

Đa ngành

Báo cáo lần đầu

Tháng 02, 2026

Mã giao dịch: CII

Reuters: CII.HM

Bloomberg: CII VN

Đẩy mạnh triển khai các dự án BOT lớn mới; Quỹ đất Thủ Thiêm là động lực trung hạn dù cần thời gian hoàn thiện pháp lý và tồn đọng nhiều rủi ro

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **24.200**

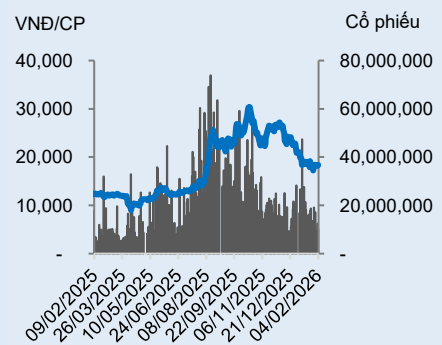
Giá thị trường (04/02/2026) **18.400**

Lợi nhuận kỳ vọng **+31,5%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.015-30.350
Vốn hóa	11.508 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	625.450.421
KLGD bình quân 10 ngày	13.977.586
% sở hữu nước ngoài	3,53%
Room nước ngoài	40%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,46

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CII	-12,4%	-6,6%	-19,3%	-23,9%
VnIndex	0,2%	-3,5%	12,4%	9,9%

Điểm nhấn doanh nghiệp

CII là một tập đoàn hoạt động theo hình thức đầu tư vào mạng lưới công ty con đa dạng và phức tạp. Trong đó tập trung chủ yếu ở 2 mảng là Khai thác và thu phí các dự án BOT và Bất động sản.

Thu phí BOT - Dòng tiền ổn định, triển vọng trên các dự án mới

Với các dự án BOT đang vận hành, chúng tôi vẫn đánh giá **TÍCH CỰC** với 2 dự án BOT quan trọng nhất là BOT cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận (TL - MT) và BOT đầu tư mở rộng XLHN. Vị trí đắc địa và tạm thời chưa thể bị thay thế, giúp triển vọng tăng trưởng lưu lượng thông xe tự nhiên được đảm bảo ở mức trung bình từ **7-10% YoY** trong những năm tiếp theo. Về phí, BOT cao tốc TL - MT cũng vừa được phê duyệt tăng trung bình **12%** trên mỗi nhóm vé vào cuối T11.2025.

Song song với đó, CII cũng đang triển khai giai đoạn chuẩn bị và khởi công xây dựng 2 dự án BOT mới có quy mô lớn. Đặc biệt là dự án BOT mở rộng cao tốc TL - MT - HCMC, với quy mô vốn lên đến hơn **41.000 tỷ đồng**. Những dự án này được dự kiến thông xe và đóng góp vào KQKD kể từ 2H.2028 và đầu năm 2029.

Bất động sản - Bức tranh trái chiều giữa dự án tại Thủ Thiêm và của NBB

Đối với các dự án tại Thủ Thiêm, NQ91 thông qua giúp CII tháo gỡ một điểm nghẽn quan trọng về pháp lý, từ đó xác định rõ thời gian tính giá đất quy đổi. Nhưng việc năm 2016 chưa có bảng giá đất sát với giá thị trường (thấp hơn đáng kể so với giá TT), dẫn đến việc xác định giá đất vẫn là rủi ro và là yếu tố cần theo dõi. Bên cạnh đó, chúng tôi vẫn bỏ ngờ khả năng CII nhận và triển khai 5 lô đất còn lại. Tuy nhiên, thách thức luôn đi kèm cơ hội nếu CII hoàn tất các vấn đề khó khăn của dự án và triển khai với các lô đất còn lại. Đây là những dự án hiệu quả với lợi nhuận lớn nếu được triển khai.

Đối với các dự án của NBB, là các dự án có pháp lý sạch sẽ và minh bạch. Tiến độ các dự án vẫn đang được đảm bảo khi cả 2 dự án chung cư NBB Garden II và NBB Garden III đều có những bước tiến pháp lý trong năm 2025. Theo đó, các dự án này dự kiến sẽ bắt đầu mở bán từ 2027 và bắt đầu bàn giao trong năm 2028.

Định giá và Khuyến nghị. BVSC ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu CII đạt **24.200 đồng/cp**, tương ứng với mức upside **+31,5%** so với giá ngày 04/02/2026. Khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Rủi ro. (1) Bức tranh bất định và nhiều biến số tại khu vực Thủ Thiêm; (2) Ảnh hưởng từ việc đẩy mạnh hạ tầng lên lưu lượng thông xe các tuyến BOT cao hơn dự kiến; (3) Tiến độ tăng giá vé thu phí của các BOT chậm hơn so với ước tính; và (4) Áp lực từ nợ vay.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Minh Khôi

(84 28) 3914.6888 ext. 259

khoimn@bvsc.com.vn

Thông tin cơ bản về CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật HCMC



CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật HCMC (HOSE: CII) được thành lập vào cuối năm 2001 theo chủ trương về xã hội hóa đầu tư cơ sở hạ tầng. CII hiện đang là doanh nghiệp nắm giữ danh mục dự án BOT lớn, và tham gia trong nhiều dự án hạ tầng trọng điểm phía Nam. Bên cạnh đó, CII đồng thời kinh doanh và chuyển nhượng các dự án Bất động sản dựa trên nguồn lực mang lại từ các dự án PPP (BT). Trong đó, nổi bật nhất là các lô đất tại khu vực Thủ Thiêm. CII là một doanh nghiệp với cấu trúc tài chính cực kỳ phức tạp theo mô hình tập đoàn đầu tư đa ngành. Tính đến hết Q3.2025, vốn điều lệ của doanh nghiệp ở mức **6.249 tỷ đồng**.

Hoạt động kinh doanh chủ đạo của CII

Từ khi tái cấu trúc trong 2013, tất cả các mảng kinh doanh của CII đều do các công ty con thực hiện, với CII vận hành và hoạt động theo hình thức tập đoàn. Lĩnh vực cốt lõi vẫn được duy trì đến nay là ngành Xây dựng hạ tầng theo hình thức PPP, tập trung vào các dự án BOT và BT. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn một mảng quan trọng là Bất động sản, có thể chia nhỏ ra làm 2 phần trọng yếu, với (1) Phát triển và khai thác 9 lô đất khu vực Thủ Thiêm từ dự án BT; và (2) Các dự án dân dụng của CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy.

Ngoài ra, CII còn thực hiện các dự án Duy tu và sửa chữa đường bộ trong nội thành HCMC. Công ty còn có nguồn thu khác từ cung cấp nước sạch hoặc các dịch vụ khác, tuy nhiên tỷ trọng không đáng kể và CII cũng đã hoàn tất việc thoái vốn tại CTCP Hạ tầng Nước Sài Gòn.

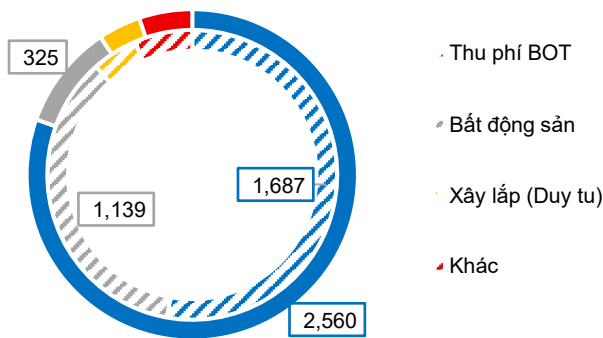
Lịch sử hình thành của doanh nghiệp

- **2001.** Thành lập theo chủ trương của HCMC về xã hội hóa đầu tư cơ sở hạ tầng. Cổ đông sáng lập có 3 cổ đông vốn Nhà nước bao gồm (1) Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước Tp.HCM (HFIC); (2) Công ty Sản xuất Kinh doanh Thương và Dịch vụ XNK Thanh Niên Xung Phong Tp.HCM (VYC); và (3) Công ty CP Đầu tư và Dịch vụ TPHCM (INVESCO).
- **2006.** Niêm yết 30 triệu cổ phiếu lần đầu trên sàn HOSE.
- **2013.** Tái cấu trúc toàn theo hướng quản lý đầu tư vào các công ty con, tập trung vào 5 mảng chính là Cầu Đường, Nước, Bất động sản, Xây dựng và Dịch vụ.
- **2014.** Thành lập Công ty CP Cầu Đường (CII B&R) - Một trong 3 công ty con chủ chốt.
- **2015.** Khởi công dự án hạ tầng BT Bắc Thủ Thiêm - Khởi đầu của các lô đất Thủ Thiêm hiện nay.
- **2016.** Phát hành riêng lẻ 60 triệu USD trái phiếu và hợp tác với HongKongLand để phát triển dự án tại KDT Thủ Thiêm.
- **2020.** Hợp tác thành công với City Garden khởi động dự án khu căn hộ cao cấp The River Thủ Thiêm (Lô 3.15) và thông xe kỹ thuật dự án Cao tốc Trung Lương Mỹ Thuận.

