

BÁO CÁO NGÀNH XÂY LẮP – ĐẦU TƯ CÔNG

Ổn định song hành tăng trưởng

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

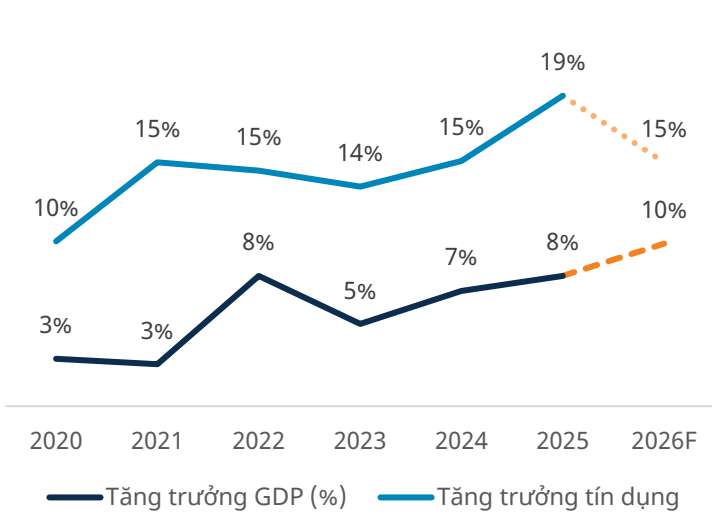
Huỳnh Thị Thu Thảo

thao.htt@miraeasset.com.vn

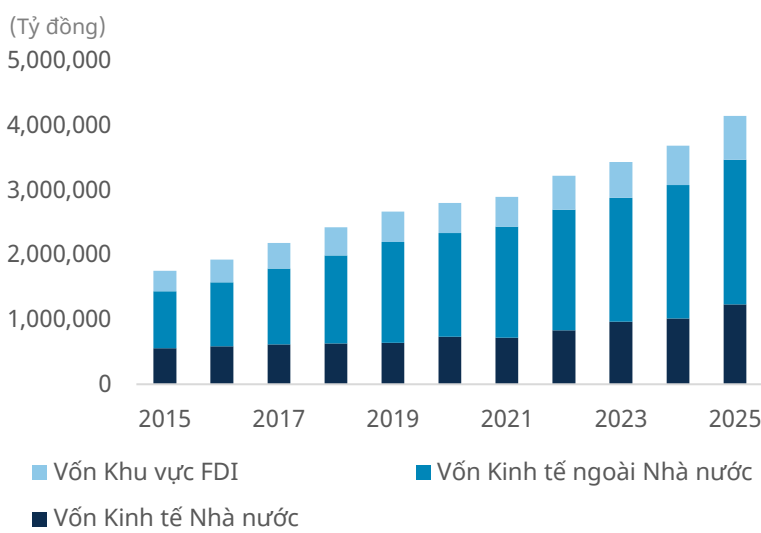
Tăng trưởng kinh tế năm 2025 đạt hơn 8%: Ổn định trong bất định

- Năm 2025, nền kinh tế đối mặt nhiều bất định như căng thẳng thương mại, chuỗi cung ứng tái cấu trúc và chính sách tiền tệ phân hóa. Trong bối cảnh đó, việc Việt Nam vẫn duy trì ổn định vĩ mô và cải thiện tăng trưởng cho thấy sức chống chịu và nền tảng kinh tế vững vàng. Năm 2025 ghi nhận mức tăng trưởng GDP **8,02%** và xu hướng **tăng tốc theo từng quý** (Q1: 7,05%; Q2: 8,16%; Q3: 8,25%; Q4: 8,46% YoY), qua đó phản ánh động lực phục hồi được củng cố về cuối năm. Về chất lượng tăng trưởng, các cấu phần đóng góp cho thấy tính lan tỏa khi tiêu dùng cuối cùng (+7,95%), tích lũy tài sản (+8,68%), xuất khẩu (+16,27%) và nhập khẩu (+17,12%).
- Trên phương diện đầu tư, **vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội** +12,1% YoY, trong đó **khuvực Nhà nước** +19,7% YoY (chiếm tỉ trọng 30%), **khuvực ngoài Nhà nước** (chiếm tỉ trọng 54%) tăng +8,4%, và **FDI** (chiếm tỉ trọng 16%) tăng +11,7%, hàm ý đầu tư tư nhân phục hồi nhưng chưa bứt phá trong khi vốn khu vực Nhà nước và dòng vốn ngoại tiếp tục nâng đỡ.
- Trong bối cảnh đó, chính sách tiền tệ vẫn được điều hành theo hướng linh hoạt nhằm hỗ trợ tăng trưởng, thể hiện qua tăng trưởng tín dụng đạt 19%. Đồng thời, NHNN duy trì môi trường lãi suất điều hành ổn định trong năm 2025, với lãi suất tái cấp vốn giữ nguyên 4,5% và lãi suất tái chiết khấu ở mức 3%, duy trì lập trường chính sách góp phần neo kỳ vọng chi phí vốn và hỗ trợ hoạt động sản xuất–kinh doanh.

