEGO, Pandora... mà phần lớn các đối thủ nội địa chưa đủ sức cạnh tranh (quay lại).

Hình 39: Lợi thế tiết kiệm thời gian của mô hình Fast-track của CTD



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

Hình 40: Quy trình triển khai dự án theo mô hình BIM



Nguồn: Bim.edu.vn, CTCK Rồng Việt

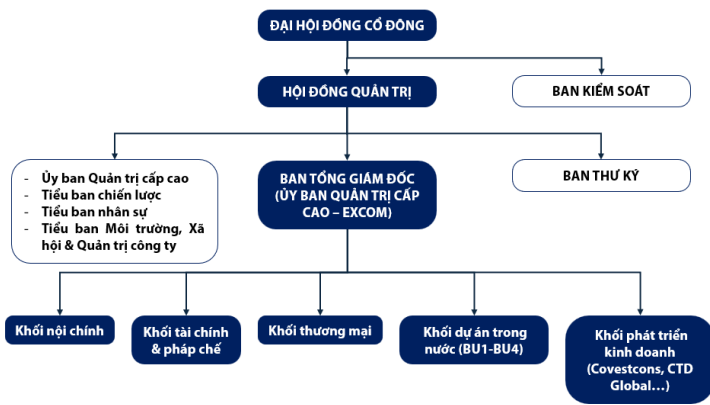
Với việc tăng cường áp dụng công nghệ/chuyển đổi số tiếp tục là xu hướng tất yếu trong giai đoạn tới (được cụ thể hóa bằng Quyết định số 258/QĐ-TTg về bắt buộc áp dụng BIM đối với các công trình sử

dụng vốn đầu tư công từ cấp II trở lên kể từ năm 2025), chúng tôi cho rằng những rào cản kỹ thuật này sẽ tạo lợi thế cạnh tranh cho CTD ít nhất là trong ngắn hạn.

**Chi phí duy trì nhân sự còn cao so với ngành:** Về năng lực quản trị, CTD duy trì khả năng quản trị dòng việc (backlog gối đầu) vượt trội giai đoạn 2022–2025 nhờ năng lực thi công cao cùng mô hình tổ chức linh hoạt. Việc không vận hành theo cơ chế Tổng Giám đốc giúp phân quyền tối đa cho các Phó Tổng Giám đốc, từ đó tối ưu hóa tốc độ ra quyết định và đáp ứng tốt tiến độ thi công nhanh (Fast-track).

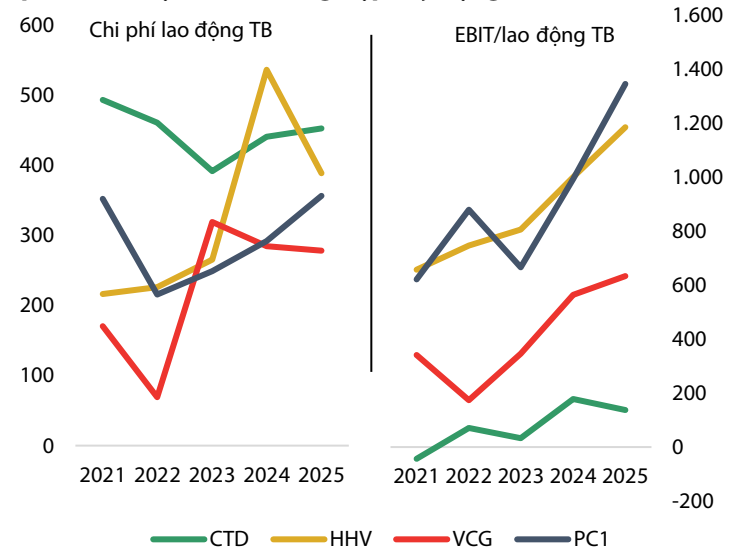
Tuy nhiên, mô hình tập trung vào công nghệ hiện đại và nhân sự chất lượng cao cũng đi kèm chi phí đánh đổi. Quy mô lao động của CTD tăng mạnh từ 1.659 người (năm 2019) lên khoảng 4.000 người (cuối NĐTC 2026). Chi phí tiền lương bình quân cao nhằm thu hút nhân tài đã tạo áp lực lên chi phí vận hành, dẫn đến chỉ tiêu EBIT/nhân sự của công ty thấp hơn so với trung bình ngành.

