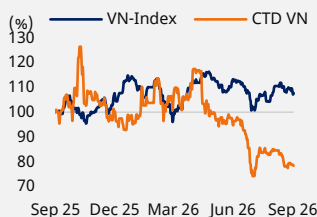


(BC lần đầu)	Mua
Giá mục tiêu (VND)	71,200
Thị giá (25/09/2026, VND)	58,200
Lợi nhuận kỳ vọng	22.3%

Lợi nhuận HĐKD (27F, tỷ đồng)	1,026
Kỳ vọng thị trường (27F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (27F, %)	8.6
Kỳ vọng thị trường (27F, %)	-
P/E (27F, x)	9.5
P/E thị trường (x)	12.2
VNIndex	1,775

Vốn hóa (tỷ đồng)	6,508
SLCP đang lưu hành (triệu)	112
% tự do chuyển nhượng (%)	44.4
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	47.6
Beta (12T)	0.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	54,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	93,878

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.7	-28.3	-21.3
Tương đối	-5.8	-34.4	-28.3



CTCP Chứng Khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên
nguyen.nhb@miraesecurities.com.vn

CTD · Xây dựng

CTCP Xây dựng Coteccons

Từng bước vượt qua lực cản

Kết thúc FY26 với chuyển biến lớn về HĐKD

Trong năm tài chính (FY) kết thúc vào 06/2026, CTD ghi nhận sự chuyển biến lớn về kết quả kinh doanh với doanh thu đạt mức kỷ lục 34.3 nghìn tỷ đồng (+38% CK) và lợi nhuận ròng tăng gần gấp đôi lên mức 788 tỷ đồng (+91% CK). Tăng trưởng thúc đẩy chính từ việc tỷ suất LNHD tăng mạnh từ 0.9% lên 2.2% nhờ ghi nhận các hợp đồng dân dụng có biên lợi nhuận cao. Bên cạnh đó, giá trị hợp đồng ký mới trong năm đạt 60 nghìn tỷ đồng, đưa backlog chuyển tiếp sang FY27 lên mức kỷ lục 70 nghìn tỷ đồng, gấp đôi CK.

Giá trị hợp đồng chuyển tiếp lớn hỗ trợ tăng trưởng trong FY27

Trong FY27, chúng tôi dự phóng CTD ghi nhận lợi nhuận ròng 856 tỷ đồng (+8.6% CK) trên doanh thu 38.7 nghìn tỷ đồng (+12.7% CK). Dự báo dựa trên tiến độ ghi nhận một phần backlog chuyển tiếp có giá trị 70 nghìn tỷ đồng. Trước áp lực gia tăng của chi phí đầu vào, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp giảm 0.2 điểm phần trăm xuống 4.0% trong FY27. Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng duy trì trong biên độ hẹp do phần lớn backlog chuyển tiếp được ký trong năm trước, khi mặt bằng chi phí xây dựng đã tăng và được phản ánh phần nào vào giá hợp đồng. Theo CTD, hơn 50% backlog có điều khoản chia sẻ/ điều chỉnh theo biến động giá nguyên vật liệu, qua đó hạn chế phần nào ảnh hưởng của các đợt tăng chi phí ngoài dự kiến.

Bên cạnh đó, phán quyết có lợi cho CTD trong tranh chấp liên quan đến công ty Ngôi Sao Việt và dự án Kenton Node mở ra khả năng thu hồi một phần công nợ tồn đọng. Theo đó, chúng tôi giả định CTD hoàn nhập một phần dự phòng phải thu trong FY27, qua đó giúp biên lợi nhuận hoạt động tăng lên 2.7%, từ mức 2.2% trong FY26.

Định giá và khuyến nghị

Mặt bằng lãi suất tăng và thanh khoản thấp tại thị trường bất động sản đang tạo ra những bất lợi nhất định đối với các nhà thầu xây dựng dân dụng như CTD, chủ yếu ở hai khía cạnh: quy mô công việc trong trung hạn và khả năng thu tiền đúng hạn, bao gồm các khoản công nợ quá hạn.

Dù vậy, mức định giá hiện tại khoảng 0.62x giá trị sổ sách dự phóng 2027 đã phản ánh phần nào các rủi ro trên và tương đối hấp dẫn xét trong một chu kỳ kinh doanh thông thường. CTD cũng đã đạt tiến triển đáng kể trong việc thu hồi các khoản công nợ tồn đọng, đồng thời sở hữu lượng backlog chuyển tiếp đủ lớn để đảm bảo khối lượng công việc trong 1-2 năm tới. Trên đà cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong kỳ gần nhất, các yếu tố này tạo cơ sở cho triển vọng lợi nhuận tiếp tục khởi sắc.

Trên cơ sở đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với CTD với giá mục tiêu 71,200 đồng/cổ phiếu, tương đương 0.77 lần giá trị sổ sách dự phóng FY27.

FY (30/6)	2025	2026	2027F	2028F	2029F
Doanh thu (tỷ đồng)	24,885	34,340	38,697	42,583	44,588
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	234	768	1,026	1,112	1,207
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	0.9	2.2	2.7	2.6	2.7
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	412	788	856	944	1,059
EPS (VND)	3,978	6,909	7,503	8,279	9,288
ROE (%)	4.7	8.5	8.5	8.7	9.1
P/E (x)	17.9	10.3	9.5	8.6	7.7
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
Lợi suất cổ tức (%)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4

Ghi chú: lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ
Nguồn: dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Khuyến nghị và luận điểm đầu tư

Khuyến nghị Mua; giá mục tiêu 71,200 (+22.3% upside)

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với Coteccons (CTD) với giá mục tiêu 71,200 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi suất kỳ vọng 22.3%. Giá mục tiêu được xác định theo phương pháp DCF, sử dụng dự phóng trong giai đoạn FY27–31F với giả định chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) 12.1% và giá trị cuối sử dụng tốc độ tăng trưởng cuối 2.0%.

Tại giá hiện tại, CTD đang giao dịch ở mức 0.62x giá trị sổ sách dự phóng FY27F so với mức bình quân 5 năm là 0.67x lần. Giá cổ phiếu đang ở vùng thấp nhất trong 12 tháng vừa qua, giảm 37.1% sv mức tăng 8.3% của VN-INDEX. Về hoạt động kinh doanh, CTD ghi nhận giá trị hợp đồng chuyển tiếp đạt mức cao kỷ lục trong FY27F (+100% CK) và lợi nhuận đang phục hồi (FY26 +91.1% CK, dự báo FY27F +8.6%) nhưng mặt bằng lãi suất cao, thanh khoản bất động sản và rủi ro thu hồi công nợ là các thách thức đang chiết khấu vào định giá.

