

Mua vào (giữ nguyên)

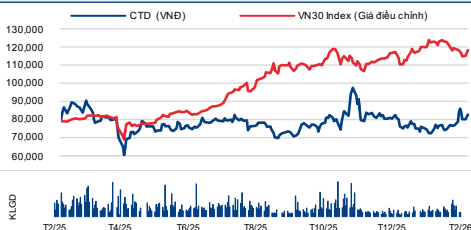
Giá mục tiêu: VNĐ110,000 (từ VNĐ104,762)

Tiềm năng tăng/giảm: 33.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/2/2026)	82,700
Mã Bloomberg	CTD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	60,523-97,420
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	80,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,264
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	318
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	14.2	3.24	4.60
So với chỉ số	18.0	(6.01)	(30.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2026F	7,374	7,006	5.3
2027F	7,047	10,274	(31.4)
2028F	9,074	10,103	(10.2)

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 làn sóng hạ tầng bùng nổ tại Việt Nam

- HSC tăng 5,9% giá mục tiêu của CTD lên 110.000đ sau khi phân tích KQKD Q2/NĐTC 2025-2026 tích cực và triển vọng khả quan của Công ty. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 33% tại giá mục tiêu mới.
- HSC cũng tăng lần lượt 12,6%, 15,9% và 11,4% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn tài chính 2026-2028 (năm tài chính kết thúc vào tháng 6) chủ yếu nhờ giá trị dự án chưa triển khai tăng lên và tăng trưởng ở các mảng nhỏ (bao gồm nhôm kính mặt tiền, cơ điện và cho thuê BĐS).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 14,2% trong 1 tháng qua nhờ KQKD tích cực gần đây, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 13,0 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 19,2 lần.

Sự kiện: Cập nhật dự báo sau KQKD Q2/NĐTC 2025-2026

HSC cập nhật dự báo và quan điểm đối với CTD sau khi Công ty công bố KQKD Q2/NĐTC 2025-2026. Trong quý, CTD ghi nhận doanh thu 10 nghìn tỷ đồng (tăng 45,3% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần 228 tỷ đồng (tăng 115% so với cùng kỳ). Tính chung 6 tháng đầu NĐTC 2025-2026, CTD ghi nhận lợi nhuận thuần 523 tỷ đồng (tăng 162,5% so với cùng kỳ và bằng 78% dự báo trước đó của HSC cho cả năm) trên doanh thu 17.459 tỷ đồng (tăng 49,9% so với cùng kỳ, bằng 58% dự báo). KQKD vượt kỳ vọng của HSC nhờ doanh thu mảng xây dựng tăng mạnh.

Tác động: Tăng dự báo giai đoạn tài chính 2026-2028

HSC điều chỉnh tăng bình quân 4,8% dự báo doanh thu và 13,3% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn tài chính 2026-2028 chủ yếu nhờ giá trị các dự án chưa triển khai tăng lên và triển vọng tăng trưởng ở các mảng khác (nhôm kính mặt tiền, cơ điện) trong khi giữ nguyên dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức 3,5%.

HSC hiện dự báo doanh thu giai đoạn tài chính 2026-2028 đạt lần lượt 31,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27,7%), 38,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 21,1%) và 46,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,2%); lợi nhuận thuần tương ứng đạt 747 tỷ đồng (điều chỉnh tăng 12,6%; tăng trưởng 63,8%), 714 tỷ đồng (điều chỉnh tăng 15,9%; giảm 4,4% do mức nền cao) và 919 tỷ đồng (điều chỉnh tăng 11,4%; tăng trưởng 28,8%). Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận thuần và doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 41,8%, 26,3% và 23,6% trong giai đoạn tài chính 2026-2028.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 14,2% trong 1 tháng qua (3 tháng qua: tăng 3,2%) nhờ phản ứng tích cực của thị trường trước KQKD khả quan gần đây của Công ty, CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 13,0 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 19,2 lần.

HSC kỳ vọng Công ty sẽ tiếp tục củng cố vị thế là nhà thầu hàng đầu tại Việt Nam và là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ làn sóng bùng nổ đầu tư hạ tầng hiện nay.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/2.