**Hình 41: Cơ cấu tổ chức của CTD**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 42: Chi phí lao động (trái) và tỷ lệ EBIT/người trung bình (phải) của một số doanh nghiệp xây dựng (\*)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

(\*) EBIT đã được điều chỉnh cho các khoản trích lập phải thu ngắn hạn

Ngoài ra, những khó khăn chung của các chủ đầu tư bất động sản giai đoạn 2020-2022 khiến CTD vẫn gặp một số rủi ro tài chính, nổi bật là việc phát sinh các khoản phải thu ngắn hạn khó đòi từ một số khách hàng lớn trước đây (như Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát..., giai đoạn này CTD phải hạch toán từ 200-400 tỷ VND chi phí trích lập dự phòng vào chi phí quản lý doanh nghiệp). Mặc dù vậy, kể từ khi phát sinh nợ xấu, CTD cũng đã chủ động thu hồi, trích lập dự phòng và giữ tỷ trọng nợ xấu ở mức tối thiểu trong cơ cấu tài sản.

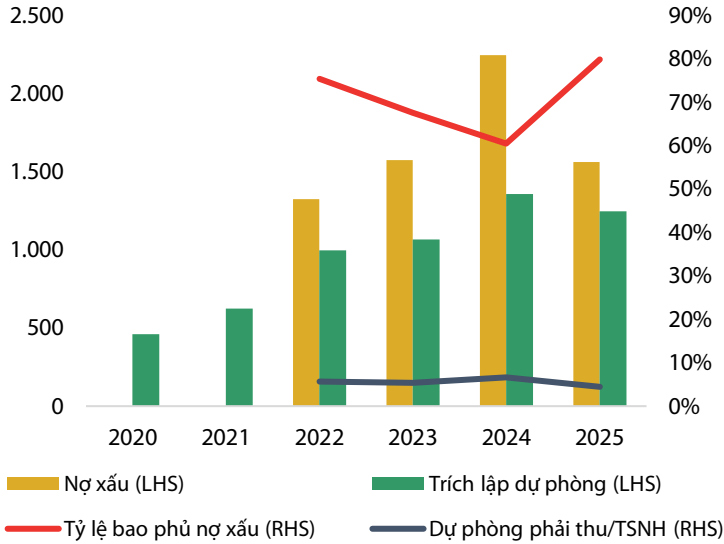
Trong tháng 7/2026, CTD và Công ty TNHH Bất Động Sản Ngôi sao Việt (thuộc tập đoàn Tân Hoàng Minh) đã đạt được thỏa thuận liên quan đến hợp đồng xây dựng trong quá khứ với giá trị của thỏa thuận được ghi nhận là 526 tỷ VND. Theo Công ty chia sẻ, việc hoàn nhập khoản nợ xấu sẽ diễn ra theo từng giai đoạn và được hoàn nhập khi thu được tiền mặt thực tế ([quay lại](#)).

Đối với các dự án mới trong giai đoạn 2027-28, chúng tôi kỳ vọng rủi ro trích lập của CTD sẽ được giảm thiểu nhờ tệp khách hàng mới có nền tảng tài chính và năng lực giải ngân vững mạnh hơn ([quay lại](#)).