- **2023.** Phát hành thành công lô trái phiếu chuyển đổi với tổng giá trị phát hành **2.813 tỷ đồng**, với giá chuyển đổi 12.500 đồng/cổ phiếu, với tỷ lệ chuyển đổi 1:8. Bắt đầu kế hoạch tái cấu trúc nguồn vốn, đặc biệt là các khoản vay. Thoái vốn CTCP Hạ tầng Nước Sài Gòn và tăng tỷ lệ sở hữu tại dự án BOT Trung Lương - Mỹ Thuận lên 89%.
- **2024.** Huy động thành công 3.821 tỷ đồng vốn từ trái phiếu; Thành lập Công ty TNHH MTV Thương Mại và Đầu Tư CII (CII Invest) để tập trung tiềm lực tài chính chuẩn bị tham gia đấu thầu một số dự án đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP).
- **1H.2025.** Chuyển đổi 2.284 tỷ đồng từ Trái phiếu sang Cổ phiếu, nâng tổng vốn điều lệ lên mức **5.482 tỷ đồng**.
- **2H.2025.** CII phân phối thêm 76,7 triệu cổ phiếu thưởng và phát hành thêm 511 nghìn cổ phiếu trong Tháng 11 để chuyển đổi trái phiếu, nâng tổng vốn điều lệ lên mức **6.255 tỷ đồng**.

Cơ cấu doanh thu của CII qua các năm

(Đvt: tỷ đồng)

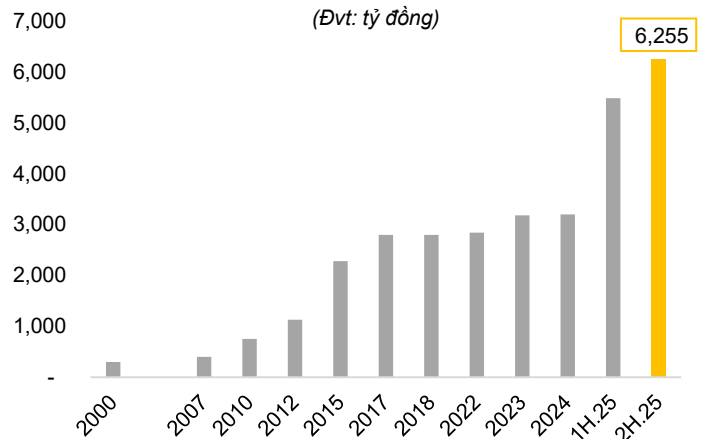


Nguồn: CII, BVSC tổng hợp

Ghi chú: vòng ngoài thể hiện năm 2024, vòng trong thể hiện năm 2023

Vốn điều lệ của CII qua các năm

(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: CII, BVSC tổng hợp

Cơ cấu Công ty con và Công ty liên kết, liên doanh

Hệ sinh thái của CII rất phức tạp với quan hệ sở hữu chằng chéo lẫn nhau. Cụ thể, CII hoạt động và vận hành theo mô hình CII Holdings trong 3 lĩnh vực chính. Mỗi lĩnh vực, CII hình thành một công ty con chủ đạo là CII B&R, CII Service và CII Invest. Từ các công ty con chủ đạo này, CII quản lý và sở hữu gián tiếp mạng lưới nhiều công ty con hơn. Hơn thế nữa, giữa các công ty con chủ đạo kể trên còn có sự sở hữu chéo lẫn nhau.

BVSC nhận thấy, mạng lưới hệ sinh thái dày đặc và chằng chéo như trên rất khó để theo dõi và bóc tách các giao dịch trong cùng hệ sinh thái. Điều này tiềm ẩn những rủi ro kém minh bạch và khó phát hiện những sai sót trọng yếu, nếu có.

Danh sách các công ty con, LDLK trong mạng lưới sinh thái của tập đoàn CII

Tên công ty	Mạng cốt lõi	Hình thức đầu tư	Tỷ lệ sở hữu trực tiếp	Tỷ lệ sở hữu gián tiếp	Tỷ lệ biểu quyết
Lĩnh vực Hạ tầng giao thông					
CTCP Đầu tư Cầu đường CII (CII B&R)	Đầu tư hạ tầng	Hỗn hợp - CII Invest nắm giữ gián tiếp	49,8%	5,0%	54,8%
CTCP Đầu tư và Xây dựng Xa lộ Hà Nội	Đầu tư hạ tầng (BOT)	Hỗn hợp - CII B&R nắm giữ gián tiếp	49,0%	28,0%	100,0%
CTCP BOT Trung Lương - Mỹ Thuận	Đầu tư hạ tầng (BOT)	Gián tiếp	0,0%	89,0%	89,0%
CT TNHH MTV BOT tỉnh Ninh Thuận	Đầu tư hạ tầng (BOT)		0,0%	54,8%	100,0%
CTCP ĐTPT Xây dựng tỉnh Ninh Thuận	Đầu tư hạ tầng (BOT)		0,0%	54,8%	100,0%
CT TNHH BOT Cầu Rạch Miễu	Đầu tư hạ tầng (BOT)	Gián tiếp - CII B&R nắm giữ gián tiếp	49,0%	51,0%	100,0%
CT TNHH Đầu tư Cổ Chiên	Đầu tư hạ tầng (BOT)		0,0%	27,7%	50,5%
CTCP Cầu đường Hiền An Bình	Đầu tư hạ tầng		0,0%	54,8%	100,0%
CT TNHH MTV Đầu tư hạ tầng VRG	Đầu tư hạ tầng (BOT)		0,0%	54,8%	100,0%
CTCP ĐT Xây dựng Cầu đường Bình Triệu	Đầu tư hạ tầng	Trực tiếp	97,7%	0,0%	97,7%
CT TNHH MTV Cầu Sài Gòn	Đầu tư hạ tầng	Trực tiếp	100,0%	0,0%	100,0%
Lĩnh vực Xây dựng và Dịch vụ					
CTCP Xây dựng Hạ tầng CII (*)	Xây lắp	Gián tiếp - CII Invest và CII Service nắm giữ gián tiếp	0,0%	96,2%	96,2%
CT TNHH MTV Dịch vụ và Đầu tư CII (CII Service)	Dịch vụ hạ tầng	Gián tiếp - CII Invest nắm giữ gián tiếp	0,0%	100,0%	100,0%
CTCP DV Quản lý khai thác cầu đường CII	Dịch vụ hạ tầng	Gián tiếp - CII B&R nắm giữ gián tiếp	0,0%	36,6%	85,0%
Lĩnh vực Bất động sản					
CTCP Đầu tư Năm Bẩy Bẩy	Bất động sản	Hỗn hợp - CII Invest nắm giữ gián tiếp	26,4%	48,5%	74,9%
CT TNHH MTV Thương mại và Đầu tư CII (CII Invest)	Bất động sản	Hỗn hợp	9,3%	90,7%	100,0%
CT TNHH MTV Khu Bắc Thủ Thiêm	Đầu tư hạ tầng theo BT - Bất động sản	Trực tiếp	100,0%	0,0%	100,0%
CT TNHH Đô thị Xanh Sài Gòn Long Khánh	Bất động sản	Trực tiếp	95,0%	0,0%	95,0%
CT TNHH Đầu tư Cao ốc Điện Biên Phủ	Bất động sản	Trực tiếp	100,0%	0,0%	100,0%
CT TNHH MTV Hạ tầng Trung Bộ	Bất động sản	Gián tiếp	0,0%	100,0	100,0%

Nguồn: CII, BVSC tổng hợp

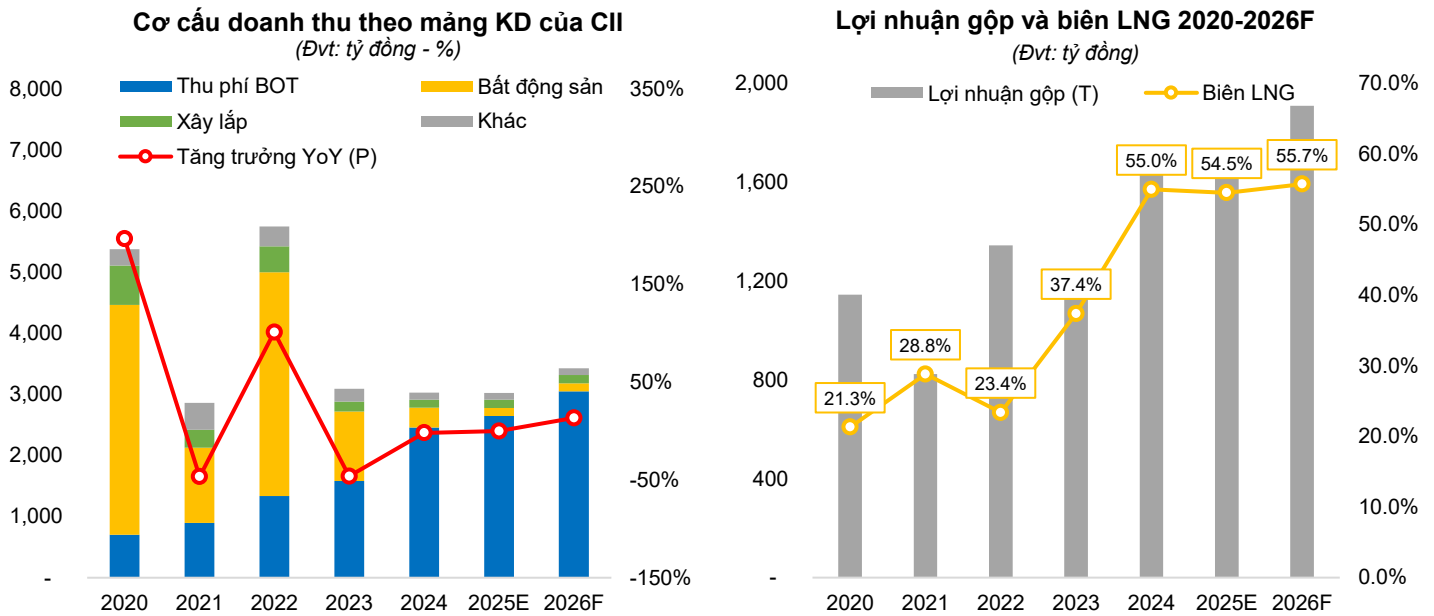
Ghi chú viết tắt: ĐTPT - Đầu tư phát triển, ĐT - Đầu tư, TNHH - Trách nhiệm hữu hạn, MTV - Một thành viên.

