

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ100,000 (từ VNĐ96,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/3/2025)	89,000
Mã Bloomberg	CTD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	58,127-95,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	91,533
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,894
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	347
Slg CP lưu hành (tr.đv)	99.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	49.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	54.7%
Cổ đông lớn	KUSTOCEM (18.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	24.0	35.0	30.9
So với chỉ số	19.8	29.9	21.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,324	3,299	61.4
2026F	6,941	4,414	57.2
2027F	8,735	5,623	55.3

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

CTD là một trong những công ty xây dựng hàng đầu tại Việt Nam với các dự án chính bao gồm dự án dân dụng và công nghiệp.

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do giá cổ phiếu tăng gần đây

- HSC tăng 4,2% giá mục tiêu đối với CTD lên 100.000đ sau khi phân tích KQKD Q2/NĐTC 2024-2025 (năm tài chính kết thúc vào tháng 6) và triển vọng sau khi Công ty đấu thầu thành công tại nhiều dự án. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây, với tiềm năng tăng giá là 12%.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo EPS cho NĐTC 2024-2025 nhưng tăng lần lượt 10,7% và 28,3% dự báo cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 nhờ số lượng dự án đang triển khai tăng và khả năng quản lý các khoản phải thu hiệu quả hơn.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 24% trong 1 tháng qua và tăng 26% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào vào ngày 17/5/2024, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,7 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 22,5 lần.

Sự kiện: Cập nhật sau khi công bố thông tin và KQKD Q2/NĐTC 2024-2025

HSC cập nhật dự báo lợi nhuận của CTD sau khi Công ty công bố KQKD Q2/NĐTC 2024-2025 và những thông tin tích cực liên quan đến các dự án đang triển khai và việc quản lý các khoản phải thu. Trong quý, CTD ghi nhận 6,9 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 44,7% so với quý trước và tăng 21,7% so với cùng kỳ) và 106 tỷ đồng lợi nhuận thuần, tăng 53,7% so với cùng kỳ và tăng 14,3% so với quý trước nhưng thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 2,9% (dự báo là 4,4%).

Trong 6 tháng đầu của NĐTC 2024-2025, KQKD của CTD hoàn thành lần lượt 46,6% và 39,79% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần hiện tại của chúng tôi, trong khi đạt 46,6% và 46,3% KHKD của BLĐ Công ty đề ra.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần NĐTC 2024-2025 lần lượt ở mức 25,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,3%) và 512 tỷ đồng (tăng trưởng 65,8%). Tuy nhiên, chúng tôi tăng lần lượt 10,7% và 28,3% dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027, với mức tăng trưởng 35,4% (đạt 694 tỷ đồng) và 25,8% (đạt 873 tỷ đồng). Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 đa phần do cập nhật các giả định liên quan đến triển vọng của Công ty sau thông tin tích cực về các dự án đang triển khai và việc quản lý các khoản phải thu, trong khi lợi nhuận trong năm nay được dự báo đi ngang do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 24% trong 1 tháng qua và tăng 35% trong 3 tháng qua do phản ứng của thị trường trước những thông tin tích cực, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,7 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 22,5 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) mặc dù tăng 4,2% giá mục tiêu lên 100.000đ (tiềm năng tăng giá: 12%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận dựa trên những diễn biến thuận lợi và các giả định định giá mới. Do Công ty là một trong những đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ các xu hướng thuộc nhiều ngành nghề khác nhau: (1) sự phục hồi của thị trường BĐS, (2) dòng vốn FDI tiếp tục đổ mạnh vào Việt Nam, và (3) chủ trương đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng của Chính phủ, CTD đang trên đà trở thành công ty đầu ngành.

Cuối năm: Tháng 6	06-22A	06-24A	06-25F	06-26F	06-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(142)	175	726	862 ▲	1,056
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	20.9	309	512 ▼	694	873
EPS ĐC (đồng)	201	3,236	5,324 ▼	6,941	8,735
DPS (đồng)	0	0	1,037 ▼	1,556	1,556
BVPS (đồng)	83,246	85,966	90,055	95,094	101,836
EV/EBITDA ĐC (lần)	(62.0)	46.9	13.1	10.4	7.52
P/E ĐC (lần)	442	27.5	16.7	12.8	10.2
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.17	1.75	1.75
P/B (lần)	1.07	1.04	0.99	0.94	0.87
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.6)	1,507	64.5	30.4	25.8
ROAE (%)	0.25	3.68	5.83	7.50	8.87

