BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH XÂY DỰNG 2023

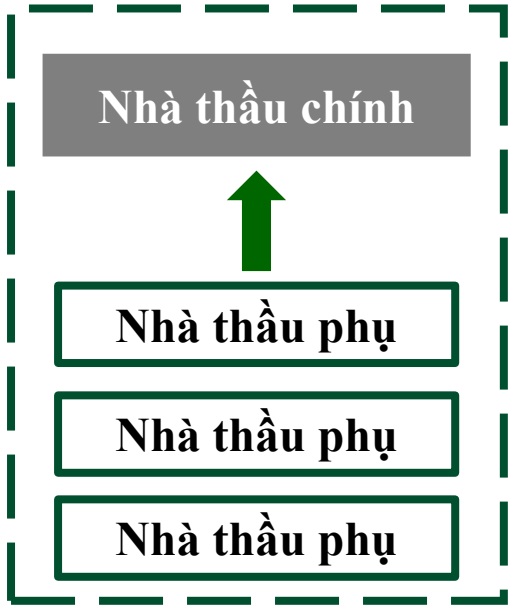
ĐIỂM SÁNG Ở NHÓM XÂY DỰNG HẠ TẦNG & CÔNG NGHIỆP

TỔNG QUAN NGÀNH XÂY DỰNG

- **Phần lớn các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ tổng thầu/ thầu chính cho các dự án, gói thầu** với chức năng: (1) Trực tiếp tham gia thi công; (2) Thiết lập chuỗi cung ứng nguyên vật liệu, quản lý thi công các nhà thầu phụ/ đội thi công nhỏ lẻ trong việc thực hiện dự án.

Chuỗi giá trị ngành xây dựng

Nguyên vật liệu, thiết bị xây dựng



Doanh nghiệp xây dựng

Công trình

TỔNG QUAN NGÀNH XÂY DỰNG

- **Có sự khác biệt tương đối giữa các nhóm doanh nghiệp theo loại hình công trình:**

	XÂY DỰNG DÂN DỤNG (CTD, HBC, PHC, Ricons,…)	**XÂY DỰNG HẠ TẦNG** (VCG, C4G, FCN, C47…)	**XÂY DỰNG CÔNG NGHIỆP** (FCN, LLM, Sumitech, Icons,…)
CÔNG TRÌNH	Chung cư, khu đô thị, tòa văn phòng, trung tâm thương mại	Cao tốc, sân bay, đường quốc lộ, cầu	Nhà máy, nhà xưởng, kho bãi
VẬT LIỆU CHỦ YẾU	Thép, xi măng, bê tông, nhựa,… (thường được cung cấp bởi các đại lý phân phối)	Đất đắp, cát vàng, đá dăm,… (thường phụ thuộc bởi các nhà cung cấp địa phương có quy mô nhỏ)	Thép, tôn, bê tông, nhựa,… (thường được cung cấp bởi các đại lý phân phối)
KHÁCH HÀNG	Chủ đầu tư bất động sản	Cơ quan nhà nước, chủ đầu tư dự án PPP	Doanh nghiệp sản xuất (trong nước và FDI)

- **Khi thực hiện thi công, các nhà thầu xây dựng sẽ được nhận dòng tiền từ chủ đầu tư dự án**: (1) Tiền tạm ứng cho nhà thầu trước khi bắt đầu thi công dự án; (2) Thanh toán theo tiến độ công trình dựa trên kết quả nghiệm thu khối lượng đã hoàn thành.

- Tuy vậy trên thực tế **các doanh nghiệp tổng thầu thường đối mặt với rủi ro thâm hụt dòng tiền và phải dựa vào nguồn vốn tín dụng cho việc thi công dự án** do:

- Các chi phí xây dựng (lương công nhân, xăng dầu, các vật liệu không thông qua đại lý phân phối lớn) thường phải thanh toán khá sớm.
- Dòng tiền thanh toán từ chủ đầu tư thường chậm do: (1) Chậm tiến độ nghiệm thu; (2) Các chủ đầu tư bất động sản chưa có nguồn tiền lớn khi dự án chưa mở bán.
- Các nhà thầu phụ/ đội thi công thường có quy mô bé và khó tiếp cận nguồn vốn tín dụng, do đó đẩy áp lực thâm hụt dòng tiền và vay nợ về các tổng thầu.

CẬP NHẬT NGÀNH XÂY DỰNG

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

© RESEARCH DEPARTMENT

GIÁ TRỊ HỢP ĐỒNG XÂY DỰNG KHÔI PHỤC SAU GIÃN CÁCH

- **Số lượng công trình khởi công mới hồi phục tích cực**, đặc biệt các công trình hạ tầng giao thông khi:

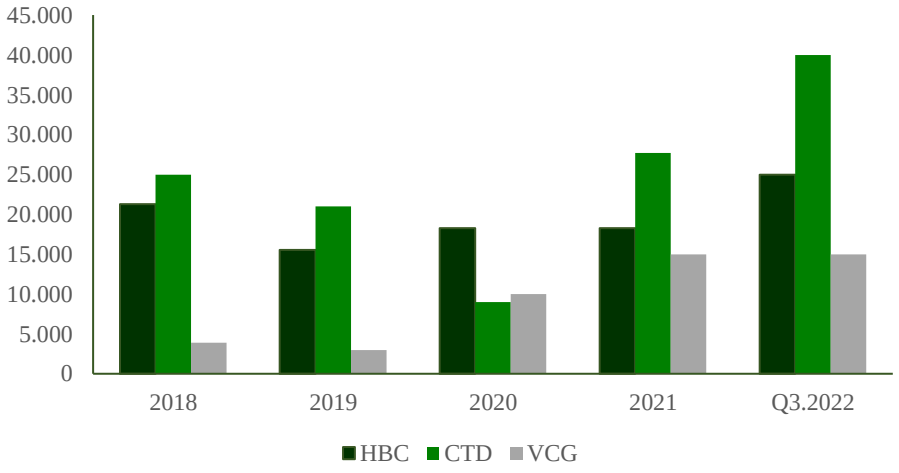
- Hoạt động khảo sát, hoàn thiện thủ tục và đấu thầu công trình khôi phục sau khi lệnh giãn cách được gỡ bỏ.
- Nhiều dự án được đẩy mạnh triển khai sau 2 năm đình trệ, đặc biệt các dự án giao thông trong khuôn khổ gói kích thích kinh tế hậu đại dịch.

Nhiều doanh nghiệp xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong giá trị hợp đồng ký kết (backlog) trong giai đoạn cuối năm 2021 – đầu năm 2022.

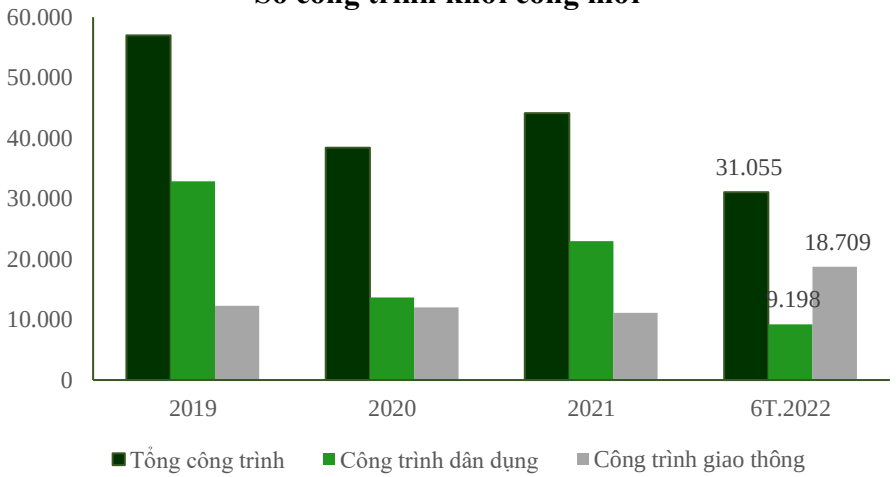
- **Tuy vậy mức độ triển khai thi công các dự án về cơ bản là tương đối chậm** do các yếu tố:

- Tiến trình phê duyệt hồ sơ chậm và tồn đọng nhiều vướng mắc pháp lý chưa được giải quyết, đặc biệt đối với các dự án nhà ở tại các đô thị lớn như Hà Nội, TP.HCM.
- Khó khăn về nguồn lực tài chính của chủ đầu tư và nhà thầu trong bối cảnh môi trường tín dụng bị siết chặt trong khi các chi phí giải phóng mặt bằng, phát triển dự án và vật liệu xây dựng tăng mạnh.
- Hoạt động thi công gặp nhiều trở ngại do thiếu hụt lao động và tình hình thời tiết mưa nhiều không thuận lợi, đặc biệt tại các dự án cao tốc.