Chúng tôi đánh giá một số yếu tố sẽ cần được theo dõi thêm liên quan đến khả năng quản trị của CTD trong thời gian tới bao gồm: (1) Khả năng quản trị nguồn nguyên vật liệu đầu vào trong bối cảnh chi phí nguyên vật liệu chính cho xây dựng (thép, bê tông...) có thể tăng mạnh; và (2) Khả năng quản lý các khoản phải thu nhằm giảm áp lực lên dòng tiền, đặc biệt khi Công ty gia tăng tỷ trọng vào các dự án đầu tư hạ tầng thường có mức độ chiếm dụng vốn lớn. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng: (1) CTD có thể chuyển phần chi phí nguyên liệu tăng vào giá chào thầu nhờ các điều khoản trượt giá với chủ đầu tư trong các hợp đồng ký mới; và (2) Dự phải thu sẽ được kiểm soát nhờ năng lực tài chính tốt của các chủ đầu tư tư nhân trong các dự án hạ tầng lớn mà Công ty tham gia. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng dòng

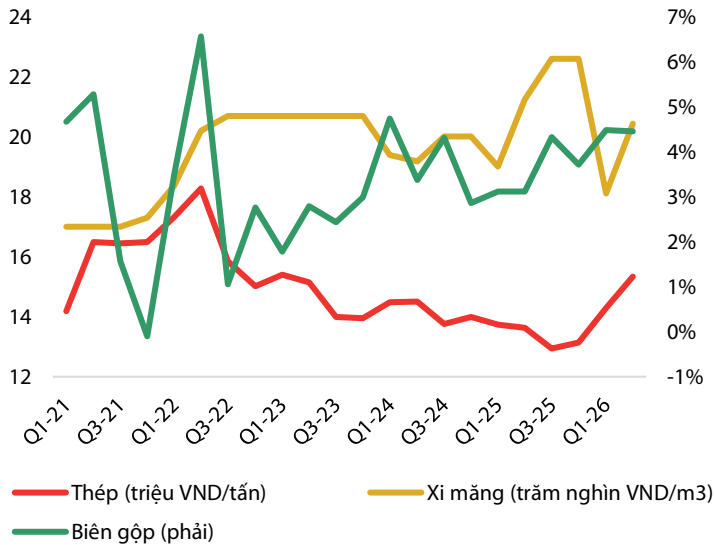
tiền từ hoạt động kinh doanh của CTD sẽ tiếp tục chịu áp lực và sẽ phụ thuộc lớn vào khả năng quản lý vốn lưu động của Công ty (quay lại).

**Hình 43: Nợ xấu và dự phòng phải thu ngắn hạn của CTD giai đoạn 2020-2025 (tỷ VND)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

**Hình 45: Diễn biến giá một số nguyên vật liệu chính và biên gộp của CTD giai đoạn 2021-2025 (\*)**



Nguồn: CTD, CTCK Rồng Việt

(\*) Đã điều chỉnh theo năm dương lịch, giá thép tham khảo của HPG, giá xi măng tham khảo của Vicem khu vực TP. Hồ Chí Minh

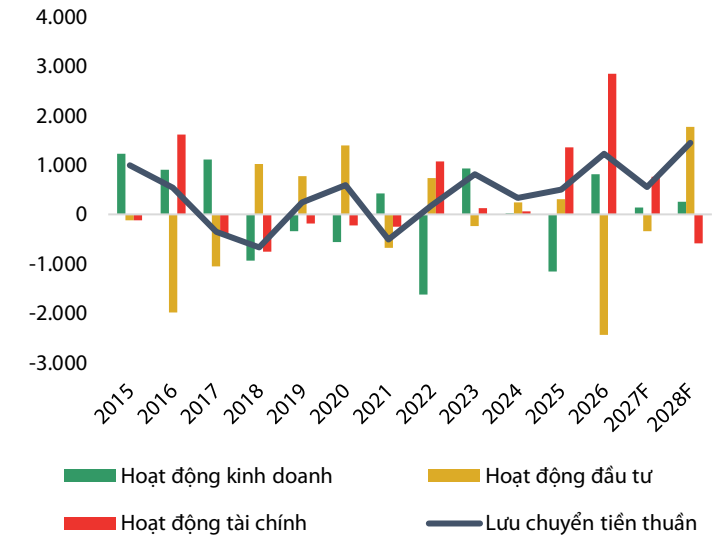
**Hình 44: Tỷ lệ Nợ xấu/Tài sản ngắn hạn (trái) và dư tài sản ngắn hạn (phải, tỷ VND) của một số doanh nghiệp đầu ghi nhận nợ xấu giai đoạn 2022-2025 (\*)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