Ghi chú: Danh sách trên chưa bao gồm các công ty trong hệ sinh thái của CTCP Đầu tư Năm Bẩy Bẩy.

Phân tích và đánh giá triển vọng kinh doanh các mảng chủ đạo

Xét trong 2 năm gần nhất, hoạt động Thu phí BOT đóng vai trò trọng yếu trong cơ cấu DTT và LNG của doanh nghiệp. Tỷ lệ đóng góp trong DTT của 2 năm gần nhất là **85% (2024)** và **55% (2023)**, trong khi chiếm đến **hơn 90% LNG** của toàn doanh nghiệp. Đây được xem là mảng trọng yếu nhất và là cơ sở ổn định dòng tiền qua các năm. Với Bất động sản là mảng trọng yếu thứ hai, mức độ biến động doanh thu của mảng này rất cao.

Để đánh giá dòng tiền của CII, BVSC sẽ chỉ đánh giá chi tiết các biến động từ nguồn thu của mảng Thu phí BOT. Với các mảng kinh doanh Bất động sản, BVSC sẽ giảm lược về triển vọng của các dự án khả thi. Các mảng khác giả định không đổi qua các năm.



Nguồn: CII, BVSC tổng hợp và dự phóng

Triển vọng kinh doanh mảng Thu phí BOT

Thu phí giao thông BOT là hoạt động cốt lõi của CII. Hiện tại, CII đang quản lý vận hành **6 dự án BOT** và triển khai xây dựng 2 dự án BOT mới, trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua CII B&R. Trong đó, CII nắm giữ **54,8% cổ phần** của CII B&R, phần còn lại do đối tác chiến lược là Metro Pacific Tollways nắm giữ.

Danh sách các dự án BOT đang vận hành trong giai đoạn 2023 đến nay

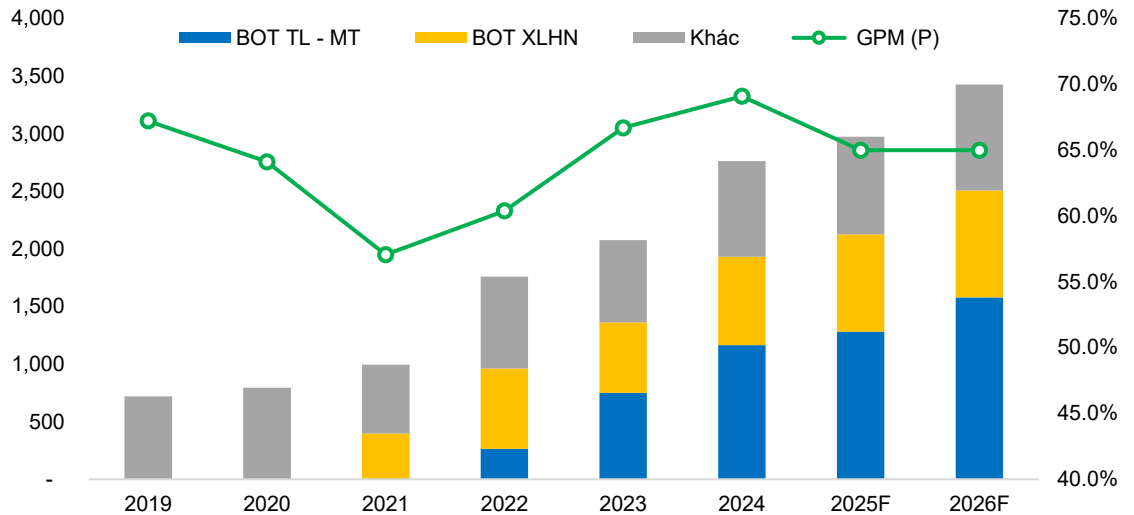
Tên dự án	Vị trí dự án	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian vận hành	DTT.2024 (Tỷ đồng)	Chi phí đầu tư (Tỷ đồng)
Đang khởi công Xây dựng					
Dự án mở rộng cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận - HCMC	Điểm đầu nút giao Chợ Đệm, điểm cuối giáp cầu Mỹ Thuận 2	55%	Dự kiến thông xe năm 2028	N/a	~ 41.000
Đường trên cao dọc tuyến QL51 tỉnh đồng Nai	Điểm đầu nút giao Ngã Tư Vũng Tàu, điểm cuối nút giao Công 11	55%	Dự kiến thông xe năm 2028	N/a	13.000
Đang vận hành thu phí					
BOT cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận	Tuyến đường cao tốc nối tiếp cao tốc Hồ Chí Minh - Trung Lương đến Mỹ Thuận - Cần Thơ	89%	Vận hành từ Q3.2022	1.165,5	12.688 (Trong đó vốn NN đạt 2.186)
BOT đầu tư mở rộng XLHN và Quốc lộ 1	Đoạn từ ngã ba Trạm 2 cũ đến Tân Vạn	77%	Vận hành từ 01/04/2021	767,6	5.000-6.000
BOT cầu Rạch Miễu	Cầu dây văng nối liền hai tỉnh Tiền Giang và Bến Tre	77%	Vận hành từ 2016	279,0	3.000-4.000
Dự án BOT đầu tư mở rộng Quốc lộ 1	Đoạn qua Tp. Phan Rang - Tháp Chàm - BOT Ninh Thuận 2	55%	N/a	245,7	N/a
Dự án DT 741	Mở rộng DT 741 trải dài từ Ngã 4 Sò Sao đến giáp ranh tỉnh Bình Phước	55%	N/a	160,7	N/a
BOT cầu Cổ Chiên	Cầu vắt qua vùng đê mố Bến Tre - Trà Vinh, nối thông tuyến Quốc lộ 60 từ Tiền Giang đến Trà Vinh	28%	Vận hành từ 2015	146,2	~ 2.000
Đã hoàn tất thời gian thu phí					
Dự án mở rộng tuyến tránh QL1A	Thành phố Phan Rang - Tháp Chàm (BOT Ninh Thuận 1)	55%	Đã hoàn tất công tác thu phí vào 2024	146,0	2.000-3.000

Nguồn: BVSC tổng hợp và thống kê.

BVSC đánh giá **TÍCH CỰC** đối với hoạt động thu phí BOT của CII, nhờ sở hữu các BOT trọng yếu ở vị trí đắc địa và khó bị thay thế bởi các dự án cao tốc mới trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, việc triển khai xây dựng 2 dự án BOT lớn hiện nay, sẽ bảo đảm sự tăng trưởng của mảng Thu phí BOT trong dài hạn, ước tính điểm đột biến tăng trưởng rơi vào cuối 2028 - đầu 2029. BVSC dự báo tăng trưởng mảng Thu phí BOT trong năm 2026 sẽ đạt **15,2% YoY**. Biên LNG trung bình giai đoạn tiếp theo duy trì ở mức **65%**, tương tự trong quá khứ.

Vị thế của mảng Thu phí BOT đối với CII không chỉ là sự đảm bảo về mặt DTT và LNG mà còn là dòng tiền quan trọng cho việc trả nợ vay hàng năm. Trong nhiều năm trở lại đây, LNG thường đảm bảo chi trả chi phí lãi vay. Hiện, chúng tôi vẫn chưa nhận thấy những rủi ro có thể ảnh hưởng đáng kể đến dòng tiền của doanh nghiệp, tuy nhiên đây cũng là yếu tố cần theo dõi.

Diễn biến Doanh thu và GPM mảng Thu phí BOT qua các năm
(Đvt: tỷ đồng - %)



Nguồn: CII, BVSC tổng hợp và dự phóng

Đang vận hành - Dòng tiền ổn định nhờ triển vọng từ 2 dự án BOT quan trọng nhất

BOT cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận giai đoạn 1_Tăng trưởng cả lượng và chất. Đây là dự án nằm tại một trong 2 tuyến cao tốc duy nhất kết nối trực tiếp khu vực Tây Nam Bộ với HCMC. Tuyến còn lại là tuyến Cao Lãnh - Vàm Cống chưa thể hoàn thiện kết nối với các cao tốc thẳng đến HCMC khi vẫn đang sử dụng các tuyến liên tỉnh cũ. Do đó, hiệu quả lưu thông của tuyến Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận - Cần Thơ cao hơn hẳn.