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Hưởng lợi từ đầu tư công; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

Với (1) số lượng dự án đang triển khai dồi dào nhờ vào tiềm năng tăng trưởng tích cực từ đà phục hồi của thị trường BĐS, dòng vốn FDI đổ mạnh vào Việt Nam, chủ trương đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng của Chính phủ, (2) bước tiến lớn trong hoạt động quản lý việc trích lập dự phòng/các khoản phải thu, CTD vẫn đang trên đà trở thành công ty đầu ngành. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần NTĐC 2024-2025 nhưng tăng dự báo cho NTĐC 2025-2026 và NTĐC 2026-2027. Dự báo mới – cao hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm là 41,4% và 18,5%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 100.000đ (tiềm năng tăng giá: 12%) nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây.

Cập nhật HĐKD và luận điểm đầu tư

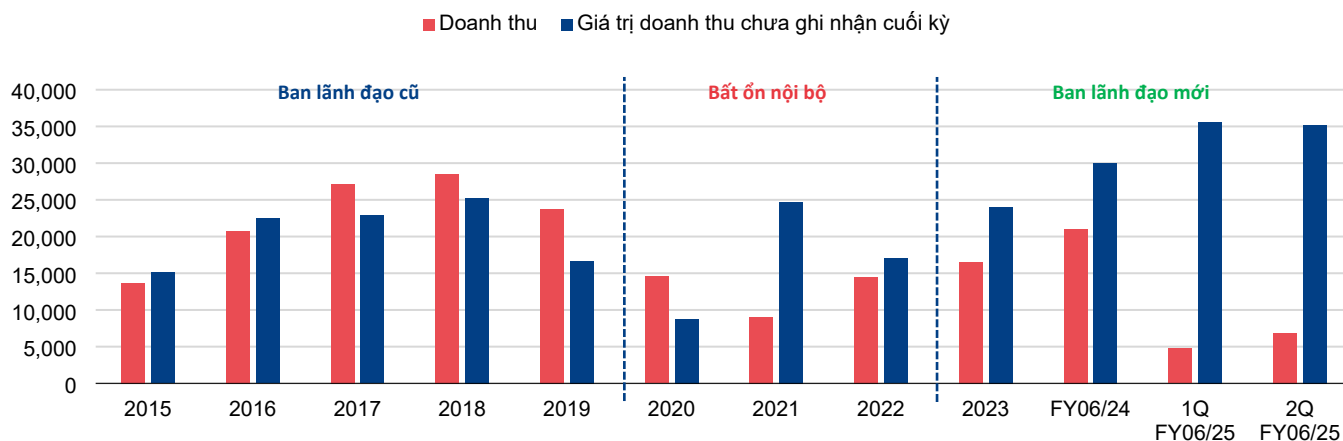
Số lượng dự án đang triển khai dồi dào, được hỗ trợ bởi các dự án hạ tầng lớn

Trong báo cáo mới nhất về CTD, HSC đã nhấn mạnh hai chủ đề đầu tư chính liên quan đến các dự án đang triển khai của Công ty:

- **Số lượng dự án đang triển khai dồi dào với năng lực đấu thầu xuất sắc:** Tính đến Q4/2024 (hoặc Q2/NTĐC 2024-2025), giá trị các dự án đang triển khai của CTD lên đến 35 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất từ trước đến nay, thậm chí cao hơn thời điểm trước khi thay đổi BLĐ và duy trì trong 2 quý liên tiếp. Điều này khẳng định năng lực đấu thầu dự án của CTD, đặc biệt là với số lượng hợp đồng mới trong hai quý gần đây cao hơn doanh thu được ghi nhận (16,8 nghìn tỷ đồng so với 11,6 nghìn tỷ đồng).
- **Tham gia vào lĩnh vực đầu tư công:** sau khi khởi công dự án Đường Lương Hòa – Bình Chánh trong tháng 4/2024 (với tư cách là nhà thầu phụ), CTD tiếp tục tham gia sâu vào lĩnh vực đầu tư công với dự án đường Thùy Vân tại thành phố Vũng Tàu (tổng vốn đầu tư là 1,1 nghìn tỷ đồng) với hợp đồng lên trị giá 485 tỷ đồng (CTD là nhà thầu chính).