Giá trị backlog của các doanh nghiệp tiêu biểu (tỷ đồng)



Số công trình khởi công mới



© VCBS Research Department

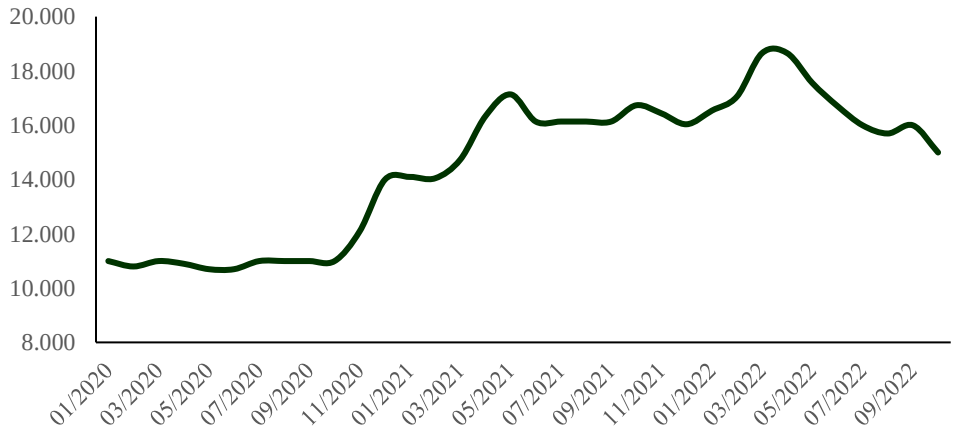
Nguồn: Bộ Xây dựng, HBC, CTD, VCG, VCBS tổng hợp

CHI PHÍ TĂNG CAO BÀO MÒN BIÊN LỢI NHUẬN NHÀ THẦU

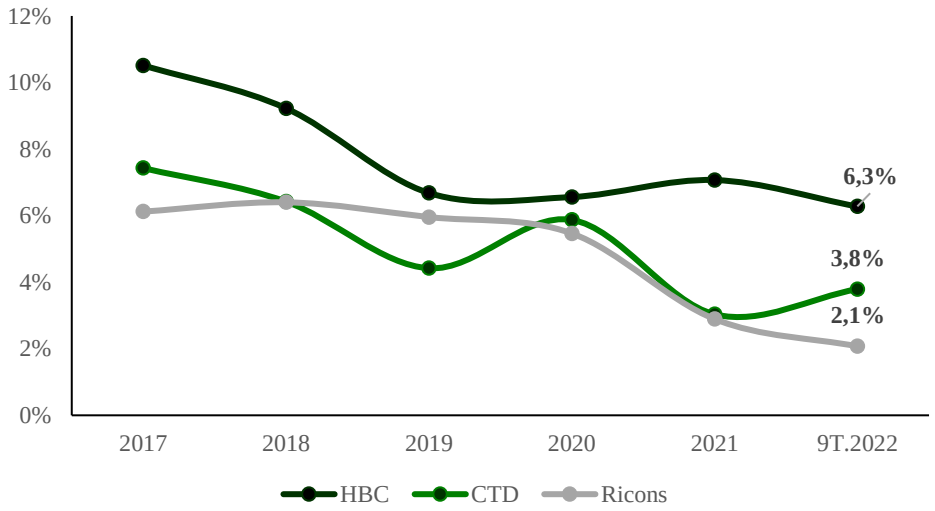
- Trong giai đoạn 2021 – 2022, **biên lợi nhuận các nhà thầu xây dựng ghi nhận mức sụt giảm đáng kể.** Điều này đến từ các yếu tố:

- Mặt bằng giá nhiều loại vật liệu xây dựng quan trọng như thép, xi măng, cát, dầu Diesel… đã tăng phi mã trong giai đoạn vừa qua, trong khi đơn giá hợp đồng cần thêm thời gian để điều chỉnh theo chi phí xây dựng của nhà thầu.
- Chi phí lao động tại công trường tăng cao, đặc biệt tại các thành phố lớn do một lượng không nhỏ lao động phổ thông lựa chọn trở về quê trong đại dịch và chưa tham gia lại thị trường lao động.

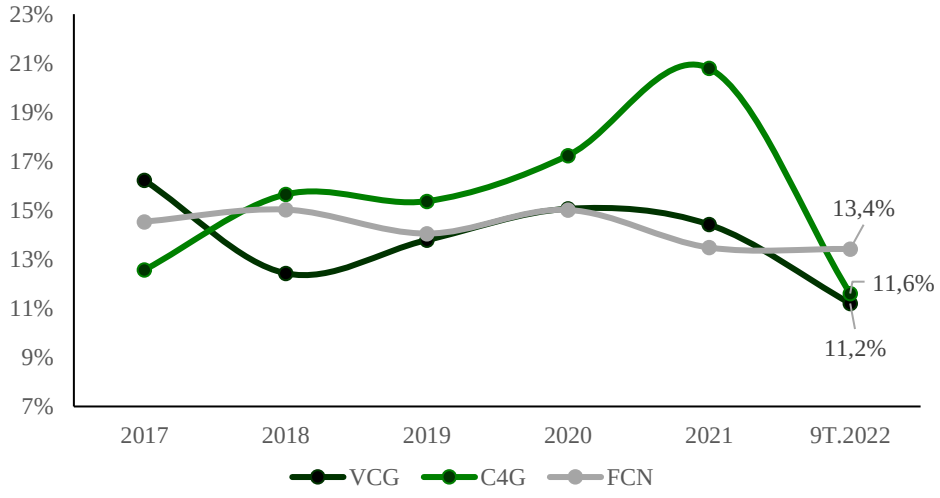
Mặt bằng giá thép xây dựng (VNĐ/ kg)



Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp xây dựng dân dụng



Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng



© VCBS Research Department

Nguồn: Fiinpro, VCBS tổng hợp

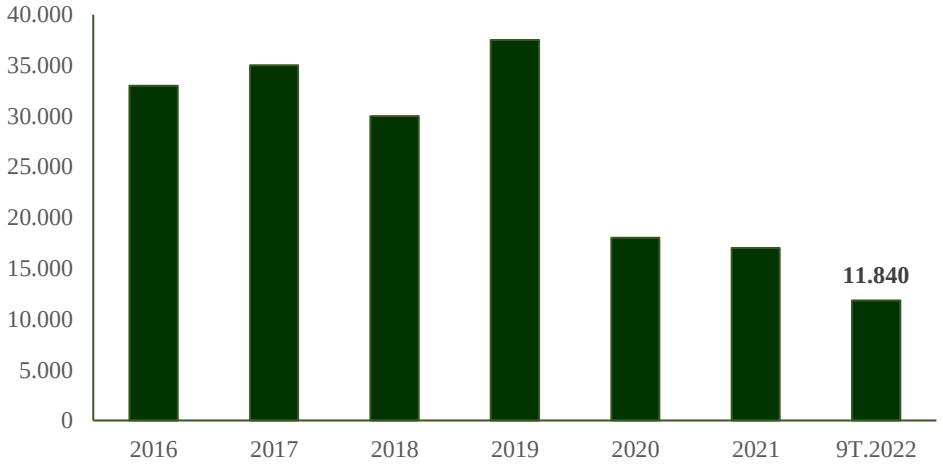
XÂY DỰNG DÂN DỤNG: NHU CẦU VẪN Ở MỨC THẤP

- Sau khi đạt đỉnh tại giai đoạn 2016-2017, nhu cầu xây dựng dân dụng ghi nhận xu hướng sụt giảm mạnh cùng với nguồn cung nhà ở, đặc biệt tại Hà Nội và TP.HCM. Mặc dù đã có sự cải thiện nhẹ so với nền thấp năm 2021, **nguồn cung căn hộ trong 9T.2022 vẫn tương đối hạn chế, phần lớn là hàng tồn kho tại các dự án trước đó** do**:**

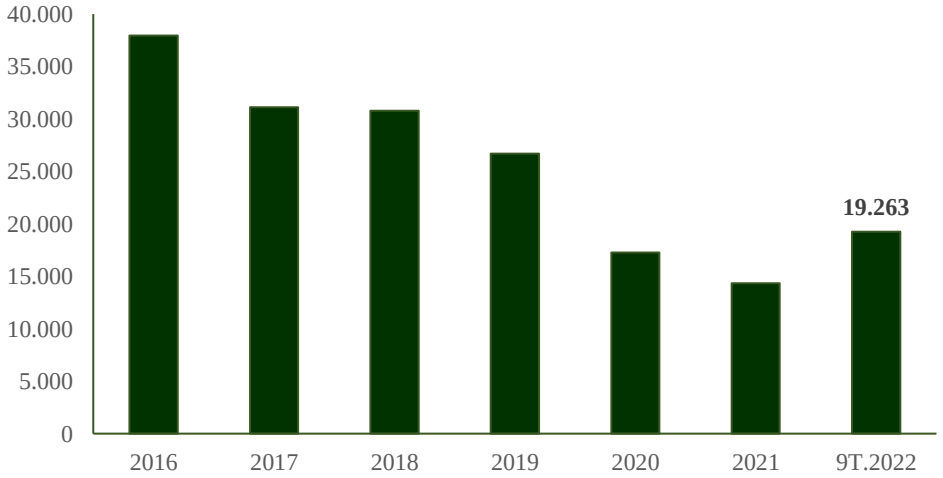
- Các vướng mắc pháp lý kéo dài, đặc biệt liên quan đến: (1) Việc công nhận chủ đầu tư dự án; (1) Vấn đề phân bổ 20% quỹ đất thương phẩm để phát triển nhà ở xã hội tại các dự án nhà ở thương mại (ảnh hưởng mạnh đến biên lợi nhuận và phá vỡ kiến trúc tổng thể tại dự án, đặc biệt tại các thành phố lớn).
- Chính quyền các cấp có xu hướng hoãn phê duyệt các dự án nhà ở trong giai đoạn xây dựng bộ luật mới.
- Nhiều dự án cần chờ quy hoạch chung tại các địa phương giai đoạn 2021-2030 để có cơ sở chấp thuận chủ trương đầu tư.
- Nguồn tín dụng bị thắt chặt và mặt bằng lãi suất tăng cao gây khó khăn cho cả chủ đầu tư và người mua nhà.

Đặt ra áp lực cạnh tranh gay gắt giữa các nhà thầu xây dựng. Công cụ cạnh tranh qua đơn giá hợp đồng được sử dụng thông dụng do không có quá nhiều sự khác biệt về dịch vụ giữa các nhà thầu.

Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội (căn)



Nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM (căn)



© VCBS Research Department

Nguồn: CBRE, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG DÂN DỤNG: TĂNG CƯỜNG HIỆN HỮU TẠI CÁC TỈNH THÀNH

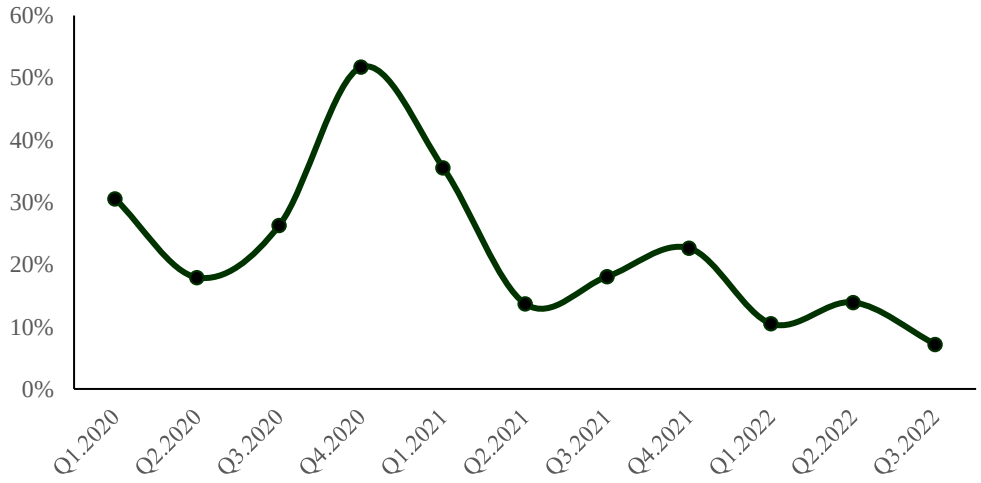
- **Các nhà thầu xây dựng đang đẩy mạnh gia tăng độ phủ và khả năng cung cấp dịch vụ tại các tỉnh thành ngoài các trung tâm lớn như Hà Nội và TP.HCM** khi:

- Xu thế phát triển ra các đô thị vệ tinh/ địa phương lân cận Hà Nội và TP.HCM do: (1) Khan hiếm quỹ đất tại khu vực nội thành; (2) Xu thế giãn dần mật độ dân cư tại đô thị lớn, trong đó chủ trương phân bổ dân cư tại các đô thị vệ tinh lân cận và dành quỹ đất nội thành cho hệ thống văn phòng, trung tâm thương mại và dịch vụ.
- Khó khăn pháp lý kéo dài tại đô thị lớn khiến các nhà phát triển bất động sản chủ trương đẩy mạnh đầu tư tại các tỉnh thành, đặc biệt khi mặt bằng thu nhập và mức sống tại nhiều địa phương đã có sự cải thiện lớn trong giai đoạn vừa qua.
- Trong giai đoạn 2021-2030, nhiều địa phương có định hướng mở rộng mạnh địa giới, thành lập các trung tâm hành chính – kinh tế mới, qua đó thu hút mạnh mẽ hoạt động phát triển dự án và đem về nguồn việc lớn cho các doanh nghiệp xây lắp.

- **Một số nhóm doanh nghiệp có lợi thế đặc biệt** để cung cấp dịch vụ xây dựng tại các địa phương:

- Các doanh nghiệp quy mô lớn, có khả năng điều chuyển nhân sự, hệ thống các nhà thầu phụ và thiết lập hệ thống cung ứng nguyên vật liệu có quy mô lớn tại các tỉnh thành.
- Các doanh nghiệp xây dựng địa phương với lợi thế thân thuộc với thị trường, mối quan hệ tốt với cấp chính quyền địa phương và hệ thống nhân lực, cung cấp vật tư đã được xây dựng hoàn thiện trên địa bàn.

Tỷ trọng căn hộ và nhà ở riêng lẻ được giao dịch tại Hà Nội & TP.HCM so với cả nước



© VCBS Research Department

Nguồn: Bộ Xây dựng, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG DÂN DỤNG: ÁP LỰC VỀ BIÊN LỢI NHUẬN VÀ DÒNG TIỀN

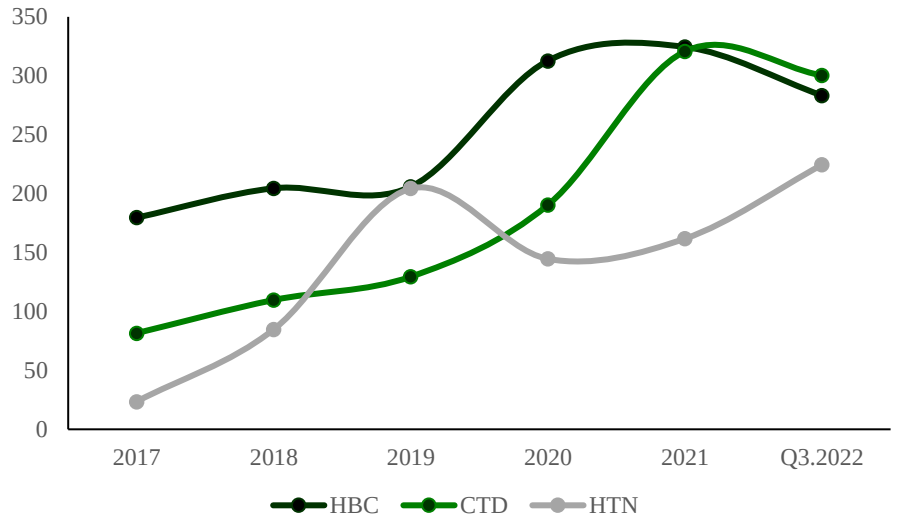
- Mặc dù giá nguyên vật liệu tăng phi mã, **các nhà thầu xây dựng dân dụng gặp nhiều khó khăn để đẩy áp lực vào đơn giá hợp đồng** do các yếu tố:

- Điều khoản bù trừ trượt giá trong hợp đồng xây dựng dân dụng thường được quy định trong một khung giá và thường sẽ có sự chia sẻ rủi ro từ nhà thầu trong trường hợp mặt bằng giá vật liệu tăng vượt quá khung quy định.
- Nhiều chủ đầu tư và thầu phụ gặp khó khăn tài chính trong môi trường tín dụng thắt chặt và thanh khoản thị trường bất động sản suy giảm, qua đó đẩy áp lực cho các doanh nghiệp tổng thầu.

- **Số dư phải thu liên quan đến các hợp đồng xây dựng và thời gian thu hồi công nợ có xu hướng gia tăng đáng kể** do:

- Nhiều chủ đầu tư gặp khó khăn trong việc thu xếp dòng tiền thanh toán theo tiến độ khi: (1) Nguồn tín dụng bị thắt chặt và thời gian triển khai dự án kéo dài; (2) Hoạt động huy động vốn từ khách hàng mua nhà chậm lại do thị trường nhà đất điều chỉnh và mất cân đối cung cầu.
- Áp lực cạnh tranh gay gắt giữa các nhà thầu xây dựng tạo điều kiện cho các chủ đầu tư áp dụng chính sách thanh toán thuận lợi hơn.

Ngày phải thu trung bình của một số doanh nghiệp xây dựng dân dụng



- **Áp lực về dòng tiền cho các nhà thầu xây dựng,** đặc biệt các doanh nghiệp phụ thuộc vào nợ vay tài chính để tài trợ cho hoạt động thi công.
- **Gia tăng rủi ro nợ xấu**.

Nguồn: VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG DÂN DỤNG: CÁC DOANH NGHIỆP TÌM ĐỊNH HƯỚNG TĂNG TRƯỞNG MỚI

- Trước bối cảnh nhu cầu tăng trưởng thấp và áp lực cạnh tranh gay gắt, **nhiều doanh nghiệp xây dựng dân dụng chủ động điều chỉnh chiến lược để duy trì kết quả kinh doanh và tính cạnh tranh trên thị trường:**

Thay đổi chiến lược phát triển tại các doanh nghiệp xây dựng lớn

Xây dựng Hòa Bình

Mở rộng cung cấp dịch vụ xây dựng trên thị trường thế giới.

Coteccons

- Tham gia sâu vào lĩnh vực thi công hạ tầng công nghiệp.
- Mở rộng đối tượng khách hàng, chấp nhận các gói thầu có quy mô bé hơn.
- Tham gia lĩnh vực đầu tư.

Hưng Thịnh Incons

- Cung cấp dịch vụ cho các công trình ngoài hệ thống tập đoàn Hưng Thịnh.
- Gia nhập thị trường xây lắp hạ tầng giao thông.

XÂY DỰNG HẠ TẦNG: ĐẨY MẠNH TIẾN ĐỘ HOÀN THIỆN CÁC DỰ ÁN TỒN ĐỌNG THUỘC CHU KÌ ĐẦU TƯ TRƯỚC

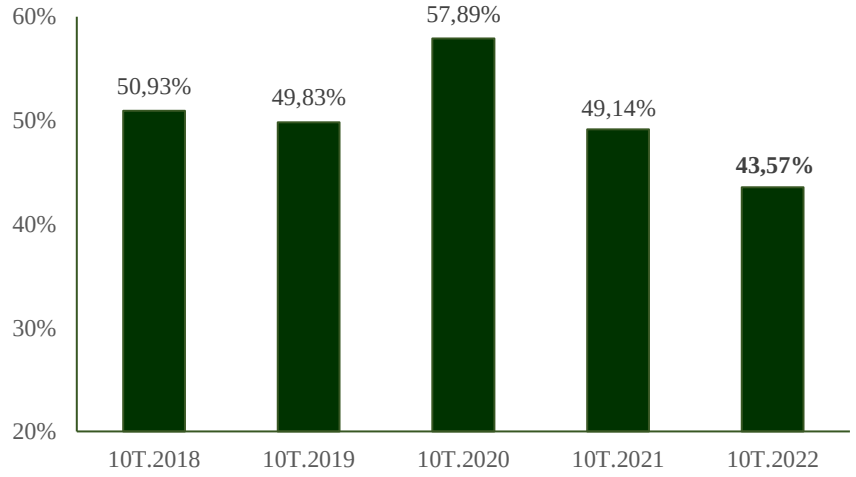
- Trong 10 tháng đầu năm 2022, tỷ lệ giải ngân đầu tư công đạt 43,57% kế hoạch – **ghi nhận mức thấp nhất trong 5 năm dù đây là năm đầu tiên thực hiện gói kích thích phục hồi kinh tế hậu đại dịch.** Điều này đến từ các yếu tố:

- Quy mô kế hoạch giải ngân trong năm 2022 cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước.
- Giải phóng mặt bằng chậm do xu hướng sốt đất trong 2 năm dịch bệnh khiến: (1) Giá thỏa thuận đền bù và khung giá đất nhà nước thấp so với giá thị trường; (2) Người dân có tâm lý giữ đất chờ giá tăng thêm.
- Chậm trễ phê duyệt hồ sơ do lo ngại sau khi nhiều sai phạm liên quan đến các dự án sử dụng ngân sách bị xử lý.
- Thiếu vật liệu đắp và mặt bằng giá nguyên vật liệu tăng phi mã khiến nhiều nhà thầu chủ động thi công cầm chừng để hạn chế thua lỗ.
- Thời tiết mưa nhiều khiến việc triển khai thi công gặp khó khăn, đặc biệt đối với các dự án cao tốc.