Hơn thế nữa, nhu cầu vận tải đường bộ tại khu vực phía Tây Nam Bộ rất lớn, do (1) Tỷ lệ dân cư Tây Nam Bộ lao động tại các KCN ở Đông Nam Bộ lớn và là vùng tập trung dân cư đông đúc tại Việt Nam; (2) Tây Nam Bộ là vựa trung chuyển gạo, trái cây và nông sản chủ đạo cho toàn bộ khu vực phía Nam; và (3) Đường Bộ là sự lựa chọn tối ưu nhất khi hệ thống đường sắt không thông qua khu vực này trong khi đường Thủy và Hàng không không tối ưu về chi phí và mức độ thuận tiện. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo lưu lượng thông xe tự nhiên sẽ tăng trưởng **từ 7-10% YoY đến năm 2030**, trước khi có các tuyến cao tốc mới.

Về phí, tháng 11.2025, dự án này vừa được tăng giá vé thu phí trung bình **12% so với giá thu phí cũ**. Đây là một trong những động lực chính cho tăng trưởng DTT mảng Thu phí BOT trong 2026.

Hình ảnh thực tế dự án cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận giai đoạn 1



Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

BOT đầu tư mở rộng XLHN và QL1_Lưu lượng thông xe lớn nhờ vị trí đắc địa. Đây là dự án kết nối khu vực nội thành HCMC với các trọng điểm kinh tế mới phía Đông. Đáng chú ý, đây được xem là tuyến huyết mạch khi nối liền hệ thống giao thông của HCMC sau sáp nhập (nối với Dĩ An, Biên Hòa và hướng ra Vũng Tàu) và được xem như cửa ngõ quan trọng cho giao thông từ HCMC ra các tỉnh phía Đông Nam. Theo quan sát của chúng tôi, làn sóng trung tâm đô thị tại HCMC đã bão hòa và đang dần chuyển dịch phát triển sang các khu vực gần HCMC như Biên Hòa (Đồng Nai) hoặc Dĩ An (Bình Dương). Vị trí đắc địa của dự án BOT mở rộng XLHN và QL1 được dự báo hưởng lợi trực tiếp từ làn sóng trên.

Hình ảnh trực tiếp dự án mở rộng XLHN và Quốc lộ 1



Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

BVSC dự báo lưu lượng thông xe tự nhiên của dự án này tăng **10% YoY** trong 2026-2028, lên mức gần 16 triệu lượt xe/năm, và tiếp tục duy trì ở mức **5-7% YoY** trong những năm tiếp theo. Về phí, trong 2 năm tiếp theo nhiều khả năng không có yếu tố tăng giá vé thu phí do BOT này đã được chấp thuận tăng 18% trong 2024.

Các dự án BOT còn lại_Tốt xấu đan xen. Với các dự án này, chúng tôi nhận thấy 2 mặt trái chiều nhau về bức tranh tăng trưởng lưu lượng thông xe. Điểm tốt nằm ở việc sáp nhập tỉnh thành dẫn đến sẽ hình thành nên các vùng kinh tế đô thị mới, từ đó thúc đẩy nhu cầu lưu thông và di chuyển. Tuy nhiên, gần 1.000 km đường cao tốc đã và đang chính thức thông xe trong 2025 - 1H.2026 sau thời gian đẩy mạnh phát triển hạ tầng đường bộ. Điều này lại đặt áp lực lên các BOT hiện có khi các dự án cao tốc mới có thể hút một lượng đáng kể lưu lượng. Ngoài ra, nhiều tuyến cũng đã dần xuống cấp theo thời gian khai thác dẫn đến sự phân đối từ các tài xế lưu thông. Tổng hòa các yếu tố kể trên, chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** trong các dự án BOT còn lại.

Đang xây dựng - Tương lai đầy tham vọng

Sau dự án BOT Trung Lương - Mỹ Thuận đưa vào khai thác từ 2023, CII đã huy động được hơn 3.200 tỷ đồng trái phiếu trong 2024, và có kế hoạch tiếp tục huy động thêm trong 2026. Qua đó, giúp CII có nguồn lực để bước vào chu kỳ đầu tư mới. Trong đó, ngoài các dự án BDS tại khu vực Thủ Thiêm, doanh nghiệp này còn đẩy mạnh triển khai 2 dự án BOT với quy mô lớn.

Dự án mở rộng cao tốc Tp.HCM - Trung Lương - Mỹ Thuận

- Vị trí dự án: Tp.HCM, tỉnh Long An và Tiền Giang (95 km)
- Tổng vốn đầu tư: ~41.000 tỷ đồng (Sau điều chỉnh)
- Thời gian chuẩn bị đầu tư và thực hiện dự án: 2024-2028

Dự án mở rộng đường cao tốc Tp.HCM - Trung Lương - Mỹ Thuận có tổng mức đầu tư dự kiến gấp 1,8 lần quy mô BOT hiện hữu của CII. Đây là dự án trọng điểm mà CII và các đối tác đã nghiên cứu từ năm 2024. Hiện nay, dự án đã được khởi công từ tháng 11.2025 và dự kiến có thể thông xe vào cuối năm 2028 - đầu 2029.

Phối cảnh dự án cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận - HCMC sau khi mở rộng



Nguồn: CII, Tập đoàn Đèo Cả, BVSC tổng hợp

Dự án xây dựng đường trên cao dọc Quốc Lộ 51

- Vị trí dự án: Đồng Nai (5,5 km)
- Tổng vốn đầu tư: 13.000 tỷ đồng
- Thời gian chuẩn bị đầu tư và thực hiện dự án: 2026-2028

Đây là dự án trọng điểm mà CII đã chủ động nghiên cứu và đề xuất với tỉnh Đồng Nai từ cuối năm 2024 dựa trên các quan sát và đánh giá của CII về tiềm năng khai thác mà dự án mang lại.

Ngoài ra, CII đang nghiên cứu một số dự án quan trọng tại khu vực Đông Nam và Tây Bắc của Thành phố, với hai dự án mang tính chiến lược: Dự án mở rộng trục đường Bắc - Nam từ Nguyễn Văn Linh đến nút giao Cầu Bà Chiêm và Dự án cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 22. CII xem hai dự án này là tiềm năng, tiếp tục theo dõi và hợp tác với CQNN có thẩm quyền để tìm cơ hội đầu tư.

Triển vọng kinh doanh mảng Bất động sản

Hoạt động kinh doanh Bất động sản của CII có thể chia thành 2 nhóm chính là (1) Triển khai các dự án tại những lô đất ở khu vực Thủ Thiêm; và (2) Các dự án phát triển thông qua CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy. Trong đó, trọng tâm của sự kỳ vọng nằm ở các dự án tại khu vực Thủ Thiêm, bởi câu chuyện siêu lợi nhuận nhưng đầy rủi ro và thách thức.

Danh sách các dự án bất động sản đã và đang triển khai của CII

Tên dự án	Vị trí dự án	Quy mô	Tình trạng	Tổng vốn đầu tư
Dự án phát triển từ các lô đất Thủ Thiêm nhận từ dự án BT				
Lakeview 1	Lô 3.1 Thủ Thiêm	1,41 ha	Đã chuyển nhượng	171 tỷ đồng
Lakeview 2	Lô 4.7 Thủ Thiêm	0,65 ha	Đã chuyển nhượng	312 tỷ đồng
The River Thủ Thiêm	Lô 3.15 Thủ Thiêm	1,54 ha	Đã chuyển nhượng	3.495 tỷ đồng
D'Verano	Lô 3.2 Thủ Thiêm	0,95 ha	Đầu tư 90%	704 tỷ đồng
Lakeview 4	Lô 4.8 Thủ Thiêm	0,95 ha	Chờ giao đất	170 tỷ đồng (*)
D'Venal	Lô 3.6 Thủ Thiêm	0,95 ha	Chờ giao đất	357 tỷ đồng (*)
Riverfront Residence	Lô 3.13 Thủ Thiêm	0,58 ha	Chờ giao đất	1.450 tỷ đồng (*)
The River 2	Lô 3.16 Thủ Thiêm	1,99 ha	Chờ giao đất	3.157 tỷ đồng (*)
Thương mại VP	Lô 1 - 18 Thủ Thiêm	0,61 ha	Chờ giao đất	683 tỷ đồng (*)
Dự án được phát triển bởi CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy				
KCH Cao Tầng NBB II	Tân Nhựt, HCMC	7,9 ha	Đã GPMB	4.136 tỷ đồng
KCH Cao Tầng NBB III	Phú Định, HCMC	5,3 ha	Phê duyệt CTĐT	4.478 tỷ đồng
KDC Tịnh Sơn	Quảng Ngãi	102 ha	Đang thi công	1.752 tỷ đồng
KDC De Lagi	Lâm Đồng	124,5 ha	Đang thi công	2.726 tỷ đồng
Dự án khác				
Diamond Riverside	Bình Phú, HCMC	4,15 ha	Hoàn thành	2.388 tỷ đồng
Cao ốc 152 ĐPB	Thạnh Mỹ Tây, HCMC	0,57 ha	Hoàn thành (**)	683 tỷ đồng

Nguồn: CII, BVSC tổng hợp

Ghi chú: (*) - Giá trị tạm tính của CII đối với tổng mức đầu tư của dự án
(**) - Đã hoàn tất chuyển nhượng Khối căn căn hộ vào năm 2022, chỉ còn các tòa văn phòng cho thuê

BVSC đánh giá **TÍCH CỰC** với các dự án được triển khai bởi CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy vì đây là những dự án pháp lý sạch và hoàn thiện, cùng tiến độ vẫn đang đúng như kế hoạch. Tuy nhiên, nguồn thu từ các dự án BĐS này sẽ khó có sự đột biến trong 1 năm tiếp theo, do cần thời gian để hoàn thiện giai đoạn chuẩn bị và xây dựng.