(\*) Tỷ lệ được biểu thị dạng đường và dư tài sản ngắn hạn dạng cột

**Hình 46: Lưu chuyển tiền tệ của CTD dự phóng (tỷ VND)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

## PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC THẦU XÂY DỰNG

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng các công ty thầu xây dựng có vị thế tương tự doanh nghiệp mục tiêu làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo:

**Kerjaya Prospek Group Berhad (KPG MK EQUITY):** Là một trong những tập đoàn xây dựng hàng đầu tại Malaysia, Kerjaya Prospek có thể mạnh vượt trội trong lĩnh vực thi công các công trình dân dụng cao tầng và tổ hợp thương mại cao cấp. Với việc áp dụng các công nghệ xây dựng tiên tiến và tối ưu hóa hệ thống vốn khuôn, công ty duy trì được biên lợi nhuận dẫn đầu ngành, là đối tác quen thuộc của nhiều nhà phát triển bất động sản lớn tại thị trường nội địa.

**Ahluwalia Contracts (AHLU IN EQUITY):** Thành lập năm 1965, đây là một trong những nhà thầu EPC uy tín nhất tại Ấn Độ. Công ty chuyên đảm nhận các dự án xây dựng dân dụng, thương mại, y tế, và cơ sở hạ tầng quy mô lớn. Ahluwalia Contracts sở hữu danh mục khách hàng đa dạng từ khối chính phủ đến tư nhân, khẳng định vị thế vững chắc trên thị trường nhờ năng lực thi công vượt trội và quy mô backlog luôn ở mức cao.

**Greentown Management Holdings (9979 HK EQUITY):** Là doanh nghiệp tiên phong và có quy mô lớn nhất trong lĩnh vực quản lý dự án (Project Management) tại Trung Quốc. Khác với các nhà thầu truyền thống, công ty hoạt động theo mô hình kinh doanh "Asset-light" (ít tài sản), chuyên cung cấp dịch vụ quản lý, giám sát và tư vấn phát triển bất động sản. Uy tín thương hiệu lớn giúp Greentown Management thu hút tệp khách hàng đa dạng từ chính phủ đến các chủ đầu tư tư nhân.

**PSP Projects (PSPPL IN EQUITY):** Thành lập năm 2008, là nhà thầu xây dựng đa ngành phát triển nhanh chóng tại Ấn Độ. Công ty cung cấp đa dạng dịch vụ từ khâu thiết kế đến thi công (thành thạo mô hình Design & Build) cho các dự án công nghiệp, cơ quan chính phủ và khu đô thị. Dù có tuổi đời khá trẻ, PSP Projects đã khẳng định được năng lực qua việc thực hiện thành công nhiều công trình kiến trúc phức tạp và trọn gói.

**PSG Corporation (PSGC TB EQUITY):** Hoạt động tại thị trường Thái Lan, công ty có nền tảng nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực thi công nhà xưởng công nghiệp, kho bãi và công trình dân dụng. PSG Corporation đang trong giai đoạn chuyển mình mạnh mẽ, tập trung mở rộng năng lực sang các dự án hạ tầng lớn nhằm đón đầu nhu cầu phát triển công nghiệp và logistics tại khu vực Đông Nam Á.

**Stecon Group (STECON TB EQUITY):** Tiền thân là Sino-Thai Engineering & Construction (thành lập năm 1962), đây là một trong những "ông lớn" trong ngành xây dựng Thái Lan. STECON chuyên thi công các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm quốc gia (đường sắt đô thị, sân bay), nhà máy điện, năng lượng và các công trình dân dụng quy mô siêu lớn, đóng vai trò then chốt trong công cuộc hiện đại hóa hạ tầng của Thái Lan.

**Capacité Infraprojects (CAPACITE IN EQUITY):** Là nhà thầu chuyên biệt tại Ấn Độ với thế mạnh đặc thù trong việc thi công các tòa nhà cao tầng và siêu cao tầng (Super High-rise). Công ty cung cấp dịch vụ thi công trọn gói cho các dự án khu dân cư cao cấp, khu phức hợp thương mại, ứng dụng nhiều công nghệ tiên tiến giúp tối ưu hóa tiến độ thi công tại các khu vực đô thị đông đúc.