Biểu đồ 1: Doanh thu và doanh thu chưa ghi nhận cuối kỳ (tỷ đồng), CTD

Doanh thu từ hợp đồng mới ký cao hơn nhiều so với doanh thu đã ghi nhận (16,8 nghìn tỷ đồng so với 11,6 nghìn tỷ đồng), khiến doanh thu chưa ghi nhận của CTD duy trì đạt 35 nghìn tỷ đồng trong 2 quý liên tiếp, mức cao nhất trong 10 năm qua



Nguồn: CTD, HSC

Mặc dù KQKD Q3/NTĐC 2024-2025 cũng như số lượng dự án đang triển khai chưa được công bố, HSC cần phải điều chỉnh triển vọng đối với CTD sau khi Công ty trúng thầu các dự án lớn gần đây, cụ thể như sau:

- **Dự án Global City (gói thầu nền móng):** với việc nguồn cung BĐS tại TP.HCM đang ở mức thấp với 5.050 căn hộ trong năm 2024 (giảm 41,5% so với cùng kỳ),

nên áp lực cạnh tranh giữa các nhà thầu ngày càng lớn, do phải đấu thầu cho một số lượng dự án rất hạn chế của thành phố. Việc trúng thầu tại dự án Global City (giá trị gói thầu chưa được công bố) tái khẳng định khả năng thắng thầu của CTD trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt, nhờ Công ty có thành tích tốt đã được kiểm chứng và sức khỏe tài chính lành mạnh – những yếu tố được khách hàng chú trọng nhất. Chúng tôi lưu ý rằng, các nhà thầu đảm nhận công tác xây dựng nền móng thường được giao các gói thầu kết cấu và hoàn thiện tòa nhà, vì các chủ đầu tư hiếm khi thay đổi nhà thầu khi dự án đang được triển khai.

- **Trúng gói thầu số 11.5 của dự án sân bay quốc tế Long Thành:** Gần đây, CTD đã trúng gói thầu số 11.5 - Thi công xây dựng công trình nhà để xe tại sân bay quốc tế Long Thành trị giá 3.143 tỷ đồng (trong liên danh với Tổng Công ty Xây dựng Số 1 (CC1; chưa khuyến nghị) và CTCP Fecon (FCN; chưa khuyến nghị). Thành quả này thể hiện: 1) việc CTD tiếp tục tham gia vào các dự án hạ tầng công cộng lớn, với 3 dự án tính đến thời điểm hiện tại; 2) sự nhìn nhận của Chính phủ về năng lực của CTD sau khi triển khai dự án đường Thủy Vân; và 3) khẳng định sự thành công của CTD trong việc mở rộng HKKD sang mảng đầu tư công, phù hợp với chủ trương đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng của Chính phủ (giai đoạn 2025-2030).

Với việc được giao thi công những dự án lớn, chúng tôi ước tính giá trị tồn kho của CTD sẽ được duy trì ở mức lành mạnh, trong khoảng 30-35 nghìn tỷ đồng (từ mức hiện tại 25-27 nghìn tỷ đồng) trong ít nhất 2 quý. Dự báo trên được thúc đẩy bởi: (1) sự phục hồi của thị trường BĐS, (2) dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào Việt Nam, và (3) chương trình phát triển cơ sở hạ tầng của Chính phủ.

Trích lập dự phòng và các khoản phải thu: Những yếu tố chi phối lợi nhuận

Tính đến tháng 12/2024, CTD đã duy trì được mục tiêu liên quan đến chi phí dự phòng cho các khoản phải thu khó đòi vì không có khoản dự phòng mới nào được trích lập trong hai quý liên tiếp. Do đó, số dư của các khoản phải thu khó đòi giảm xuống còn 2.032 tỷ đồng, cho thấy đã hoàn nhập khoảng 130 tỷ đồng trong Q4/2024 hoặc 210 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2024.

Trong khi đó, vào ngày 19/2/2025, Công ty cho biết đã đạt được bước tiến lớn trong việc giải quyết các khoản phải thu khó đòi sau khi Tòa án nhân dân Quận 1, TP.HCM ban hành Quyết định số 08/2025/QĐST-KDTM. Mặc dù thông tin chi tiết vẫn chưa được công bố, HSC đánh giá rằng Quyết định này liên quan đến dự One Central HCM (nằm đối diện chợ Bến Thành, TP.HCM). Dự án này, trước đây do Saigon Glory (Bitexco; chưa niêm yết) sở hữu, đã được chuyển nhượng cho CTCP Đầu Tư và Phát Triển Bất Động Sản Phương Đông (tư nhân/chưa niêm yết) vào ngày 20/10/2024.

