

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ90,000 (từ VNĐ100,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 11.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (16/5/2025)	81,000
Mã Bloomberg	CTD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	58,127-96,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	81,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,094
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	312
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	5.74	(12.1)	20.9
So với chỉ số	(1.22)	(14.8)	14.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,809	3,299	45.8
2026F	5,225	4,414	18.4
2027F	5,515	5,623	(1.9)

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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng; tiềm năng tăng giá 11% sau khi điều chỉnh giảm giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CTD nhưng giảm 10% giá mục tiêu xuống 90.000đ do giảm dự báo lợi nhuận (số lượng dự án chưa triển khai dồi dào nhưng tỷ suất lợi nhuận thấp) sau khi phân tích KQKD Q3/NĐTC 2024-2025 (năm tài chính kết thúc vào tháng 6) và triển vọng doanh nghiệp.
- Chúng tôi giảm lần lượt bình quân 8% và 30% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027 đa phần do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận do chi phí nguyên vật liệu tăng cao cũng như áp lực cạnh tranh ngày càng lớn làm ảnh hưởng đến lợi nhuận.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần và thấp hơn 0,9 lần so với giá trị sổ sách tại thời điểm cuối NĐTC 2024-2025. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 11%.

Sự kiện: Cập nhật dự báo sau khi công bố KQKD Q3/NĐTC 2024-2025

HSC cập nhật dự báo lợi nhuận đối với CTD sau khi Công ty công bố KQKD Q3/NĐTC 2024-2025 trong thời gian gần đây, thấp hơn so với kỳ vọng đa phần do tỷ suất lợi nhuận giảm. Trong quý, CTD ghi nhận doanh thu 5.003 tỷ đồng (tăng 7,2% so với cùng kỳ, nhưng giảm 27,3% so với quý trước) và lợi nhuận thuần đạt 57 tỷ đồng (giảm 45,5% so với cùng kỳ và giảm 46,2% so với quý trước). Vui lòng xem báo cáo gần nhất của chúng tôi được phát hành vào [ngày 8/5/2025](#) để có thông tin chi tiết.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027

Đối với giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027, HSC giảm lần lượt bình quân 8% và 30% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đa phần do giá VLXD tăng và áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng. Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần NĐTC 2024-2025 được điều chỉnh giảm lần lượt xuống 24 nghìn tỷ đồng (tăng 14,2%) và 463 tỷ đồng (tăng 49,8%) trong khi cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng lần lượt 12,8% và 5,6% đạt 522 tỷ đồng và 551 tỷ đồng trên doanh thu 27,7 nghìn tỷ đồng (tăng 15,3%) và 30 nghìn tỷ đồng (tăng 10,6%).

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi và doanh thu dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 15,4% và 8,5%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần. HSC điều chỉnh giảm 10% giá mục tiêu xuống 90.000đ, do tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định WACC lớn hơn tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối NĐTC 2025-2026. Với tiềm năng tăng giá 11,1% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. HSC tiếp tục nhận thấy triển vọng ngành được cải thiện nhờ các hợp đồng mới được ký kết do ngày càng có thêm nhiều dự án đầu tư công và các khu dân cư. HSC tin rằng CTD đang có vị thế tốt để hưởng lợi lớn từ các xu hướng này nhờ có thành tích đã được chứng minh, số lượng dự án đang triển khai lớn và vị thế tiền mặt vững chắc. Tuy nhiên, (1) giá VLXD tăng cao và (2) sự cạnh tranh gay gắt hơn trong lĩnh vực vốn đang phục hồi khá chậm có thể dẫn đến xu hướng giảm giá hơn nữa, tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận vốn đã rất thấp ở tất cả các công ty cùng ngành. Trên thực tế, điều này có thể củng cố thị trường hơn nữa mặc dù có thể làm chậm quá trình phục hồi chung của toàn ngành.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/5.

Cuối năm: Tháng 6	06-22A	06-24A	06-25F	06-26F	06-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(142)	175	664 ▼	646 ▼	654
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	20.9	309	463 ▼	522 ▼	551
EPS ĐC (đồng)	201	3,236	4,809 ▼	5,225 ▼	5,515
DPS (đồng)	0	0	1,037 ▼	1,556	1,556
BVPS (đồng)	83,246	85,966	89,560 ▼	92,968 ▼	96,652
EV/EBITDA ĐC (lần)	(56.5)	42.4	13.1	12.5	10.9
P/E ĐC (lần)	402	25.0	16.8	15.5	14.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.28	1.92	1.92
P/B (lần)	0.97	0.94	0.90	0.87	0.84
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.6)	1,507	48.6	8.64	5.56
ROAE (%)	0.25	3.68	5.28	5.73	5.82

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

Dự án chưa triển khai dồi dào, nhưng triển vọng tỷ suất lợi nhuận kém; Tăng tỷ trọng

HSC giảm 10% giá mục tiêu xuống 90.000đ, đa phần do giảm dự báo lợi nhuận (chủ yếu do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận). Dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027 cũng được điều chỉnh giảm do chúng tôi cho rằng giá VLXD cao hơn và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành sẽ tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của công ty và của toàn ngành. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi và doanh thu dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 15,4% và 8,5%. Với tiềm năng tăng giá 11,1% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Cập nhật những HĐKD và xu hướng đầu tư chính

Dự án chưa triển khai dồi dào

Tính đến Q3/NĐTC 2024-2025, giá trị dự án chưa triển khai của CTD đạt 37 nghìn tỷ đồng (so với 35 nghìn tỷ đồng trong 2 quý trước đó), với các hợp đồng ký mới tiếp tục vượt doanh thu ghi nhận trong giai đoạn này. Các dự án lớn mà Công ty trúng thầu bao gồm sân bay Gia Bình, The 9 Stellers và Eco Retreat Long An.

Trong các quý gần đây, đa phần dự án CTD giành được đều thuộc lĩnh vực đầu tư công và nhà ở, so với trọng tâm trước đây là các dự án FDI/công nghiệp. Sự thay đổi này đang trở nên mạnh mẽ hơn do những bất ổn xuất phát từ đề xuất áp thuế của Mỹ.

Chúng tôi lưu ý rằng, các dự án FDI/công nghiệp mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn (6%) nhờ thời gian triển khai ngắn, dòng tiền mạnh và thanh toán nhanh, trong khi tỷ suất lợi nhuận của các dự án nhà ở đạt 4-5% và đầu tư công ở mức 1-2%.

Bảng 1: Doanh thu các dự án chưa ghi nhận của CTD, tỷ đồng

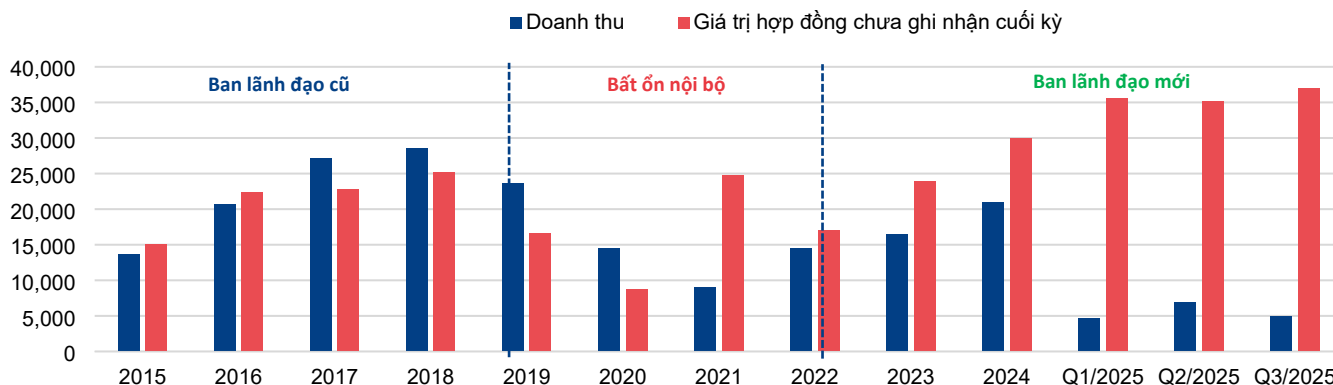
Các hợp đồng mới ký tiếp tục vượt xa doanh thu đã ghi nhận trong kỳ

Tỷ đồng	Q1/25	Q2/25	Q3/25	So với quý trước	9T/25	9T/24	So với cùng kỳ
Giá trị hợp đồng chưa ghi nhận đầu kỳ	30,000	35,592	35,206	-1.1%	30,000	24,000	25.0%
Hợp đồng mới	10,300	6,500	6,800	4.6%	23,600	17,419	35.5%
Doanh thu đã ghi nhận	4,759	6,886	5,003	-27.3%	16,647	14,419	15.5%
Giá trị hợp đồng chưa ghi nhận cuối kỳ	35,592	35,206	37,004	5.1%	37,004	27,000	37.1%

Nguồn: CTD, HSC ước tính

Biểu đồ 2: Doanh thu và giá trị hợp đồng chưa ghi nhận cuối kỳ (tỷ đồng), CTD

Ban lãnh đạo mới tiếp tục chứng minh khả năng giành hợp đồng mới, khi giá trị doanh thu chưa ghi nhận đạt mức cao kỳ lục, giải đáp cho mối quan tâm của NGT từ khi thay đổi ban lãnh đạo mới trong năm 2022-2023



Nguồn: CTD, HSC

Các khoản phải thu khó đòi giảm mạnh...

Số dư các khoản phải thu khó đòi của CTD tiếp tục giảm xuống 1.937 tỷ đồng (từ 2.033 tỷ đồng trong quý trước đó, hoặc 2.242 tỷ đồng của cùng kỳ năm ngoái), cho thấy Công ty đã phân loại lại khoảng 93 tỷ đồng các khoản phải thu khó đòi trong Q1/2025 hoặc 305 tỷ đồng trong 9 tháng đầu NĐTC 2024-2025. Do hầu hết các khoản nợ khó đòi này chưa được trích lập dự phòng, việc phân loại lại có thể làm các khoản phải thu tăng lên 13,1 nghìn tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ), trong khi hoàn nhập dự phòng thực tế được ghi nhận ở mức 8,3 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng đầu NĐTC 2024-2025.

Bảng 3: Nợ xấu tính đến cuối quý 3 NĐTC 2025, CTD

Khả năng hoàn nhập dự phòng lớn từ Saigon Glory (143 tỷ đồng) sẽ ghi nhận trong Q4/2025

Tỷ đồng	Q1/25 (Q3/25)			Q2/24 (Q1/25)		
	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	1,189	630	560	1,494	607	887
Tổng	1,938	1,378	560	2,243	1,355	887

Nguồn: CTD, HSC

...nhưng trích lập dự phòng trở lại

Chúng tôi lưu ý rằng sau khi không trích lập dự phòng trong 2 quý liên tiếp, CTD trích lập dự phòng 3,6 tỷ đồng cho các khoản phải thu khó đòi trong quý. Việc hoàn nhập dự phòng đối với dự án One Central Saigon (đối diện chợ Bến Thành, TP.HCM, trước đó do Saigon Glory sở hữu, đã được trích lập dự phòng toàn bộ với 143 tỷ đồng) đã không được thực hiện trong quý. Chúng tôi đã thảo luận chi tiết trong báo cáo gần nhất được phát hành vào ngày 4/3/2025.

Triển vọng tỷ suất lợi nhuận giảm

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q3/NĐTC 2024-2025 của CTD đạt 3,1%, tăng nhẹ từ mức 2,9% trong quý trước đó nhưng giảm mạnh so với mức 4,7% của cùng kỳ năm ngoái. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp 9 tháng đầu NĐTC 2024-2025 đạt 3,1%, giảm 2 điểm phần trăm so với 9 tháng đầu NĐTC 2023-2024 và thấp hơn mục tiêu của Công ty ở mức 4%.

Như đã đề cập trong báo cáo gần nhất được phát hành ngày 4/3/2025, HSC vẫn còn lo ngại đối với sự phục hồi chậm của tỷ suất lợi nhuận gộp của CTD (cũng như của toàn ngành xây dựng), chủ yếu do (theo thứ tự của mức độ tác động):

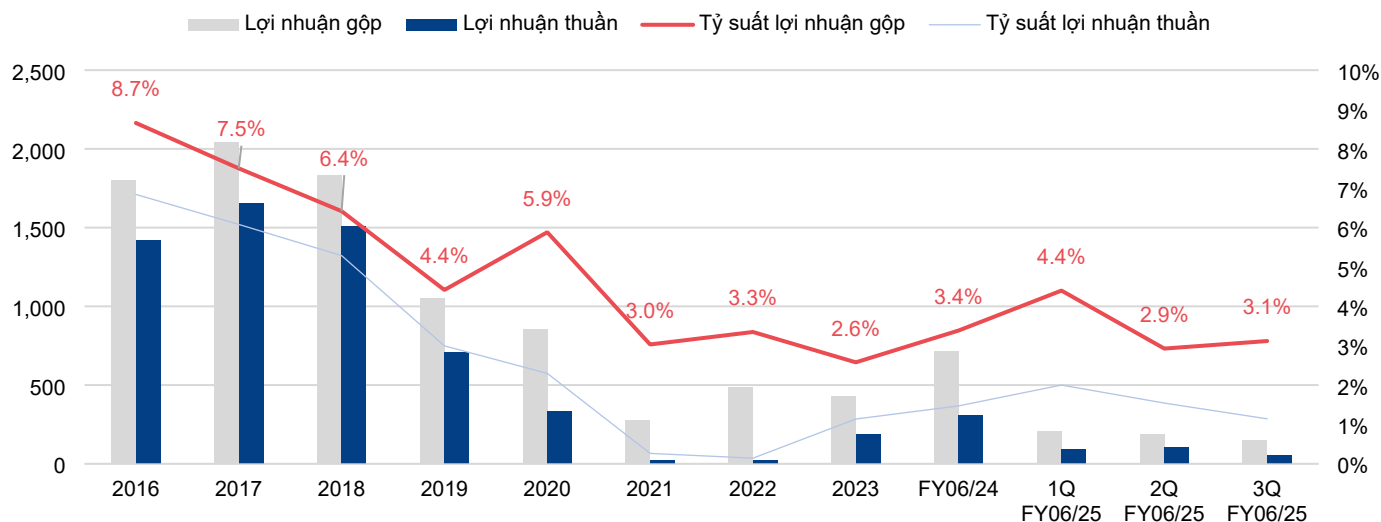
- Chi phí nguyên vật liệu tăng: Theo Hội Vật liệu xây dựng Việt Nam, giá VLXD đã tăng cao hơn so với đầu năm, đặc biệt trong tháng 4/2025 – thời điểm bắt đầu mùa xây dựng cao điểm, cộng với chi phí vận tải tăng cao. Cụ thể, giá cát và đá tăng lần lượt 7% và 2,7% so với đầu năm; trong khi giá thép và xi măng vẫn ổn định. Chúng tôi lưu ý rằng, đây là lý do chính dẫn đến việc giảm giá định tỷ suất lợi nhuận gộp của CTD, theo BLĐ.
- Sự cạnh tranh khốc liệt giữa các nhà thầu ở tất cả các phân khúc dự án: Mặc dù phân khúc BĐS nghỉ dưỡng và nhà ở có dấu hiệu phục hồi mạnh với hàng loạt dự án mới, các nhà phát triển BĐS ưu tiên các nhà thầu đưa ra giá thầu hấp dẫn nhất. Sau khủng hoảng tín dụng năm 2022 khiến nhiều nhà thầu xây dựng phá sản, hầu hết các công ty trong lĩnh vực xây dựng còn lại đa phần đều là những công ty có uy tín, có sức khỏe tài chính và thành tích tốt. Do đó, sự khác biệt chính giữa các nhà thầu hiện tại thường phụ thuộc vào giá thầu và thời gian cam kết hoàn thành dự án. Hiện trạng này thậm chí còn gay gắt hơn trong phân khúc đầu tư công, khi Chính phủ có động thái đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công, mang lại lợi nhuận cao cho các nhà thầu.
- Với tỷ trọng các dự án FDI/công nghiệp trong danh mục dự án chưa triển khai thấp, CTD hưởng tỷ suất lợi nhuận cao hơn, nhờ thời gian xây dựng ngắn hơn và được các khách hàng có tài chính vững mạnh thanh toán đúng hạn.

Mặc dù bảng CĐKT lành mạnh, uy tín trong việc triển khai dự án và mối quan hệ đối tác chiến lược với các nhà phát triển BĐS lớn tại Việt Nam có thể giúp CTD mở rộng hơn nữa danh mục dự án chưa triển khai vốn đã rất lớn trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt, giá VLXD dự kiến cao hơn sẽ là trở ngại đáng kể cho quá trình phục hồi tỷ suất lợi nhuận gộp của Công ty (và toàn ngành).

Do đó, mặc dù thực hiện những nỗ lực cao nhất, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của CTD vẫn sẽ thấp hơn mục tiêu đề ra ở mức 4%.

Biểu đồ 4: Lợi nhuận gộp và lợi nhuận thuần (tỷ đồng), CTD

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện so với mức nền thấp 2021-2023, tuy nhiên áp lực từ giá nguyên vật liệu tăng



Nguồn: CTD, HSC

Dự báo lợi nhuận: Điều chỉnh giảm

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.

Dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027 của CTD được điều chỉnh giảm mạnh. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 8% mỗi năm dự báo doanh thu thuần, chủ yếu là do sự cạnh tranh ngày càng gay gắt có thể xảy ra trong ngành xây dựng. Trong khi đó, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm bình quân 30% trong cùng giai đoạn do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp – cho NĐTC 2024-2025 (xuống 3%, từ 4%), NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 (xuống 3,5% mỗi năm, từ 4%) – nhằm phản ánh tác động từ khả năng giá VLXD tăng cao.

Nói cách khác, tác động tiêu cực của việc giảm giả định tỷ suất lợi nhuận dự kiến sẽ lớn hơn tác động tích cực từ việc tăng số lượng dự án chưa triển khai (giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027) và việc hoàn nhập dự phòng trong năm 2025, như phần thảo luận bên dưới.

HSC điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần NĐTC 2024-2025 lần lượt xuống 24 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14,2%) và 463 tỷ đồng (tăng trưởng 49,8%). Cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027, chúng tôi tăng lần lượt 12,8% và 5,6% dự báo lợi nhuận thuần lên 522 tỷ đồng và 551 tỷ đồng trên doanh thu thuần 27,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,3%) và 30 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10,6%).

Ngoại trừ các khoản chi phí dự phòng, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi giảm 7,5% trong năm nay, sau đó tăng 47% (một phần do phục hồi từ mức nền thấp) và 4,4% trong NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027. Chúng tôi giữ nguyên dự báo chi phí dự phòng cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027, nhưng dự báo hoàn

nhập dự phòng 100 tỷ đồng (theo KHKD do BLĐ đề ra, liên quan đến dự án One Central Saigon cho NĐTC 2024-2025 (trước đó chúng tôi dự báo hoàn nhập dự phòng 66 tỷ đồng). Trong 9 tháng đầu NĐTC 2024-2025, CTD đã trích lập dự phòng tổng cộng 8,3 nghìn tỷ đồng.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận thuần và doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 15,4%, 6% và 8,5%.

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

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025				
Doanh thu	25,107	24,032	-4.3%	14.2%
Lợi nhuận gộp	991	741	-25.3%	3.9%
Chi phí BH&QL	(453)	(265)	-41.5%	-54.4%
Lợi nhuận thuần	512	463	-9.7%	49.8%
Chi phí dự phòng thuần	(66)	100	N/m	N/m
Lợi nhuận 'cốt lõi'	583	383	-34.3%	-7.5%
2026				
Doanh thu	30,115	27,709	-8.0%	15.3%
Lợi nhuận gộp	1,222	990	-19.0%	33.7%
Chi phí BH&QL	(481)	(466)	-3.3%	75.7%
Lợi nhuận thuần	694	522	-24.7%	12.8%
Chi phí dự phòng thuần	(49)	(50)	1.6%	-150.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	746	562	-24.7%	47.0%
2027				
Doanh thu	35,006	30,655	-12.4%	10.6%
Lợi nhuận gộp	1,501	1,095	-27.1%	10.6%
Chi phí BH&QL	(562)	(558)	-0.8%	19.7%
Lợi nhuận thuần	873	551	-36.9%	5.6%
Chi phí dự phòng thuần	(37)	(45)	21.9%	-10.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	912	587	-35.6%	4.4%

Ghi chú: *năm 2025, chúng tôi dự báo khoản hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu nợ xấu 100 tỷ đồng liên quan đến dự án The One.

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 10% giá mục tiêu xuống 90.000đ, do tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định WACC lớn hơn tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối NĐTC 2025-2026 (từ giữa NĐTC 2025-2026 hoặc tháng 12/2026). Với tiềm năng tăng giá 11,1% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Dựa trên những gì chúng tôi tiếp tục nhận thấy là triển vọng ngành được cải thiện nhờ các hợp đồng mới được ký khi cơ sở hạ tầng công cộng và các khu dân cư đang mở rộng mạnh mẽ. HSC tin rằng CTD đang có vị thế tốt để hưởng lợi lớn từ các xu hướng này nhờ có thành tích đã được chứng minh, số lượng dự án đang triển khai lớn và vị thế tiền mặt vững chắc.

Tuy nhiên, (1) giá vật liệu tăng và (2) sự cạnh tranh gay gắt hơn trong ngành vốn đang phục hồi khá chậm có thể gia tăng xu hướng cạnh tranh về giá, tiếp tục tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận vốn đã rất thấp ở tất cả các công ty trong ngành. Trên thực tế, điều này có thể tiếp tục thu hẹp số lượng doanh nghiệp trong ngành và làm chậm quá trình phục hồi chung.

Một số thông tin bổ sung liên quan đến các giả định định giá như sau:

- HSC áp dụng mô hình DCF hai giai đoạn để định giá cổ phiếu CTD. 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.
- Giả định WACC cập nhật là 14,3% (tăng từ mức 13,1% trước đó). Chúng tôi tăng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh từ 9% lên 10,25% (bao gồm phần bù phụ

trội 1,5 điểm phần trăm nhằm phản ánh thực trạng về việc huy động vốn đối với ngành BĐS và các ngành liên quan tại Việt Nam) sau khi tăng phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% (từ 7,5%), trong khi lãi suất phi rủi ro ở mức 4% và hệ số beta bình quân 2 năm ở mức 1,1 lần (không đổi).

Giả định chi phí vốn CSH cơ bản của chúng tôi vẫn ở mức 15,3%, trong khi giả định chi phí nợ cũng không đổi ở mức 10%. Chúng tôi giả định tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 16,3%.

Bảng 6: Định giá DCF, CTD

Giá mục tiêu mới là 90.000đ, tiềm năng tăng giá 11,1%

Tỷ đồng	FY6/25	FY6/26	FY6/27	FY6/28	FY6/29	FY6/30
FCFF	(1,041)	765	1,075	1,115	1,214	650
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)						2.0%
Giá trị dài hạn						5,392
Dòng tiền tương lai	(1,041)	765	1,075	1,115	1,214	6,042
Giá trị hiện tại	-	765	940	854	813	3,540
Giá trị doanh nghiệp		6,231				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		3,540				
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030		2,691				
- Tổng nợ		(1,540)				
+ Tiền & tương đương tiền		4,360				
Giá trị vốn CSH		9,051				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		99.9				
Giá trị hợp lý/cp (cuối năm 2026)		90,000				

Nguồn: HSC

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

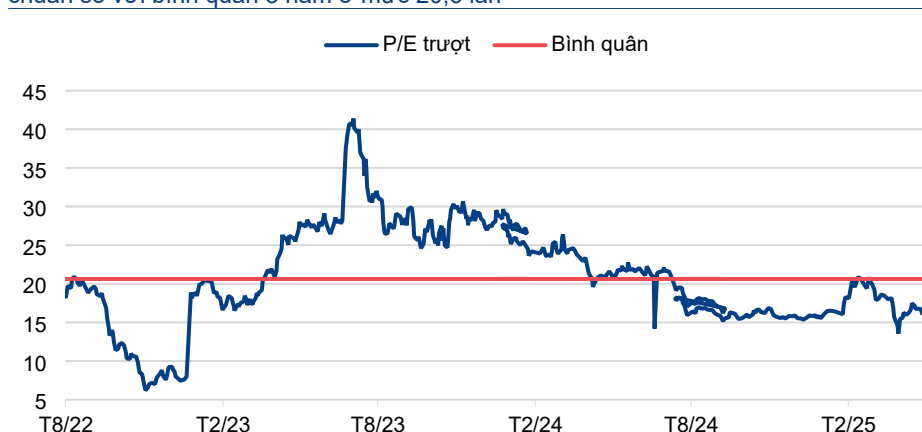
Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	91,000	93,000	94,000	96,000	98,000
	3.5%	89,000	91,000	92,000	94,000	96,000
	4.0%	87,000	89,000	90,000	92,000	93,000
	4.5%	86,000	87,000	88,000	90,000	91,000
	5.0%	85,000	86,000	87,000	88,000	90,000

Nguồn: HSC

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

CTD hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần và thấp hơn 0,9 lần so với giá trị sổ sách tại thời điểm cuối NĐTC 2024-2025.

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	24,032	27,709	30,655
Lợi nhuận gộp	487	713	741	990	1,095
Chi phí BH&QL	(735)	(581)	(265)	(466)	(558)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	(248)	132	475	525	537
Lãi vay thuần	218	175	18.5	43.5	66.9
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	579	653	689
Chi phí thuế TNDN	(14.0)	(77.0)	(116)	(131)	(138)
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	463	522	551
Lợi nhuận thuần ĐC	20.9	309	463	522	551
EBITDA ĐC	(142)	175	664	646	654
EPS (đồng)	201	3,236	4,809	5,225	5,515
EPS ĐC (đồng)	201	3,236	4,809	5,225	5,515
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	925	1,554	2,492
Đầu tư ngắn hạn	1,778	1,868	1,868	1,868	1,868
Phải thu khách hàng	11,235	12,024	14,336	16,264	17,234
Hàng tồn kho	2,838	3,126	5,033	5,418	5,597
Các tài sản ngắn hạn khác	549	1,228	1,350	1,485	1,632
Tổng tài sản ngắn hạn	17,465	20,456	23,513	26,588	28,823
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	26,104	29,119	31,245
Nợ ngắn hạn	553	1,519	1,519	1,519	1,519
Phải trả người bán	5,189	6,161	7,338	8,052	8,504
Nợ ngắn hạn khác	2,356	4,071	4,553	5,131	5,600
Tổng nợ ngắn hạn	10,227	14,223	17,100	19,774	21,531
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	17,154	19,828	21,586
Vốn chủ sở hữu	8,213	8,591	8,950	9,290	9,659
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	8,950	9,291	9,659
Tổng nợ phải trả và VCSH	18,967	22,869	26,104	29,119	31,245
BVPS (đ)	83,246	85,966	89,560	92,968	96,652
Nợ thuần/(tiền mặt)	12.7	(670)	615	(13.4)	(952)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	06-22A	06-24A	06-25F	06-26F	06-27F
EBIT	(248)	132	475	525	537
Khấu hao	(106)	(43.5)	(189)	(122)	(116)
Lãi vay thuần	218	175	18.5	43.5	66.9
Thuế TNDN đã nộp	(55.8)	(80.1)	(116)	(131)	(138)
Thay đổi vốn lưu động	(1,919)	(397)	(1,574)	285	536
Khác	559	398	(222)	(84.1)	(103)
LCT thuần từ HKKD	(1,626)	24.3	(1,272)	693	925
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	127	152	175
LCT thuần từ HĐĐT	733	240	91.0	90.8	168
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	925	1,554
LCT thuần trong kỳ	180	328	(1,285)	628	938
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.01)	0.06	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,064	2,210	925	1,554	2,492
Dòng tiền tự do	(1,821)	(526)	(1,308)	632	918

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	3.08	3.57	3.57
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(0.98)	0.83	2.76	2.33	2.13
Tỷ suất LNT (%)	0.14	1.47	1.93	1.88	1.80
Thuế TNDN hiện hành (%)	40.3	19.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	60.1	44.8	14.2	15.3	10.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(3.77)	224	279	(2.70)	1.20
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(13.1)	1,381	49.7	12.8	5.56
Tăng trưởng EPS (%)	(12.6)	1,507	48.6	8.64	5.56
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.6)	1,507	48.6	8.64	5.56
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	50.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	21.6	29.8	28.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.25	3.68	5.28	5.73	5.82
ROACE (%)	(2.92)	1.51	5.39	5.72	5.64
Vòng quay tài sản (lần)	0.88	1.01	0.98	1.00	1.02
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	6.56	0.18	(2.68)	1.32	1.72
Số ngày tồn kho	73.7	56.1	78.9	74.0	69.1
Số ngày phải thu	292	216	225	222	213
Số ngày phải trả	135	111	115	110	105
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	26.0	20.0	47.1	53.5	50.5
Nợ/tài sản (%)	16.9	17.2	19.7	22.4	23.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	(22.6)	22.4	7.75	10.1	11.3
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.71	1.44	1.38	1.34	1.34
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.55	0.35	0.36	0.29	0.23
EV/EBITDA ĐC (lần)	(56.5)	42.4	13.1	12.5	10.9
P/E (lần)	402	25.0	16.8	15.5	14.7
P/E ĐC (lần)	402	25.0	16.8	15.5	14.7
P/B (lần)	0.97	0.94	0.90	0.87	0.84
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.28	1.92	1.92

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