**PT Total Bangun Persada (TOTL IJ EQUITY):** Thành lập năm 1970, là nhà thầu thi công xây dựng dân dụng tư nhân hàng đầu tại Indonesia. TOTL định vị thương hiệu ở phân khúc cao cấp, tập trung xây dựng các công trình như khách sạn hạng sang, trung tâm thương mại, chung cư cao tầng và không gian làm việc hiện đại. Doanh nghiệp duy trì vị thế vững chắc nhờ uy tín lâu năm về chất lượng và an toàn thi công.

**Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG VN EQUITY):** Thành lập năm 1988, Vinaconex là một trong những tập đoàn xây dựng và phát triển hạ tầng lớn nhất Việt Nam. Công ty hoạt động đa ngành, ghi dấu ấn đậm nét trong vai trò tổng thầu thi công các dự án cơ sở hạ tầng giao thông trọng điểm (như các cầu phần cao tốc Bắc - Nam), xây dựng dân dụng, công nghiệp và đầu tư phát triển bất động sản trên toàn quốc.

**Tổng công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1 VN EQUITY):** Trải qua hơn 40 năm phát triển, CC1 là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực thi công xây lắp và đầu tư các dự án hạ tầng, năng lượng và dân dụng.

Gần đây, công ty trúng thầu hàng loạt dự án giao thông trọng điểm quốc gia, nhà ga hành khách sân bay và các nhà máy công nghiệp lớn, đặc biệt củng cố vị thế vững chắc tại khu vực phía Nam.

**CTCP Tập đoàn PC1 (PC1 VN EQUITY):** Thành lập năm 1963, giữ vị thế số 1 Việt Nam trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng truyền tải điện quốc gia. Từ năng lực cốt lõi này, PC1 đã mở rộng thành công và tạo hệ sinh thái vững chắc sang lĩnh vực tổng thầu EPC các nhà máy năng lượng tái tạo, đầu tư sản xuất điện, khai khoáng và phát triển bất động sản công nghiệp.

**CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV VN EQUITY):** Là doanh nghiệp đứng đầu Việt Nam trong lĩnh vực thi công các công trình hầm xuyên núi và cơ sở hạ tầng giao thông phức tạp. Sở hữu năng lực kỹ thuật đặc thù và công nghệ đào hầm hiện đại (NATM), HHV đóng vai trò chủ đạo trong việc hoàn thiện mạng lưới đường cao tốc Bắc - Nam và quản lý vận hành thu phí các hầm đường bộ trọng yếu.

**CTCP FECON (FCN VN EQUITY):** Thành lập năm 2004, là nhà thầu đi đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực thi công nền móng và công trình ngầm. FECON chuyên cung cấp các giải pháp toàn diện về địa kỹ thuật, tham gia sâu vào các siêu dự án hạ tầng đô thị (như metro), hạ tầng năng lượng, công nghiệp lớn nhờ thế mạnh làm chủ các công nghệ thi công ngầm tiên tiến.

**CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình (HBC VN EQUITY):** Thành lập năm 1987, là đối thủ cạnh tranh trực tiếp và lâu năm nhất của doanh nghiệp mục tiêu (CTD) trong mảng xây dựng dân dụng. Hòa Bình để lại dấu ấn qua hàng loạt dự án cao tầng, khu đô thị phức hợp quy mô lớn trên cả nước. Hiện tại, công ty đang nỗ lực tái cấu trúc tài chính và định hướng mở rộng ra các thị trường quốc tế.

**CTCP LIZEN (LCG VN EQUITY):** Tiền thân là Licogi 16, công ty đã có bước chuyển mình mạnh mẽ thành một nhà thầu hạ tầng giao thông và năng lượng đáng chú ý. LIZEN hiện đang tập trung toàn lực vào các dự án thi công đường cao tốc, hạ tầng kỹ thuật đô thị, kết hợp nhạy bén với lĩnh vực thi công điện/năng lượng tái tạo để tạo đà tăng trưởng doanh thu ổn định.