Rủi ro

Hoạt động kinh doanh của CTD có độ nhạy tương đối cao với chu kỳ kinh tế trong nước, khi backlog hiện vẫn nghiêng nhiều về các dự án dân dụng/thương mại hơn là hạ tầng công. Do đó, doanh nghiệp có thể hưởng lợi khi tăng trưởng kinh tế và thị trường bất động sản cải thiện, nhưng cũng sẽ chịu tác động rõ hơn nếu nhu cầu đầu tư suy yếu do lãi suất hoặc các thay đổi pháp lý ảnh hưởng bất lợi đến chủ đầu tư.

Các rủi ro chính đối với luận điểm đầu tư bao gồm: (1) nguồn backlog trung hạn thấp hơn kỳ vọng; (2) rủi ro biến động chi phí nguyên vật liệu; và (3) rủi ro thu hồi công nợ.

Hình 1. Tính toán giá mục tiêu (DCF)

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Giá trị cuối
Lợi nhuận sau thuế	856	944	1,059	1,099	1,263	
(+) Khấu hao	123	137	145	151	229	
(+) Dự phòng	-158	-158	-210	54	58	
(-) Vốn đầu tư xây dựng cơ bản	-261	-147	-80	-52	-32	
(-) Thay đổi vốn lưu động	-348	-417	-492	-960	-1,064	
(+) Chi phí lãi vay sau thuế	371	304	264	244	210	
FCFF	582	664	686	535	663	6,717
Giá trị hiện tại của FCFF	534	544	501	349	386	3,488

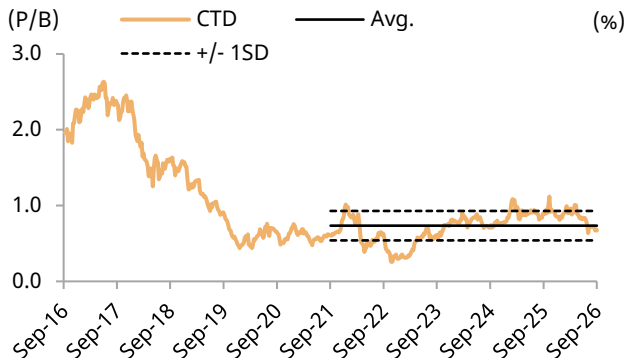
Tóm tắt định giá	Giá trị
FCFF Giai đoạn dự phóng	2,315
Giá trị cuối kỳ	3,488
Giá trị doanh nghiệp	5,803
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	6,068
(-) Nợ vay tài chính	3,908
(-) Cổ đông thiểu số	1
Giá trị vốn chủ sở hữu	7,963
Số lượng CP lưu hành	111.82
Giá mục tiêu	71,200
P/B tại giá mục tiêu	0.77x
P/B tại giá hiện tại	0.62x

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Giả định	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng	2.0%
WACC	12.1%
Tỷ lệ nợ (%)	27.3%
Thuế suất (%)	20.0%
Chi phí nợ vay (%)	12.0%
Chi phí VCSH (%)	13.0%
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.0%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro (%)	8.0%

Quan điểm định giá

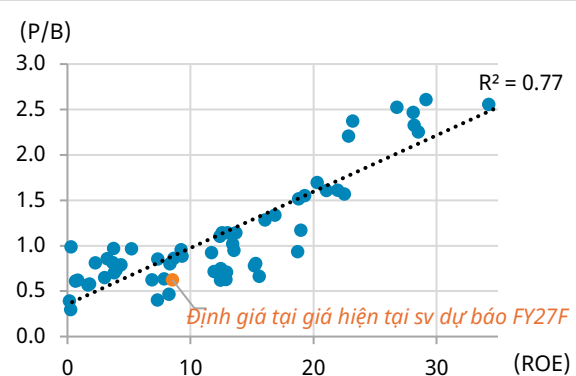
Hình 2. CTD đang giao dịch ở thấp hơn bình quân 5 năm



Ghi chú: SD độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 3. Định giá P/B vs ROE trong giai đoạn 2016-2026



Bối cảnh định giá: Để đánh giá kỳ vọng đang được phản ánh qua giá cổ phiếu, Hình 3 đối chiếu P/B theo quý của CTD với ROE trượt trong 10 năm qua. Hai chỉ tiêu nhìn chung biến động cùng chiều, với hệ số tương quan đạt 0,87. R^2 ở mức 77% cũng cho thấy ROE giải thích phần lớn biến động P/B trong giai đoạn quan sát. Theo phương trình hồi quy, P/B FY27F ở mức 0,62x tại giá hiện tại chỉ tương ứng với mức ROE trung hạn chỉ 4,3%. Nói cách khác, thị trường vẫn đang định giá CTD theo một kịch bản thận trọng với lợi nhuận giảm dần (sv ROE FY26 8,5%).

Quan điểm thận trọng này phần nào có thể được giải thích theo xu hướng lãi suất tăng nhanh trong một năm trở lại đây, đi cùng với sự điều chỉnh định giá của nhóm cổ phiếu bất động sản và xây dựng (Hình 5). Đối với CTD, diễn biến của thị trường bất động sản phản ánh triển vọng nhu cầu xây dựng và khả năng duy trì nguồn việc trong trung hạn. Vì vậy, mức chiết khấu hiện tại vẫn có thể duy trì nếu không có sự phục hồi của thị trường bất động sản hoặc chi phí vốn giảm.

Dù vậy, triển vọng hoạt động của CTD trong vài năm tới vẫn có nền tảng tương đối rõ ràng nhờ backlog chuyển tiếp sang FY27 đạt hơn 70 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng hai năm doanh thu. Ngay cả khi giá trị hợp đồng ký mới giảm dần, lượng backlog hiện hữu vẫn cho phép công ty duy trì tăng trưởng nếu tiến độ triển khai được đảm bảo. Trọng tâm trong giai đoạn tới vì vậy nằm ở khả năng chuyển backlog thành doanh thu và lợi nhuận.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo ROE cải thiện từ 8,5% trong FY26 lên 9,1% trong FY29F, đã cải thiện đến từ ba yếu tố chính: (1) tỷ trọng ghi nhận cao hơn từ backlog xây dựng dân dụng có biên lợi nhuận tốt hơn; (2) tiến triển trong thu hồi công nợ tồn đọng, qua đó giảm áp lực trích lập dự phòng và chi phí quản lý; và (3) vòng quay tài sản cải thiện khi công nợ được kiểm soát chặt chẽ hơn, giúp tỷ lệ phải thu trên doanh thu giảm dần. So với mức ROE 4,34% đang được hàm ý tại giá hiện tại, sự chênh lệch này cho thấy CTD vẫn còn dư địa tái định giá từ mức chiết khấu hiện tại khi khả năng sinh lời cải thiện theo dự báo.

Định giá hợp lý trong khoảng: 0,63–0,91x P/B. Cuối cùng, chúng tôi đối chiếu mức định giá mục tiêu so với mức P/B theo mô hình Gordon growth, giả định ROE dự phóng giai đoạn FY27-31F đạt 8,9%, chi phí vốn chủ sở hữu 13,0% và tốc độ tăng trưởng cuối 2,0%. Theo cách tiến cận này, mức P/B theo lý thuyết được xác định ở mức 0,63x. Tuy nhiên, mức giao dịch thực tế có thể dao động quanh mức lý thuyết, theo kỳ vọng về tăng trưởng, rủi ro và môi trường kinh doanh.