Trong Q4/2024 (hoặc cuối Q2/NĐTC 2024-2025), CTD đã trích lập dự phòng đầy đủ 143 tỷ đồng các khoản phải thu khó đòi liên quan đến Saigon Glory. Do đó, việc hoàn nhập dự phòng thành công từ dự án này sẽ thúc đẩy lợi nhuận thuần NĐTC 2024-2025 lên mức cao hơn HKKD ban đầu của Công ty là 430 tỷ đồng, theo công bố gần đây của CTD.

Bảng 2: Nợ xấu tính đến cuối quý 2 NĐTC 2025, CTD

Khả năng hoàn nhập dự phòng lớn từ Sagigon Glory (143 tỷ đồng) sẽ thúc đẩy lợi nhuận thuần vượt mục tiêu 430 tỷ đồng

Tỷ đồng	Tính đến 30/9/2024			Tính đến 30/12/2024		
	Giá trị	Dự phòng	Còn lại	Giá trị	Dự phòng	Còn lại
Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt	484	484	-	484	484	-
Công ty TNHH Saigon Glory	143	143	-	143	143	-
Công ty Cổ phần Đầu tư Minh Việt	122	122	-	122	122	-
Các công ty khác	1,494	607	887	1,285	603	681
Tổng	2,243	1,355	887	2,033	1,352	681

Nguồn: CTD, HSC

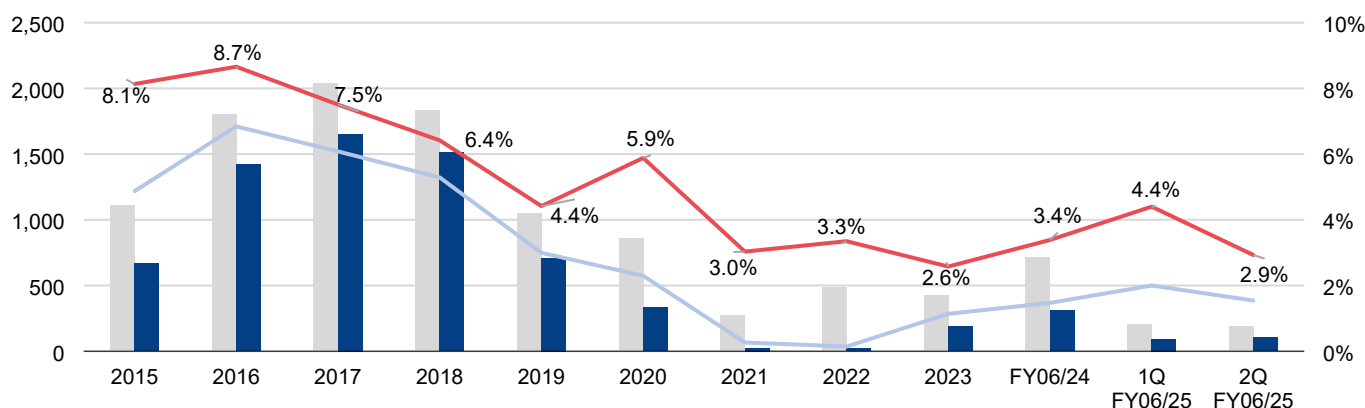
Tỷ suất lợi nhuận: Giai đoạn nước rút cho 2 quý tiếp theo

Mặc dù doanh thu, giá trị dự án đang triển khai, và các khoản phải thu khó đòi đang trên đà vượt HKKD cho cả năm, tỷ suất lợi nhuận của CTD vẫn đang thấp hơn mục tiêu của BLĐ đề ra (4,4% và 2,9% trong Q1 và Q2/NĐTC 2024-2025 và 3,5% trong nửa đầu NĐTC 2024-2025). Trong khi kết quả trên cải thiện nhiều so với các quý trước đó nhưng vẫn thấp hơn so với HKKD Công ty đề ra ở mức 4,4%. Do đó, CTD

sẽ cần phải chú ý đến chi phí trong nửa cuối NĐTC 2024-2025 để đạt được mục tiêu về tỷ suất lợi nhuận.