Đối với các dự án phát triển từ Lô đất khu vực Thủ Thiêm, BVSC đánh giá đã có những điểm tích cực trong năm 2025 khi mà NQ91 được thông qua. Tuy nhiên, vẫn còn nhiều yếu tố mang tính chất **BẤT ĐỊNH** và tiềm ẩn rủi ro. Từ đó tạo ra một triển vọng nhiều thách thức, song cũng đi kèm với cơ hội về dự án siêu lợi nhuận. Trên kịch bản cơ sở, chúng tôi vẫn ước tính và đánh giá dự án này vào định giá theo phương hướng thận trọng.

Một khía cạnh khác, CII cũng cần chuẩn bị một nguồn vốn đầu tư rất lớn cho các dự án này trong bối cảnh dư địa tài chính hạn hẹp. Điều này tiếp tục mở ra những lo ngại về mặt vỡ PATC của doanh nghiệp, và cần CII phải kiểm soát rủi ro tài chính rất cẩn thận.

Dự án tại Thủ Thiêm - Bức tranh đầy triển vọng nhưng cũng nhiều rủi ro

Năm 2016, CII ký hợp đồng BT (Xây dựng và chuyển giao) với UBND HCMC về dự án tại khu đô thị mới Thủ Thiêm. Cụ thể, CII sẽ xây dựng đường giao thông và hạ tầng tại khu đô thị phía Bắc Thủ Thiêm với tổng quy mô đầu tư đạt **2.642 tỷ đồng**. Về phía CII, Công ty này sẽ nhận lại 8 lô đất sử dụng để phát triển bất động sản với diện tích 9,0 ha và 1 lô đất được sử dụng trong 50 năm làm tòa nhà văn phòng cho thuê với diện tích 0,6 ha.

Mô phỏng địa đồ các lô đất của CII tại khu vực Thủ Thiêm



Nguồn: ThuThiemUrban, BVSC tổng hợp và mô phỏng

Ghi chú: Vùng màu đỏ là các lô đất đã được nhận bàn giao - Vùng màu xanh là các lô đất đang chờ giao đất

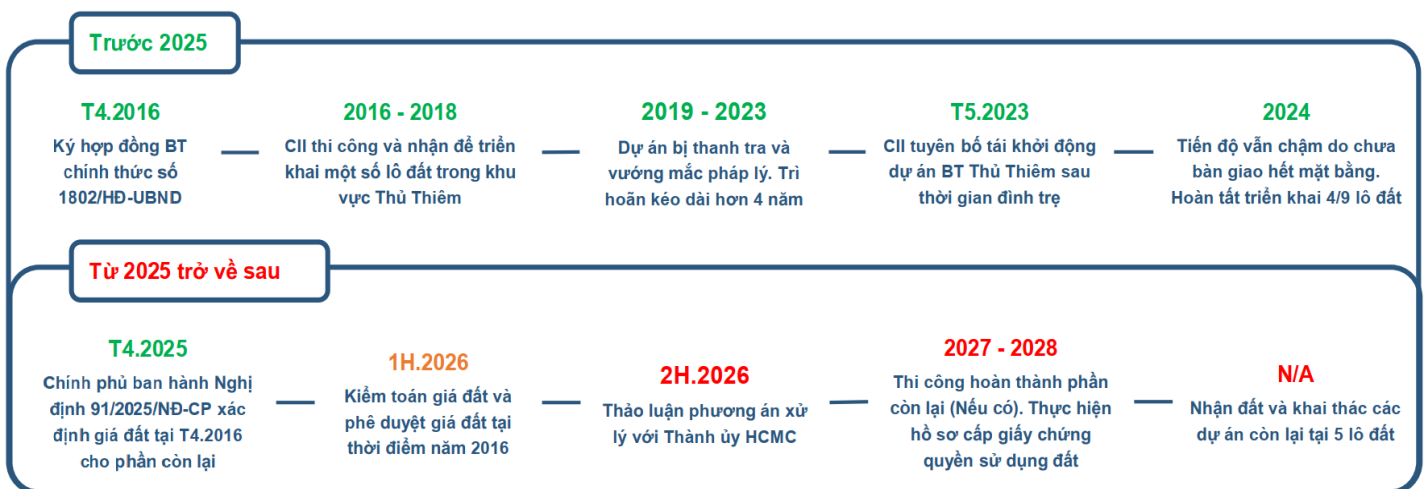
Thực trạng dự án đến nay. CII đã nhận đất của bốn lô đất là 3.1; 3.2; 4.7 và 3.15, đồng thời cũng khai thác và chuyển nhượng toàn bộ 4 lô đất kể trên. Về phía dự án BT, CII vẫn chưa hoàn thành toàn bộ dự án do một phần đất xây dựng vẫn còn vướng mắc GPMB. Theo trao đổi của chúng tôi với doanh nghiệp, không tính các lô đất chưa nhận bàn giao, CII đã hòa vốn trong dự án BT này và phần lời là **402 tỷ đồng** chi phí xây dựng cơ bản dở dang chưa được nghiệm thu.

Về việc xác định giá đất, Nghị định 91/2025/NĐ-CP (ban hành ngày 24/4/2025) đã tháo gỡ nút thắt pháp lý về giá đất thanh toán BT, giúp CII tiếp tục triển khai, với giá đất xác định theo thời điểm 2015-2016. Tuy nhiên, thời điểm đó, Việt Nam vẫn chưa có khung giá đất mới phù hợp với giá trị thị trường, do đó, việc xác định giá đất là yếu tố bất định đầu tiên trong các lô đất tại khu vực Thủ Thiêm. Theo khảo sát của BVSC, giá đất thị trường khu vực Thủ Thiêm tại thời điểm 2016 dao động từ 60-100 triệu đồng/m³ phụ thuộc vào vị trí lô đất. Theo nguồn tin chưa xác thực, nhiều khả năng giá đất được xác định thấp hơn đáng kể so với giá thị trường đề cập ở trên.

Đối với CII, tiến độ dự án BT đang bị chững lại nhiều năm do công tác GPMB bị tắc nghẽn. Quá trình tiếp tục thi công sẽ phức tạp hơn dự kiến và giá trị còn lại không phù hợp với giá trị các lô đất chưa được bàn giao. BVSC đánh giá yếu tố về giá đất quy đổi được phê duyệt vẫn là yếu tố trọng yếu. Bởi lẽ theo hướng không tích cực nếu giá đất quy đổi cao, CII sẽ phải thi công thêm một phần việc đáng kể hoặc nộp bổ sung phần chênh lệch còn thiếu. Song, với tình hình tài chính hiện nay của doanh nghiệp, dòng tiền không phải là thế mạnh của CII. Ở hướng ngược lại, nếu giá đất quy đổi thấp tương tự một số thông tin chưa chính thức, chúng tôi đánh giá việc phê duyệt giá đất có thể bị kéo dài do chênh lệch giữa giá năm 2016 (Theo NQ91) với giá trị hiện tại. Từ đó dẫn đến khả năng Chính quyền sẽ ưu tiên sử dụng hình thức đấu giá công khai để chuyển nhượng một số lô đất còn lại nhằm mục đích phát triển chung. Mặc dù hợp đồng năm 2016 vẫn còn giá trị, nhưng rủi ro về khả năng CII không thể nhận 5 lô đất còn lại vẫn chưa thể loại trừ.

Được biết, có nhiều đối tác lớn muốn đấu giá lô đất 3.13 và 3.16 (Hai lô đất có giá trị cao nhất trong 5 lô còn lại, chiếm hơn 60% giá trị dự báo). Hợp đồng từ năm 2016 của CII được xem là rào cản duy nhất hiện nay khiến cho các đối tác này khó tiếp cận với các lô đất. Đây cũng được xem là lợi thế của CII về khả năng được cấp quyền sử dụng đất. Chúng tôi đã giảm tỷ lệ sở hữu của CII tại cả 5 lô đất còn lại để phản ánh rủi ro kể trên.

Timeline dự án BT Khu Bắc Thủ Thiêm của CII thực hiện



Nguồn: BVSC tổng hợp và mô phỏng

Ghi chú: Thời gian nhận đất và khai thác sẽ phụ thuộc vào điều khoản thảo luận với Chính quyền. CII hoàn toàn có khả năng nhận đất và triển khai song song với việc thi công phần còn lại của dự án BT khu Bắc Thủ Thiêm.