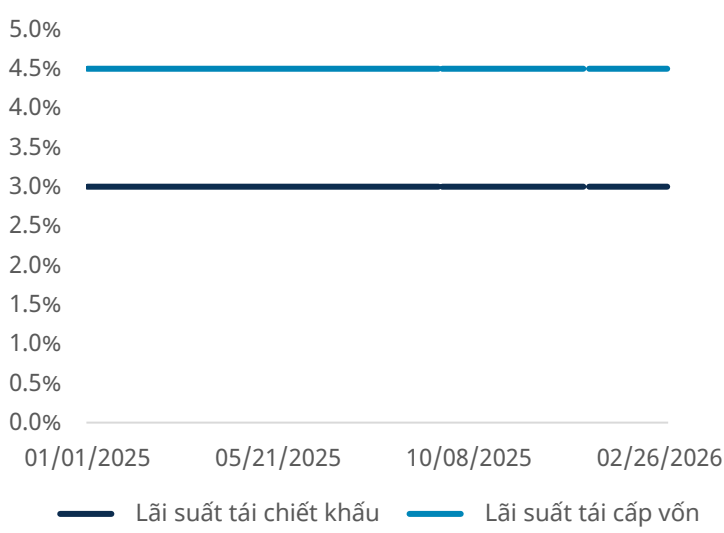
Tăng trưởng GDP và tín dụng



Cấu trúc nguồn vốn

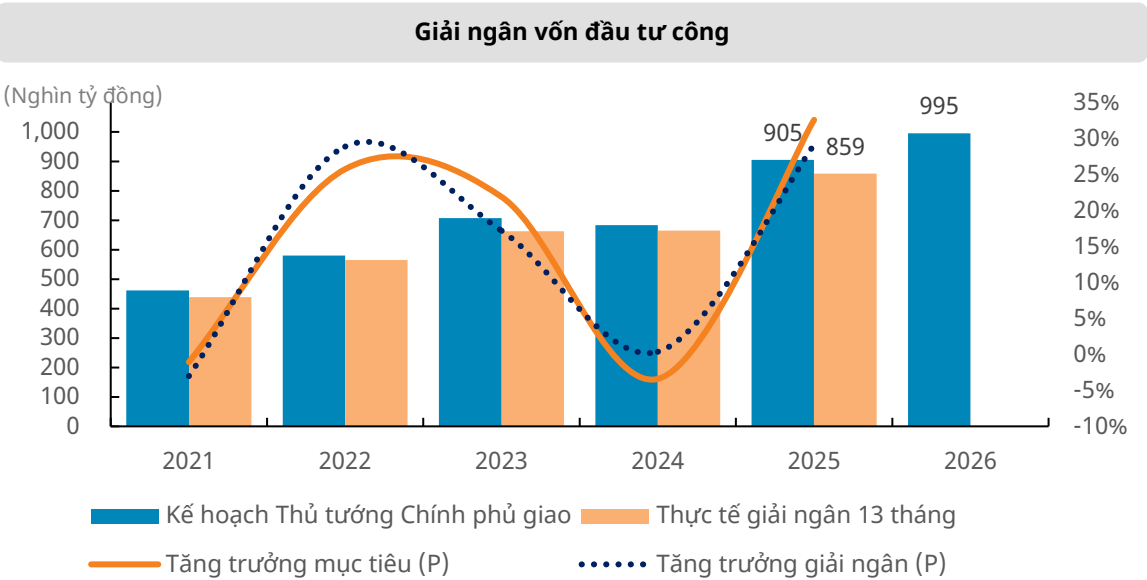


Lãi suất điều hành

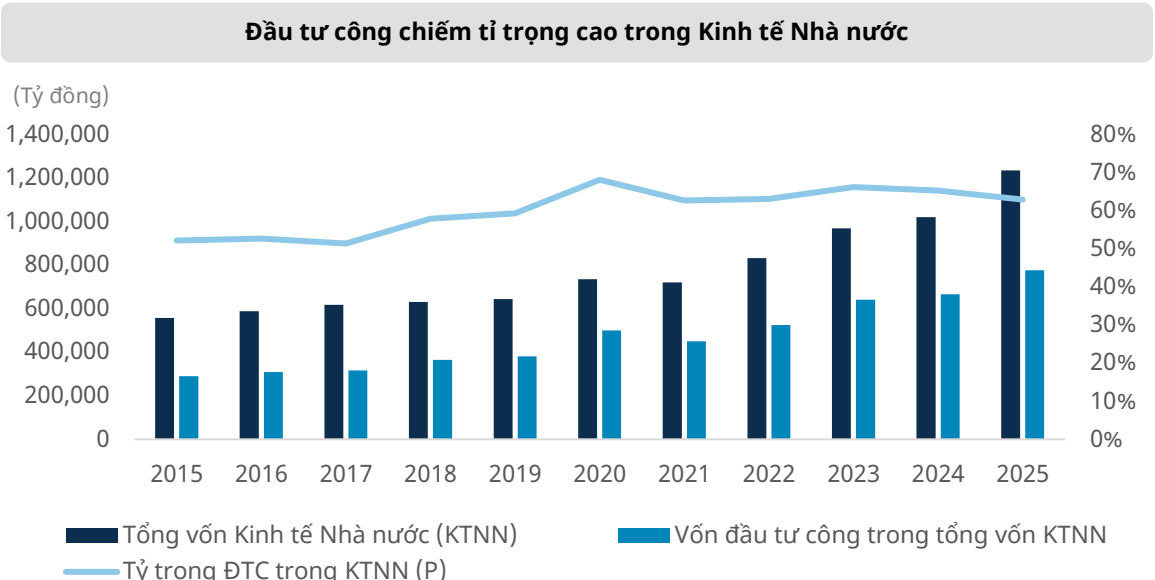


Quyết liệt mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2026 đạt 10%

- Đầu tư công đóng vai trò lực đẩy rõ nét. Thủ tướng Chính phủ giao mục tiêu giải ngân 905 nghìn tỷ cho năm tài khóa 2025 (kết thúc tháng 1/2026), tăng 33% so với 2024; đến cuối tháng 1/2026, giải ngân đạt 859 nghìn tỷ, tăng 29% so với cùng kỳ. Bước sang năm 2026, Chính phủ đặt kế hoạch vốn đầu tư công với tổng vốn gần 995,4 nghìn tỷ, tăng 10,4% so với năm 2025. Với nợ công năm 2025 ước 35–37% GDP (thấp hơn nhiều so với trần 60%), Chính phủ vẫn còn dư địa mở rộng chi tiêu.
- Tính đến 31/01/2025, vốn đầu tư công đạt 775 nghìn tỷ đồng trên tổng 1,2 triệu tỷ đồng vốn KTNN. Đầu tư công tiếp tục là động lực chủ đạo trong vốn KTNN với tỷ trọng thường xuyên duy trì trong khoảng 50%–65% GĐ2015–2025, và duy trì tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 10,32%.
- Chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026–2030 chính thức khởi động, chúng tôi cho rằng đầu tư công sẽ tiếp tục giữ vai trò đặc biệt quan trọng trong chiến lược phát triển kinh tế của Việt Nam. Trong bối cảnh rủi ro địa chính trị, biến động thương mại toàn cầu và các yếu tố bất định bên ngoài gia tăng, việc củng cố các động lực tăng trưởng dựa trên nội lực trở nên cấp thiết hơn. Theo định hướng điều hành năm 2026, Chính phủ **không chỉ** đặt mục tiêu tăng trưởng **GDP phấn đấu từ 10% trở lên** mà còn **nhấn mạnh yêu cầu phát triển mạnh thị trường trong nước**, làm mới các động lực tăng trưởng truyền thống và đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công ngay từ đầu năm, đặc biệt đối với các dự án trọng điểm quốc gia. Trong bối cảnh đó, đầu tư công không chỉ là công cụ hỗ trợ tổng cầu trong ngắn hạn mà còn đóng vai trò nền tảng trong việc hoàn thiện hạ tầng chiến lược, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia và dẫn dắt dòng vốn tư nhân trong trung, dài hạn.



Nguồn: Bộ Tài chính, Mirae Asset tổng hợp



Nguồn: Niên giám thống kê, Mirae Asset tổng hợp

Cả nước đã hoàn thành và khởi công hơn 4.000 km đường bộ cao tốc

- Cả nước đã hoàn thành 3.345 km cao tốc, vượt chỉ tiêu 3.000 km đã đề ra; cơ bản hoàn thành, thông xe kỹ thuật toàn tuyến cao tốc Bắc - Nam từ Cao Bằng đến Cà Mau. Mục tiêu đến năm 2030 cả nước có 5.000 km đường bộ cao tốc; tới đây tiếp tục đầu tư các tuyến cao tốc trục ngang, các tuyến giao thông đường bộ, đường sắt kết nối với Cảng hàng không quốc tế Long Thành.