Trong bối cảnh Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công, khuyến khích đầu tư khu vực tư nhân và định hướng hỗ trợ tăng trưởng, triển vọng nguồn việc trung hạn của ngành xây dựng vẫn có những yếu tố thuận lợi nhất định. Cân bằng với rủi ro về lãi suất, và triển vọng ngành bất động sản, chúng tôi cho rằng khoản định giá từ 0,63x (lý thuyết) đến 0,91x (hồi quy lịch sử) là hợp lý và mức P/B 0,77x tại giá mục tiêu theo phương pháp DCF nằm ở mức giữa vùng định giá này.

Hình 4. Cải thiện ROE: vòng quay tài sản và biên LNHD là các động lực chính

FY (30/6)	2024	2025	2026	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Tác động từ thuế	80.1%	84.3%	77.2%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
Tác động chi phí lãi	2.9x	2.1x	1.3x	1.0x	1.1x	1.1x	1.1x	1.2x
Biên lợi nhuận HĐ	0.6%	0.9%	2.2%	2.7%	2.6%	2.7%	2.2%	2.3%
Vòng quay tài sản	1.0x	0.9x	1.0x	1.0x	1.2x	1.2x	1.3x	1.3x
Đòn bẩy tài chính	2.5x	3.0x	3.7x	3.8x	3.4x	3.2x	3.2x	3.1x
ROE	3.7%	4.7%	8.5%	8.5%	8.7%	9.1%	8.7%	9.2%

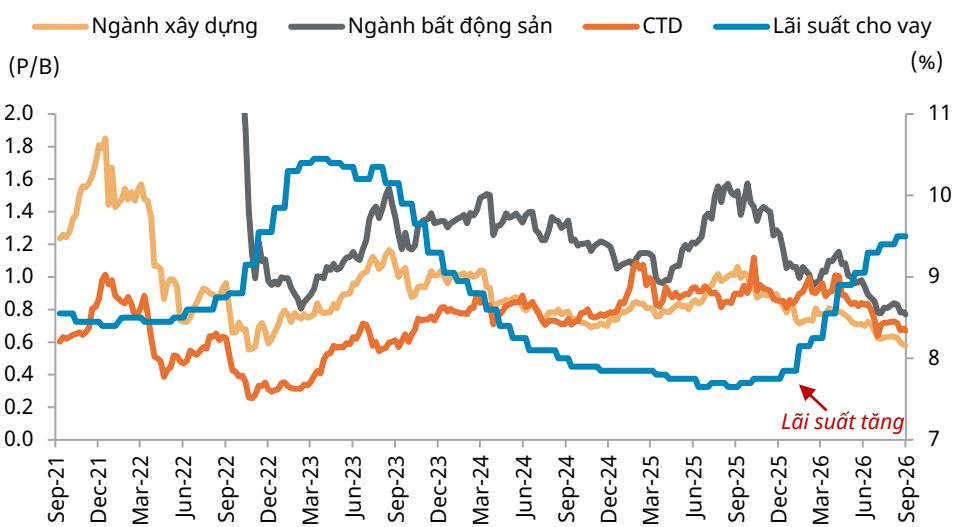
Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Hình 5. Mức định giá 0,77x P/B tại giá mục tiêu nằm trong khoảng 0,63–0,91x, cân bằng giữa triển vọng tăng trưởng trong trung hạn và những khó khăn hiện tại của ngành

Dự báo ROE trung bình FY27-31F	P/B lý thuyết ROE-COE	Kết quả	P/B theo hồi quy lịch sử	Kết quả
10.4%	-2.6%	0.77x	1.00x	
9.9%	-3.1%	0.72x	0.97x	
9.4%	-3.6%	0.68x	0.94x	
8.9%	-4.1%	0.63x	0.91x	
8.4%	-4.6%	0.58x	0.88x	
7.9%	-5.1%	0.54x	0.85x	

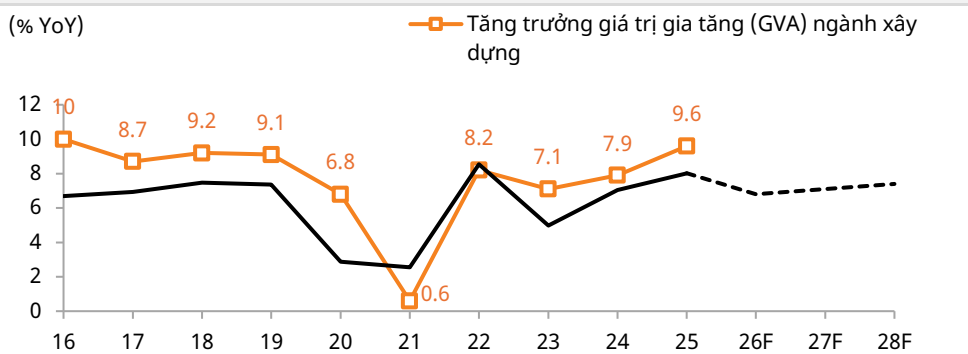
Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Hình 6. Tương quan định giá của CTD so với ngành xây dựng, bất động sản và xu hướng lãi suất



Ghi chú: Định giá ngành xây dựng được tính toán dựa trên dữ liệu của VCG, HHV, HBC, FCN và LCG
 Định giá ngành bất động sản được tính toán dựa trên dữ liệu của KDH, NLG, TCH, DXG, PDR, DIG, CEO, AGG, IJC, SCR.
 Lãi suất cho vay tham chiếu theo mức lãi thấp nhất của các ngân hàng TMCP đối với các khoản vay kinh doanh dài hạn
 Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Fiinpro, Mirae Asset Research

Hình 7. Tăng trưởng GDP và ngành xây dựng Việt Nam



Ghi chú: Dự báo tăng trưởng GDP dựa trên dự báo của World Bank (T6/2026)
 Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Luận điểm đầu tư

Giá trị hợp đồng ký mới đạt mức kỷ lục

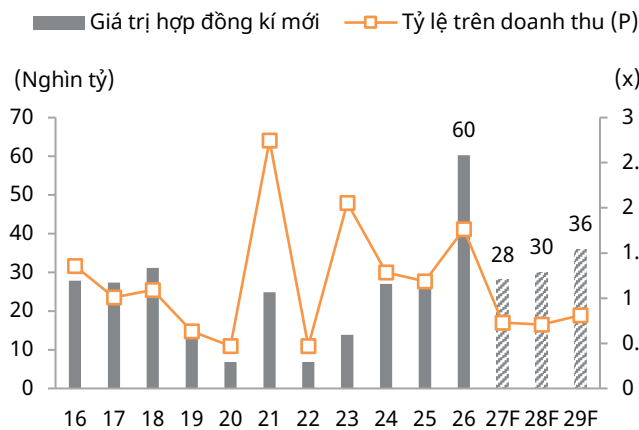
Trong FY26, giá trị hợp đồng ký mới của CTD cao hơn trên 50% so với hai năm FY24–25 và gấp 2,4 lần mức bình quân 10 năm. Backlog chuyển tiếp sang FY27 đạt 70 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng hai năm doanh thu.