Điểm sáng là tăng trưởng giá đất. Giá đất tại khu vực Thủ Thiêm đã tăng trưởng rất nhanh kể từ khi hình thành nên một khu đô thị mới ở năm 2016. Hiện tại, vị trí này vẫn còn tiềm năng tăng giá khi Chính phủ quyết tâm đẩy mạnh International Financial Center (IFC) tại khu vực này. Động thái trên sẽ hình thành một trung tâm tài chính mới không chỉ cho Việt Nam mà là cả Đông Nam Á, ngay tại Thủ Thiêm. Qua đó trực tiếp nâng cao giá trị đất tại khu vực này, trong bối cảnh CII có khả năng nhận bàn giao nhiều quỹ đất sạch tại vị trí này.

Nhìn về quá khứ năm 2021-2022, khi IFC còn chưa được triển khai, giá trị các lô đất tại khu vực này đã có thời điểm đầu giá dao động từ 1-2,4 tỷ đồng/m². Tuy mức giá này chỉ mang tính chất tham khảo, song BVSC nhận thấy, giá trị tại khu vực Thủ Thiêm đã có sự tăng trưởng về chất so với giai đoạn trước đó. Cộng hưởng thêm yếu tố pháp lý về mặt đầu giá đang dần được hoàn thiện, một mức tham chiếu giá trị hơn có thể sẽ xuất hiện trong tương lai gần.

Dự án tại CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy - Tháo gỡ pháp lý trên cả 2 dự án dân dụng

Dự án NBB Garden III được tháo gỡ pháp lý. Dự án NBB Garden III đã đẩy rất nhanh tiến độ pháp lý khi được chấp thuận CTĐT trong tháng 10.2024. Sau đó 8 tháng, dự án này cũng hoàn tất điều chỉnh Quy hoạch 1/500. Hiện, NBB Garden III đã hoàn thành san lấp mặt bằng và thi công cọc thử. Dự kiến sẽ hoàn thiện hồ sơ pháp lý và bắt đầu khởi công trong năm 2026 và hoàn thành toàn bộ đến năm 2028.

BVSC kỳ vọng, với vị trí đắc địa nằm ngay trung tâm Quận 8 cùng hệ thống giao thông thuận lợi khi liền kề đại lộ Võ Văn Kiệt cộng hưởng với yếu tố thị trường Bất động sản trung cấp thiếu hụt nguồn cung nội thành HCMC, dự án này sẽ mở bán thuận lợi. Về giá bán, chúng tôi đang ước tính giá bán trên m² sẽ khoảng **~75 triệu đồng**, kỳ vọng thu về hơn 13 nghìn tỷ doanh thu.

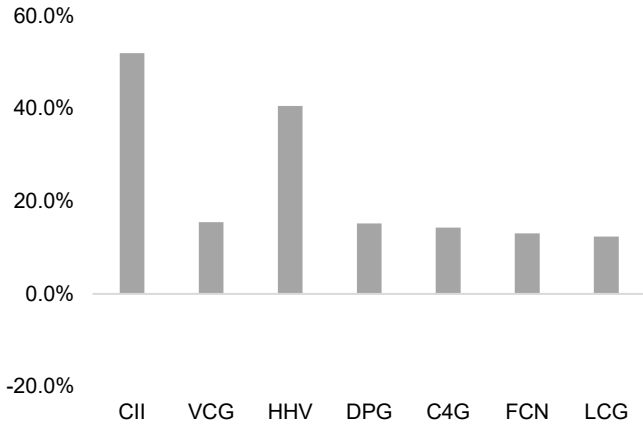
Chấp thuận CTĐT cho dự án NBB Garden II. Cùng thời gian dự án NBB Garden III được chấp thuận quy hoạch 1/500, dự án NBB Garden II cũng được chấp thuận phê duyệt Chủ trương đầu tư. Qua đó tiến gần hơn đến bước xin quy hoạch 1/500 và hoàn thiện pháp lý cũng như giai đoạn chuẩn bị. Thời gian mở bán và bàn giao của dự án này có thể chậm hơn NBB Garden III 1 năm, cùng mức giá thấp hơn do vị trí nằm tại vùng ven của HCMC.

Phân tích tình hình tài chính của Doanh nghiệp

Biên LNG cao nhờ đóng góp từ mảng BOT - Chi phí lãi vay co hẹp lợi nhuận doanh nghiệp

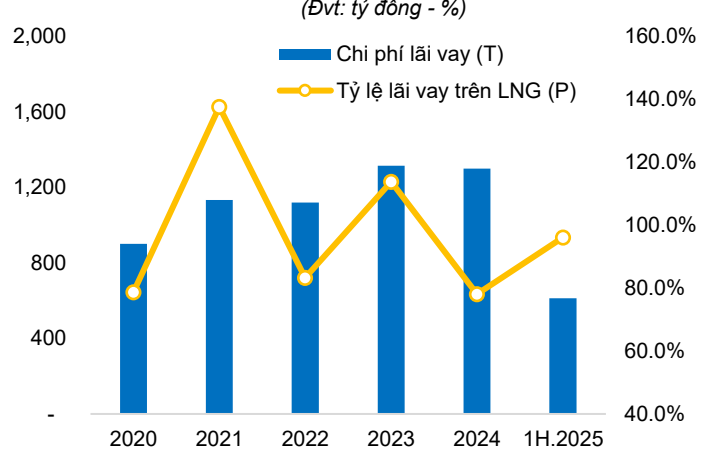
So với các doanh nghiệp cùng ngành, biên LNG của CII ở mức rất cao trên 50%, thậm chí có năm đạt đến 70% nhờ đóng góp từ mảng Thu phí BOT. Tuy nhiên, việc chi phí lãi vay thâm hụt toàn phần Lợi nhuận gộp, khiến khả năng sinh lời của CII rất hạn chế. Điều này gây áp lực rất lớn khi CII phải cố gắng duy trì hoạt động kinh doanh chính ổn định, nếu không muốn ghi nhận lỗ tương tự năm 2021. Đặc biệt hơn khi nhu cầu tín dụng có thể sẽ tăng cao trong những năm tới.

Biên LNG của các doanh nghiệp Xây lắp năm 2024 (Cả chung lẫn mảng Xây lắp)



Nguồn: FiinProX, BVSC tổng hợp

Chi phí lãi vay và tỷ lệ trên LNG của CII giai đoạn 2020 - 1H.2025



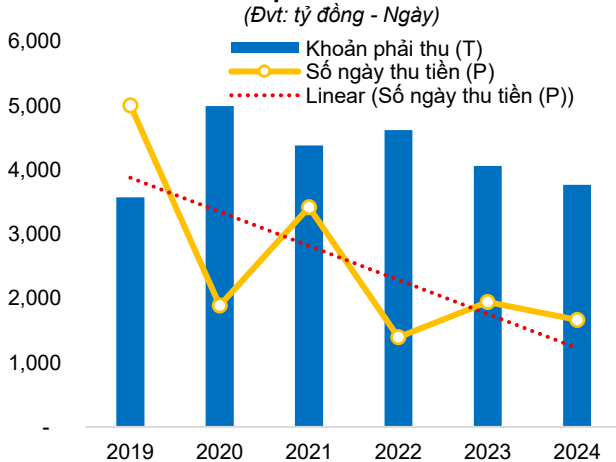
Nguồn: CII, BVSC tổng hợp và ước tính

Tình hình phải thu đang có chiều hướng tích cực nhưng rủi ro là có

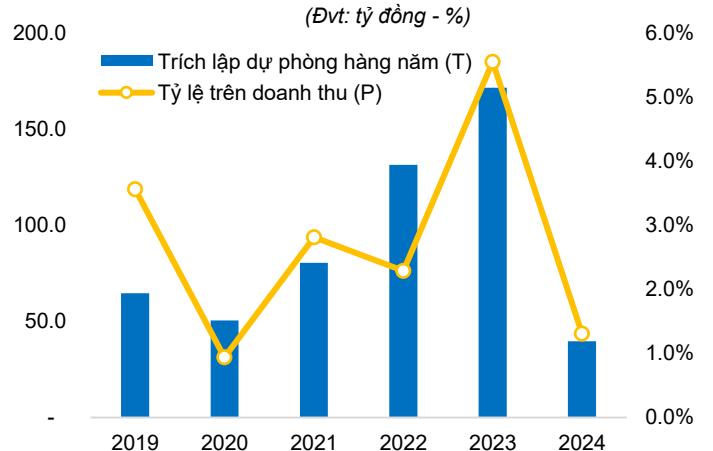
Hoạt động kinh doanh của CII thường bị chiếm dụng vốn cao do đặc thù chung của ngành. Điểm tích cực là khoản mục này đã có dấu hiệu sụt giảm trở lại trong 2024 và liên tục thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh trong 2020. Bên cạnh đó, số ngày thu tiền của CII đã giảm mạnh kể từ 2022, phản ánh rõ sự cải thiện trong khả năng thu hồi nợ của doanh nghiệp, hạn chế tác động từ yếu tố bị chiếm dụng vốn.

Đối với khoản phải thu dài hạn, trọng yếu nhất là khoản Lãi vốn chủ và các quyền thu khác từ dự án BOT và giá trị quyền hợp tác đầu tư phát triển dự án BĐS. BVSC đánh giá, khoản mục này có **rủi ro khó thu hồi thấp**, khi mà tiến độ các dự án này đang càng được đẩy nhanh.