Cuối năm: Tháng 6	06-24A	06-25A	06-26F	06-27F	06-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	175	597	729	847 ▼	1,078
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	310	458	747 ▲	714 ▼	919
EPS ĐC (đồng)	3,098	4,511	7,374 ▲	7,047 ▼	9,074
DPS (đồng)	0	984	974 ▼	1,533	1,533
BVPS (đồng)	85,967	88,382	90,306	95,485	102,594
EV/EBITDA ĐC (lần)	43.3	14.5	8.72	6.89	4.88
P/E ĐC (lần)	26.7	18.3	11.2	11.7	9.11
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.19	1.18	1.85	1.85
P/B (lần)	0.96	0.94	0.92	0.87	0.81
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,438	45.6	63.5	(4.43)	28.8
ROAE (%)	3.69	5.21	8.05	7.22	8.73

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

Vị thế thuận lợi và định giá hấp dẫn

Với giá trị dự án chưa triển khai đạt mức cao kỷ lục mới – hiện ở mức 62,5 nghìn tỷ đồng, gần gấp đôi so với kỳ trước – cùng sự hiện diện tại tất cả các phân khúc chính của ngành xây dựng Việt Nam, HSC kỳ vọng CTD sẽ tiếp tục củng cố vị thế là nhà thầu hàng đầu tại Việt Nam và là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ làn sóng bùng nổ đầu tư hạ tầng hiện nay. Chúng tôi tăng 5,9% giá mục tiêu lên 110.000đ, chủ yếu nhờ tăng giá định giá dự án chưa triển khai. 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 đạt lần lượt 41,8%, 26,3% và 23,6% trong giai đoạn tài chính 2026-2028. Với tiềm năng tăng giá 33% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cập nhật dự báo sau KQKD Q2/NĐTC 2025-2026

HSC cập nhật dự báo đối với CTD sau khi Công ty công bố KQKD Q2/NĐTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào ngày 30/6) vượt dự báo, ghi nhận doanh thu 10.007 tỷ đồng (tăng 45,3% so với cùng kỳ và 34,3% so với quý trước) và lợi nhuận thuần 228 tỷ đồng (tăng 115% so với cùng kỳ nhưng giảm 22,7% so với quý trước). Tính chung 6 tháng đầu năm, CTD ghi nhận lợi nhuận thuần đạt 523 tỷ đồng (tăng 162,5% so với cùng kỳ) trên doanh thu 17.459 tỷ đồng (tăng 49,9% so với cùng kỳ). Các kết quả này bằng 58% dự báo doanh thu và 78% dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm của chúng tôi.

KQKD trong quý vượt dự báo nhờ doanh thu mảng xây dựng tăng mạnh (đạt 9.918 tỷ đồng, tăng 46,6% so với cùng kỳ), doanh thu và lợi nhuận gộp từ các mảng khác tăng cùng với tỷ suất lợi nhuận gộp chung cải thiện trong nửa đầu năm.

Lưu ý, trong Q1/NĐTC 2025-2026, Công ty ghi nhận khoản lợi nhuận 188 tỷ đồng từ thoái vốn phần sở hữu của CTD tại dự án BĐS Emerald 68. Loại trừ các khoản mục bất thường/không thường xuyên (thuần) trong tất cả các kỳ, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi đạt lần lượt 197 tỷ đồng trong Q2/NĐTC 2025-2026 (tăng 113,4% so với cùng kỳ) và 365 tỷ đồng trong 6 tháng đầu NĐTC 2025-2026 (tăng 95% so với cùng kỳ).

Bảng 1: KQKD Q2 và 6 tháng đầu NĐTC 2026, (Tỷ đồng), CTD

Tỷ đồng	2Q FY06/25	2Q FY06/26	So với cùng kỳ y/y	1H FY06/25	1H FY06/26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	6,886	10,007	45.3%	11,645	17,459	49.9%
Lợi nhuận gộp	202	371	84.1%	407	693	70.2%
Lợi nhuận tài chính	23	28	20.5%	55	56	1.0%
Chi phí bán hàng	(106)	(114)	7.6%	(224)	(270)	20.4%
Lợi nhuận hoạt động	118	284	141.3%	237	478	101.7%
LNTT	135	285	110.8%	252	661	163.0%
Lợi nhuận thuần	106	228	114.6%	199	523	162.5%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	14	31	122.5%	12	157	1,229%
Lợi nhuận cốt lõi	92	197	113.4%	187	365	95.0%