STT	Dự án	Tình trạng
1	Bãi Vọt – Hàm Nghi	Khai thác từ 28/4/2025
2	Hàm Nghi – Vũng Áng	Khai thác từ 28/4/2025
3	Vũng Áng – Bùng	Khai thác từ 28/8/2025
4	Bùng – Vạn Ninh	Khai thác từ 28/4/2025
5	Vạn Ninh – Cam Lộ	thông xe 19/8/2025.
6	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	thông xe 19/12/2025.
7	Vân Phong – Nha Trang	Khai thác từ 1/1/2026
8	Cần Thơ – Hậu Giang	Khai thác từ 20/12/2025
9	Hậu Giang – Cà Mau	Khai thác tạm từ ngày 19/01/2026 nhưng hiện đang tạm dừng lưu thông trong khoảng 1 tháng (từ ngày 16/03/2026) để các nhà thầu thi công hoàn thiện các hạng mục phụ trợ
10	Hoài Nhơn – Quy Nhơn	Đã hoàn thành toàn bộ công tác xây dựng; đầu 2/2026 chờ thủ tục nghiệm thu/khai thác
11	Quy Nhơn – Chí Thạnh	Đã thông xe kỹ thuật nhưng đầu 03/2026 vẫn còn phần việc hoàn thiện.
12	Chí Thạnh – Vân Phong	Tháng 01/2026 đạt khoảng 92% giá trị hợp đồng; kỳ vọng hoàn tất trong 03/2026.
13	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	Dự kiến thông xe trong tháng 3/2026
14	Tuyên Quang – Hà Giang	Đã thông xe kỹ thuật
15	Hữu Nghị – Chi Lăng	Đã thông xe kỹ thuật, dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 vào 19/5/2026.
16	Đồng Đăng – Trà Lĩnh	Đã thông xe kỹ thuật, dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 vào 19/5/2026.
17	Cao Lãnh – An Hữu	Đã thông xe kỹ thuật
18	Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột	Đã thông xe kỹ thuật, dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 vào 30/6/2026.
19	Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	Đã thông xe kỹ thuật, dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 vào 30/6/2026.
20	Vành đai 3 TP.HCM	Đến ngày 10/3/2026, đạt trên 73% tổng khối lượng thi công. Phần đầu thông xe kỹ thuật phần cao tốc vào ngày 30/6/2026. Đến ngày 10/3/2026, đạt trên 73% tổng khối lượng thi công. Phần đầu thông xe kỹ thuật phần cao tốc vào ngày 30/6/2026.
21	Vành đai 4 Hà Nội	Phần đầu hoàn thành 31/3/2026
22	Cao tốc Quy Nhơn – Pleiku	Dự án thành phần 1 và 3 đã khởi công ngày 19/12/2025. Cập nhật cuối tháng 2/2026 cho biết GPMB dự án thành phần 1 dự kiến hoàn thành trong tháng 3/2026.

Thúc đẩy hạ tầng chiến lược và đầu tư công giai đoạn 2026–2030

- Chính phủ đang tập trung thúc đẩy các dự án hạ tầng giao thông chiến lược như cao tốc, đường vành đai và sân bay, yêu cầu đẩy nhanh phê duyệt đầu tư, giải phóng mặt bằng và tổ chức thi công “3 ca 4 kíp” nhằm sớm hoàn thành nhiều công trình trong giai đoạn 2026–2027, góp phần thực hiện mục tiêu tăng trưởng kinh tế hai con số.
- Nguồn lực được ưu tiên cho hạ tầng chiến lược hiện đại, đồng bộ, đặc biệt là các dự án giao thông trọng điểm, trục quốc gia, đường sắt, sân bay, cảng biển và năng lượng; đồng thời thúc đẩy các dự án liên vùng, hạ tầng đô thị lớn và chuyển đổi số gắn với điều chỉnh quy hoạch phù hợp bối cảnh phát triển mới. Trong năm 2026, trọng tâm là triển khai sớm các dự án đầu tư công chuyển tiếp có tính lan tỏa, tháo gỡ vướng mắc cho nhà ở xã hội và bảo đảm cân đối nguồn năng lượng cho sản xuất. Bộ Tài chính cũng đang hoàn thiện Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026–2030, ưu tiên các dự án quan trọng quốc gia theo định hướng Đại hội XIV. Các dự án/định hướng trọng tâm giai đoạn 2026–2030 đã có cơ sở chính thức:

Dự án	Giá trị (tỷ đồng)	Nhà thầu tham gia	Dự kiến hoàn thành / tình trạng
Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam	1.713.548	Chưa công bố lựa chọn nhà thầu chính	Quốc hội đã thông qua chủ trương đầu tư; Chính phủ yêu cầu bảo đảm đủ điều kiện để khởi công trước 31/12/2026. Bộ Xây dựng đang phân đấu chọn tư vấn lập Báo cáo NCKT trong Quý II/2026.
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	203.231	Chưa công bố lựa chọn nhà thầu chính, FCN đảm nhiệm ở ga Nam Hải Dương	Mục tiêu hoàn thành chậm nhất năm 2030. Dự án thành phần 1 đã khởi công ngày 19/12/2025. Dự án thành phần 2 tổng mức đầu tư 155.500 tỷ đồng, khởi công cuối năm 2026 và hoàn thành năm 2030.
Đường Vành đai 4 TP.HCM giai đoạn 1	120.413	Chưa lựa chọn xong toàn tuyến	GPMB trong năm 2026, phân đấu hoàn thành cuối 2028 và đưa vào khai thác trong năm 2029.
Sân bay Gia Bình	196.378	Tập đoàn Masterise làm chủ đầu tư và Coteccons là đơn vị tham gia thi công chính	Giai đoạn 1 (2025-2030) tập trung xây dựng hạ tầng cơ bản và công trình phục vụ Hội nghị APEC 2027.
Sân bay Long Thành giai đoạn 2	80.000	Chưa công bố lựa chọn nhà thầu chính	Giai đoạn 2 dự kiến diễn ra từ 2028–2032.
Cao tốc Quảng Ngãi - Kon Tum	44.355	Trong quá trình chuẩn bị đầu tư	Phấn đấu khởi công dịp 19-5-2026
Cao tốc TP HCM – Mộc Bài	19.600	Trong quá trình lựa chọn nhà đầu tư theo hình thức PPP, hợp đồng BOT	Dự kiến khởi công vào tháng 4/2026.

Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp và gián tiếp

Hưởng lợi trực tiếp:

- **Vật liệu xây dựng** (thép, xi măng, nhựa đường, đá, ...). Với khoảng 60%-70% nguồn chi phí xây dựng đến từ VLXD nên nhóm VLXD kỳ vọng được hưởng lợi khi nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng tăng mạnh nhờ loạt dự án hạ tầng lớn được triển khai. Tuy nhiên, chúng tôi thấy sự phân hóa ở nhóm VLXD khi các nguồn cầu từ sắt thép có thể không hưởng lợi mạnh khi nguồn cung sắt thép trong nước rất lớn. Ngược lại, các mỏ đá, đặc biệt các mỏ gần các dự án lớn kỳ vọng hưởng lợi khi các doanh nghiệp mỏ đá còn công suất lớn.
- **Xây dựng hạ tầng:** Trực tiếp nhận các gói thầu thi công hạ tầng, doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ giá trị backlog lớn.

Hưởng lợi gián tiếp:

- **Bất động sản:** Hạ tầng mở rộng giúp gia tăng giá trị quỹ đất, các dự án nhà ở khu vực vệ tinh, kết nối thuận lợi sẽ hấp dẫn người mua. Doanh nghiệp bất động sản có quỹ đất gần các dự án hạ tầng lớn được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng.
- **Bất động sản khu công nghiệp:** Hạ tầng giao thông phát triển giúp giảm chi phí logistics, tăng tính hấp dẫn cho nhà đầu tư FDI. Các khu công nghiệp ven các tuyến giao thông huyết mạch có lợi thế thu hút dòng vốn sản xuất mới.
- **Tiêu dùng, giao thông vận tải và các ngành phụ trợ:** Giao thông thuận lợi thúc đẩy logistics, vận tải hàng hóa, du lịch, thương mại liên vùng. Tiêu dùng nội địa được hỗ trợ nhờ tăng trưởng kinh tế lan tỏa từ đầu tư công. Một số ngành phụ trợ khác như thương mại, dịch vụ tài chính, công nghệ vận hành hạ tầng cũng được hưởng lợi gián tiếp.
- **Ngân hàng:** Ngân hàng hưởng lợi nhờ tăng dư nợ, tăng phí dịch vụ từ giải ngân cho các nhà thầu, nhà cung ứng, chủ đầu tư.

Biến số xung đột Iran và tác động

- Tác động chủ yếu là làm **tăng chi phí đầu vào** của ngành đầu tư công, nhưng **mức độ không đồng đều**. Lý do là cú sốc lớn nhất đi qua dầu mỏ, nhiên liệu và logistics, chứ không phải mọi loại vật liệu đều tăng như nhau. Tuy nhiên tác động không phải lúc nào cũng chuyển ngay 1:1 vào giá đầu vào. Bộ Công Thương cho biết Chính phủ đã cho phép điều hành xăng dầu linh hoạt hơn, có thể điều chỉnh sớm khi giá thế giới biến động bất thường trên 7%, đồng thời **sử dụng quỹ bình ổn để giảm sốc ngắn hạn**. Nghĩa là tác động sẽ rõ nhất nếu xung đột kéo dài, còn nếu chỉ là cú sốc ngắn hạn thì phần chi phí tăng có thể được hấp thụ một phần bởi cơ chế điều hành và khoản dự phòng.
- Về tác động tài chính lên doanh nghiệp, rủi ro lớn nhất là **giảm biên lợi nhuận** nếu hợp đồng đơn giá cố định hoặc điều chỉnh giá chậm; **chậm tiến độ** do vật tư đến muộn và chi phí vận tải tăng; **tăng nhu cầu vốn lưu động** khi phải ứng trước tiền nhiên liệu/vật liệu đắt hơn. Các doanh nghiệp có cấu trúc tài chính yếu và kiểm soát chi phí kém sẽ dễ bị tổn thương hơn khi giá vật liệu biến động.

Ảnh hưởng mạnh: nhóm xây dựng cao tốc, quốc lộ, sân bay, cảng, dự án san lấp lớn, hạ tầng logistics. Đây là nhóm dùng nhiều nhiên liệu, vận chuyển khối lượng lớn, và **phụ thuộc nhiều vào nhựa đường/bitumen**. Khi giá dầu tăng, chi phí vận hành máy móc, vận tải vật liệu và giá nhựa đường thường tăng gần như đồng thời. Vì vậy, các dự án giao thông thường chịu áp lực đội chi phí và co hẹp biên lợi nhuận rõ nhất.

Ảnh hưởng trung bình: nhóm xây dựng cầu, thủy lợi, khu công nghiệp hạ tầng, dự án bê tông cốt thép quy mô lớn. Bị tác động qua diesel, vận tải vật liệu, thép/xi măng. Nhóm này không phụ thuộc trực tiếp vào nhựa đường, nhưng vẫn bị ảnh hưởng bởi chi phí thi công và vận chuyển đầu vào tăng. Tác động thường đến chậm hơn và phân tán hơn, chủ yếu qua giá thép, xi măng và chi phí máy công trình.

Ảnh hưởng thấp hơn: nhóm xây dựng trường học, bệnh viện, công trình công cộng thiên về xây lắp dân dụng. Theo Bộ Xây dựng, chi phí nhiên liệu trong xây dựng hiện chỉ khoảng 3-5% tổng chi phí dự án và vẫn còn trong vùng dự phòng của dự toán. Cơ cấu chi phí của các công trình này nghiêng nhiều hơn về nhân công, hoàn thiện và thiết bị lắp đặt nên ít nhạy với biến động dầu hơn.

Kịch bản các tác động giá dầu & lãi suất

- Mức độ tác động không chỉ phụ thuộc vào diễn biến giá dầu và lãi suất, mà còn ở khả năng chuyển hóa biến động đầu vào vào đơn giá, hợp đồng và tiến độ giải ngân.
- Trong ngắn hạn, nên ưu tiên doanh nghiệp có bảng cân đối khỏe, nợ thấp.

Dầu cao, lãi suất ổn định

- Rủi ro chính nằm ở biên lợi nhuận và tiến độ thi công, do chi phí nhiên liệu, vận tải và bitumen gia tăng.
- Tuy nhiên, do áp lực vốn chưa quá lớn, doanh nghiệp vẫn còn khả năng hấp thụ một phần cú sốc chi phí.
- Bất lợi nhất là các nhà thầu giao thông có tỷ trọng hợp đồng fixed-price cao.

Dầu cao, lãi suất cao

- Đây là kịch bản bất lợi nhất, khi doanh nghiệp đồng thời chịu áp lực từ chi phí đầu vào và chi phí vốn.
- Rủi ro lan từ biên lợi nhuận sang vốn lưu động, bảo lãnh, chi phí lãi vay và chiết khấu định giá.
- Với nhóm PPP/BOT, lãi suất cao còn làm suy giảm hiệu quả dự án và khả năng huy động vốn.