Biểu đồ 3: Lợi nhuận gộp và lợi nhuận thuần (tỷ đồng), CTD

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện so với mức nền thấp giai đoạn 2021-2023, tuy nhiên dự báo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận sẽ gia tăng nửa cuối năm 2025 nếu muốn đạt được kế hoạch đề ra.



Nguồn: CTD, HSC

Mảng đầu tư BĐS không cốt lõi sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ NĐTC 2025-2026

Ngày 6/1/2025, CTD và Lê Phong Group (chưa niêm yết) tổ chức sự kiện mở bán cho dự án căn hộ cao tầng Emerald 68 (CTD sở hữu 49% lợi ích). Dự án này, tọa lạc tại thành phố Thuận An, tỉnh Bình Dương, được xây dựng trên diện tích đất khoảng 9.000 m2 và có hai tòa nhà với 770 căn hộ, có tổng vốn đầu tư 2,0 nghìn tỷ đồng. CTD sở hữu 49% cổ phần của dự án. Tính đến tháng 2/2025, CTD và Lê Phong đã hoàn tất công tác xây dựng phần nền và móng của dự án.

Ngoài ra, CTD cũng đang hợp tác với BEHS JSC (BEHS; chưa niêm yết) để phát triển một dự án lớn tại Bến Lức, Long An. Dự án, tọa lạc trên diện tích đất khoảng 21,1 ha, có tổng vốn đầu tư là 12,6 nghìn tỷ đồng. Dự án đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng. HSC chưa có thông tin liên quan đến cổ phần của CTD tại dự án này.

Bình 4: Dự án Emerald 68, tính đến tháng 2/2025

Hoàn thành phần móng và tầng hầm



Nguồn: CTD – Lê Phong

Dự báo lợi nhuận thuần: Giữ nguyên cho NĐTC 2024-2025, tăng cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027

Lưu ý, CTD đã chuyển thời điểm kết thúc năm tài chính từ 31 tháng 12 sang 30 tháng 6. Năm tài chính đầu tiên (12 tháng và sau khi điều chỉnh) bắt đầu từ ngày 1/7/2023 đến ngày 30/6/2024 (thời gian từ ngày 1/1/2023 đến ngày 30/6/2023 được xem là giai đoạn chuyển tiếp). HSC đã phải điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho NĐTC 2023-2024 và các NĐTC tiếp theo.

HSC giữ nguyên dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần NĐTC 2024-2025 lần lượt ở mức 25,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,3%) và 512 tỷ đồng (tăng trưởng 65,8%). Tuy nhiên, chúng tôi tăng lần lượt 10,7% và 28,3% dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 35,4% và 25,8% đạt 694 tỷ đồng và 873 tỷ đồng trên doanh thu thuần 30,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,9%) và 35 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 16,2%). Mặc dù Công ty báo cáo có cải thiện đáng kể về hoạt động trích lập dự phòng và số lượng dự án đang triển khai, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm nay do giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp xuống 4,0% (từ 4,4%). Chúng tôi cũng giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong 3 năm tiếp theo xuống bình quân 4,0% (trước đó: 4,4%).

Bảng 5: Ước tính lợi nhuận cũ và mới, CTD

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Khác nhau	Tăng trưởng
2024				
Doanh thu	21,045	-	-	N/a
Lợi nhuận gộp	713	-	-	N/a
Chi phí BH&QL	(581)	-	-	N/a
Lợi nhuận thuần	309	-	-	N/a
Chi phí dự phòng	(251)	-	-	N/a
LNTT (không bao gồm CP dự phòng)	413	-	-	N/a
2025				
Doanh thu	24,972	25,107	0.5%	19.3%
Lợi nhuận gộp	1,011	991	-1.9%	39.1%
Chi phí BH&QL	(529)	(453)	-14.2%	-22.0%
Lợi nhuận thuần	500	512	2.4%	65.8%
Chi phí dự phòng	(163)	(66)	-59.6%	-73.7%
LNTT (không bao gồm CP dự phòng)	569	706	24.1%	70.8%
2026				
Doanh thu	26,251	30,115	14.7%	19.9%
Lợi nhuận gộp	1,173	1,222	4.2%	23.3%
Chi phí BH&QL	(546)	(481)	-11.8%	6.2%
Lợi nhuận thuần	627	694	10.7%	35.4%
Chi phí dự phòng	(130)	(49)	-62.1%	-25.0%
LNTT (không bao gồm CP dự phòng)	668	916	37.2%	29.8%
2027				
Doanh thu	28,126	35,006	24.5%	16.2%
Lợi nhuận gộp	1,279	1,501	17.4%	22.8%
Chi phí BH&QL	(617)	(562)	-8.9%	16.7%
Lợi nhuận thuần	681	873	28.3%	25.8%
Chi phí dự phòng	(104)	(37)	-64.5%	-25.0%
LNTT (không bao gồm CP dự phòng)	695	1,128	62.3%	23.1%