Kết quả này đạt được trong một năm tương đối khó khăn đối với các chủ đầu tư bất động sản và nhà thầu, khi: (1) chi phí vốn tăng; (2) chi phí nhân công và vật liệu leo thang; và (3) thị trường bất động sản trầm lắng. Trong bối cảnh ngành có tính chu kỳ cao, chúng tôi cho rằng điểm mạnh của CTD nằm ở năng lực thi công cùng nền tảng tài chính vững, cho phép công ty linh hoạt điều chỉnh chiến lược theo diễn biến thị trường:

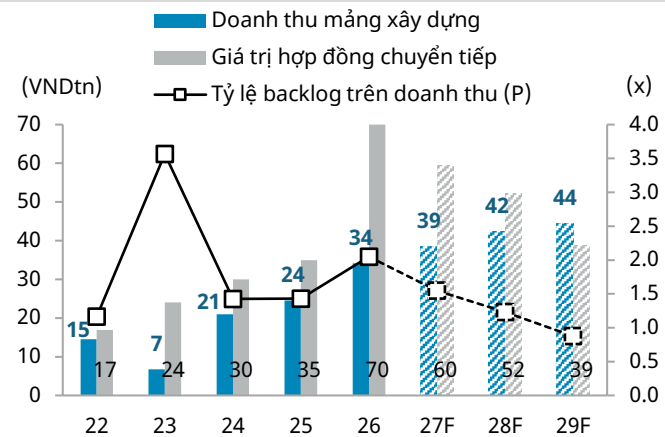
- **Ở phân khúc nhà ở, CTD tập trung vào các chủ đầu tư có năng lực tài chính tốt.** Các dự án này thường có giá trị hợp đồng lớn và biên lợi nhuận cao hơn, nhưng tiến độ triển khai và thanh toán phụ thuộc nhiều vào thanh khoản thị trường bất động sản. CTD giảm bớt rủi ro bằng cách duy trì quan hệ với các chủ đầu tư lớn như Sun Group, Masterise và Vinhomes, nhóm doanh nghiệp có khả năng tiếp cận vốn tốt hơn cùng quỹ đất phát triển trong trung hạn tương đối dồi dào. Bên cạnh đó, Chính phủ đang đẩy mạnh đầu tư hạ tầng theo hình thức PPP, CTD cũng có thêm cơ hội tham gia nhờ quan hệ sẵn có để mở rộng sang các lĩnh vực hạ tầng. Cầu Cần Giờ, cầu Phú Mỹ 2 và Khu liên hợp Thể thao Rạch Chiếc là những dự án trọng điểm có quy mô lớn mà CTD dự kiến tham gia đấu thầu trong FY27.
- **Song song với nhà ở, CTD từng bước mở rộng backlog sang các phân khúc khác: (1) Công trình chuyên biệt** yêu cầu tính chất kỹ thuật cao như Nhà hát Opera Hà Nội, Nhà khách Chính phủ và Trung tâm Hội nghị APEC Phú Quốc vẫn giữ được đặc điểm kinh tế tương đối gần với hoạt động xây dựng cốt lõi, nhưng ít phụ thuộc hơn vào thanh khoản bất động sản. **(2) Nhà xưởng** hiện chiếm khoảng 8% backlog, nhưng nguồn việc được kỳ vọng tăng cùng xu hướng mở rộng đầu tư FDI tại Việt Nam. CTD đã tích lũy kinh nghiệm trong phân khúc này qua các dự án có yêu cầu kỹ thuật cao và đạt tiêu chuẩn LEED cho BWID, Suntory PepsiCo, Foxconn và LOGOS. **(3) Hạ tầng** hiện vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong backlog của CTD, nhưng có thể mở ra thêm cơ hội hợp đồng khi đầu tư công được đẩy mạnh. Do rào cản gia nhập cao, CTD chủ yếu tham gia theo hình thức liên danh với các nhà thầu có kinh nghiệm. Việc các chủ đầu tư có quan hệ lâu năm với CTD mở rộng sang các dự án PPP cũng có thể mang lại thêm nguồn việc trong những năm tới

Sau mức cao đột biến trong FY26, giá trị hợp đồng ký mới được dự báo trở về mặt bằng thấp hơn khi CTD tập trung nguồn lực triển khai các dự án hiện hữu. Chúng tôi dự báo công ty ký mới khoảng 28–36 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong FY27–28F. Backlog chuyển tiếp theo đó giảm dần nhưng vẫn duy trì ở mức lớn, trên 40 nghìn tỷ đồng. Do doanh thu ghi nhận dự kiến vượt giá trị hợp đồng ký mới, tỷ lệ hợp đồng ký mới trên doanh thu được dự báo giảm xuống dưới 1,0x, tương tự như GĐ 2019-20 và 2024-25.

Trọng tâm trong trung hạn, vì vậy nằm ở khả năng chuyển đổi backlog thành doanh thu hơn là tiếp tục mở rộng giá trị hợp đồng. Phần lớn backlog 70 nghìn tỷ đồng tại cuối FY26 dự kiến được triển khai và ghi nhận trong FY27–28F.

Hình 8. Giá trị hợp đồng ký mới trong FY26 đạt 60 nghìn tỷ đồng, gấp 2.4 lần mức bình quân

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 9. Backlog chuyển tiếp sang FY27 đạt 70 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng hai năm doanh thu

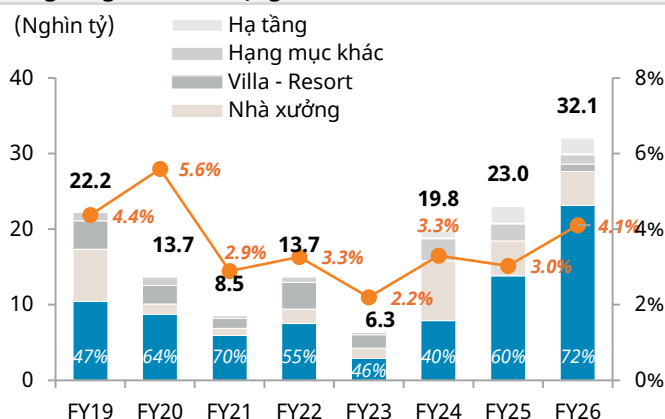
Hạn chế rủi ro chi phí vượt dự toán

Đà phục hồi biên lợi nhuận của CTD được hỗ trợ bởi cơ cấu hợp đồng ghi nhận doanh thu tốt hơn, nhờ tỷ trọng doanh thu từ các dự án có đơn giá ký kết và biên lợi nhuận cao hơn gia tăng. Giá trị công trình dân dụng trong doanh thu xây dựng đã tăng từ mức 40% trong FY24 lên 72% trong FY26, qua đó đưa biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng lên 4,1% (từ 3.0-3.3% trong FY24-25).