Dầu hạ, lãi suất cao

- Áp lực chi phí đầu vào được giảm bớt, nhưng doanh nghiệp vẫn chịu sức ép từ chi phí vốn và mặt bằng chiết khấu cao.
- Đây là môi trường phù hợp hơn với các doanh nghiệp có đòn bẩy thấp, dòng tiền tốt, backlog chất lượng và khả năng tự tài trợ cao.
- Lợi nhuận có thể phục hồi trước, còn định giá thường hồi chậm hơn do lãi suất vẫn ở mức cao.

Dầu hạ, lãi suất hạ

- Đây là kịch bản thuận lợi nhất, khi doanh nghiệp đồng thời được hỗ trợ bởi chi phí đầu vào giảm và điều kiện tài chính nói lỏng hơn.
- Biên lợi nhuận, dòng tiền và triển vọng triển khai dự án có thể cải thiện cùng lúc.
- Nhóm cổ phiếu hạ tầng có độ nhạy chu kỳ cao có cơ hội phục hồi lợi nhuận và được tái định giá tích cực hơn.

Nhóm xây dựng có giá trị backlog lớn

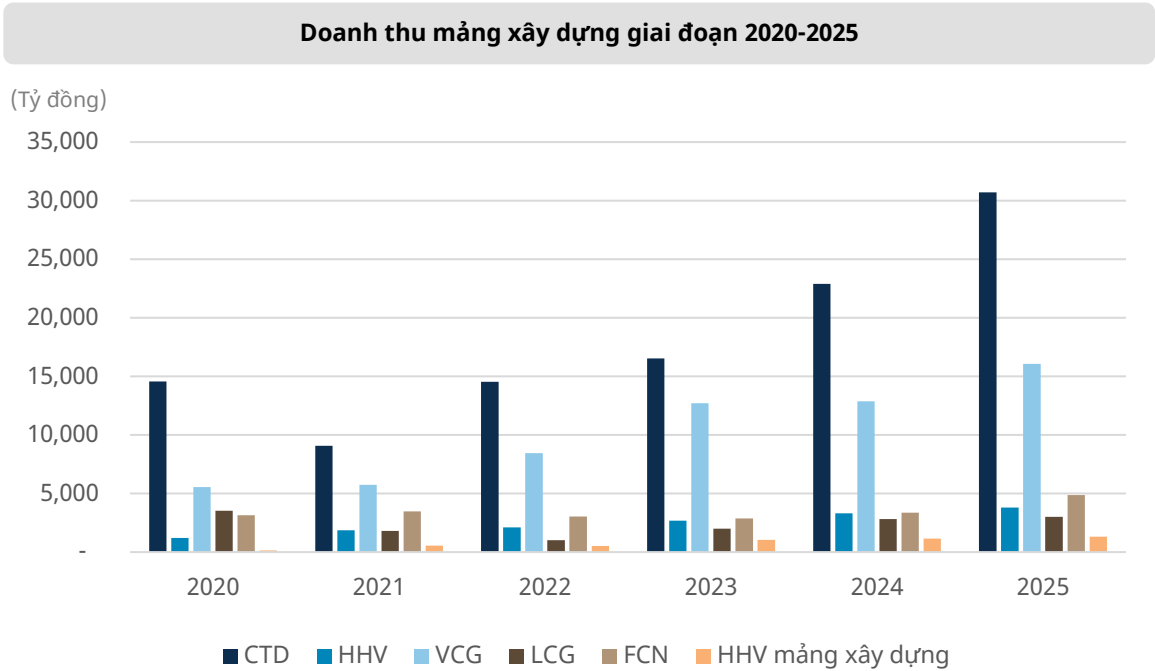
- Theo đánh giá của chúng tôi, chỉ những doanh nghiệp sở hữu hồ sơ năng lực thi công vững mạnh, khả năng hoàn thành dự án đúng tiến độ cao mới có thể giành được cơ hội tham gia vào các gói thầu quy mô lớn trong giai đoạn sắp tới. Giá trị backlog/doanh thu mảng Xây dựng 2025 của một số doanh nghiệp niêm yết đang ở mức cao, qua đó đảm bảo nguồn công việc cho các kỳ ghi nhận doanh thu trong tương lai.
- Trong bối cảnh năm 2026 mở đầu chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026–2030, đầu tư công được kỳ vọng tiếp tục đóng vai trò động lực quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế, đặc biệt khi các yếu tố bất định bên ngoài như địa chính trị, thương mại toàn cầu và nhu cầu xuất khẩu còn tiềm ẩn nhiều rủi ro, khiến Chính phủ có xu hướng đẩy mạnh các động lực tăng trưởng dựa trên nội lực, trong đó phát triển hạ tầng là trọng tâm. Theo đó, các doanh nghiệp xây dựng có sẵn backlog lớn, năng lực thi công đã được kiểm chứng và khả năng triển khai dự án đúng tiến độ như HHV, LCG và CTD sẽ có nhiều cơ hội hưởng lợi từ làn sóng dự án mới, trong khi CTD nổi bật hơn nhờ quy mô backlog vượt trội, tạo nền tảng thuận lợi để mở rộng tăng trưởng trong chu kỳ hạ tầng sắp tới.

Doanh nghiệp	Tổng backlog cuối 2025 (tỷ đồng)	Doanh thu mảng Xây dựng 2025 (tỷ đồng)	Tỉ lệ Backlog/doanh thu mảng Xây dựng 2025
HHV	2,400	1,319	1.8
VCG	13,572	11,466	1.2
LCG	5,199	2,834	1.8
FCN	4,466	4,512	1.0
CTD	62,500	30,517	2.0