Nguồn: HSC ước tính

Tuy nhiên, việc thắng gói thầu lớn tại dự án sân bay Quốc tế Long Thành đã củng cố niềm tin của chúng tôi đối với khả năng không ngừng mở rộng danh mục dự án đang triển khai của CTD, do Công ty đã thành công trong việc mở rộng HĐKD sang lĩnh vực đầu tư công nhưng vẫn giữ được nền tảng vững chắc ở mảng BĐS nhà ở (với việc thắng thầu tại dự án Global City) và các dự án FDI. Từ đó, chúng tôi tăng mạnh dự báo số lượng dự án đang triển khai và doanh thu hằng năm. Những thành quả trên củng cố hơn nữa vị thế của CTD như là (1) một công ty đầu ngành trong tương

lai (2) một trong những đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ các xu hướng ngành: sự phục hồi của thị trường BĐS, dòng vốn FDI tiếp tục chảy vào Việt Nam, và chính sách đẩy mạnh đầu tư công của Chính phủ.

Nếu loại trừ chi phí dự phòng – chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng, nhưng cũng đã điều chỉnh giảm bình quân 60% so với dự báo trước đó cho ba năm tới – chúng tôi dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng 70,8%, 29,8% và 23,1%.

Nhìn chung, lợi nhuận thuần và doanh thu của Công ty dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 41,4% và 18,5%.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh tăng 4,2% giá mục tiêu lên 100.000đ trên cơ sở tăng dự báo lợi nhuận và triển vọng tích cực của CTD trước những diễn biến thuận lợi mới. Với tiềm năng tăng giá 12% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây.

Chúng tôi tiếp tục nhận thấy triển vọng cải thiện hơn ở tất cả các phân khúc xây dựng khi CTD là một trong những đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng của nhiều ngành: (1) sự phục hồi của thị trường BĐS, (2) dòng vốn FDI vào Việt Nam ổn định, và (3) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng – dẫn đến định giá cao hơn.

Các giả định định giá như sau:

- HSC áp dụng mô hình DCF hai giai đoạn để định giá cổ phiếu. Giai đoạn tăng trưởng cho CTD dự phóng từ NĐTC 2023-2024 đến NĐTC 2029-2030. Theo đó, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% để tính giá trị dài hạn.
- Phương pháp định giá của chúng tôi tiếp tục sử dụng giả định WACC 13,1%, dựa trên lãi suất phi rủi ro 4,0% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 9,0% (không đổi) (bao gồm phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm, phản ánh thực trạng về việc huy động vốn đối với ngành BĐS và các ngành liên quan tại Việt Nam, trên phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 7,5%) và hệ số beta 1,1 lần (bình quân 2 năm). Giả định chi phí vốn CSH cơ bản của chúng tôi vẫn ở mức 13,9%, trong khi giả định chi phí nợ cũng không đổi. Chúng tôi giả định tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 16,3%.
- Thời điểm định giá được điều chỉnh 6 tháng đến cuối năm 2025.

Bảng 6: Định giá DCF, CTD

Giá mục tiêu mới là 100.000đ (điều chỉnh thời điểm cuối năm 2025), tiềm năng tăng giá 12,4%

Tỷ đồng	FY6/25F	FY6/26F	FY6/27F	FY6/28F	FY6/29F	FY6/30F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,266)	712	1,154	1,406	2,044	694
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)						2.0%
Giá trị dài hạn						6,373
Dòng tiền tương lai	(1,266)	712	1,154	1,406	2,044	7,066
Giá trị hiện tại	(1,266)	630	902	972	1,249	3,818
Giá trị doanh nghiệp	7,656					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,444					
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	4,212					
- Tổng nợ	(1,540)					
+ Tiền & tương đương tiền	3,345					
Giá trị vốn CSH	9,461					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	99.9					
Giá trị hợp lý/cp (tính đến cuối năm tài chính 2025 – 6/25)	94,000					
Giá trị hợp lý/cp (tính đến cuối năm tài chính 2026 – 6/26)		106,000				
Giá trị hợp lý/cp (tính đến cuối năm 2025 – 12/25)	100,000					