Nguồn: CTD, HSC

Giá trị dự án chưa triển khai: Đạt mức kỷ lục mới

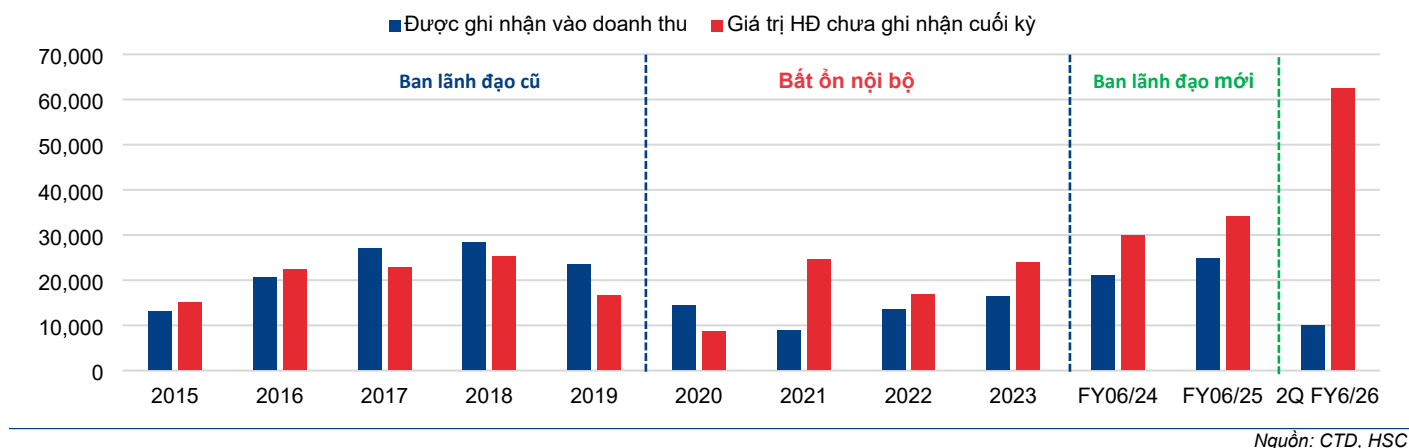
Tại thời điểm cuối Q2/NĐTC 2025-2026, giá trị dự án chưa triển khai của CTD đạt mức cao kỷ lục 62,5 nghìn tỷ đồng (tăng 77,8% so với cùng kỳ và 22,4% so với quý trước), được thúc đẩy nhờ 18 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới trong quý. Trong quý, Công ty đã ký mới 18 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng (tương ứng 37,3 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm) trong các lĩnh vực FDI, nhà ở và hạ tầng/đầu tư công, qua đó duy trì xu hướng doanh thu từ hợp đồng ký mới tăng vượt trội trong 3 quý liên tiếp.

Tỷ lệ dự án đến từ khách hàng cũ đạt 94% trong 6 tháng đầu năm cũng cho thấy niềm tin mạnh mẽ từ khách hàng. Các đối tác chủ chốt bao gồm các chủ đầu tư lớn như Vingroup, Sun Group, Masterise và MIK. Các dự án đáng chú ý bao gồm: Cầu Cần Giờ (liên danh), Masterise Đại An, Vinschool Cổ Loa, Sân vận động PVF, Nhà hát Sóng Xanh, Vinhomes Wonder City, v.v..

Là một trong số ít nhà thầu có mức độ hiện diện toàn diện tại tất cả các phân khúc chính của ngành xây dựng Việt Nam – bao gồm BĐS nhà ở, BĐS công nghiệp/FDI và hạ tầng/đầu tư công các loại – CTD sở hữu kinh nghiệm và năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng để cạnh tranh hiệu quả trên thị trường. HSC tiếp tục giữ quan điểm rằng CTD vẫn đang đi đúng hướng để trở thành một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ làn sóng bùng nổ xây dựng và đầu tư hạ tầng công trên toàn quốc.

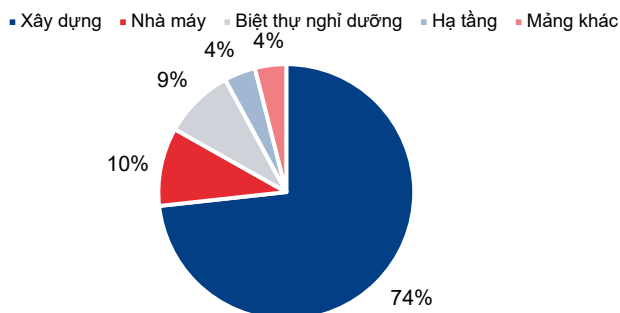
Biểu đồ 2: Doanh thu và giá trị hợp đồng chưa ghi nhận cuối kỳ, CTD, Tỷ đồng

Các hợp đồng ký mới vượt xa doanh thu đã ghi nhận (18 nghìn tỷ đồng so với 10 nghìn tỷ đồng), qua đó nâng giá trị HĐ mới chưa ghi nhận của CTD lên mức cao kỷ lục 62,5 nghìn tỷ đồng



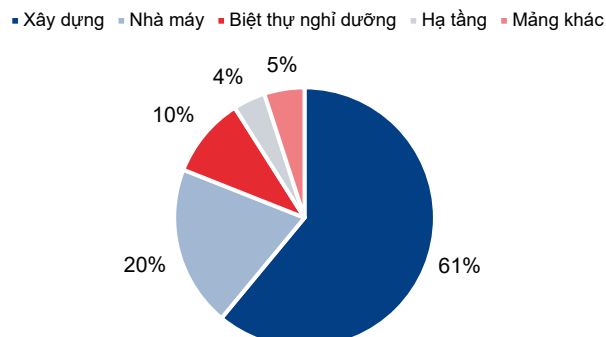
Biểu đồ 3: HĐ chưa ghi nhận theo mảng (6 tháng đầu năm NĐTC 2026), CTD