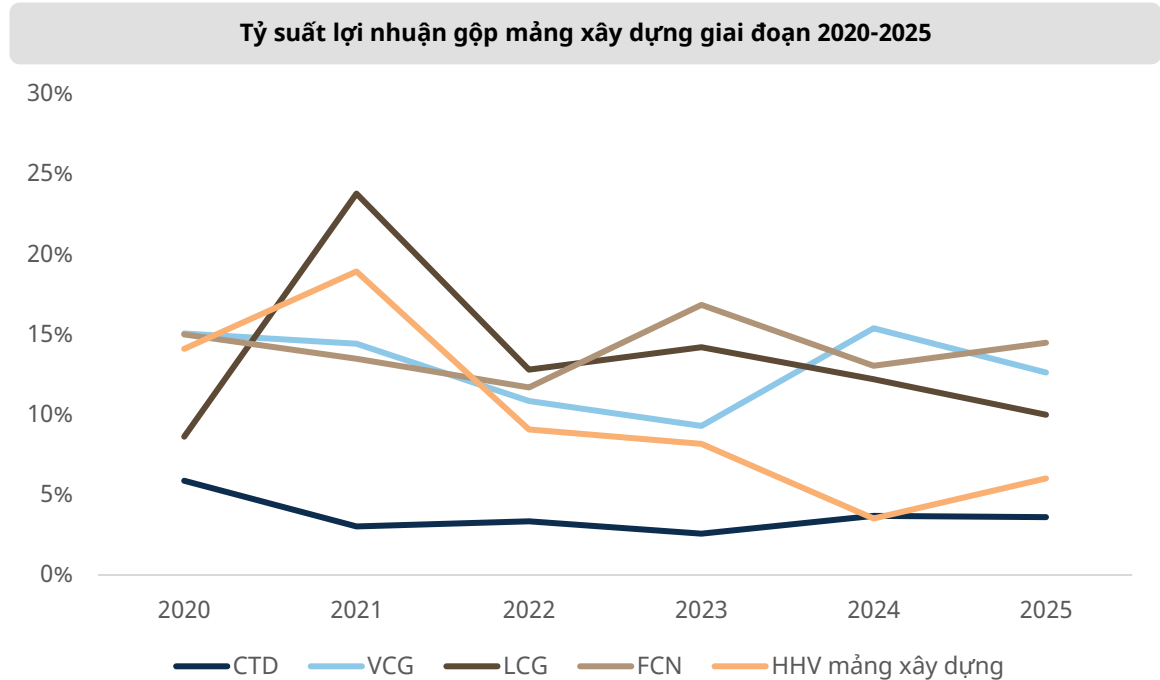
Nguồn: Mirae Asset tổng hợp và ước tính

Tăng trưởng cải thiện nhưng chất lượng phân hóa

- Nhóm doanh nghiệp cho thấy xu hướng tăng trưởng doanh thu rõ hơn từ sau 2022. Tuy nhiên, mức độ phục hồi và chất lượng tăng trưởng giữa các doanh nghiệp có sự phân hóa đáng kể. CTD và VCG đang chiếm ưu thế rõ rệt về quy mô doanh thu trong khi HHV nổi bật về tốc độ tăng trưởng (Doanh thu HHV đã được tách riêng về mảng xây dựng).
- Chất lượng tăng trưởng có sự phân hóa rõ rệt. HHV nổi bật về khả năng tạo biên gộp cao, VCG và FCN thể hiện mức độ cân bằng tương đối giữa quy mô và hiệu quả, trong khi CTD tăng trưởng chủ yếu dựa vào mở rộng doanh thu hơn là cải thiện biên. Riêng LCG vẫn chưa cho thấy sự phục hồi đủ mạnh cả về quy mô lẫn hiệu quả gộp.
- Trên cơ sở đó, chúng tôi ưu tiên **CTD, HHV và VCG** nhờ hội tụ tốt hơn các yếu tố: (i) quy mô doanh thu và vị thế thị trường tương đối nổi bật; (ii) chất lượng tăng trưởng khả quan, thể hiện qua khả năng duy trì biên gộp ở mức tốt hoặc sự cân bằng tương đối giữa tăng trưởng và hiệu quả hoạt động; và (iii) triển vọng hưởng lợi từ chu kỳ đầu tư hạ tầng sắp tới, trong đó CTD nổi bật hơn nhờ quy mô backlog vượt trội, HHV có lợi thế về tăng trưởng và biên gộp, còn VCG duy trì nền tảng tương đối cân bằng giữa quy mô và hiệu quả.



Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset tổng hợp và ước tính



Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset tổng hợp và ước tính

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

Mua



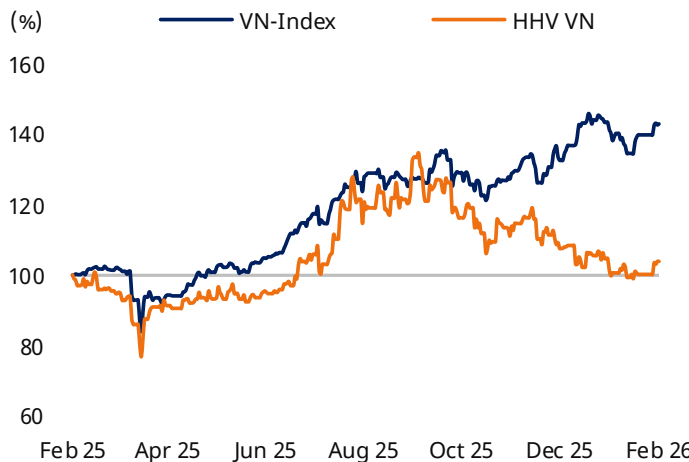
Analyst: Huỳnh Thị Thu Thảo

Email: thao.htt@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

Giá đóng cửa (26/02/2026)	12.500
Giá mục tiêu (12 tháng)	16.000
Lợi nhuận kỳ vọng	28.0%
Lãi ròng (26F, tỷ đồng)	632
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-10.1
P/E (26F, x)	10.8
Vốn hoá (tỷ đồng)	6,143
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	497
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	84.8
Tỷ lệ sở hữu của NDTNN (%)	10.3
Beta (12M)	1.0
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	9,039
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	16,941
(%)	1 M 3M 12M
Tuyệt đối	3.3 -13.5 4.2
Tương đối	0.6 -25.2 -40.1