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, CTD

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	3.0%	102,000	104,000	106,000	108,000	111,000
	3.5%	99,000	101,000	103,000	105,000	107,000
	4.0%	97,000	99,000	100,000	102,000	105,000
	4.5%	95,000	96,000	98,000	100,000	102,000
	5.0%	93,000	95,000	96,000	98,000	100,000

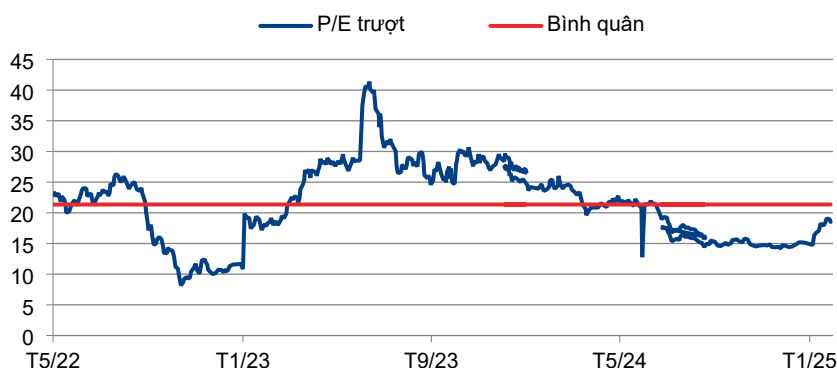
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 24% trong 1 tháng qua và tăng 35% trong 3 tháng qua – do thị trường phản ứng trước các thông tin tích cực – cũng như tăng 26% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào ngày 17/5/2024, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,7 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (14%) so với bình quân 3 năm ở mức 22,5 lần trong khi định giá của CTD cũng cao hơn giá trị sổ sách 1,0 lần (so với 0,8 lần vào ngày 17/5/2024).