**Bảng 7: Chỉ tiêu tài chính, định giá của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành**

| Công ty                             | Quốc gia   | Mã cổ phiếu        | Vốn hóa (Triệu USD) | Doanh thu 2025 (Triệu USD) | LNST 2025 (Triệu USD) | Biên góp (%) | Biên ròng (%) | ROE (%) | P/E 2025 (lần) | P/B 2025 (lần) |
|-------------------------------------|------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------------|--------------|---------------|---------|----------------|----------------|
| Kerjaya Prospek Group Berhad        | Malaysia   | KPG MK EQUITY      | 824                 | 526                        | 53                    | 16,3         | 10,7          | 13,8    | 14,7           | 2,8            |
| Ahluwalia Contracts                 | Ấn Độ      | AHLU IN EQUITY     | 465                 | 517                        | 30                    | N.a          | 6,0           | 17,1    | 16,5           | 2,1            |
| Greentown Management Holdings       | Trung Quốc | 9979 HK EQUITY     | 712                 | 434                        | 58                    | 49,6         | 24,2          | 20,8    | 11,8           | 1,4            |
| PSP Projects                        | Ấn Độ      | PSPPL IN EQUITY    | 242                 | 357                        | 6                     | N.a          | 6,8           | 22,2    | 41,1           | 1,8            |
| PSG Corporation                     | Thái Lan   | PSGC TB EQUITY     | 326                 | 81                         | 11                    | 10,9         | -25,5         | -11,5   | 27,1           | 7,7            |
| Stecon Group                        | Thái Lan   | STECON TB EQUITY   | 304                 | 1019                       | 59                    | 4,8          | 2,9           | 6,1     | 4,9            | 0,6            |
| Capacité Infraprojects              | Ấn Độ      | CAPACITE IN EQUITY | 182                 | 297                        | 22                    | N.a          | 5,9           | 10,6    | 9,0            | 0,9            |
| PT Total Bangun Persada             | Indonesia  | TOTL IJ EQUITY     | 207                 | 237                        | 25                    | 14,8         | 7,3           | 18,4    | 8,4            | 2,6            |
| Xuất nhập khẩu và xây dựng Việt Nam | Việt Nam   | VCG VN EQUITY      | 556                 | 618                        | 141                   | 14,3         | 7,2           | 10,6    | 4,0            | 1,3            |
| Tổng công ty xây dựng số 1          | Việt Nam   | CC1 VN EQUITY      | 469                 | 454                        | 8                     | 6,4          | 2,0           | 5,4     | 66,1           | 2,8            |
| Tập đoàn PC1                        | Việt Nam   | PC1 VN EQUITY      | 353                 | 503                        | 40                    | 17,4         | 7,3           | 12,4    | 10,1           | 1,4            |
| Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả    | Việt Nam   | HHV VN EQUITY      | 249                 | 146                        | 22                    | 41,5         | 12,3          | 5,4     | 10,6           | 0,6            |
| FECON                               | Việt Nam   | FCN VN EQUITY      | 87                  | 187                        | 1                     | 14,5         | 2,9           | 4,1     | 72,6           | 0,9            |

|                                 |          |               |     |     |    |      |     |      |      |     |
|---------------------------------|----------|---------------|-----|-----|----|------|-----|------|------|-----|
| Xây dựng Hòa Bình               | Việt Nam | HBC VN EQUITY | 85  | 178 | 10 | 6,6  | 2,8 | 12,8 | 7,9  | 1,1 |
| LIZEN                           | Việt Nam | LCG VN EQUITY | 80  | 115 | 6  | 12,5 | 6,4 | 7,0  | 14,9 | 0,8 |
| Coteccons                       | Việt Nam | CTD VN EQUITY | 327 | 979 | 18 | 3,9  | 2,1 | 5,2  | 18,8 | 1,0 |
| Trung bình 5 năm (loại trừ CTD) |          |               |     |     |    |      |     |      | 35,7 | 3,3 |
| Trung vị 5 năm (loại trừ CTD)   |          |               |     |     |    |      |     |      | 16,5 | 1,4 |
| Trung bình 5 năm của CTD        |          |               |     |     |    |      |     |      | 32,3 | 0,7 |
| Trung vị 5 năm của CTD          |          |               |     |     |    |      |     |      | 22,5 | 0,8 |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