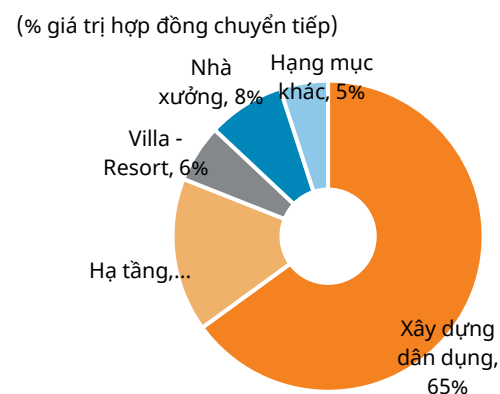
Mức cải thiện này đạt được trong bối cảnh ngành xây dựng đối mặt với tình trạng thiếu hụt lao động và giá vật liệu tăng trong giai đoạn 6/2025–6/2026 (giá thép + 4–6% CK; giá xi măng + 8–10% CK). Chúng tôi cho rằng tác động từ chi phí đầu vào đã được bù đắp nhờ sự cải thiện tỷ suất của các hợp đồng bàn giao trong kì cùng các điều khoản chia sẻ biến động chi phí với chủ đầu tư.

Trong FY27F, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận duy trì quanh mặt bằng FY26 nhờ: (1) 60.3/70 nghìn tỷ đồng backlog chuyển tiếp được hình thành từ các hợp đồng ký trong FY26, khi đơn giá đã phản ánh phần nào mặt bằng chi phí mới; (2) cơ cấu backlog nghiêng về các dự án dân dụng biên lợi nhuận cao hơn; và (3) hơn 50% backlog có điều khoản chia sẻ biến động chi phí, theo CTD.

Dù vậy, áp lực chi phí trong ngắn hạn vẫn hiện hữu. Việt Nam đang bước vào giai đoạn đẩy mạnh đầu tư hạ tầng trong 2–3 năm tới, có thể khiến nhu cầu vật liệu, nhân công và dịch vụ thuê ngoài duy trì ở mức cao. Theo đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng giảm nhẹ từ 4,1% trong FY26 xuống 3,9% trong FY27F (biên gộp hợp nhất giảm từ 4,2% xuống 4,0%), khi phần backlog ký ở mặt bằng giá thấp hơn tiếp tục được ghi nhận, trước khi phục hồi về khoảng 4,1% trong các năm sau khi hợp đồng mới chiếm tỷ trọng lớn hơn trong doanh thu.

Hình 10. Biên phục hồi tốt nhờ cơ cấu backlog chuyển dịch sang công trình dân dụng

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

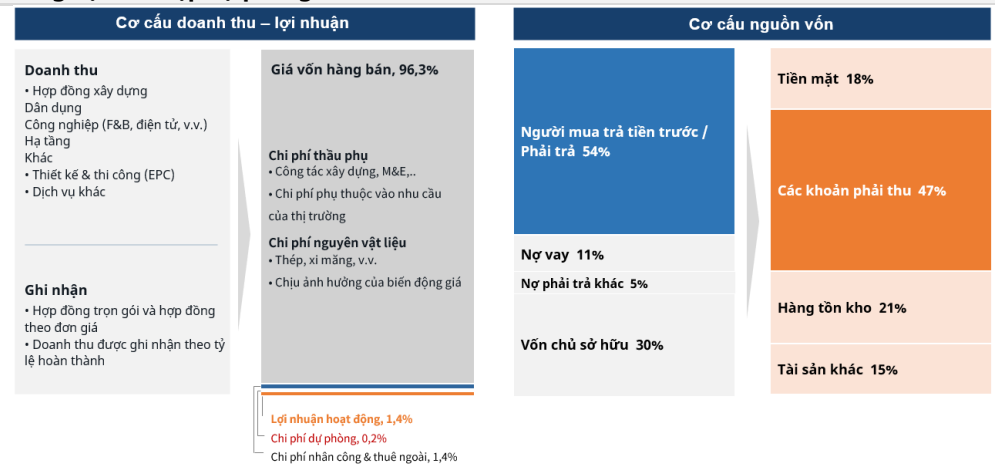
Hình 11. Backlog chuyển tiếp sang FY27 tiếp tục có tỷ trọng dân dụng cao

Áp lực khoản phải thu là vấn đề cố hữu của ngành, và cũng là ưu tiên của CTD

Mức trích lập dự phòng tăng mạnh trong giai đoạn 2020–24 cho thấy công nợ tích tụ qua nhiều năm có thể xóa phần lớn lợi nhuận từ hoạt động thi công, thậm chí đẩy CTD vào lỗ hoạt động. Sau giai đoạn này, công ty đã thận trọng hơn khi lựa chọn hợp đồng mới, đặc biệt về năng lực tài chính và lịch sử thanh toán của chủ đầu tư. Tỷ trọng khách hàng hiện hữu trong giá trị hợp đồng ký mới tăng từ 69% lên 72%, phần nào phản ánh cách tiếp cận có chọn lọc này.

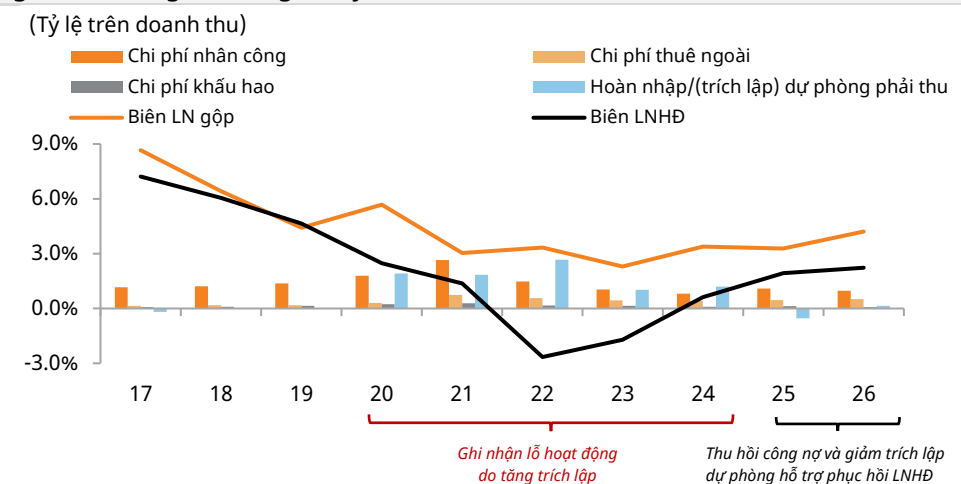
Bảng cân đối kế toán đã ghi nhận một số chuyển biến. Các khoản phải thu tăng 4,3% CK lên 17,9 nghìn tỷ đồng tại cuối tháng 6/2026, phù hợp với quy mô backlog lớn hơn; tuy nhiên, tỷ lệ phải thu trên doanh thu đã giảm từ mức đỉnh 110% vào tháng 6/2022 xuống mức 56% vào tháng 6/2026. Dù vậy, phải thu khó đòi vẫn chưa có xu hướng cải thiện rõ ràng, hiện đạt mức 1,8 nghìn tỷ đồng (+17,7% CK). Trong FY26, CTD thực hiện trích lập ròng 51,8 tỷ đồng dự phòng phải thu.

Hình 12. Biên lợi nhuận mỏng khiến kết quả kinh doanh đặc biệt nhạy cảm với rủi ro thu hồi công nợ (trích lập dự phòng)



Ghi chú: Tỷ trọng các cấu phần chi phí được tính theo số liệu bình quân giai đoạn FY25–26 của CTD
 Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 13. Chi phí dự phòng từng ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận, nhưng tác động đã giảm dần trong hai năm gần đây



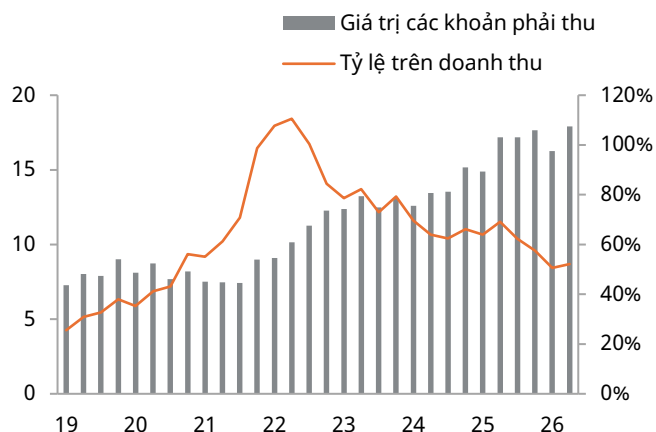
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng CTD tiếp tục đạt tiến triển trong việc xử lý các khoản phải thu tồn đọng. Sau thỏa thuận trị giá 526 tỷ đồng với Ngôi Sao Việt, CTD gần đây tiếp tục nhận được phán quyết có lợi trong tranh chấp liên quan đến dự án Kenton Node. Dù tiến độ thu hồi còn cần theo dõi, những diễn biến này tạo cơ sở để số dư phải thu giảm dần và mở ra khả năng

hoàn nhập một phần dự phòng đã trích lập. Theo đó, chúng tôi giả định CTD sẽ từng bước hoàn nhập dự phòng trong FY27-29 và giảm chi phí hoạt động.

Hình 14. Tốc độ gia tăng các khoản phải thu đã chậm lại trong FY25-26

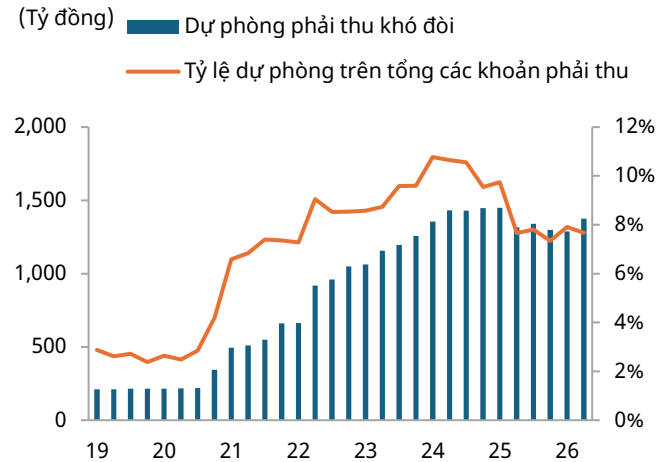
(Ngìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 15. Tuy nhiên, dự phòng vẫn duy trì ở mức cao và cần theo dõi

(Tỷ đồng)



Hình 16. Các khoản phải thu và biến động dự phòng

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026
Các khoản phải thu có vấn đề	1,574	2,243	1,559	1,835
Công ty Đầu tư Bất động sản Ngôi Sao Việt	484	484	484	526
CTCP Đầu tư Minh Việt	122	122	122	122
Công ty TNHH Saigon Glory	-	143	-	-
Các khách hàng khác	969	1,494	954	1,187
Dự phòng phải thu khó đòi	-1,064	-1,355	-1,244	-1,315
Các khoản phải thu có vấn đề, sau dự phòng	510	887	315	520
Tỷ lệ dự phòng trên các khoản phải thu có vấn đề	67.6%	60.4%	79.8%	71.7%
Tỷ trọng hai khoản phải thu lớn nhất	38.5%	27.0%	38.8%	35.3%
Tổng các khoản phải thu trước dự phòng	13,635	14,114	17,195	17,928
Phải thu của khách hàng	11,590	12,246	14,875	15,381
Trả trước cho người bán	904	942	1,603	2,020
Phải thu về cho vay	419	84	85	323
Phải thu khác	722	842	633	203
Dự phòng phải thu khó đòi	-1,157	-1,398	-1,297	-1,383
Các khoản phải thu sau dự phòng	12,479	12,716	15,898	16,545
% doanh thu	105.7%	71.5%	69.2%	55.9%
Số ngày phải thu	386	261	253	204
Biến động dự phòng phải thu khó đòi				
Số dư đầu kỳ	996	1,064	1,355	1,244
Tăng do hợp nhất kinh doanh	-	6	32	16
Trích lập dự phòng	77	326	124	188
Hoàn nhập dự phòng	-8	-41	-266	-133
Số dư cuối kỳ	1,064	1,355	1,244	1,315
Trích lập/(hoàn nhập) dự phòng khác	-	-34	8	-3
Chi phí/(hoàn nhập) dự phòng thuần	68	251	-135	52
Tác động đến biên lợi nhuận hoạt động	-1.0%	-1.2%	+0.5%	-0.2%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Cập nhật kết quả kinh doanh và dự phóng

Ghi nhận doanh thu kỷ lục trong FY26

CTD kết thúc năm tài chính 2026 với nhiều chuyển biến tích cực. Trong đó doanh thu đạt mức cao mới với 34,340 tỷ đồng (+38.0% CK), tương đương khoảng 55% backlog đầu kỳ (62 nghìn tỷ đồng). Lợi nhuận hoạt động tăng 2.28 lần cùng kỳ lên 768 tỷ đồng, với biên lợi nhuận hoạt động cải thiện 1.3 điểm phần trăm lên 2.2%. Trong đó, động lực chính đến từ cơ cấu doanh thu xây dựng bao gồm tỷ trọng cao các công trình dân dụng có biên lợi cao hơn. Ở chiều ngược lại, tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý cũng tăng 0.6 điểm % lên 1.97%. Trong đó, CTD thực hiện trích lập 52 tỷ đồng dự phòng phải thu khó đòi, so với mức hoàn nhập ròng 135 tỷ đồng trong cùng kì.