BOT tạo nền, xây dựng tăng tốc

- CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV) hoạt động trong các lĩnh vực như đầu tư và khai thác hạ tầng giao thông (BOT), xây lắp, dịch vụ vận hành khai thác đường bộ và các dịch vụ hỗ trợ kỹ thuật. Trong đó, mảng đầu tư và khai thác các dự án BOT là hoạt động kinh doanh chính, chiếm hơn 55% tổng doanh thu năm 2025 và đóng góp khoảng 89% lợi nhuận gộp năm 2025.
- Năm 2025, HHV ghi nhận doanh thu đạt 3.802 tỷ đồng (+15% YoY) và lợi nhuận gộp đạt 1.617 tỷ đồng (+21% YoY), chủ yếu nhờ mảng BOT tiếp tục giữ vai trò chủ lực: 1) Doanh thu BOT đạt 2.106 tỷ đồng (+10% YoY) nhờ tổng lưu lượng xe đạt khoảng 35,8 triệu lượt (+9% YoY), với lợi nhuận gộp 1.445 tỷ đồng (+15% YoY), tương ứng biên lợi nhuận gộp cao 68,6% (so với 65,6% cùng kỳ); 2) Mảng xây lắp ghi nhận doanh thu đạt 1.319 tỷ đồng (+14% YoY), biên lợi nhuận gộp tăng đạt 6% (so với 3,5% cùng kỳ).
- Mảng BOT: Kỳ vọng năm 2026 doanh thu tăng trưởng 10% nhờ tăng trưởng lưu lượng xe tự nhiên. Biên lợi nhuận gộp của BOT được kỳ vọng ở mức 68,5%. Song biên lợi nhuận gộp trong năm 2025 đã có sự cải thiện đạt 75% vào Q4/2025 (so với 65% ở Q2 và Q3/2025). HHV hoàn toàn có dư địa tăng tăng trưởng mạnh nếu kiểm soát được biên lợi nhuận gộp. Ngoài ra, lưu lượng có thể cải thiện khi Cao tốc Vân Phong-Nha Trang được đưa vào thu phí trong 2026. Đầu năm 2026, liên danh do HHV đứng đầu đã được lựa chọn thực hiện gói thầu quản lý vận hành tại hai dự án cao tốc là đoạn Quảng Ngãi - Hoài Nhơn và Chí Thạnh - Vân Phong với tổng chiều dài 136km.
- Mảng xây dựng: Doanh thu năm 2026 dự kiến đạt 1.517 tỷ đồng (+15% YoY), bên cạnh việc tiếp tục hoàn thành các dự án cũ với giá trị sản lượng còn lại khoảng hơn 2.000 tỷ đồng, HHV còn giữ vai trò triển khai thi công tại các dự án PPP do Tập đoàn Đèo Cả đầu tư, như cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành, Vành đai 4 TP HCM đoạn qua Bình Dương (cũ), mở rộng cao tốc TP. HCM - Trung Lương - Mỹ Thuận, ...
- Triển vọng 2026, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 4.211 tỷ đồng (+11% YoY) và lãi ròng đạt 632 tỷ đồng (+8% YoY). Chúng tôi ước tính EPS dự kiến cho năm 2026 đạt 1.156 đồng/cp, tương ứng với mức P/E forward ở mức 10,8 lần. Chúng tôi đánh giá tích cực cho HHV: 1) Doanh nghiệp hàng đầu về năng lực xây dựng hạ tầng; 2) Hưởng lợi trực tiếp từ làn sóng giải ngân vốn đầu tư công; 3) Mảng BOT duy trì dòng tiền tăng tốc ổn định.



	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026 (F)
Doanh thu (tỷ đồng)	1,861	2,095	2,686	3,308	3,802	4,211
LNHĐKD (tỷ đồng)	830	944	1,020	1,269	1,542	1,694
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	44.6	45.1	38.0	38.4	40.6	40.2
Lãi ròng (tỷ đồng)	269	264	322	426	588	632
EPS (VND)	780	761	811	953	1,285	1,156
ROE (%)	4.2	3.9	4.4	5.0	5.9	5.1
P/E (x)	26.7	9.6	16.9	11.4	10.2	10.8
P/B (x)	1.1	0.4	0.7	0.5	0.6	0.6
Cổ tức/thị giá (%)	#N/A	#N/A	#N/A	4.6	4.0	4.8

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Fdata, Mirae Asset

Mirae Asset Vietnam Research

BÁO CÁO NGẮN

CTCP Xây dựng COTECCONS (CTD)

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị **Mua**

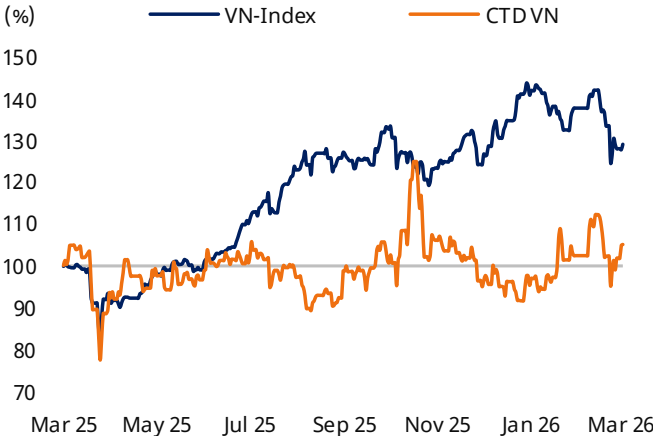


Analyst: Huỳnh Thị Thu Thảo
• Email: thao.htt@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

Giá đóng cửa (17/03/2026)	83.000		
Giá mục tiêu (12 tháng)	101.00		
Lợi nhuận kỳ vọng	21.7%		
Lãi ròng (26F, tỷ đồng)	882		
Tăng trưởng EPS (26F, %)	90.8		
P/E (26F, x)	10.0		
Vốn hoá (tỷ đồng)	8,978		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	107		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55.7		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	50.0		
Beta (12M)	0.8		
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	61,238		
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	98,571		
(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	2.3	4.9	4.7
Tương đối	9.5	3.5	-22.9

Dẫn đầu chu kỳ tăng trưởng

- Coteccons (CTD) là một trong những tổng thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam, đã tham gia dự án nhà máy LEGO Việt Nam và đang mở rộng sang hạ tầng với sân bay Long Thành, đồng thời công bố chủ trương tham gia siêu dự án sân bay Gia Bình. Theo chiến lược Go Global, CTD cũng đã triển khai dự án VinFast tại Ấn Độ và chuẩn bị các dự án mới tại Đài Loan.
- Nửa đầu niên độ tài chính 2026, CTD ghi nhận doanh thu thuần đạt 17.459 tỷ đồng (+50% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 523 tỷ đồng (+165% YoY), nhờ duy trì đà tăng trưởng ổn định từ hoạt động kinh doanh cốt lõi là mảng xây dựng, thể hiện qua khối lượng thi công và doanh thu ghi nhận tiếp tục mở rộng. Thuận lợi trong công tác quản lý chi phí, lợi nhuận hoạt động của CTD tăng mạnh khi chi phí mở rộng quy mô các dự án đang triển khai tăng chậm hơn doanh thu. Bên cạnh đó, CTD ghi nhận 188 tỷ đồng lợi nhuận khác từ thương vụ thoái vốn tại dự án Emerald 68.
- CTD đã ghi nhận hai dự án hạ tầng trọng điểm là T2 Phú Quốc và Trung tâm Hội nghị APEC, với tổng giá trị hợp đồng vượt 5.000 tỷ đồng. Cuối năm 2025, công ty tiếp tục phê duyệt tham gia thi công Cảng hàng không quốc tế Gia Bình và mua lại 100% GEO Foundations Vietnam, qua đó mở rộng năng lực thi công nền móng và gia tăng mức độ hiện diện trong chu kỳ đầu tư công giai đoạn 2026–2030.
- Backlog của CTD đã tăng lên 62.500 tỷ ở cuối Q2 FY2026 (Q4/2025), gấp 2 lần doanh thu xây dựng năm 2025, phản ánh hoạt động xây dựng khởi sắc, đảm bảo nguồn doanh thu tương lai cho CTD. Trong bối cảnh hưởng lợi trực tiếp từ đầu tư công, thể hiện rõ qua các siêu dự án hạ tầng mà CTD đảm nhiệm, chúng tôi kỳ vọng CTD tiếp tục là tổng thầu được lựa chọn trong chu kỳ phát triển hạ tầng 2026-2030 của Chính phủ, mở rộng tăng trưởng từ các dự án dân dụng sang hạ tầng/ đầu tư công.
- Dựa trên KQKD ấn tượng, chúng tôi dự báo doanh thu thuần niên độ tài chính 2026 đạt 37.319 tỷ đồng (+50% YoY) và lãi ròng đạt 882 tỷ đồng (+93% YoY), phản ánh loại trừ thu nhập bất thường từ thương vụ thoái vốn Emerald 68.
- EPS dự kiến cho năm 2026 đạt 8.286 đồng/cp, tương ứng với mức P/E forward ở mức 10,0 lần. Chúng tôi đánh giá tích cực cho CTD: 1) Doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng; 2) Tăng trưởng duy trì tốt với lượng backlog củng cố đà tăng; 3) Hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng đầu tư công cùng sự phục hồi ngành bất động sản.