Khoản phải thu và số ngày thu tiền của CII qua các năm



Dự phòng nợ phải thu khó đòi và tỷ lệ trên doanh thu



Nguồn: CII, BVSC tổng hợp và ước tính
Ghi chú: 2024 đã loại trừ khoản tăng do hợp nhất Công ty con

Áp lực nợ vay vẫn ở mức cao - Dự nợ cho vay ngày càng gia tăng nhanh

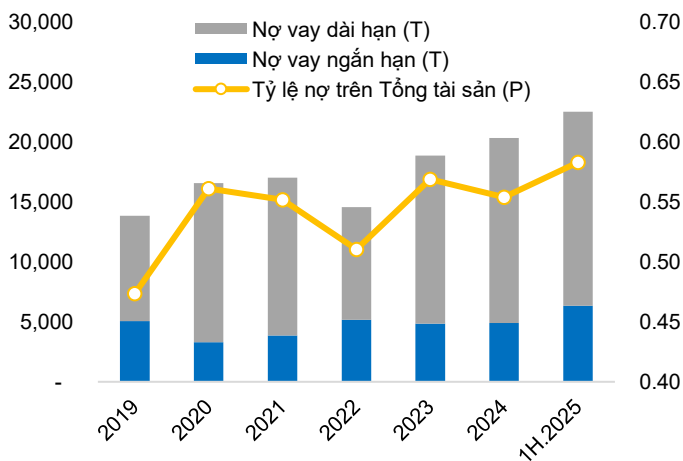
Nợ vay của CII liên tục tăng những năm gần đây. Tính đến 1H.2025, nợ vay của CII đã đạt đỉnh lịch sử với hơn **22.500 tỷ đồng** (không bao gồm các khoản trái phiếu chuyển đổi). Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản cao hơn **0,6 lần**, cao nhất trong các doanh nghiệp lĩnh vực Xây dựng hạ tầng. Điều này tiềm ẩn rủi ro tài chính cao khi hoạt động BOT hoặc các chính sách liên quan thay đổi theo hướng bất lợi. Mặt khác, diễn biến này trực tiếp gia tăng chi phí lãi vay, đặt áp lực nặng nề lên nghĩa vụ tài chính của CIII.

BVSC nhận định, nợ vay của CII nhiều khả năng sẽ còn tiếp tục gia tăng trong những năm tiếp theo khi mà hàng loạt các dự án quy mô lớn đang chờ triển khai trước mắt. Điều này khiến CII buộc phải gia tăng quy mô tín dụng và phình to “bong bóng nợ vay” của doanh nghiệp.

BVSC có xem xét sức khỏe tài chính của CII theo phương pháp của Standard & Poor’s để đánh giá trong giai đoạn 2020-1H.2025. Chúng tôi nhận thấy, tình hình tài chính của CII đang ở mức **Rủi ro từ đáng kể đến Rủi ro cao**, trong nhiều năm trở lại đây. Điều này chỉ ra rằng, cấu trúc tài chính của CII rất mong manh và khả năng sinh lời không tương thích với quy mô đòn bẩy. Công ty cần tiếp tục tái cấu trúc nguồn vốn để giảm bớt áp lực và gánh nặng tài chính. Bên cạnh đó cũng tạo điều kiện và dự địa tốt hơn cho các khoản đầu tư vào các dự án trọng điểm trong tương lai.

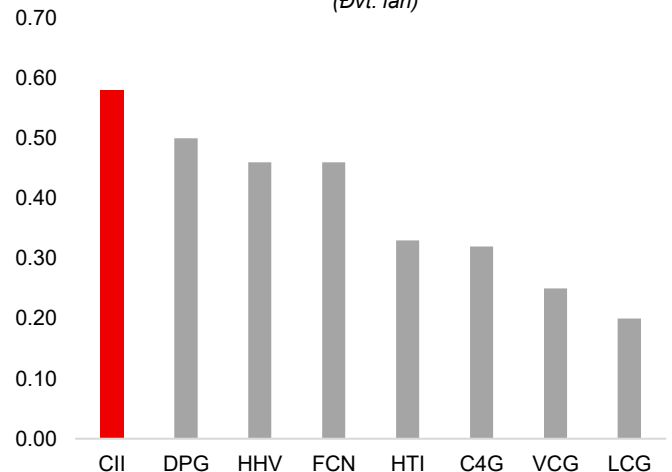
Một yếu tố khác cũng cần lưu ý là CII có lịch sử phát hành trái phiếu chuyển đổi rất lớn và theo kế hoạch sẽ tiếp tục thực hiện trong 2026. Điều này không chỉ gia tăng áp lực nợ vay mà còn trực tiếp pha loãng cổ phiếu của doanh nghiệp.

Diễn biến nợ vay của CII qua các năm
(Đvt: tỷ đồng - %)



Nguồn: CII, BVSC tổng hợp và ước tính

Tỷ lệ nợ vay/Tổng tài sản tính đến Q3.2025
(Đvt: lần)



Nguồn: FiinProX, BVSC tổng hợp và ước tính

Ước tính kết quả kinh doanh cả năm 2025

(đvt: tỷ đồng)	2025E	2024	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	3.023	3.028	-0,2%	Hoàn thành 77,8% KH.2025.
Thu phí BOT	2.644	2.457	7,6%	Tăng trưởng chủ yếu đến từ (1) Lưu lượng thông xe tự nhiên trên 2 tuyến BOT quan trọng nhất; (2) Giá vé thu phí của BOT XLHN tăng 18% YoY trong năm; và (3) T11.2025, giá vé thu phí của BOT TL - MT cũng tăng trung bình 12%. Tuy nhiên xét trên các BOT còn lại, áp lực cạnh tranh đang gia tăng khi hàng loạt các dự án cao tốc mới đưa vào hoạt động. Qua đó trực tiếp hút một phần lưu lượng lưu thông xe ra khỏi các dự án BOT.
Bất động sản	134	325	-58,8%	Các dự án cũ đang hoàn tất bàn giao trong khi các dự án mới vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị hoặc triển khai xây dựng. Nguồn thu BĐS chính trong kỳ chủ yếu từ khoản thu cho thuê cao ốc Căn Phòng CII Tower - 152 Điện Biên Phủ.
Khác	245	245		Chúng tôi giả định các mảng kinh doanh khác không đổi, chủ yếu do (1) Mảng Xây dựng chủ yếu là các hợp đồng duy tu nội thành, thường cố định theo hợp đồng và khó ghi nhận tăng trưởng đáng kể; và (2) Tỷ trọng không trọng yếu trong cơ cấu lợi nhuận.
Lợi nhuận gộp	1.647	1.664	-1,0%	
Biên LNG	54,5%	55,0%		
Doanh thu tài chính	806	1.133	-28,9%	2024 cao chủ yếu do khoản lãi đánh giá lại các mục đầu tư vào công ty LDLK. 2025 khoản mục không còn hiện hữu.
Chi phí tài chính	(1.400)	(1.530)	-8,5%	Trong năm tái hoàn nhập dự phòng các khoản đầu tư tài chính khoảng 45 tỷ đồng thay vì ghi nhận chi phí dự phòng khoảng 58 tỷ trong năm 2024.
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	(97)	(47)	107,1%	Chi phí khác tăng trong kỳ do (1) Giá trị các khoản phạt vi phạm hợp đồng trong kỳ tăng hơn 300%; và (2) Phát sinh khoản mục ghi nhận từ các dự án ngừng triển khai.
LNTT	420	593	-29,2%	
LNST	378	618	-38,9%	Hoàn thành 111% KH.2025. Mức độ hoàn thành kế hoạch LNST của CII cao hơn hẳn so với DTT chủ yếu là do kế hoạch đặt ra trong năm 2025 bất tương xứng khi số KH.2025/TH.2024 của DTT tăng trưởng dương trong khi LNST ngược lại.
LNST - CĐTS	157	257	-38,9%	

Nguồn: CII, BVSC tổng hợp và dự phóng

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2026

(đvt: tỷ đồng)	2026F	2025E	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	3.427	3.023	13,4%	
Thu phí BOT	3.046	2.644	15,2%	BVSC dự báo tăng trưởng năm 2026 của mảng Thu phí BOT, chủ yếu bởi (1) Lưu lượng thông xe tự nhiên của 2 BOT quan trọng nhất là BOT cao tốc TL - MT và BOT đầu tư mở rộng XLHN tiếp tục tăng trưởng tự nhiên từ 7-10%; và (2) Yếu tố tăng giá vé thu phí của BOT cao tốc TL - MT sẽ dần phản ánh toàn phần vào KQKD cả năm 2026. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo DTT của riêng BOT cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận tăng trưởng 23,2% YoY và đóng góp trọng yếu vào tăng trưởng chung toàn mảng kinh doanh.
Bất động sản	135	134	1,0%	Nguồn thu vẫn phát sinh từ thu nhập từ các khoản cho thuê văn phòng tại tòa cao ốc 152 Điện Biên Phủ - CII Tower.
Khác	245	245		Giả định không đổi trong kỳ.
Lợi nhuận gộp	1.909	1.647	15,9%	
<i>Biên LNG</i>	<i>55,7%</i>	<i>54,5%</i>		
Doanh thu tài chính	871	806	8,0%	
Chi phí tài chính	(1.471)	(1.400)	5,1%	
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	(47)	(97)	-51,7%	Giả định các khoản mục bất thường như năm 2025 không còn phát sinh trong kỳ.
LNTT	654	420	55,6%	
LNST	588	378	55,6%	
LNST - CĐTTS	245	157	55,6%	

Nguồn: CII, BVSC tổng hợp và dự phóng

Định giá

BVSC sử dụng kết hợp 2 phương pháp là phương pháp định giá từng phần (SoTP) và phương pháp hệ số giá (Price to Book value - PBR) để định giá cổ phiếu CII. Trên kịch bản cơ sở, giá trị hợp lý của CII là **24.200 đồng/cp**.

Chi tiết định giá	Phương pháp	TSSH (%)	Hệ số (Lần)	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)
Định giá theo phương pháp SoTP (Tỷ trọng: 70%)					
Mảng Thu phí BOT				24.325	
Thu phí BOT (Các dự án đang triển khai xây dựng)				7.122	
<i>BOT mở rộng cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận - HCMC</i>	<i>DCF</i>	<i>55%</i>		<i>5.063</i>	
<i>BOT đường trên cao dọc QL51</i>	<i>DCF</i>	<i>55%</i>		<i>2.058</i>	
Thu phí BOT (Các dự án đang thu phí)				17.203	
<i>BOT cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận</i>	<i>DCF</i>	<i>89%</i>		<i>7.520</i>	
<i>BOT đầu tư mở rộng XLHN và QL1</i>	<i>DCF</i>	<i>77%</i>		<i>7.537</i>	
<i>BOT Mở rộng QL60 (cầu Rạch Miễu)</i>	<i>DCF</i>	<i>77%</i>		<i>398</i>	
<i>BOT Ninh Thuận 2</i>	<i>DCF</i>	<i>55%</i>		<i>995</i>	
<i>BOT DT 741</i>	<i>DCF</i>	<i>55%</i>		<i>557</i>	
<i>BOT cầu Cổ Chiên</i>	<i>DCF</i>	<i>28%</i>		<i>195</i>	
Mảng Bất động sản				10.832	

Báo cáo lần đầu CII

Các dự án tại khu vực Thủ Thiêm			6.046
Lakeview 4	RNAV	50% (*)	837
D'Veinal	RNAV	50% (*)	859
Riverfront Residence	RNAV	50% (*)	1,481
The River 2	RNAV	50% (*)	2,060
Office	RNAV	50% (*)	810
Các dự án được phát triển bởi CTCP Đầu tư Năm Bầy Bầy			3.595
NBB II	RNAV	63%	1.049
NBB II	RNAV	63%	1.542
Sơn Tịnh	BV	63%	429
De Lagi	BV	44%	575
Các dự án khác			1.191
Cao ốc 152 Điện Biên Phủ - CII Tower	RNAV	100%	1.191
Điều chỉnh Tài sản và Nợ phải trả trên FS	BV		(19.518)
Giá trị hợp lý của Vốn Chủ sở hữu sau chiết khấu			15.639
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (Đvt: triệu cổ phiếu)			625
Giá mục tiêu theo phương pháp SoTP			25.000
Định giá theo phương pháp Hệ số giá - PBR (Tỷ trọng: 30%)		1,57x	22.400
Giá mục tiêu (đồng/cp)			24.200

Nguồn: BVSC ước tính và dự phóng

Ghi chú: (*) Giá định tỷ lệ sở hữu chỉ ở mức 50% để phản ánh sự thận trọng với rủi ro có thể không được nhận bàn giao toàn phần các lô đất còn lại.

Chi tiết định giá theo phương pháp SoTP

Định giá mảng thu phí BOT. BVSC sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền - NPV để ước tính giá trị hợp lý của 2 dự án BOT đang triển khai xây dựng và 6 dự án BOT vẫn đang còn hoạt động. Mỗi dự án đi kèm với tỷ lệ sở hữu lợi ích khác nhau đã được công bố ở trên.

Định giá mảng bất động sản. Sự bất định trong bức tranh của Dự án BT phía Bắc Thủ Thiêm (hay các lô đất còn lại mà CII có thể nhận tại Thủ Thiêm) khiến cho việc đánh giá hợp lý các lô đất này là rất khó khăn. Tuy nhiên, đây là lại yếu tố được kỳ vọng rất lớn đối với CII, do đó trên kịch bản cơ sở, chúng tôi vẫn phản ánh các lô đất của CII vào định giá theo phương pháp RNAV. Với các dự án còn lại, chúng tôi duy trì sử dụng phương pháp RNAV, ngoại trừ dự án Sơn Tịnh và De Lagi do hạn chế về mặt thông tin.

Chi tiết định giá theo phương pháp PBR. BVSC sử dụng một bộ mẫu các doanh nghiệp trên cả 2 lĩnh vực Xây dựng hạ tầng và Bất động sản. BVSC ước tính, PBR mục tiêu của CII đạt **1,57x**, dựa trên giá trị PBR trung bình 5 năm của nhóm mẫu các cổ phiếu chủ đạo trên 2 ngành Bất động sản và Xây dựng hạ tầng, bao gồm cả CII. BVPS sau khi trừ lợi ích của cổ đông thiểu số và điều chỉnh pha loãng cổ phiếu tính đến Q3.2025 đạt mức 14.300 đồng/cp.

Chi tiết giá trị thống kê của các mẫu dùng trong định giá PBR

Doanh nghiệp	Mã CK	ROE (%)	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Hệ số PBR (lần)
Mẫu các doanh nghiệp Xây dựng hạ tầng (Tỷ trọng 40%)				
Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam	VCG	12,0	12.509	1,5x
Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP	CC1	5,1	15.678	2,2x
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV	5,2	6.293	1,1x
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG	12,3	4.717	1,1x
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G	4,7	2.930	0,9x
CTCP Lizen	LCG	5,0	2.198	0,9x
CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO	HTI	12,9	660	1,1x
Mẫu các doanh nghiệp Bất động sản (Tỷ trọng 40%)				
CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật	IJC	2,4	6.800	1,3x
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	1,0	17.242	1,4x
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG	2,0	10.155	1,8x
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR	1,6	17.761	3,4x
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	3,6	13.874	1,6x
CTCP Vinhomes	VHM	5,3	374.596	2,2x
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH	2,1	30.356	2,2x
CTCP Tập đoàn CEO	CEO	1,1	11.178	1,8x
Tổng Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG	1,1	13.022	2,3x
CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	HDC	0,6	4.455	2,7x
PBR trung bình 5 năm của CII (Tỷ trọng 20%)	CII	3,7	11.664	0,9x
PBR mục tiêu				1,57x
BVPS tại thời điểm cuối Q3.2025				14.300
Giá mục tiêu (đồng/cp)				22.400

Nguồn: FiinPro, Bloomberg, BVSC ước tính và tổng hợp

Khuyến nghị

Định giá. Sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá là Định giá từng phần (SoTP) và Định giá theo hệ số giá so sánh (PBR), BVSC ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu CII đạt **24.200 đồng/cp**, tương ứng với mức upside **+31,5%** so với giá ngày 04/02/2026. Khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Rủi ro. (1) Bức tranh bất định và nhiều biến số tại khu vực Thủ Thiêm; (2) Ảnh hưởng từ việc đẩy mạnh hạ tầng lên lưu lượng thông xe các tuyến BOT cao hơn dự kiến; (3) Tiến độ tăng giá vé thu phí của các BOT chậm hơn so với ước tính; và (4) Áp lực từ nợ vay.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025E	2026F
Doanh thu thuần	3.090	3.028	3.023	3.427
Giá vốn	(1.935)	(1.364)	(1.376)	(1.518)
Lợi nhuận gộp	1.155	1.664	1.647	1.909
Doanh thu tài chính	1.525	1.133	806	871
Chi phí tài chính	(1.660)	(1.530)	(1.400)	(1.471)
Lợi nhuận sau thuế	370	618	378	588

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025E	2026F
Tiền, khoản tương đương tiền	1.453	1.616	2.251	3.991
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.060	3.769	3.909	4.431
Hàng tồn kho	582	2.376	2.374	2.619
Tài sản cố định hữu hình	16.400	16.263	15.892	15.521
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.103	1.758	1.758	1.758
Tổng tài sản	32.440	35.978	36.379	38.516
Nợ vay ngắn hạn	8.144	8.961	7.985	8.533
Nợ vay dài hạn	14.038	15.434	16.434	17.434
Vốn chủ sở hữu	8.505	9.159	9.537	10.125
Tổng nguồn vốn	32.440	35.978	36.379	38.516

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025E	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-46,2%	-2,0%	-0,2%	13,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-57,0%	67,1%	-38,9%	55,6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	37,4%	55,0%	54,5%	55,7%
Lợi nhuận thuần biên	12,0%	20,4%	12,5%	17,2%
ROA	1,2%	1,8%	1,0%	1,6%
ROE	4,3%	6,8%	4,0%	5,8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	58,2%	56,6%	57,1%	57,9%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	222,0%	222,1%	217,8%	220,2%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	560	804	492	765
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	19.839	18.858	14.405	14.975

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Minh Khôi** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định

Định nghĩa

OUTPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%

NEUTRAL

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%

UNDERPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm

hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp

thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép

minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng

anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển

dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường

hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng

duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không

thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng

khoinm@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888