Biểu đồ 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, CTD

CTD hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,7 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 22,5 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	06-22A	06-24A	06-25F	06-26F	06-27F
Doanh thu	14,537	21,045	25,107	30,115	35,006
Lợi nhuận gộp	487	713	991	1,222	1,501
Chi phí BH&QL	(735)	(581)	(453)	(481)	(562)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	(248)	132	538	741	939
Lãi vay thuần	218	175	17.9	41.5	67.1
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(23.8)	(0.01)	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	88.4	79.5	84.7	84.7	84.7
LNTT	34.8	386	640	867	1,091
Chi phí thuế TNDN	(14.0)	(77.0)	(128)	(173)	(218)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.08	0.02	0	0	0
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	20.9	309	512	694	873
Lợi nhuận thuần ĐC	20.9	309	512	694	873
EBITDA ĐC	(142)	175	726	862	1,056
EPS (đồng)	201	3,236	5,324	6,941	8,735
EPS ĐC (đồng)	201	3,236	5,324	6,941	8,735
DPS (đồng)	0	0	1,037	1,556	1,556
Slg CP bình quân (triệu đv)	104	95.5	96.2	99.9	99.9
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	98.7	99.9	99.9	99.9	99.9
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	98.7	99.9	99.9	99.9	99.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	06-22A	06-24A	06-25F	06-26F	06-27F
Tiền & tương đương tiền	1,064	2,210	888	1,478	2,500
Đầu tư ngắn hạn	1,778	1,868	1,868	1,868	1,868
Phải thu khách hàng	11,235	12,024	14,824	17,563	19,627
Hàng tồn kho	2,838	3,126	5,214	5,865	6,354
Các tài sản ngắn hạn khác	549	1,228	1,350	1,485	1,632
Tổng tài sản ngắn hạn	17,465	20,456	24,144	28,258	31,980
TSCĐ hữu hình	560	456	331	283	187
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	37.6	331	303	290	277
Đầu tư dài hạn	302	307	307	307	307
Đầu tư vào Cty LD,LK	9.42	2.46	2.46	2.46	2.46
Tài sản dài hạn khác	593	1,317	1,648	1,648	1,648
Tổng tài sản dài hạn	1,502	2,413	2,592	2,531	2,422
Tổng cộng tài sản	18,967	22,869	26,736	30,789	34,402
Nợ ngắn hạn	553	1,519	1,519	1,519	1,519
Phải trả người bán	5,189	6,161	7,598	8,707	9,639
Nợ ngắn hạn khác	2,356	4,071	4,714	5,500	6,277
Tổng nợ ngắn hạn	10,227	14,223	17,682	21,232	24,171
Nợ dài hạn	524	21.1	21.1	21.1	21.1
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	29.5	29.5	29.5	29.5
Nợ dài hạn khác	2.41	3.57	3.57	3.57	3.57
Tổng nợ dài hạn	527	54.2	54.2	54.2	54.2
Tổng nợ phải trả	10,753	14,278	17,736	21,286	24,225
Vốn chủ sở hữu	8,213	8,591	8,999	9,503	10,177
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.54	0.53	0.53	0.53	0.53
Tổng vốn chủ sở hữu	8,214	8,591	9,000	9,503	10,177
Tổng nợ phải trả và VCSH	18,967	22,869	26,736	30,789	34,402
BVPS (đ)	83,246	85,966	90,055	95,094	101,836
Nợ thuần*/(tiền mặt)	12.7	(670)	652	62.8	(959)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	06-22A	06-24A	06-25F	06-26F	06-27F
EBIT	(248)	132	538	741	939
Khấu hao	(106)	(43.5)	(189)	(122)	(116)
Lãi vay thuần	218	175	17.9	41.5	67.1
Thuế TNDN đã nộp	(55.8)	(80.1)	(128)	(173)	(218)
Thay đổi vốn lưu động	(1,919)	(397)	(1,849)	58.9	293
Khác	559	398	(34.3)	(68.4)	(98.3)
LCT thuần từ HKKD	(1,626)	24.3	(1,309)	656	1,009
Đầu tư TS dài hạn	(195)	(551)	(35.9)	(61.1)	(6.91)
Góp vốn & đầu tư	(525)	(264)	0	0	0
Thanh lý	1.96	23.9	0	0	0
Khác	1,451	1,031	126	150	176
LCT thuần từ HĐĐT	733	240	90.5	88.9	169
Cổ tức trả cho CSH	0	0	(104)	(155)	(155)
Thu từ phát hành CP	0	7.13	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,072	56.9	0	0	0
Khác	0	(0.91)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,072	63.1	(104)	(155)	(155)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	885	1,883	2,210	888	1,478
LCT thuần trong kỳ	180	328	(1,322)	589	1,022
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.01)	0.06	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,064	2,210	888	1,478	2,500
Dòng tiền tự do	(1,821)	(526)	(1,345)	595	1,002

Các chỉ số tài chính	06-22A	06-24A	06-25F	06-26F	06-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	3.35	3.39	3.95	4.06	4.29
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(0.98)	0.83	2.89	2.86	3.02
Tỷ suất LNT (%)	0.14	1.47	2.04	2.30	2.49
Thuế TNDN hiện hành (%)	40.3	19.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	60.1	44.8	19.3	19.9	16.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(3.77)	224	315	18.7	22.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(13.1)	1,381	65.7	35.4	25.8
Tăng trưởng EPS (%)	(12.6)	1,507	64.5	30.4	25.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.6)	1,507	64.5	30.4	25.8
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	50.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	19.5	22.4	17.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.25	3.68	5.83	7.50	8.87
ROACE (%)	(2.92)	1.51	6.08	7.96	9.49
Vòng quay tài sản (lần)	0.88	1.01	1.01	1.05	1.07
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	6.56	0.18	(2.43)	0.88	1.07
Số ngày tồn kho	73.7	56.1	78.9	74.1	69.2
Số ngày phải thu	292	216	224	222	214
Số ngày phải trả	135	111	115	110	105
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	26.0	20.0	49.1	57.7	55.9
Nợ/tài sản (%)	16.9	17.2	19.8	22.6	23.8
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	(22.6)	22.4	7.30	8.07	7.76
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.71	1.44	1.37	1.33	1.32
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.60	0.39	0.38	0.30	0.23
EV/EBITDA ĐC (lần)	(62.0)	46.9	13.1	10.4	7.52
P/E (lần)	442	27.5	16.7	12.8	10.2
P/E ĐC (lần)	442	27.5	16.7	12.8	10.2
P/B (lần)	1.07	1.04	0.99	0.94	0.87
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.17	1.75	1.75

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn