

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

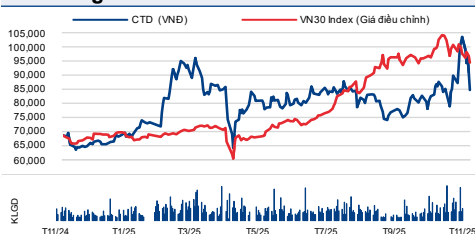
Giá mục tiêu: VNĐ110,000 (từ VNĐ90,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 29.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/11/2025)	84,700
Mã Bloomberg	CTD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	63,545-103,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	93,160
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,464
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	322
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	(1.51)	2.05	23.3
So với chỉ số	3.07	(2.98)	(10.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,686	4,382	52.6
2027F	6,208	6,872	(9.7)
2028F	8,318	-	N/a

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

Hưởng lợi từ nhiều xu hướng; Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với CTD lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) đồng thời tăng 22,2% giá mục tiêu lên 110.000đ, chủ yếu do điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi cơ sở định giá, sau khi phân tích KQKD Q1/NĐTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 6) và triển vọng của CTD.
- Chúng tôi cũng tăng bình quân 13,5% và 19,4% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 nhằm phản ánh số lượng dự án chưa triển khai tăng cao nhưng vẫn giữ nguyên giả định tỷ suất lợi nhuận ở mức thận trọng.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,6% và 5,3% trong 1 tháng/3 tháng qua (sau khi đạt mức cao nhất trong 52 tuần vào ngày 31/10), dựa trên đà sụt giảm chung của thị trường, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 21,9 lần.

Sự kiện: Cập nhật dự báo sau KQKD Q1/NĐTC 2025-2026

HSC đang cập nhật lại dự báo lợi nhuận đối với CTD sau khi công ty công bố KQKD Q1/NĐTC 2025-2026 cao hơn kỳ vọng, chủ yếu nhờ (1) doanh thu phân khúc xây dựng tăng cao, (2) tỷ suất lợi nhuận cải thiện mạnh, và (3) lợi nhuận từ việc bán cổ phần tại dự án Emerald 68. Doanh thu và lợi nhuận thuần trong quý đạt lần lượt 7.452 tỷ đồng (tăng 56,6% so với cùng kỳ) và 295 tỷ đồng (tăng gấp 3 lần so với Q1/NĐTC 2024-2025). Kết quả trên cao hơn dự báo của HSC, hoàn thành lần lượt 26,9% và 56,3% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026.

Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 do số lượng dự án chưa triển khai tăng.

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 chủ yếu dựa trên giả định số lượng dự án chưa triển khai tăng cao, nhưng giữ nguyên giả định tỷ suất lợi nhuận gộp 3,5% cho cả hai kỳ. Chúng tôi dự báo doanh thu đạt 30,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20,9%) và 36,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 21,2%). Lợi nhuận thuần cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 dự kiến đạt lần lượt 663 tỷ đồng (tăng trưởng 45,4%) và 616 tỷ đồng (giảm 7,1% so với cùng kỳ, do so với mức nền cao của NĐTC 2025-2026 (bán cổ phần tại dự án Emerald 68). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho NĐTC 2027-2028, với lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 825 tỷ đồng (tăng trưởng 30,8%) và 45,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,7%).

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 36,9%, 21,9% và 22,2% trong giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2027-2028.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,6% và 5,3% trong 1 tháng/3 tháng qua (sau khi đạt mức cao nhất trong 52 tuần vào ngày 31/10), theo đà sụt giảm chung của thị trường, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 21,9 lần.

Với nhiều dự án chưa triển khai luôn, công ty đang hiện diện ở tất cả các phân khúc xây dựng quan trọng như: Nhà ở, Nhà máy/FDI và Hạ tầng/ Đầu tư công, cùng với năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng và bề dày thành tích vững chắc, HSC tin rằng CTD đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ chu kỳ tăng trưởng vượt bậc của ngành xây dựng và Hạ tầng/ Đầu tư công tại Việt Nam. Đối với các nhà đầu tư đang muốn hưởng lợi trực tiếp từ đà tăng trưởng này, CTD là cái tên không thể thiếu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 10/11.