Tổng cộng: 62.500 tỷ đồng



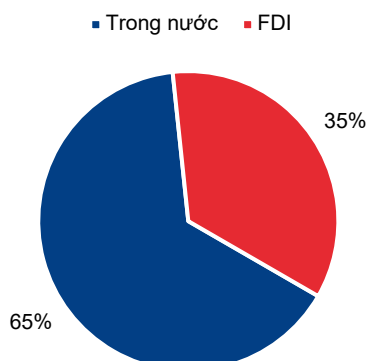
Biểu đồ 4: Doanh thu theo mảng kinh doanh (6 tháng đầu năm NĐTC 2026), CTD

Tổng cộng: 17.459 tỷ đồng



Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu (6 tháng đầu năm NĐTC 2026), CTD

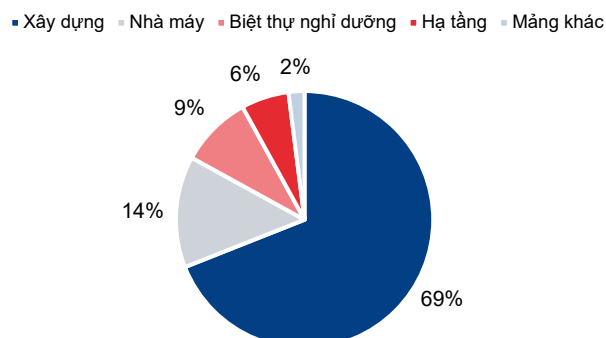
Khách hàng trong nước đóng góp 65% doanh thu của CTD trong 6 tháng đầu năm



Nguồn: CTD, HSC

Biểu đồ 6: Giá trị trúng thầu theo từng phân khúc (6 tháng đầu năm NĐTC 2026), CTD

37.300 tỷ đồng trúng thầu (94% dự án đến từ khách hàng cũ)



Nguồn: CTD, HSC

Tỷ suất lợi nhuận: Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện dần; tỷ suất lợi nhuận thuần tăng mạnh

Tỷ suất lợi nhuận gộp: Duy trì ổn định theo mùa; cải thiện rõ rệt ở mảng cốt lõi

Công ty tiếp tục cho thấy khả năng duy trì tỷ suất lợi nhuận ổn định, với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 3,7% trong quý này. Mặc dù giảm nhẹ so với mức 4,3% ghi nhận trong Q1/NĐTC 2025-2026 do yếu tố mùa vụ, mức này vẫn cải thiện đáng kể so với 2,9% của cùng kỳ năm trước. Tính chung 6 tháng đầu năm, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 4% so với mức 3,5% của 6 tháng đầu NĐTC 2024-2025.

Mảng xây dựng cốt lõi (chiếm 99% doanh thu của CTD) ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 3,5% trong quý, dù giảm 40 điểm cơ bản so với Q1 nhưng vẫn cho thấy sự phục hồi đáng kể so với cùng kỳ. Diễn biến này cho thấy đây là những tín hiệu tích cực ban đầu từ các sáng kiến kiểm soát chi phí nội bộ của Tập đoàn.

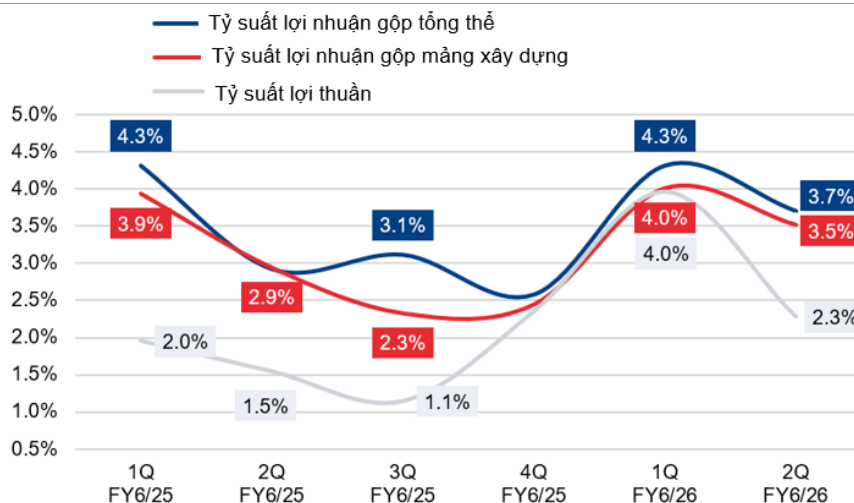
Tỷ suất lợi nhuận thuần: Hiệu quả cộng hưởng sau thu tóm theo ngành dọc và đòn bẩy hoạt động

Ở cấp độ lợi nhuận thuần, tỷ suất lợi nhuận thuần trong Q2/NĐTC 2025-2026 tăng lên 2,3%, cải thiện mạnh so với mức 1,5% của cùng kỳ năm trước.