|                          | tỷ VND |        |         |         |
|--------------------------|--------|--------|---------|---------|
| KQ HKKD                  | FY2025 | FY2026 | FY2027F | FY2028F |
| Doanh thu thuần          | 24.885 | 34.340 | 44.952  | 59.428  |
| Giá vốn hàng bán         | 24.069 | 32.894 | 42.927  | 56.356  |
| Lợi nhuận gộp            | 815    | 1.446  | 2.025   | 3.072   |
| Chi phí bán hàng         | 1      | 1      | 2       | 2       |
| Chi phí quản lý          | 331    | 676    | 885     | 1.170   |
| Thu nhập từ HĐTC         | 256    | 407    | 527     | 565     |
| Chi phí tài chính        | 205    | 350    | 469     | 477     |
| Lợi nhuận khác           | 19     | 194    | 31      | 25      |
| Lợi nhuận trước thuế     | 552    | 1.020  | 1.228   | 2.013   |
| Thuế TNDN                | 96     | 232    | 279     | 458     |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0      | 0      | 0       | 0       |
| Lợi nhuận sau thuế       | 456    | 788    | 948     | 1.554   |
| EBIT                     | 483    | 768    | 1.138   | 1.900   |
| EBITDA                   | 604    | 879    | 1.258   | 2.031   |

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH   | FY2025 | FY2026 | FY2027F | FY2028F |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|
| Tăng trưởng        |        |        |         |         |
| Doanh thu          | 18,2%  | 38,0%  | 30,9%   | 32,2%   |
| Lợi nhuận HKKD     | 224,2% | 47,4%  | 43,1%   | 61,4%   |
| EBIT               | 266,6% | 59,2%  | 48,2%   | 66,9%   |
| Lợi nhuận sau thuế | 47,4%  | 72,7%  | 20,4%   | 63,9%   |
| Tổng tài sản       | 29,9%  | 30,5%  | 20,2%   | 15,6%   |
| Vốn chủ sở hữu     | 4,4%   | 7,7%   | 8,8%    | 13,7%   |

|                    |      |      |      |       |
|--------------------|------|------|------|-------|
| Khả năng sinh lợi  |      |      |      |       |
| LN gộp / Doanh thu | 3,3% | 4,2% | 4,5% | 5,2%  |
| EBITDA/ Doanh thu  | 2,4% | 2,6% | 2,8% | 3,4%  |
| EBIT/ Doanh thu    | 1,9% | 2,2% | 2,5% | 3,2%  |
| LNST/ Doanh thu    | 1,8% | 2,3% | 2,1% | 2,6%  |
| ROA                | 1,7% | 2,3% | 2,2% | 3,1%  |
| ROE                | 5,2% | 8,5% | 9,4% | 13,9% |

|                        |       |       |       |       |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Hiệu quả hoạt động     |       |       |       |       |
| Vòng quay kh. phải thu | 196,2 | 158,6 | 144,4 | 138,0 |
| Vòng quay HTK          | 68,0  | 86,8  | 83,7  | 68,1  |
| Vòng quay kh. phải trả | 102,4 | 89,4  | 89,9  | 93,4  |

|                     |     |     |     |     |
|---------------------|-----|-----|-----|-----|
| Khả năng thanh toán |     |     |     |     |
| Hiện hành           | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| Nhanh               | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |

|                        |      |      |      |      |
|------------------------|------|------|------|------|
| Cấu trúc tài chính     |      |      |      |      |
| Tổng nợ/ Vốn CSH       | 231% | 302% | 344% | 351% |
| Vay ngắn hạn / Vốn CSH | 33%  | 46%  | 55%  | 53%  |
| Vay dài hạn/ Vốn CSH   | 0%   | 16%  | 9%   | 0%   |

|                                | tỷ VND |        |         |         |
|--------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| BẢNG CĐKT                      | FY2025 | FY2026 | FY2027F | FY2028F |
| Tiền                           | 2.712  | 3.936  | 4.495   | 5.943   |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn      | 1.589  | 3.887  | 4.000   | 2.000   |
| Các khoản phải thu             | 14.875 | 15.381 | 20.687  | 24.887  |
| Tồn kho                        | 5.964  | 9.906  | 10.055  | 11.271  |
| Tài sản ngắn hạn khác          | 1.827  | 2.425  | 3.174   | 4.196   |
| Tài sản cố định hữu hình       | 339    | 425    | 546     | 656     |
| Tài sản cố định vô hình        | 102    | 111    | 120     | 129     |
| Đầu tư tài chính dài hạn       | 315    | 322    | 322     | 322     |
| Tài sản dài hạn khác           | 982    | 1.197  | 1.382   | 1.644   |
| TỔNG TÀI SẢN                   | 29.701 | 38.751 | 46.578  | 53.844  |
| Tiền hàng phải trả & ứng trước | 7.534  | 8.806  | 12.646  | 16.601  |
| Vay và nợ ngắn hạn             | 2.984  | 4.401  | 5.829   | 6.292   |
| Vay và nợ dài hạn              | 3      | 1.542  | 959     | 0       |
| Khoản phải trả ngắn hạn khác   | 4.419  | 4.419  | 4.315   | 4.315   |
| Quỹ khen thưởng, phúc lợi      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| Quỹ khoa học công nghệ         | 0      | 0      | 0       | 0       |
| TỔNG NỢ                        | 20.736 | 29.099 | 36.090  | 41.913  |
| Vốn đầu tư của CSH             | 1.036  | 1.140  | 1.140   | 1.140   |
| Cổ phiếu quỹ                   | 0      | 0      | 0       | 0       |
| Lợi nhuận giữ lại              | 1.054  | 1.741  | 2.577   | 4.020   |
| Khoản thu nhập khác            | 75     | 72     | 72      | 72      |
| Quỹ đầu tư phát triển          | 0      | 0      | 0       | 0       |
| TỔNG VỐN                       | 29.701 | 38.751 | 46.578  | 53.844  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số       | 1      | 1      | 1       | 1       |

| CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ    | FY2025 | FY2026 | FY2027F | FY2028F |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|
| EPS (VND/cp)       | 4.498  | 6.909  | 8.480   | 13.900  |
| P/E (x)            | 18,8   | 9,6    | 6,9     | 4,2     |
| BV (VND/cp)        | 88.382 | 84.641 | 93.788  | 106.688 |
| P/B (x)            | 1,0    | 0,9    | 0,6     | 0,5     |
| DPS (VND/cp)       | 1.000  | 1.000  | 1.000   | 1.000   |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 1,4    | 1,4    | 1,7     | 1,7     |

| Mô hình định giá       | Giá trị | Tỷ trọng | Bình quân |
|------------------------|---------|----------|-----------|
| P/B                    | 77.152  | 50%      | 38.576    |
| P/E                    | 81.549  | 50%      | 40.774    |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) |         |          | 79.400    |

| Lịch sử định giá | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Thời gian |
|------------------|--------------|-------------|-----------|
|------------------|--------------|-------------|-----------|

## BÁO CÁO TỔNG QUAN

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

| Khuyến Nghị                                     | MUA  | TÍCH LŨY   | NẮM GIỮ    | GIẢM TỶ TRỌNG | BÁN   |
|-------------------------------------------------|------|------------|------------|---------------|-------|
| Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng | >20% | 5% đến 20% | -5% đến 5% | -20% đến -5%  | <-20% |

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Nguyễn Thị Phương Lam

#### Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

### Đỗ Thạch Lam

#### Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

### Trần Thị Ngọc Hà

#### Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006  
☎ (+84) 24 6288 2008

#### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,  
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006  
☎ (+84) 25 8382 0008

#### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578  
☎ (+84) 29 2381 8387

#### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

#### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

#### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ  
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**  
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**