	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025 (F)	FY 2026 (F)
Doanh thu (tỷ đồng)	9,078	14,589	16,088	21,045	24,885	37,319
LNHĐKD (tỷ đồng)	(241)	(53)	(118)	132	483	993
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	(2.7)	(0,3)	(0.7)	0.6	1.9	2.7
Lãi ròng (tỷ đồng)	24	29	68	310	456	882
EPS (VND)	231	302	653	2,963	4,343	8,286
ROE (%)	0.3	0.3	0.7	3.7	5.2	9.5
P/E (x)	339.0	75.3	22.5	18.8	19.1	10.0
P/B (x)	1.0	0.6	0.8	1.0	1.0	0.9
Cổ tức/thị giá (%)	0.9	2.4	#N/A	1.2	1.2	1.2

KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Khuyến nghị

Mua



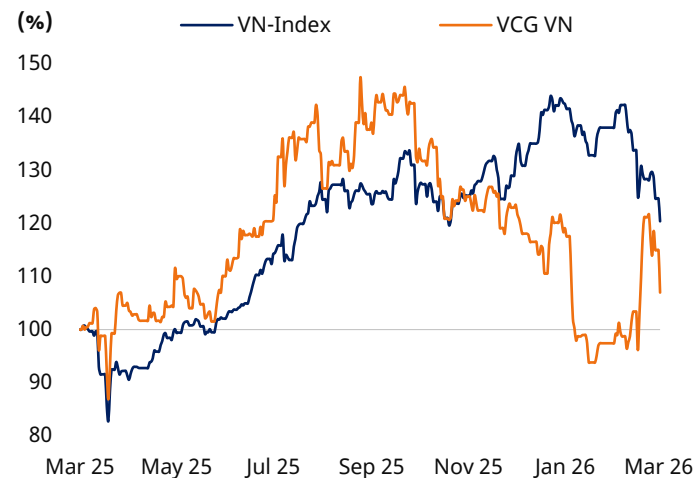
Analyst: Nguyễn Viết Sang

• Email: sang.nv@miraeasset.com.vn +84 28 3910 222

Giá đóng cửa (23/03/2026)	20.750		
Giá mục tiêu (12 tháng)	27.200		
Lợi nhuận kỳ vọng	31.1%		
Lãi ròng (26F, tỷ đồng)	1.285		
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-49.5%		
P/E (26F, x)	11.9		
Vốn hoá (tỷ đồng)	13,414		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	646		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	54.9		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	3.9		
Beta (12M)	0.7		
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	16,713		
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	29,100		
(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	18.0	-16.0	15.0
Tương đối	27.7	-16.8	-9.7

Đầu tàu tăng trưởng, hạ tầng dẫn lối

- Năm 2025, VCG ghi nhận doanh thu thuần đạt 16.064 tỷ đồng (+24.82% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 4.129 tỷ đồng (+272.61% YoY) nhờ vào nguồn thu từ hoạt động tài chính 3.584 tỷ đồng (+975%YoY) trong đó lãi chuyển nhượng công ty con, công ty liên kết tăng 3.074 tỷ đồng khi thoái toàn bộ 51% cổ phần tại Công ty CP đầu tư và phát triển du lịch Vinaconex sở hữu dự án bất động sản nghỉ dưỡng Cát Bà Amatina tại Hải Phòng.
- Mảng xây dựng: VCG sở hữu lượng backlog ước tính đạt khoảng 28.819 tỷ đồng có thời gian triển khai đến năm 2027. Trong đó, biên lợi nhuận gộp có tăng lên 3.7% trong năm 2025, thấy được sự nỗ lực kiểm soát chi phí khi giá nguyên vật liệu có sự tăng trưởng lớn.
- Mảng bất động sản: Các dự án bất động sản Vera Diamond City, Khu đô thị Thiên Ân dự kiến sẽ được nhận doanh thu phần lớn vào năm 2026.
- Mở rộng quỹ đất: Vinaconex vừa hoàn tất mua lại 98,16% vốn của Viwaseen, qua đó sở hữu danh mục 7 lô đất tại Hà Nội và Hải Phòng với tổng diện tích hàng chục nghìn m², bao gồm các khu đất tại Ngọc Hồi, Tố Hữu, Hạ Đình, Quốc Tử Giám và khu dân cư Vọng Hải cùng đất công nghiệp tại Đình Vũ (Hải Phòng).
- Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VCG năm 2026 dự báo đạt lần lượt 20.135 tỷ đồng (+25,3% YoY) và 1.285 tỷ đồng (-68,9% YoY): 1) Doanh thu đến từ mảng xây lắp tăng trưởng 32% đến từ backlog lớn; 2) Biên lợi nhuận gộp ở mức 12,1% ; 3) Chi phí hoạt động và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần đạt 3,5%.
- EPS forward cho năm 2026 đạt 1.987 đồng/cp, tương ứng với mức P/E forward ở mức 11,9 lần. Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho VCG: 1) Sở hữu khối lượng backlog xây lắp lớn; 2) Làn sóng đầu tư công tiếp tục diễn ra; 3) Doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng.



	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026 (F)
Doanh thu (tỷ đồng)	5,749	8,453	12,704	12,870	16,064	20,135
LNHĐKD (tỷ đồng)	655	637	1,167	1,543	1,365	1,731
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	11.4	7.5	9.2	12.0	8.5	8.6
Lãi ròng (tỷ đồng)	394	782	404	927	3,933	1,285
EPS (VND)	596	1,206	622	1,433	6,084	1.987
ROE (%)	5.9	11.6	5.7	12.0	39.8	16.0
P/E (x)	59.3	10.7	32.8	11.7	3.7	11.9
P/B (x)	3.4	1.2	1.8	1.3	1.3	1.89
Cổ tức/thị giá (%)	4.6	12.6	9.5	#N/A	3.3	3.0

Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán 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 báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách 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 báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của 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 dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu 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 bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố 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 các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn 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 diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo 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. 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 và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán 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 hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.
- Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại 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.