Đáng chú ý, dù tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn chịu ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ thì xu hướng tỷ suất lợi nhuận thuần cho thấy đã cải thiện nhất quán hơn kể từ năm 2025. Sự mở rộng này chủ yếu đến từ việc thu tóm theo ngành dọc thành công các mảng cơ điện và nhôm kính mặt tiền trong năm 2024, qua đó giúp Công ty giữ lại nhiều giá trị hơn trong chuỗi giá trị. Bên cạnh đó, hiệu quả vận hành được cải thiện ở cấp độ hợp nhất đã giúp giảm tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu, qua đó nâng cao khả năng sinh lời chung.

Biểu đồ 7: Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần, CTD

Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần đều mở rộng



Ghi chú: * Lợi nhuận Q2 giảm so với Q1, do các khoản đầu tư ngoài HKKD cốt lõi ghi nhận trong Q1, dẫn đến mức nền so sánh cao.
Nguồn: CTD, HSC

Chi phí trích lập dự phòng: Giảm, nhưng vẫn là yếu tố có thể gây biến động lợi nhuận

Số dư nợ xấu của CTD trong Q2/NĐTC 2025-2026 ghi nhận cải thiện nhẹ so với quý trước, giảm xuống 1.520 tỷ đồng từ 1.566 tỷ đồng trong Q1/NĐTC 2025-2026 (so với 2.033 tỷ đồng trong Q2/NĐTC 2024-2025). Công ty đã hoàn nhập dự phòng 37,9 tỷ đồng trong Q2/NĐTC 2025-2026; tính cả khoản trích lập 25 tỷ đồng trong Q1/NĐTC 2025-2026, chi phí dự phòng thuần trong 6 tháng đầu năm ở mức 12,9 tỷ đồng. Diễn biến này tiếp tục củng cố xu hướng phục hồi kể từ khi các khoản phải thu khó đòi đạt mức cao nhất 2.243 tỷ đồng cách đây 2 năm, tương ứng giảm đáng kể 40% nhờ thu hồi nợ và hoàn nhập dự phòng đều đặn.

Chúng tôi lưu ý rằng trong NĐTC 2024-2025, CTD đã ghi nhận đầy đủ khoản hoàn nhập dự phòng 143 tỷ đồng liên quan đến dự án One Central (đối diện Chợ Bến Thành, TP.HCM, trước đây thuộc sở hữu của Saigon Glory), qua đó hỗ trợ tích cực lợi nhuận thuần năm trước. Trong khi One Central trước đây là khoản phải thu lớn thứ hai trong danh mục nợ xấu của CTD thì khoản phải thu lớn nhất còn lại hiện nay liên quan đến CTCP Đầu tư BĐS Ngôi Sao Việt, công ty liên kết của Tập đoàn Tân Hoàng Minh (chưa niêm yết).

Trước sự phục hồi mạnh của thị trường BĐS, giúp cải thiện tình hình tài chính của nhiều chủ đầu tư – trong đó có khách hàng lớn trước đây đang gặp khó khăn của CTD là Tập đoàn Tân Hoàng Minh – chúng tôi nhận thấy khả năng hoàn nhập dự phòng liên quan đến các khách hàng này có thể mang lại lợi nhuận thực hiện cao hơn dự báo. 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 8: Nợ xấu phải thu tính đến Q2 NĐTC 2026, CTD

Hoàn nhập dự phòng duy trì ổn định, trong đó khoản phải thu từ Saigon Glory (143 tỷ đồng) là tiềm năng tăng lợi nhuận chính

Tỷ đồng	Tính đến 31/12/2025			Tính đến 30/12/2025		
	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	-
Nợ xấu khác	872	587	285	1,285	603	681
Tổng	1,520	1,235	285	2,033	1,352	681

Nguồn: CTD, HSC

Tiến độ dự án liên doanh với BEHS

Ngày 26/12/2025, UBND tỉnh Tây Ninh đã ký quyết định thu hồi quỹ đất do Nhà nước quản lý và sau đó giao đất, cho thuê đất (Giai đoạn 1) cho CTCP BEHS (công ty tư nhân, chưa niêm yết). Tổng diện tích hơn 45,4 ha, được phân bổ như sau:

- 7,8 ha đất ở.
- 35,4 ha đất công (không nhằm mục đích thương mại).
- 6.620 m² đất tái định cư (BEHS sẽ đầu tư hạ tầng trước khi bàn giao lại cho Nhà nước).
- 1,5 ha đất dành cho các công trình thể dục thể thao và y tế (BEHS sẽ hoàn thiện xây dựng và bàn giao cho Nhà nước quản lý).

Chúng tôi lưu ý rằng quyết định này liên quan đến Khu dân cư, thương mại và dịch vụ Thanh Phú. Tọa lạc tại huyện Bến Lức, dự án có quy mô hơn 85 ha với tổng mức đầu tư hơn 10.662 tỷ đồng. Liên danh BEHS – Covestcons (công ty đầu tư của CTD) đã chính thức được chỉ định là chủ đầu tư dự án.

Chúng tôi lưu ý rằng (1) chưa có thông tin cụ thể về tỷ lệ sở hữu của CTD tại dự án và (2) do đây là khoản đầu tư ngoài HKKD cốt lõi nên chúng tôi chưa đưa dự án này vào các dự báo hiện tại. Theo đó, dự án này giúp tạo tiềm năng tăng thêm đáng kể đối với dự báo lợi nhuận và định giá của chúng tôi.

Hình 9: Khu phức hợp Thanh Phú liên doanh với BEHS

Tọa lạc tại huyện Bến Lức, dự án có quy mô hơn 85 ha với tổng mức đầu tư hơn 10,6 nghìn tỷ đồng



Nguồn: CTD, HSC

Lợi nhuận: Tăng dự báo giai đoạn tài chính 2026-2028

Lưu ý, CTD đã thay đổi niên độ kế toán từ ngày 31/12 sang ngày 30/6 kể từ năm 2023. Niên độ 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 30/6/2023 được xem là giai đoạn chuyển tiếp). HSC đã điều chỉnh dự báo tương ứng cho NDTC 2023-2024 và các NDTC tiếp theo.

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 12,6%, 15,9% và 11,4% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn tài chính 2026-2028, chủ yếu nhờ giá trị dự án chưa triển khai tăng mạnh và tăng trưởng ở các mảng nhỏ (nhóm kính mặt tiền, cơ điện và cho thuê BĐS) khi KQKD 6 tháng đầu năm của các mảng này đã vượt đáng kể dự báo của chúng tôi cho NDTC 2025-2026, nhưng vẫn duy trì giả định thận trọng đối với tỷ suất lợi nhuận gộp mảng xây dựng ở mức 3,5%.

Chúng tôi hiện dự báo doanh thu giai đoạn tài chính 2026-2028 đạt lần lượt 31,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27,7%), 38,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 21,1%) và 46,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,2%). Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt lần lượt

747 tỷ đồng (tăng trưởng 63,8%), 714 tỷ đồng (giảm 4,4% do mức nền cao) và 919 tỷ đồng (tăng trưởng 28,8%).

Nếu loại trừ các khoản mục bất thường/không thường xuyên (thuần), bao gồm (1) các khoản đầu tư ngoài HĐKD cốt lõi và (2) chi phí trích lập dự phòng đối với các khoản phải thu khó đòi, HSC dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi của CTD trong giai đoạn tài chính 2026-2028 đạt lần lượt 640 tỷ đồng (tăng trưởng 91,9%), 753 tỷ đồng (tăng trưởng 17,7%) và 951 tỷ đồng (tăng trưởng 26,2%).

Cụ thể, HSC đã phản ánh khoản lợi nhuận từ dự án Emerald 68 (ghi nhận trong KQKD Q1) vào dự báo cho NĐTC 2025-2026 nhưng giả định không có khoản lợi nhuận tương tự trong NĐTC 2026-2027 và NĐTC 2027-2028. Dự báo chi phí trích lập dự phòng nhìn chung không thay đổi đáng kể; cho giai đoạn sắp tới, HSC hiện giả định sẽ không có khoản hoàn nhập dự phòng lớn nào tương tự như khoản đã ghi nhận trong NĐTC 2024-2025 (liên quan đến dự án One Central).

Nhìn chung, dự báo của HSC cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi, lợi nhuận thuần và doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 41,8%, 26,3% và 23,6% trong giai đoạn tài chính 2026-2028. Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ duy trì đà tăng trưởng khi là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ làn sóng bùng nổ hạ tầng/xây dựng hiện nay.

Bảng 10: Ước tính lợi nhuận cũ và mới, CTD

HSC dự báo lợi nhuận thuần cốt lõi 3 năm sẽ tăng trưởng với CAGR là 41,8%

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Chênh lệch	Tăng trưởng
2026				
Doanh thu	30,089	31,766	5.6%	27.7%
Lợi nhuận gộp	1,069	1,182	10.5%	45.0%
Chi phí BH&QL	(574)	(574)	0.0%	73.3%
Lợi nhuận thuần	663	747	12.6%	63.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	107	107		
Lợi nhuận thuần cốt lõi	556	640	15.1%	91.9%
FY06/27				
Doanh thu	36,467	38,454	5.4%	21.1%
Lợi nhuận gộp	1,294	1,420	9.8%	20.1%
Chi phí BH&QL	(689)	(689)	0.0%	19.9%
Lợi nhuận thuần	616	714	15.9%	-4.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(39)	(39)		
Lợi nhuận thuần cốt lõi	655	753	15.0%	17.7%
FY06/28				
Doanh thu	45,460	46,999	3.4%	22.2%
Lợi nhuận gộp	1,609	1,723	7.1%	21.3%
Chi phí BH&QL	(761)	(761)	0.0%	10.5%
Lợi nhuận thuần	825	919	11.4%	28.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(31)	(31)		
Lợi nhuận thuần cốt lõi	856	951	11.0%	26.2%

Ghi chú: *thuế điều chỉnh.
Nguồn: CTD, HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 5,9% giá mục tiêu của CTD lên 110.000đ để phản ánh việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và triển vọng tích cực đối với CTD, được thúc đẩy bởi giá trị dự án chưa triển khai đạt mức kỷ lục và hiệu quả cộng hưởng từ các thương vụ thầu gần đây, đồng thời đã tính đến việc Công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu vào ngày 24/12/2025 (tỷ lệ 10% đối với tiền mặt; tỷ lệ 20:1 đối với cổ phiếu). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào bất chấp giá cổ phiếu CTD tăng mạnh gần đây, do mức giá hiện tại vẫn mang lại tiềm năng tăng giá 33%.

Một số chi tiết liên quan đến giả định và phương pháp định giá:

- Chúng tôi áp dụng mô hình DCF hai giai đoạn để định giá cổ phiếu. Giai đoạn tăng trưởng dự phóng kéo dài từ NDTC 2024-2025 đến NDTC 2030-2031. Sau đó, chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% để tính giá trị dài hạn.
- Định giá của chúng tôi tiếp tục sử dụng giả định WACC ở mức 14,3%, dựa trên lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10,25% (cũng không đổi) (bao gồm phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm để phản ánh đặc thù huy động vốn đối với ngành BĐS và các ngành liên quan tại Việt Nam, cộng với phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,75%) và hệ số beta 1 lần (bình quân 2 năm).
- Giả định chi phí vốn CSH cơ sở 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 xác định tại thời điểm cuối năm dương lịch 2026, là thời điểm giữa NDTC 2026-2027 của CTD.

Bảng 11: Định giá DCF, CTD

Giá mục tiêu mới là 110.000đ, tiềm năng tăng giá 33%

Tỷ đồng	FY6/26	FY6/27	FY6/28	FY6/29	FY6/30	FY6/31
FCFF	2,682	707	776	970	943	837
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)						2.0%
Giá trị dài hạn						7,297
Dòng tiền tương lai	2,682	707	776	970	943	8,134
Giá trị hiện tại	2,682	622	600	660	564	4,281
Giá trị doanh nghiệp	6,832					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,773					
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	2,058					
- Tổng nợ	(2,987)					
+ Tiền & tương đương tiền	7,907					
Giá trị vốn CSH	11,752					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	106					
Giá trị hợp lý/cp (cuối năm 2026)	110,000					

Nguồn: CTD, HSC

Bảng 12: 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				
Lãi suất phi rủi ro		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	3.0%	111,000	113,000	115,000	117,000	120,000
	3.5%	109,000	111,000	112,000	114,000	117,000
	4.0%	107,000	109,000	110,000	112,000	114,000
	4.5%	105,000	107,000	108,000	110,000	112,000
	5.0%	104,000	105,000	106,000	108,000	109,000

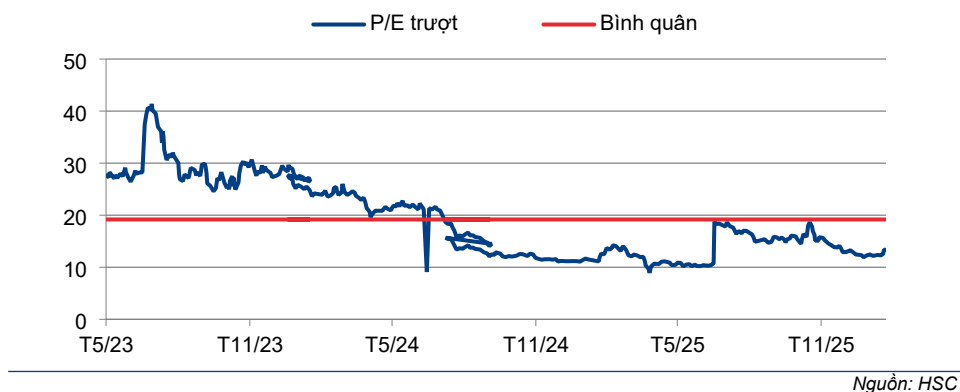
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Lưu ý, giá cổ phiếu CTD đã tăng 14,2% trong 1 tháng qua (nhưng chỉ tăng 3,2% trong 3 tháng qua) khi thị trường phản ứng tích cực trước KQKD khả quan gần đây của Công ty (với giá trị dự án chưa triển khai tăng cao và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện). CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 13,0 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 19,2 lần.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, CTD

CTD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 13,0 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 19,2 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	31,766	38,454	46,999
Lợi nhuận gộp	713	815	1,182	1,420	1,723
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	608	731	962
Lãi vay thuần	175	50.7	138	162	188
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	934	893	1,149
Chi phí thuế TNDN	(77.0)	(95.8)	(187)	(179)	(230)
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	747	714	919
Lợi nhuận thuần ĐC	310	458	747	714	919
EBITDA ĐC	175	597	729	847	1,078
EPS (đồng)	3,098	4,511	7,374	7,047	9,074
EPS ĐC (đồng)	3,098	4,511	7,374	7,047	9,074
DPS (đồng)	0	984	974	1,533	1,533
Slg CP bình quân (triệu đv)	99.9	101	101	101	101
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	99.9	101	106	106	106
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	99.9	101	106	106	106

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	5,424	5,946	6,527
Đầu tư ngắn hạn	1,868	1,589	1,589	1,589	1,589
Phải thu khách hàng	12,024	15,870	17,555	20,385	25,137
Hàng tồn kho	3,126	5,964	6,608	7,515	8,588
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	33,185	37,644	44,271
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	34,863	39,212	45,730
Nợ ngắn hạn	1,519	2,984	2,984	2,984	2,984
Phải trả người bán	6,161	7,534	9,636	11,161	14,017
Nợ ngắn hạn khác	4,071	5,315	6,509	7,512	8,794
Tổng nợ ngắn hạn	14,223	20,684	25,201	29,000	34,761
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	25,254	29,053	34,814
Vốn chủ sở hữu	8,591	8,965	9,608	10,159	10,916
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	9,609	10,160	10,916
Tổng nợ phải trả và VCSH	22,869	29,701	34,863	39,212	45,730
BVPS (đ)	85,967	88,382	90,306	95,485	102,594
Nợ thuần/(tiền mặt)	(670)	275	(2,437)	(2,959)	(3,540)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	06-24A	06-25A	06-26F	06-27F	06-28F
EBIT	132	484	608	731	962
Khấu hao	(43.5)	(114)	(122)	(116)	(116)
Lãi vay thuần	175	50.7	138	162	188
Thuế TNDN đã nộp	(80.1)	(118)	(187)	(179)	(230)
Thay đổi vốn lưu động	(397)	0	2,135	13.1	(103)
Khác	99.8	398	(128)	(152)	(181)
LCT thuần từ HĐKD	24.3	(1,154)	2,529	321	355
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	347	371	397
LCT thuần từ HĐĐT	240	303	286	364	390
Cổ tức trả cho CSH	0	(99.9)	(104)	(163)	(163)
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)	(163)	(163)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,883	2,210	2,712	5,424	5,946
LCT thuần trong kỳ	328	502	2,711	522	582
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.06	0.33	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,210	2,712	5,424	5,946	6,527
Dòng tiền tự do	(526)	(1,620)	2,468	314	348

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	3.72	3.69	3.67
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	0.83	2.40	2.30	2.20	2.29
Tỷ suất LNT (%)	1.47	1.84	2.35	1.86	1.96
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	17.3	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	44.8	18.2	27.7	21.1	22.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	224	241	22.1	16.2	27.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,383	47.8	63.3	(4.43)	28.8
Tăng trưởng EPS (%)	1,438	45.6	63.5	(4.43)	28.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,438	45.6	63.5	(4.43)	28.8
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	(1.06)	57.3	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	21.8	13.2	21.7	16.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.69	5.21	8.05	7.22	8.73
ROACE (%)	1.51	5.48	6.51	7.36	9.08
Vòng quay tài sản (lần)	1.01	0.95	0.98	1.04	1.11
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.18	(2.38)	4.16	0.44	0.37
Số ngày tồn kho	56.1	90.4	78.9	74.1	69.2
Số ngày phải thu	216	241	210	201	203
Số ngày phải trả	111	114	115	110	113
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.0	56.8	37.5	42.8	49.4
Nợ/tài sản (%)	17.2	26.3	25.9	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	12.4	12.1	11.1
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.44	1.35	1.32	1.30	1.27
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.36	0.35	0.20	0.15	0.11
EV/EBITDA ĐC (lần)	43.3	14.5	8.72	6.89	4.88
P/E (lần)	26.7	18.3	11.2	11.7	9.11
P/E ĐC (lần)	26.7	18.3	11.2	11.7	9.11
P/B (lần)	0.96	0.94	0.92	0.87	0.81
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.19	1.18	1.85	1.85

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