Ngoài hoạt động cốt lõi, thu nhập tài chính ròng giảm 67.2%CK xuống 57 tỷ đồng. CTD vẫn duy trì 3.9 nghìn tỷ đồng tiền mặt nhưng bắt đầu sử dụng nợ vay dài hạn để tài trợ cho các dự án, với số dư 1,541 tỷ đồng tại cuối kỳ. Thu nhập khác đạt 194 tỷ đồng (+143%), đến từ việc chuyển nhượng dự án Emerald 68. Theo đó, CTD ghi nhận lợi nhuận ròng đạt 788 tỷ đồng, tăng 91% svck.

Triển vọng

Lượng hợp đồng chuyển tiếp kỷ lục mang lại nền tảng tương đối rõ cho tăng trưởng doanh thu đối với CTD, nhưng cải thiện biên lợi nhuận sẽ đến chậm hơn. Chúng tôi kì vọng CTD từng bước chuyển nguồn backlog thành doanh thu trong FY27-29F, trong khi các hợp đồng có đơn giá cao hơn chủ yếu bắt đầu đóng góp chính từ FY28-29F. Vì vậy, tỷ lệ giá vốn được giả định tăng svck trong FY27F, trước khi giảm dần khi tỷ trọng doanh thu từ các hợp đồng mới gia tăng.

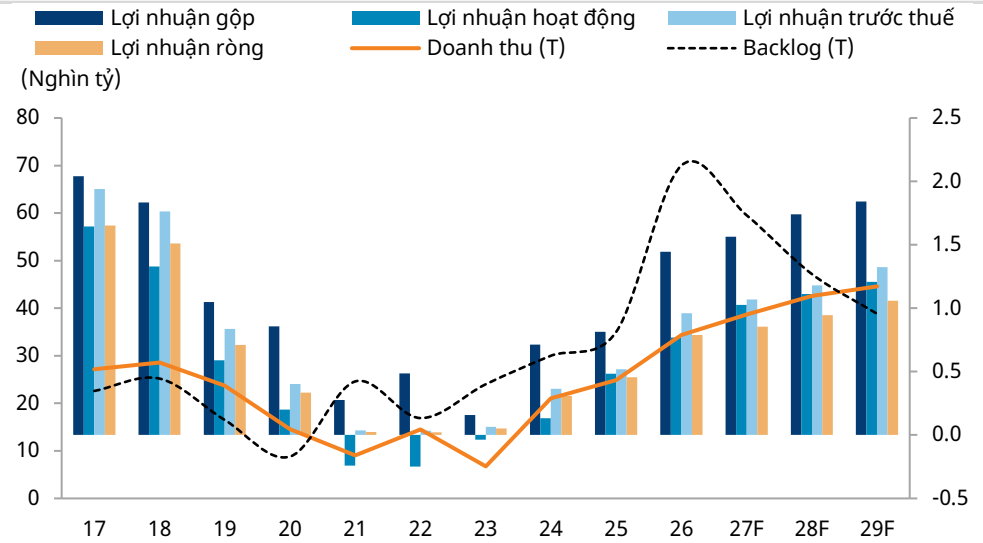
Tiến triển trong việc thu hồi công nợ tồn đọng cũng mở ra khả năng hoàn nhập dự phòng trong FY27-29F. Chúng tôi giả định CTD từng bước hoàn nhập dự phòng trong FY27-29F, qua đó đưa tỷ lệ chi phí hoạt động bình quân xuống 1.5% doanh thu, so với 2.5% trong FY24-26.

Trong năm FY27, chúng tôi dự báo CTD đạt mức doanh thu 38,697 tỷ đồng (+12.7% CK) và lợi nhuận ròng đạt 856 tỷ đồng (+8.6% CK)

Hình 17. Dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn FY27-29F

(Tỷ đồng)	FY24	FY25	FY26	FY27F	FY28F	FY29F
Doanh thu thuần	21,045	24,885	34,340	38,697	42,583	44,588
Xây dựng	21,012	24,499	34,172	38,500	42,367	44,361
Các mảng khác	33	386	168	197	216	227
Giá vốn hàng bán	-20,333	-24,069	-32,894	-37,134	-40,843	-42,746
Lợi nhuận gộp	713	815	1,446	1,563	1,740	1,841
Chi phí BH&QLDN	-581	-581	-678	-538	-628	-634
Lợi nhuận hoạt động	132	234	768	1,026	1,112	1,207
Thu nhập tài chính ròng	175	175	57	44	68	117
Lợi nhuận liên kết liên doanh	0	0	0	0	0	0
Thu nhập khác	80	80	194	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	387	489	1,020	1,069	1,180	1,324
Lợi nhuận ròng cổ đông công ty mẹ	310	412	788	856	944	1,059
Chỉ số tài chính						
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	3.4%	3.3%	4.2%	4.0%	4.1%	4.1%
<i>Xây dựng</i>	3.3%	3.0%	4.1%	3.9%	4.0%	4.0%
<i>Các mảng khác</i>	57.8%	18.9%	25.1%	26.3%	27.6%	28.6%
<i>Tỷ lệ chi phí BH&QLDN</i>	2.8%	2.3%	2.0%	1.4%	1.5%	1.4%
<i>Biên lợi nhuận hoạt động</i>	0.6%	0.9%	2.2%	2.7%	2.6%	2.7%
<i>Biên lợi nhuận trước thuế</i>	1.8%	2.0%	3.0%	2.8%	2.8%	3.0%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	1.5%	1.7%	2.3%	2.2%	2.2%	2.4%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 18. Xu hướng các chỉ tiêu KQKD chính và dự báo

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 19. CTD có nền tảng tài chính lành mạnh với vị thế tiền mặt ròng

(tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	21,045	24,885	34,340	38,697	42,583	44,588
Lợi nhuận hoạt động	132	234	768	1,026	1,112	1,207
Biên lợi nhuận hoạt động	0.6%	0.9%	2.2%	2.7%	2.6%	2.7%
Lợi nhuận hoạt động sau thuế (NOPAT)	105	197	593	821	890	966
Khấu hao	44	114	111	123	137	145
Trích lập/(hoàn nhập) dự phòng	306	-97	104	-158	-158	-210
Thay đổi vốn lưu động	-399	-1,350	1	-348	-417	-492
Dòng tiền sau thay đổi vốn lưu động	56	-1,136	809	438	452	409
Chi đầu tư tài sản cố định	-527	-197	-458	-261	-147	-80
Đầu tư ròng	-199	-16	320	0	0	0
Dòng tiền tự do	-670	-1,348	670	177	305	329
Dòng tiền ngoài hoạt động kinh doanh	-32	-18	7	-105	-358	-183
Lãi và cổ tức nhận được	966	516	-2,302	321	321	321
Vay/(trả) nợ ròng	56	1,437	2,950	-2,035	-20	-15
Cổ tức đã trả	0	-100	-101	-112	-112	-112
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	7	15	0	0	0	0
Thay đổi tiền thuần	328	502	1,223	-1,754	138	341
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,883	2,210	2,712	3,936	2,181	2,319
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,210	2,712	3,935	2,181	2,319	2,660
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,868	1,589	3,887	3,887	3,887	3,887
Tổng nợ vay	1,540	2,987	5,943	3,908	3,888	3,873
Nợ vay ngắn hạn	1,519	2,984	4,401	2,631	2,876	3,126
Nợ vay dài hạn	21	3	1,542	1,277	1,012	747
Nợ vay ròng	-2,538	-1,314	-1,880	-2,161	-2,318	-2,674
Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH	-0.30x	-0.15x	-0.19x	-0.21x	-0.21x	-0.22x

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

CTCP Xây dựng Coteccons

Báo cáo tài chính (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2026	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	34,340	38,697	42,583	44,588
Giá vốn hàng bán	-32,894	-37,134	-40,843	-42,746
Lợi nhuận gộp	1,446	1,563	1,740	1,841
Chi phí bán hàng & quản lý	-678	-538	-628	-634
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	768	1,026	1,112	1,207
Lợi nhuận hoạt động	768	1,026	1,112	1,207
Lợi nhuận ngoài HĐKD	252	44	68	117
Thu nhập tài chính thuần	57	44	68	117
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	194	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,020	1,069	1,180	1,324
Thuế TNDN	-232	-214	-236	-265
Lợi nhuận sau thuế	788	856	944	1,059
LNST cổ đông công ty mẹ	788	856	944	1,059
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EBITDA	879	1,148	1,249	1,352
Biên lợi nhuận gộp (%)	4.2	4.0	4.1	4.1
Biên EBITDA (%)	2.6	3.0	2.9	3.0
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	2.2	2.7	2.6	2.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	2.3	2.2	2.2	2.4

Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

	2026	2027F	2028F	2029F
Tài sản ngắn hạn	36,697	34,432	35,350	36,102
Tiền và các khoản tương đương tiền	3,936	2,181	2,319	2,660
Phải thu và các khoản phải thu khác	16,544	18,220	18,627	18,921
Hàng tồn kho	9,906	8,318	8,491	8,542
Tài sản ngắn hạn khác	6,312	5,714	5,913	5,980
Tài sản dài hạn	2,054	2,011	2,111	2,000
Tài sản cố định hữu hình	914	1,053	1,062	997
Đầu tư liên doanh	322	322	322	322
Tài sản dài hạn khác	818	637	727	682
Tổng tài sản	38,751	36,443	37,461	38,103
Nợ ngắn hạn	27,530	24,771	25,221	25,181
Phải trả người bán	8,806	8,964	9,966	10,485
Nợ vay ngắn hạn	4,401	2,631	2,876	3,126
Nợ ngắn hạn khác	14,323	13,176	12,380	11,570
Nợ dài hạn	1,569	1,277	1,012	747
Nợ vay dài hạn	1,542	1,277	1,012	747
Nợ dài hạn khác	28	0	0	0
Tổng nợ phải trả	29,099	26,048	26,233	25,928
Vốn chủ sở hữu công ty mẹ	9,651	10,395	11,227	12,174
Vốn cổ phần	1,140	1,140	1,140	1,140
Lợi nhuận giữ lại	1,741	2,484	3,317	4,264
Thặng dư vốn và các khoản khác	6,770	6,770	6,770	6,770
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	1	1	1
Tổng vốn chủ sở hữu	9,652	10,396	11,228	12,175

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

	2026	2027F	2028F	2029F
Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh	816	333	95	226
Lợi nhuận sau thuế	788	856	944	1,059
Các khoản điều chỉnh trước VDL	214	-35	-20	-65
Khấu hao và khấu trừ	111	123	137	145
Dự phòng	104	-158	-158	-210
Thay đổi vốn lưu động	1	-348	-417	-492
Thay đổi khoản phải thu	-1,475	-2,035	39	-104
Thay đổi hàng tồn kho	-3,884	1,588	-173	-51
Thay đổi khoản phải trả	5,465	159	1,001	520
Các thay đổi Khác	-106	-60	-1,284	-856
Các khoản mục khác	-187	-140	-412	-276
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-2,441	60	175	241
Thay đổi chi phí xây dựng cơ bản	-458	-261	-147	-80
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-2,624	0	0	0
Thay đổi tài sản đầu tư dài hạn	641	321	321	321
Các khoản mục khác	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	2,848	-2,147	-132	-127
Nợ vay	2,950	-2,035	-20	-15
Vốn và các quỹ	0	0	0	0
Cổ tức tiền mặt	-101	-112	-112	-112
Các khoản mục khác	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần	1,223	-1,754	138	341
Số dư đầu kì	2,712	3,936	2,181	2,319
Số dư cuối kì	3,935	2,181	2,319	2,660

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng

	2026	2027F	2028F	2029F
P/E (x)	10.3	9.5	8.6	7.7
P/CF (x)	102.6	419.2	261.7	263.7
P/B (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	7.1	5.2	4.6	4.0
EPS (VND)	6,909	7,503	8,279	9,288
CFPS (VND)	694	170	272	270
BPS (VND)	84,646	91,168	98,467	106,774
DPS (VND)	906	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt (%)	12.9	13.1	11.8	10.6
Cổ tức tiền mặt trên thị giá (%)	1.3	1.4	1.4	1.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	38.0	12.7	10.0	4.7
Tăng trưởng EBITDA (%)	152.5	30.6	8.8	8.3
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	227.8	33.5	8.4	8.6
Tăng trưởng EPS (%)	73.7	8.6	10.3	12.2
Vòng quay phải thu (x)	2.3	2.3	2.4	2.5
Vòng quay tồn kho (x)	4.1	4.1	4.9	5.0
Vòng quay phải trả (x)	4.0	4.2	4.3	4.2
ROE (%)	8.5	8.5	8.7	9.1
ROA (%)	2.3	2.3	2.6	2.8
ROIC (%)	12.9	16.0	16.2	16.4
Nợ vay ròng trên vốn chủ (x)	-19.5	-20.8	-20.6	-22.0
Tiền mặt trên nợ ngắn hạn (x)	0.9	0.8	0.8	0.9
Chỉ số thanh khoản hiện hành (x)	1.3	1.4	1.4	1.4
Chỉ số thanh khoản nhanh (x)	0.8	1.0	0.9	1.0

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Xây dựng Cotecccons (CTD)	9/28/2026	Buy	71,200



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu	Thang đánh giá ngành
Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nằm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống	
* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo. * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai. * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.	

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336