Cuối năm: Tháng 6	06-24A	06-25A	06-26F	06-27F	06-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	175	597	617 ▼	721	965
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	310	458	663 ▲	616	825
EPS ĐC (đồng)	3,098	4,511	6,686 ▲	6,208	8,318
DPS (đồng)	0	984	1,022 ▼	1,533	1,533
BVPS (đồng)	85,967	88,382	93,901	98,441	105,046
EV/EBITDA ĐC (lần)	44.5	14.8	9.69	7.70	5.33
P/E ĐC (lần)	27.3	18.8	12.7	13.6	10.2
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.16	1.21	1.81	1.81
P/B (lần)	0.99	0.96	0.90	0.86	0.81
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,438	45.6	48.2	(7.15)	34.0
ROAE (%)	3.69	5.21	7.18	6.31	8.00

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

Tham gia vào tất cả các phân khúc, được hỗ trợ bởi bề dày kinh nghiệm

Với giá trị dự án chưa triển khai đạt mức cao kỷ lục 51 nghìn tỷ đồng và sự hiện diện ở tất cả các phân khúc chính của ngành xây dựng tại Việt Nam (Nhà ở, Nhà máy/FDI và Hạ tầng/ Đầu tư công), HSC kỳ vọng CTD sẽ tiếp tục củng cố vị thế là công ty xây dựng hàng đầu Việt Nam. Chúng tôi tăng 22,2% giá mục tiêu lên 110.000đ, đa phần do tăng dự báo lợi nhuận (tăng giá định số lượng dự án chưa triển khai nhưng giữ nguyên tỷ suất lợi nhuận ở mức thận trọng) cho NĐTC 2025-2025 và NĐTC 2026-2027 trong khi đưa ra dự báo lần đầu cho NĐTC 2027-2028. Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 36,9%, 21,9% và 22,2% trong giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2027-2028. Với tiềm năng tăng giá 29,9% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Cập nhật dự báo sau khi công bố KQKD Q1/NĐTC 2025-2026

HSC cập nhật dự báo lợi nhuận sau khi công ty công bố KQKD Q1/NĐTC 2025-2026 vượt kỳ vọng, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 7.452 tỷ đồng (tăng 56,6% so với cùng kỳ) và 295 tỷ đồng (tăng 3 lần so với Q1/NĐTC 2024-2025), nhờ doanh thu mảng xây dựng tăng, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 4,3% và lợi nhuận từ việc bán cổ phần tại dự án Emerald 68.

Công ty đã ký được 19,3 nghìn tỷ đồng hợp đồng mới trên các lĩnh vực FDI, nhà ở và Hạ tầng/ Đầu tư công, tiếp nối xu hướng doanh thu từ hợp đồng ký mới tăng vượt trội trong ba quý liên tiếp.

Với tổng giá trị dự án chưa triển khai đạt mức cao kỷ lục 51 nghìn tỷ đồng, bao gồm các dự án có tính biểu tượng như Nhà hát Opera Hà Nội, Sân bay Quốc tế Gia Bình, Sân bay Quốc tế Phú Quốc và Trung tâm Hội nghị APEC, CTD có sự hiện diện đầy đủ ở tất cả các phân khúc của ngành xây dựng Việt Nam đồng thời công ty cũng có nhiều kinh nghiệm và thành tích để cạnh tranh hiệu quả.

Bảng 1: KQKD Q1/NĐTC 2025-2026, Tỷ đồng, CTD

Tỷ đồng	Q3/24 1Q06/25	Q2/25 Q06/25	Q3/25 1Q06/26	So với cùng kỳ	So với quý trước
Doanh thu thuần	4,759	8,351	7,452	56.6%	-10.8%
Lợi nhuận gộp	205	216	322	56.6%	49.2%
Lợi nhuận tài chính	32	(15)	127	297.3%	N/m
Chi phí bán hàng	(118)	22	156	N/m	595.3%
Lợi nhuận hoạt động	119	223	194	62.6%	-13.0%
LNTT	117	230	377	223.4%	64.0%
Lợi nhuận thuần	93	196	295	217.2%	50.2%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(2)	(122)	127	N/m	N/m
Lợi nhuận điều chỉnh	95	318	168	77.2%	-47.2%

*Thuế điều chỉnh
Nguồn: CTD, HSC

Dự án chưa triển khai: Cao kỷ lục, tăng cường sự hiện diện ở phân khúc hạ tầng

Giá trị dự án chưa triển khai của CTD tiếp tục đạt mức cao kỷ lục 51 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q1/NĐTC 2025-2026. Kết quả trên cho thấy giá trị dự án chưa triển khai tăng mạnh 70% so với cùng kỳ (tăng 38% so với quý trước). Các hợp đồng ký mới (19,3 nghìn tỷ đồng) tiếp tục vượt trội so với doanh thu ghi nhận trong kỳ (7,4 nghìn tỷ đồng).

Chiến lược "bán hàng lặp lại" tiếp tục là nền tảng cho quá trình tích lũy dự án chưa triển khai của CTD, với 95,3% hợp đồng mới đến từ các khách hàng hiện tại và khách hàng chiến lược, bao gồm các tên tuổi lớn như Sun Group, Masterise Homes, Vinhomes, Ecopark và TTC Land (Bảng 2).

Bảng 2: Các dự án đáng chú ý với tổng giá trị 51 nghìn tỷ đồng của CTD

Loại hình/ chủ đầu tư	Dự án	Vai trò/hợp đồng của CTD
Nhà ở		
Sun Group	Sun Urban City Hà Nam	Tổng thầu
	Tây Hồ Guest House	Tổng thầu
	Nhà Hát Lớn Hà Nội	Tổng thầu
Vinhomes	Star City Thanh Hóa	10 tòa chung cư
	The Gallery Giảng Võ	Tổng thầu
	Vin Wonder Tuyên Quang	Tổng thầu
Masterise Homes	The Global City	Móng và kết cấu cơ bản
	The Lakeside Masteri	Móng và kết cấu cơ bản
TTC Land	Vịnh Đầm	Tổng thầu
Ecopark	Ecopark Vinh	Tổng thầu
Infinity Group	Jade Square	
Đầu tư công		
	Sân bay Quốc tế Phú Quốc	Nhà thầu chính
	Sân bay Quốc tế Gia Bình	Nhà thầu chính
	Sân bay Quốc tế Long Thành	2 gói
	Trung tâm Hội nghị APEC Phú Quốc	Nhà thầu chính

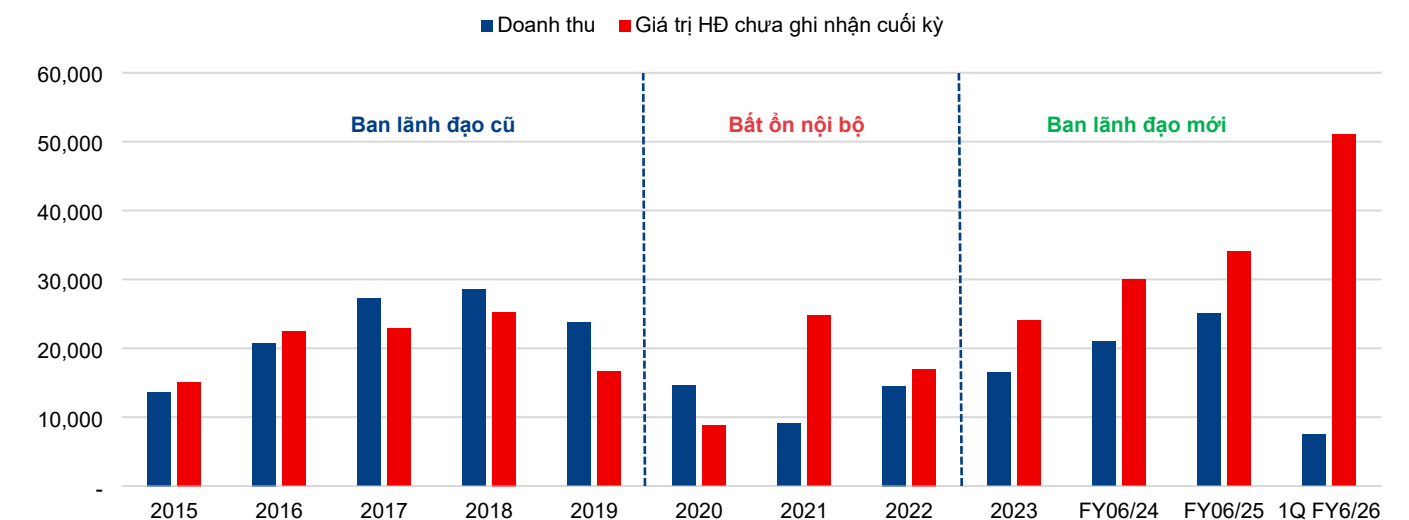
Công trình quốc gia
Nguồn: CTD, HSC

Hơn nữa, như đã nhấn mạnh trong Báo cáo doanh nghiệp chúng tôi phát hành ngày 4/3/2025, việc CTD tham gia vào hoạt động đầu tư Hạ tầng/ Đầu tư công bắt đầu mang lại thành quả. Sau thành công của đường dự án đường Lương Hòa – Bình Chánh, công ty đã được giao các dự án lớn mang tính biểu tượng quốc gia như Nhà hát Opera Hà Nội mới, Sân bay Quốc tế Gia Bình, Sân bay Quốc tế Phú Quốc và Trung tâm Hội nghị APEC. BLD kỳ vọng tỷ trọng của phân khúc này sẽ tiếp tục cải thiện trong giai đoạn tới.

Với những thành công gần đây, CTD đã có sự hiện diện đầy đủ trong tất cả các phân khúc chính của ngành xây dựng tại Việt Nam (Nhà ở, Nhà máy/FDI và Hạ tầng/ Đầu tư công) và có được kinh nghiệm cùng với bề dày thành tích vững chắc để cạnh tranh hiệu quả hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ là đơn vị hưởng lợi chính từ sự bùng nổ của ngành xây dựng và Hạ tầng/ Đầu tư công tại Việt Nam.

Bảng 3: Doanh thu và giá trị hợp đồng chưa ghi nhận cuối kỳ, CTD, Tỷ đồng

Hợp đồng chưa ghi nhận của CTD tiếp tục lập kỷ lục mới, với mức độ hiện diện trên tất cả các phân khúc chính của ngành xây dựng.



Nguồn: CTD, HSC

Tỷ suất lợi nhuận gộp: Vẫn còn lo ngại, mặc dù KQKD Q1 vững chắc

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/NĐTC 2025-2026 của CTD đạt 4,3%, ổn định so với cùng kỳ nhưng cao hơn nhiều so với mức 2,6% trong quý trước. BLĐ cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện là nhờ chi phí được kiểm soát tốt và hiệu quả hoạt động cải thiện

Ngoài ra, khi số lượng dự án chưa triển khai tăng mạnh trong các quý gần đây, chúng tôi lo ngại rằng chiến lược đấu thầu tích cực có thể ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận, hơn là các khoản chi phí không thường xuyên. Dự báo thận trọng của chúng tôi cho thấy tỷ suất lợi nhuận của cả năm sẽ đạt 3,5%, thấp hơn mục tiêu của BLĐ đề ra ở mức 4,3%, nhưng lưu ý vẫn có rủi ro tỷ suất lợi nhuận cao hơn dự báo nếu công tác quản lý chi phí mang lại kết quả.

Việc thoái vốn khỏi dự án Emerald 68 hỗ trợ lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026

Như đã thảo luận trước đó, 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% cổ phần). 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 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.

Ban đầu chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ chỉ ghi nhận lợi nhuận khi bàn giao dự án. Tuy nhiên, phân tích sâu KQKD Q1/NĐTC 2025-2026, chúng tôi nhận thấy có một sự thay đổi mang tính chiến lược: CTD đã chọn thoái vốn khỏi dự án này, ghi nhận khoản lợi nhuận 188 tỷ đồng (trên khoản đầu tư ban đầu 461 tỷ đồng, tương đương mức lợi nhuận khá lớn 40% trên khoản đầu tư không cốt lõi này). Do đó, chúng tôi phản ánh khoản này vào mô hình dự báo lợi nhuận cho NĐTC 2025-2026.

HSC lưu ý rằng bên cạnh dự án Emerald 68, 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, nằm 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 và khoản đầu tư ban đầu của CTD tại dự án này.

Trích lập dự phòng: Tăng nhẹ, với khả năng hoàn nhập lớn

Các khoản phải thu khó đòi của CTD tăng nhẹ so với quý trước, đạt 1.566 tỷ đồng từ 1.559 tỷ đồng quý trước. Tuy nhiên, khoản phải thu này thấp hơn nhiều so với mức 2.162 tỷ đồng trong Q1/NĐTC 2024-2025. Các khoản phải thu tăng nhẹ so với quý trước là do khoản nợ của Công ty TNHH Đầu tư Bất động sản Ngôi Sao Việt, một pháp nhân liên quan đến Tập đoàn Tân Hoàng Minh (chưa niêm yết).

Chúng tôi cũng lưu ý rằng trong NĐTC 2024-2025, CTD đã hoàn nhập toàn bộ 143 tỷ đồng dự phòng liên quan đến dự án One Central (nằm đối diện Chợ Bến Thành, TP.HCM (trước đây thuộc sở hữu của Saigon Glory), giúp cải thiện lợi nhuận thuần năm ngoái.

Do đã phục hồi tích cực của thị trường BĐS đã giúp cải thiện tình hình tài chính của một số nhà phát triển – trong đó có khách hàng lớn trước đây đang gặp khó khăn của CTD là Tập đoàn Tân Hoàng Minh – chúng tôi lưu ý đến rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng nhờ các khoản hoàn nhập dự phòng liên quan đến những khách hàng này. Tuy nhiên, do chưa có thông tin chắc chắn về thời gian thực hiện và ghi nhận các khoản này, chúng tôi chưa phản ánh việc này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Bảng 4: Các khoản nợ xấu tính đến cuối Q1 NĐTC 2025-2026, CTD, Tỷ đồng

Có khả năng khoản hoàn nhập dự phòng từ Công ty TNHH Ngôi Sao Việt (526 tỷ đồng) có thể giúp lợi nhuận sau thuế vượt mức kế hoạch 700 tỷ đồng

Tỷ đồng	30/9/2025			30/9/2024		
	Giá trị	Dự phòng	Còn lại	Giá trị	Dự phòng	Còn lại
Công ty TNHH Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt	526	526	-	484	484	-
Công ty TNHH Saigon Glory			-	143	143	-
Công ty Cổ phần Đầu tư Minh Việt	122	122	-	122	122	-
Các công ty khác	918	621	297	1,414	605	809
Tổng	1,566	1,269	297	2,162	1,353	809

Nguồn: CTD, HSC

Dự báo lợi nhuận: Tăng dự báo lợi nhuận do số lượng dự án chưa triển khai và tỷ suất lợi nhuận tăng

Lưu ý, CTD đã chuyển thời điểm kết thúc năm tài chính từ 31/12 sang 30/6. 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 điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 chủ yếu dựa trên giả định số lượng dự án chưa triển khai tăng cao, nhưng giữ nguyên giả định tỷ suất lợi nhuận gộp 3,5% cho cả hai kỳ. Chúng tôi dự báo doanh thu đạt 30,1 nghìn tỷ đồng (tăng 20,9% so với cùng kỳ) và 36,5 nghìn tỷ đồng (tăng 21,2% so với cùng kỳ). Lợi nhuận thuần cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 dự kiến đạt lần lượt 663 tỷ đồng (tăng trưởng 45,4%) và 616 tỷ đồng (giảm 7,1% so với cùng kỳ, do so với mức nền cao).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho NĐTC 2027-2028, dự kiến lợi nhuận thuần đạt 825 tỷ đồng (tăng trưởng 30,8%) trên doanh thu 45,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,7%), cho thấy CTD sẽ duy trì đà tăng trưởng (số lượng dự án chưa triển khai liên tục tăng cao, với tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định ở mức 3,5%) khi công ty trở thành một trong những đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ sự bùng nổ của ngành xây dựng.

Lưu ý rằng, không bao gồm các khoản mục không thường xuyên – bao gồm (1) Các khoản đầu tư không cốt lõi và (2) Chi phí dự phòng nợ phải thu khó đòi – HSC dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi của CTD sẽ đạt lần lượt 556 tỷ đồng (tăng trưởng 66,8%), 655 tỷ đồng (tăng trưởng 17,7%) và 856 tỷ đồng (tăng trưởng 30,8%) cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028.

Cụ thể, chúng tôi đã phản ánh khoản lợi nhuận từ dự án Emerald 68 (từ KQKD Q1) trong dự báo cho Q1/NĐTC 2025-2026 nhưng dự báo không có khoản lợi nhuận không thường xuyên nào trong NĐTC 2026-2027 và NĐTC 2027-2028. Chúng tôi đã phản giữ nguyên dự báo chi phí dự phòng và dự báo không có bất kỳ khoản hoàn nhập dự phòng lớn nào tương tự như khoản hoàn nhập đã được ghi nhận trong NĐTC 2024-2025 (liên quan đến Dự án One Central) cho giai đoạn sắp tới.

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 36,9%, 21,9% và 22,2% trong giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2027-2028.

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, CTD

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	%y/y
2026				
Doanh thu	27,709	30,089	8.6%	20.9%
Lợi nhuận gộp	990	1,069	8.0%	31.2%
Chi phí BH&QL	(466)	(574)	23.3%	73.3%
Lợi nhuận thuần	522	663	27.1%	45.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên				
*Chi phí dự phòng	(40)	(43)	7.7%	-155.8%
*Đầu tư ngoài HDDKD cốt lõi		150	N/m	N/m
Lợi nhuận 'cốt lõi'	562	556	-1.1%	66.8%
2027				
Doanh thu	30,655	36,467	19.0%	21.2%
Lợi nhuận gộp	1,095	1,294	18.1%	20.9%
Chi phí BH&QL	(558)	(689)	23.5%	19.9%
Lợi nhuận thuần	551	616	11.8%	-7.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên				
*Chi phí dự phòng	(36)	(39)	7.7%	-10.0%
*Đầu tư ngoài HDDKD cốt lõi				
Lợi nhuận 'cốt lõi'	587	655	11.5%	17.7%
2028				
Doanh thu		45,460		24.7%
Lợi nhuận gộp		1,609		24.4%
Chi phí BH&QL		(761)		10.5%
Lợi nhuận thuần		825		34.0%
Các khoản mục ròng không thường xuyên				
*Chi phí dự phòng		(31)		-20.0%
*Đầu tư ngoài HDDKD cốt lõi				
Lợi nhuận 'cốt lõi'		856		30.8%

*Thuế điều chỉnh
Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh tăng 22,2% giá mục tiêu lên 110.000đ, chủ yếu dựa trên việc (1) tăng dự báo lợi nhuận và triển vọng thuận lợi của CTD nhờ các hợp đồng đáng chú ý trong thời gian gần đây, đặc biệt trong phân khúc Hạ tầng/ Đầu tư công và (2) thay đổi cơ sở định giá. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), bất chấp giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây (giá cổ phiếu CTD đã cao hơn giá mục tiêu chúng tôi đưa ra vào ngày 28/10/2025), cho thấy tiềm năng tăng giá 29,9%.

- Chúng tôi áp dụng mô hình DCF hai giai đoạn để định giá cổ phiếu. Giai đoạn tăng trưởng dự kiến từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2030-2031. 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 WACC 14,3%, dựa trên lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% (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 8,75%) và hệ số beta 1,1 lần (bình quân 2 năm).
- Giá 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. Chúng tôi giả định tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 21,9%
- Cơ sở định giá được lùi sáu tháng đến cuối năm 2026, là thời điểm giữa của NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027.

Bảng 6: Định giá DCF, CTD

Giá mục tiêu mới là 110.000đ, tiềm năng tăng giá 30%

Tỷ đồng	FY6/26	FY6/27	FY6/28	FY6/29	FY6/30	FY6/31
FCFF	2,854	600	596	1,080	708	764
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)						2.0%
Giá trị dài hạn						6,660
Dòng tiền tương lai	2,854	600	596	1,080	708	7,424
Giá trị hiện tại	2,854	528	461	734	424	3,907
Giá trị doanh nghiệp	6,254					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,442					
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	1,812					
- Tổng nợ	(2,987)					
+ Tiền & tương đương tiền	7,820					
Giá trị vốn CSH	11,087					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	101					
Giá trị hợp lý/cp (cuối năm 2026)	110,000					

Nguồn: HSC

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

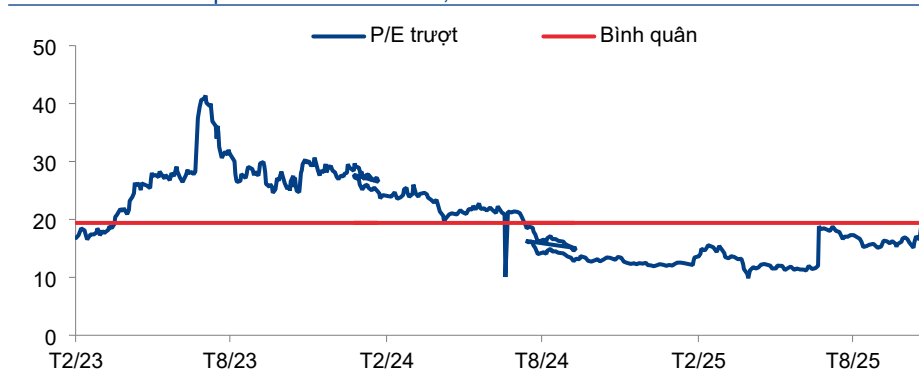
Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	110,000	112,000	114,000	116,000	118,000
	3.5%	108,000	110,000	112,000	114,000	116,000
	4.0%	106,000	108,000	110,000	111,000	113,000
	4.5%	105,000	106,000	108,000	109,000	111,000
	5.0%	103,000	104,000	106,000	107,000	109,000

Nguồn: HSC

Bảng 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, CTD

CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 21,9 lần.



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi đạt mức cao nhất trong 52 tuần lên 103.500đ vào ngày 31/10/2025, sau đó giá cổ phiếu giảm mạnh 16%. Tình trạng bán tháo vẫn diễn ra ngay cả khi thị trường thừa nhận số lượng dự án chưa triển khai của công ty đang ở mức cao và tỷ suất lợi nhuận của công ty cải thiện, chủ yếu theo đà sụt giảm chung của thị trường, dẫn đến cổ phiếu chỉ tăng 1,6% (1 tháng) và 5,3% (3 tháng).

CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, thấp hơn 0,54 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 21,9 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	06-24A	06-25A	06-26F	06-27F	06-28F
Doanh thu	21,045	24,885	30,089	36,467	45,460
Lợi nhuận gộp	713	815	1,069	1,294	1,609
Chi phí BH&QL	(581)	(331)	(574)	(689)	(761)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	132	484	495	605	848
Lãi vay thuần	175	50.7	146	165	184
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(0.01)	(0.02)	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	80.1	18.8	188	0	0
LNTT	387	553	829	770	1,032
Chi phí thuế TNDN	(77.0)	(95.8)	(166)	(154)	(206)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.02	0.03	0	0	0
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	310	458	663	616	825
Lợi nhuận thuần ĐC	310	458	663	616	825
EBITDA ĐC	175	597	617	721	965
EPS (đồng)	3,098	4,511	6,686	6,208	8,318
EPS ĐC (đồng)	3,098	4,511	6,686	6,208	8,318
DPS (đồng)	0	984	1,022	1,533	1,533
Sig CP bình quân (triệu đv)	99.9	101	99.2	99.2	99.2
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	99.9	101	101	101	101
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	99.9	101	101	101	101

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	06-24A	06-25A	06-26F	06-27F	06-28F
Tiền & tương đương tiền	2,210	2,712	5,602	6,027	6,434
Đầu tư ngắn hạn	1,868	1,589	1,589	1,589	1,589
Phải thu khách hàng	12,024	15,870	16,572	19,275	24,279
Hàng tồn kho	3,126	5,964	6,265	7,132	8,315
Các tài sản ngắn hạn khác	1,228	1,827	2,009	2,209	2,430
Tổng tài sản ngắn hạn	20,456	27,963	32,038	36,234	43,046
TSCĐ hữu hình	456	442	394	297	201
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	331	308	295	282	270
Đầu tư dài hạn	307	313	313	313	313
Đầu tư vào Cty LD,LK	2.46	2.44	2.44	2.44	2.44
Tài sản dài hạn khác	1,317	673	673	673	673
Tổng tài sản dài hạn	2,413	1,738	1,678	1,568	1,459
Tổng cộng tài sản	22,869	29,701	33,716	37,802	44,505
Nợ ngắn hạn	1,519	2,984	2,984	2,984	2,984
Phải trả người bán	6,161	7,534	9,143	10,600	13,576
Nợ ngắn hạn khác	4,071	5,315	6,258	7,214	8,563
Tổng nợ ngắn hạn	14,223	20,684	24,138	27,764	33,797
Nợ dài hạn	21.1	2.83	2.83	2.83	2.83
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	29.5	27.6	27.6	27.6	27.6
Nợ dài hạn khác	3.57	22.2	22.2	22.2	22.2
Tổng nợ dài hạn	54.2	52.6	52.6	52.6	52.6
Tổng nợ phải trả	14,278	20,736	24,191	27,816	33,850
Vốn chủ sở hữu	8,591	8,965	9,524	9,985	10,655
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.53	0.56	0.56	0.56	0.56
Tổng vốn chủ sở hữu	8,591	8,965	9,525	9,985	10,655
Tổng nợ phải trả và VCSH	22,869	29,701	33,716	37,802	44,505
BVPS (đ)	85,967	88,382	93,901	98,441	105,046
Nợ thuần/(tiền mặt)	(670)	275	(2,615)	(3,040)	(3,447)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	06-24A	06-25A	06-26F	06-27F	06-28F
EBIT	132	484	495	605	848
Khấu hao	(43.5)	(114)	(122)	(116)	(116)
Lãi vay thuần	175	50.7	146	165	184
Thuế TNDN đã nộp	(80.1)	(118)	(166)	(154)	(206)
Thay đổi vốn lưu động	(397)	0	2,397	6.96	(192)
Khác	99.8	398	(128)	(152)	(181)
LCT thuần từ HKKD	24.3	(1,154)	2,699	213	176
Đầu tư TS dài hạn	(551)	(467)	(61.1)	(6.91)	(6.91)
Góp vốn & đầu tư	(264)	(15.9)	0	0	0
Thanh lý	23.9	270	0	0	0
Khác	1,031	516	355	374	393
LCT thuần từ HĐĐT	240	303	294	368	386
Cổ tức trả cho CSH	0	(99.9)	(104)	(155)	(155)
Thu từ phát hành CP	7.13	15.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	56.9	1,437	0	0	0
Khác	(0.91)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	63.1	1,352	(104)	(155)	(155)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,883	2,210	2,712	5,602	6,027
LCT thuần trong kỳ	328	502	2,890	425	407
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.06	0.33	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,210	2,712	5,602	6,027	6,434
Dòng tiền tự do	(526)	(1,620)	2,638	206	169

Các chỉ số tài chính	06-24A	06-25A	06-26F	06-27F	06-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	3.39	3.28	3.55	3.55	3.54
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	0.83	2.40	2.05	1.98	2.12
Tỷ suất LNT (%)	1.47	1.84	2.20	1.69	1.82
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	17.3	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	44.8	18.2	20.9	21.2	24.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	224	241	3.21	16.9	33.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,383	47.8	45.0	(7.15)	34.0
Tăng trưởng EPS (%)	1,438	45.6	48.2	(7.15)	34.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,438	45.6	48.2	(7.15)	34.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	3.78	50.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	21.8	15.3	24.7	18.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.69	5.21	7.18	6.31	8.00
ROACE (%)	1.51	5.48	5.33	6.17	8.18
Vòng quay tài sản (lần)	1.01	0.95	0.95	1.02	1.10
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.18	(2.38)	5.45	0.35	0.21
Số ngày tồn kho	56.1	90.4	78.8	74.0	69.2
Số ngày phải thu	216	241	208	200	202
Số ngày phải trả	111	114	115	110	113
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.0	56.8	32.6	38.9	48.7
Nợ/tài sản (%)	17.2	26.3	25.8	26.2	26.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	22.4	13.1	14.1	13.7	12.1
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.44	1.35	1.33	1.31	1.27
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.37	0.36	0.20	0.15	0.11
EV/EBITDA ĐC (lần)	44.5	14.8	9.69	7.70	5.33
P/E (lần)	27.3	18.8	12.7	13.6	10.2
P/E ĐC (lần)	27.3	18.8	12.7	13.6	10.2
P/B (lần)	0.99	0.96	0.90	0.86	0.81
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.16	1.21	1.81	1.81

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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