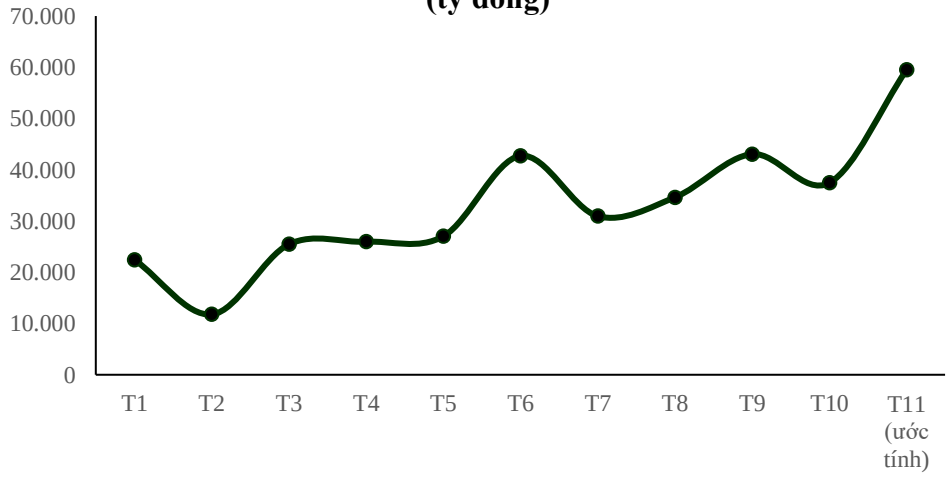
- Tuy vậy, nhìn chung **tiến độ giải ngân đã có sự tăng tốc đáng kể từ Q3.2022** khi:

- Thủ tướng chính phủ và nhiều lãnh đạo cấp cao trực tiếp thúc đẩy tiến độ giải ngân và mạnh tay xử lý các nhà thầu/ cơ quan quản lý gây chậm tiến độ.
- Giá nhiều loại vật liệu đã có sự hạ nhiệt trong nửa cuối năm.
- Các tháng cuối năm thường là cao điểm triển khai xây dựng và giải ngân đầu tư công.

Tỷ lệ giải ngân vốn ngân sách trong 10 tháng đầu năm



Số dư giải ngân vốn đầu tư công trong các tháng của năm 2022 (tỷ đồng)



© VCBS Research Department

Nguồn: Bộ Tài chính, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG HẠ TẦNG: ĐẨY MẠNH TIẾN ĐỘ HOÀN THIỆN CÁC DỰ ÁN TỒN ĐỌNG THUỘC CHU KÌ ĐẦU TƯ TRƯỚC

- **Đối với 11 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2017-2020**:

- Đã có 2 dự án khánh thành, 3 dự án được thông xe kỹ thuật và dự kiến đưa vào hoạt động trong tháng 04.2023. 7 dự án còn lại kỳ vọng sẽ hoàn tất trong giai đoạn 2023-2024.
- Việc triển khai các dự án được đánh giá là khá chậm xét đến việc đây là dự án cao tốc giai đoạn 2017-2020 và thuộc kế hoạch đầu tư công trung hạn 2016-2020, nhưng hầu hết các dự án chỉ được khởi công từ năm 2020 & 2021 – khi chính phủ quyết tâm đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

- **Đối với hạ tầng giao thông đô thị**, các dự án tại Hà Nội đang được đẩy mạnh khá tốt tiến độ thi công với nhiều dự án sẽ đi vào vận hành trong giai đoạn 2022-2023. Trong khi đó, các dự án giao thông hiện hữu tại TP.HCM sẽ cần thêm ít nhất 2-3 năm để hoàn thành.

Các dự án giao thông chuẩn bị đi vào vận hành tại TP.Hà Nội

Dự án	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm hoàn thành
Hầm chui Lê Văn Lương	700	10.2022
Vành đai 2 trên cao đoạn nối Vĩnh Tuy – Ngã Tư Sở	9.500	12.2022
Cầu Vĩnh Tuy 2	2.500	Giữa năm 2023

11 dự án thành phần Cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 2017-2020

Đoạn	Chiều dài (km)	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Năm khởi công	Năm hoàn thành
Cao Bồ - Mai Sơn (đã hoàn thành)	**15**	**1.600**	**2019**	**2022**
Mai Sơn – QL45	63	12.900	2020	2023
QL45 – Nghi Sơn	43	5.500	2021	2023
Nghi Sơn – Diễn Châu	50	7.300	2021	2023
Diễn Châu – Bãi Vọt	49	13.300	2021	2024
Cam Lộ - La Sơn	98	7.700	2019	2022
Nha Trang – Cam Lâm	49	7.600	2019	2023
Cam Lâm – Vĩnh Hảo	79	13.700	2021	2024
Vĩnh Hảo – Phan Thiết	101	10.900	2020	2023
Phan Thiết – Dầu Giây	99	12.600	2020	2023
Cầu Mỹ Thuận 2	6	5.000	2020	2023

© VCBS Research Department

Nguồn: Bộ GTVT, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG HẠ TẦNG: CƠ CHẾ GIÁ HỢP ĐỒNG ĐẶT ÁP LỰC LỚN CHO NHÀ THẦU

- Đối với phần lớn dự án đầu tư công khởi công trong giai đoạn 2020-2021, **đơn giá hợp đồng được điều chỉnh theo phương pháp hệ số giá công bố bởi các địa phương**. Điều này đến từ các yếu tố:

- Nhu cầu giải ngân vốn đầu tư nhanh trong giai đoạn Covid để hỗ trợ nền kinh tế.
- So với phương pháp bù giá trực tiếp (được sử dụng rộng rãi trong giai đoạn trước), hồ sơ dự toán, quyết toán và các thủ tục được thông qua nhanh hơn đối với phương pháp điều chỉnh theo hệ số giá.
- Trong suốt giai đoạn 2010-2020, chưa từng có cú sốc lớn nào về mặt bằng giá vật liệu.

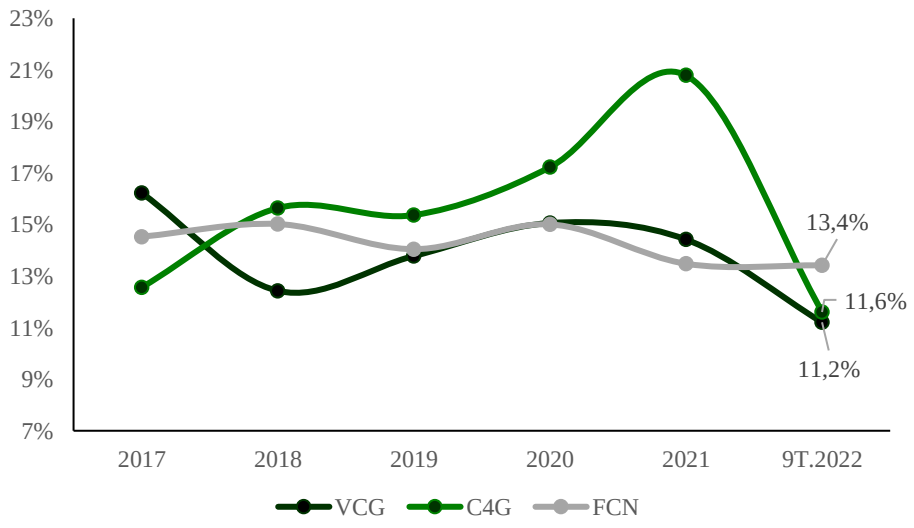
Mức tăng giá các vật liệu quan trọng tại dự án Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2017-2020 tính từ thời điểm khởi công

Vật liệu	Mức tăng giá
Đất đắp	30 - 50%
Cát vàng	15 - 40%
Đá dăm	30 - 45%
Nhựa đường	35 – 50%
Dầu Diesel	138 – 163%

Trong giai đoạn giá vật liệu xây dựng tăng phi mã**, đơn giá hợp đồng không điều chỉnh kịp với diễn biến giá vật liệu đầu vào,** đặc biệt khi**:**

- Chỉ số giá xây dựng do các địa phương công bố thường bị chậm trễ và sai khác so với giá thực tế do: (1) Nhiều địa phương chưa có kinh nghiệm đối với các dự án cao tốc; (2) Giới hạn năng lực của nhiều cán bộ địa phương; (2) Các tỉnh thành trước đó thường chỉ rà soát và công bố chỉ số giá 1 năm một lần.
- Giá đất đắp (nguyên liệu quan trọng cho các dự án cao tốc và chiếm 15-25% giá trị gói thầu) đã ghi nhận mức tăng mạnh do: (1) Thiếu mỏ đất; (2) Việc siết chặt quản lý tải trọng xe đẩy cao chi phí vận chuyển. Trong khi đó, đất đắp lại không nằm trong danh mục vật liệu được đưa vào công thức chỉ số giá xây dựng.

Biên lợi nhuận một số doanh nghiệp xây dựng hạ tầng



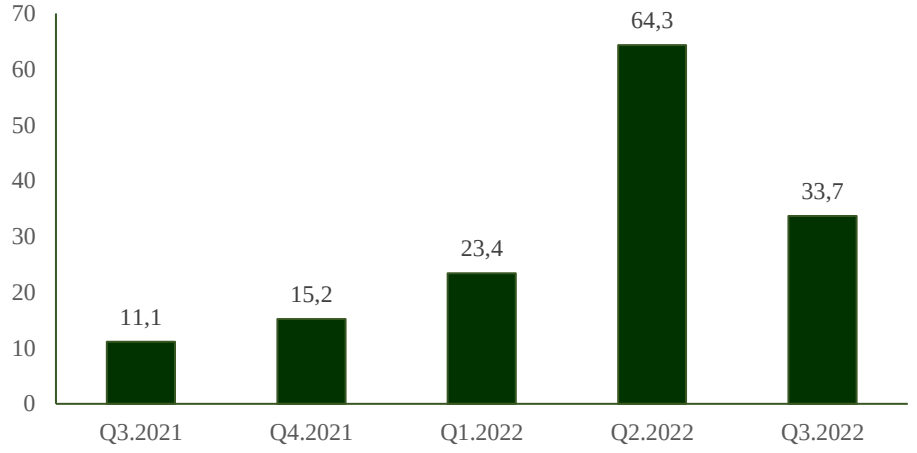
Nguồn: Hiệp hội Nhà thầu Xây dựng Việt Nam, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG CÔNG NGHIỆP: HƯỞNG LỢI TỪ DÒNG VỐN FDI

- **So với xây dựng dân dụng và hạ tầng, lĩnh vực xây dựng công nghiệp là điểm sáng với kết quả tích cực trong 9T.2022** nhờ các yếu tố:

- Quy mô vốn FDI thực hiện tăng mạnh trở lại từ đầu năm 2022 khi: (1) Việc đi lại, ký kết hợp đồng với khách hàng nước ngoài khôi phục khi các đường bay quốc tế được nối lại; (2) Nhiều khu công nghiệp hoàn tất chuẩn bị mặt bằng và sẵn sàng cho thuê.
- Kế hoạch đầu tư nhà máy, nhà xưởng của các doanh nghiệp nội địa được đẩy mạnh sau khi lệnh giãn cách được dỡ bỏ và đón đầu nhu cầu phục hồi của nền kinh tế.

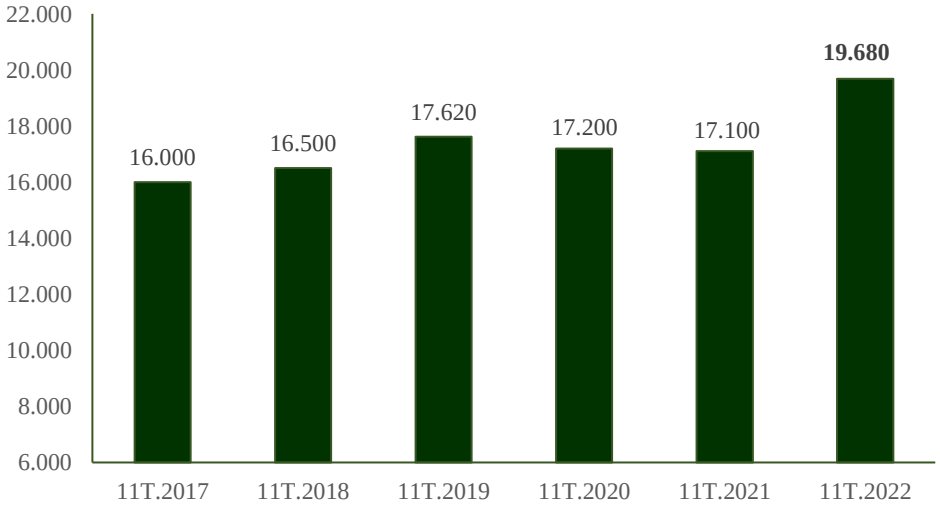
Giá trị xây dựng các dự án công nghiệp đang triển khai (tỷ USD)



- **Thị trường xây dựng công nghiệp đón nhận làn sóng gia nhập mạnh mẽ của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng** đặc biệt từ giai đoạn 2020-2021. Điều này đến từ:

- Nhu cầu xây dựng nhà ở thấp và áp lực cạnh tranh gay gắt giữa các nhà thầu.
- So với xây dựng dân dụng, hiệu quả về dòng tiền tại các dự án nhà xưởng, kho bãi và hạ tầng KCN là vượt trội hơn do: (1) Thời gian xây dựng ngắn; (2) Các chủ đầu tư (đặc biệt khối FDI) thường có nguồn tài chính dồi dào và ứng trước phần lớn nhu cầu vốn theo tiến độ.
- Thị trường xây dựng công nghiệp tương đối phân mảnh và chưa có nhiều nhà thầu lớn.

Vốn FDI thực hiện (triệu USD)



© VCBS Research Department

Nguồn: Houselink, Fiinpro, VCBS tổng hợp

CẬP NHẬT NGÀNH XÂY DỰNG

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023

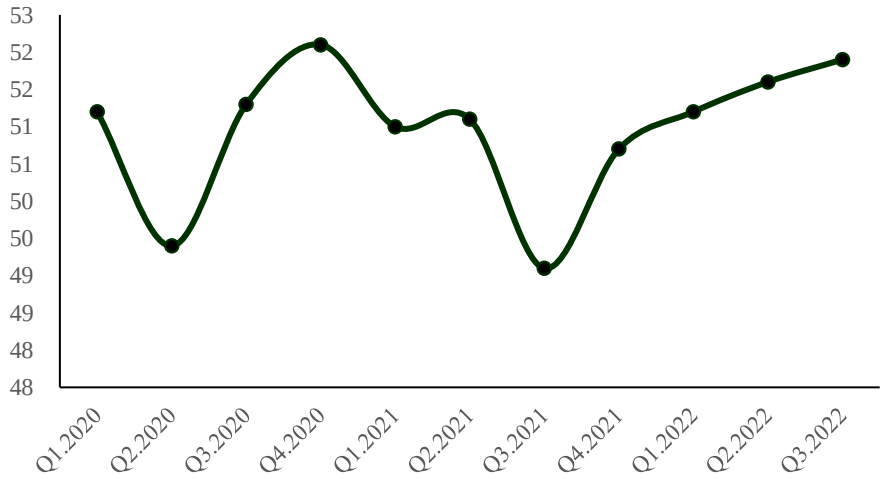
CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

ĐIỀU KIỆN THUẬN LỢI HƠN CHO HOẠT ĐỘNG THI CÔNG

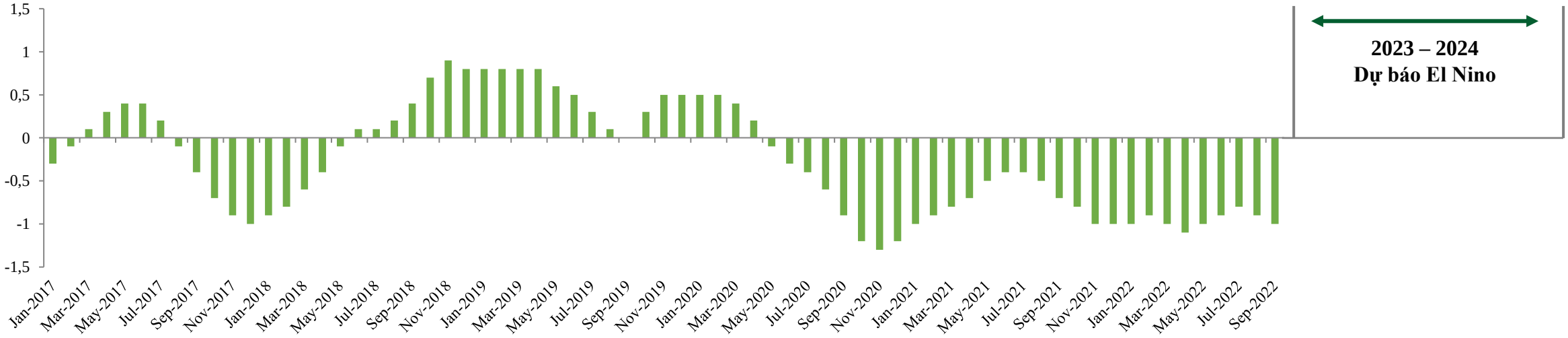
- VCBS cho rằng **điều kiện cho hoạt động thi công các công trình sẽ được cải thiện đáng kể trong năm 2023**:

- Sau thời gian bị gián đoạn mạnh do hệ quả của làn sóng trở về địa phương của người lao động phổ thông trong giai đoạn giãn cách (nửa cuối năm 2021), tính đến cuối Q3.2022 lực lượng lao động về cơ bản đã trở về mức ổn định.
- Chu kì thời tiết dự báo chuyển sang trạng thái El Nino (với đặc điểm ít mưa) từ năm 2023, tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động thi công, đặc biệt tại các dự án hạ tầng giao thông.

Lực lương lao động trên 15 tuổi (Triệu người)



Chỉ số Oceanic Nino Index (> 0.5 là El Nino, < -0,5 là La Nina)



© VCBS Research Department

Nguồn: NOAA, GSO, VCBS tổng hợp

GIÁ NHIỀU LOẠI VẬT LIỆU SỤT GIẢM, NHƯNG TÁC ĐỘNG SẼ PHÂN HÓA

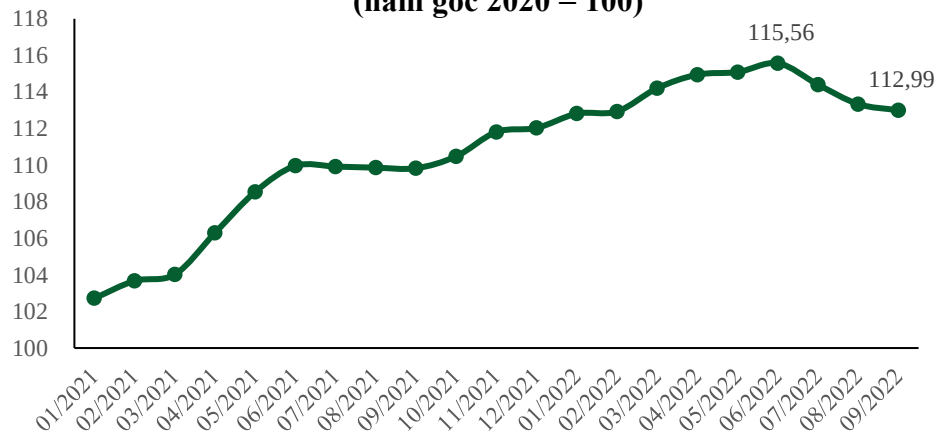
- **Từ Q3.2022, giá một số loại vật liệu xây dựng (đặc biệt thép) đã ghi nhận mức sụt giảm đáng kể.** VCBS kỳ vọng giá thép sẽ chưa ghi nhận xu hướng tăng mới trong năm 2023 nhờ:

- Nhu cầu thép thế giới thấp do áp lực từ lạm phát, xu hướng thắt chặt tiền tệ và thị trường bất động sản Trung Quốc sẽ cần thêm vài năm để hồi phục sau khủng hoảng.
- Chuỗi cung ứng được nối lại hậu đại dịch.

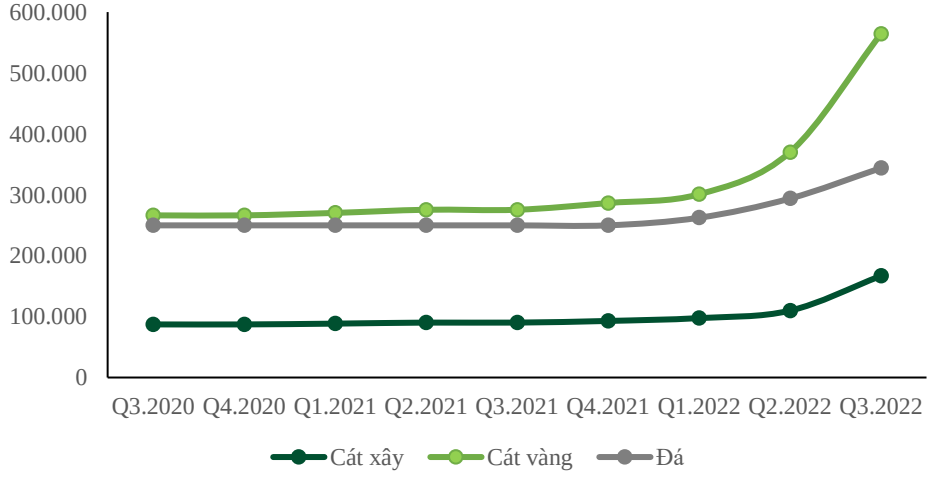
- Giá vật liệu đi xuống kỳ vọng sẽ tác động tích cực đến biên lợi nhuận các doanh nghiệp xây lắp. **Tuy vậy tác động sẽ có sự phân hóa giữa các nhóm doanh nghiệp**:

- Các doanh nghiệp xây dựng dân dụng (đặc biệt các dự án cao tầng) và xây dựng công nghiệp sẽ được hưởng lợi đáng kể do các nguyên liệu thép/ tôn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí. Biên LN nhóm doanh nghiệp trên dự kiến sẽ có sự cải thiện khi hợp đồng với các nhà cung cấp được điều chỉnh theo đơn giá mới.
- Đối với nhóm doanh nghiệp xây dựng hạ tầng (đặc biệt các dự án cao tốc), tác động sẽ khá hạn chế do các loại vật liệu chiếm tỷ trọng cao trong tổng chi phí (đất đắp, cát san nền, đá,…) vẫn duy trì xu hướng tăng giá.

Chỉ số giá xây dựng công trình chung cư cao tầng tại TP.HCM (năm gốc 2020 = 100)



Giá một số loại vật liệu tại TP.Hà Nội (đồng/ m3)



Nguồn: Sở Xây Dựng Hà Nội, Sở Xây Dựng TP.HCM, VCBS tổng hợp

© VCBS Research Department

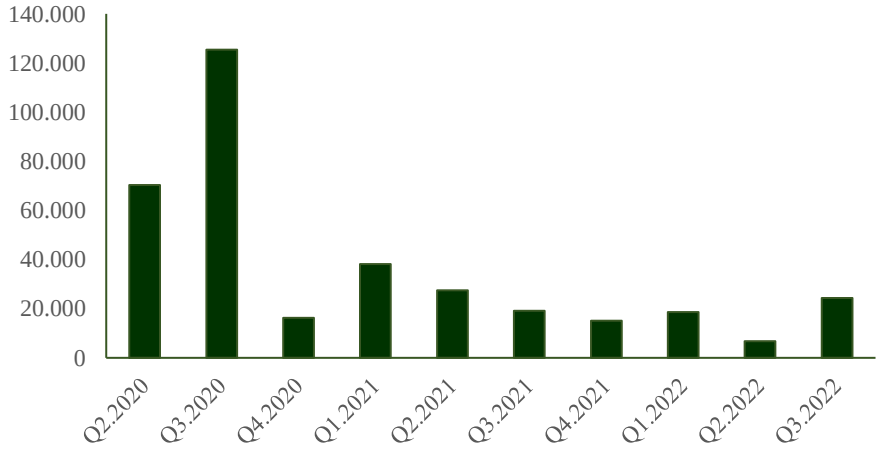
XÂY DỰNG DÂN DỤNG: ẢNH HƯỞNG TIÊU CỰC TỪ THỊ TRƯỜNG BĐS

- **Trong năm 2023, hoạt động triển khai các dự án nhà ở và khối lượng thi công của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng dự báo vẫn ở mức thấp** xét đến:

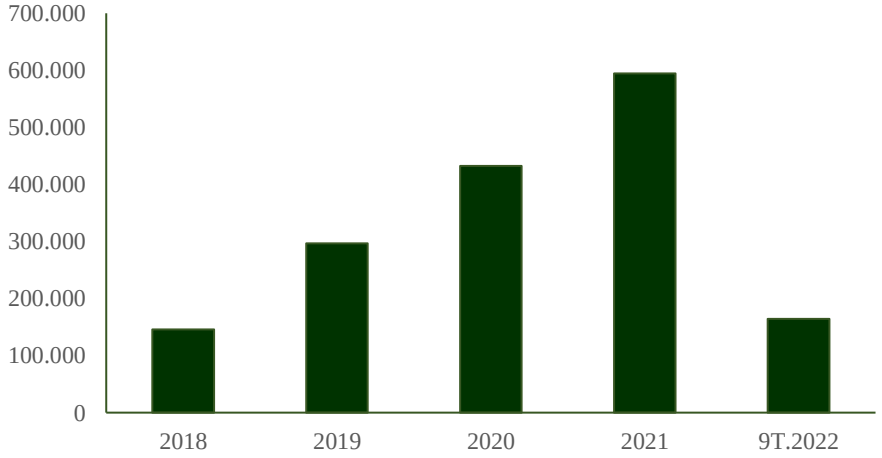
- Số dự án được cấp phép trong 9T.2022 ghi nhận mức thấp nhất trong 4 năm do: (1) Lo ngại về trách nhiệm sau khi nhiều sai phạm về đất đai bị xử lý mạnh tay trong thời gian qua; (2) Các cơ quan có xu hướng chờ hệ thống văn bản luật mới (Luật Đất đai, Luật Nhà ở và các nghị định liên quan) được ban hành.
- Thị trường bất động sản đi vào giai đoạn trầm lắng khi: (1) Xu hướng thắt tín dụng và lãi suất tăng cao gây khó khăn cho người mua nhà; (2) Giá nhà đã khá cao so với nhu cầu và khả năng chi trả của đa số người dân.
- Nguồn vốn phát triển dự án của các chủ đầu tư bị thu hẹp do môi trường tín dụng thắt chặt và việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) khó khăn hơn từ các quy định mới.

- So với phân khúc nhà ở thương mại, hoạt động xây dựng các dự án văn phòng, trung tâm thương mại tương đối bền vững hơn nhờ sự hồi phục các hoạt động kinh tế sau đại dịch. **Tuy vậy các dự án văn phòng và thương mại sẽ chỉ bù đắp một phần sự sụt giảm trong khối lượng thi công** xét đến: (1) Quy mô thấp so với mảng nhà ở thương mại; (2) Thời gian hoàn thiện pháp lý và phát triển dự án thường kéo dài.

Số căn nhà ở thương mại được cấp phép mới



Giá trị phát hành TPDN (tỷ đồng)



© VCBS Research Department

Nguồn: Bộ Xây Dựng, HNX, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG DÂN DỤNG:
MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH THIẾT LẬP MỨC BÌNH THƯỜNG MỚI

- **Tình hình cạnh tranh giữa các nhà thầu xây dựng dự báo vẫn gay gắt** và nhiều khả năng sẽ trở thành mức bình thường mới trong 1-2 năm tới xét đến:

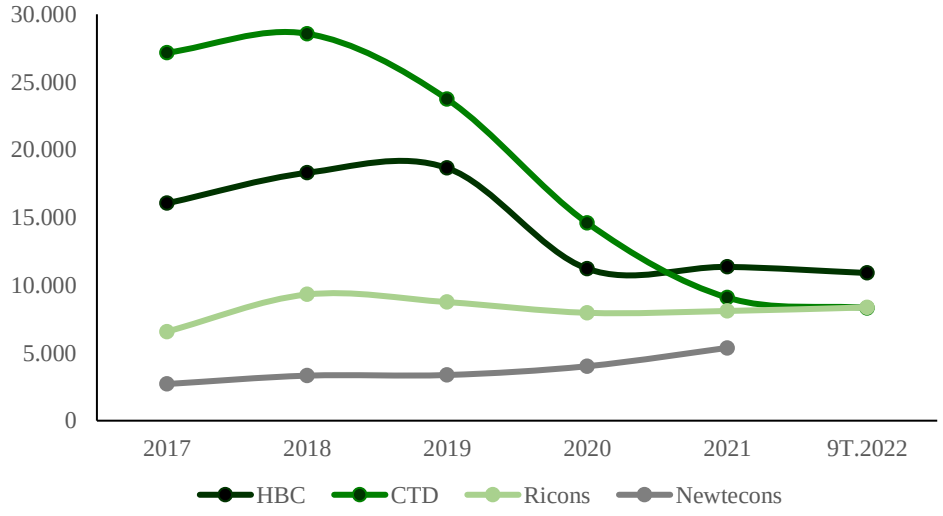
- Nguồn cung dự án và nhu cầu xây dựng thấp.
- Các nhà thầu có áp lực nhận thầu bằng mọi giá để duy trì bộ máy.
- Sau khi nội bộ Coteccons (từng đứng vị trí lớn nhất trong các doanh nghiệp xây dựng dân dụng) chính thức chia tách, lĩnh vực xây dựng dân dụng ghi nhận cuộc đua thị phần mới khi thị trường phân mảnh hơn và nhiều doanh nghiệp tiền thân từ hệ thống Coteccons (Ricons, Central, Newetons,…) mạnh mẽ gia tăng quy mô hoạt động và đấu thầu các dự án.

- **Chủ đầu tư các dự án quy mô lớn (đại đô thị, khu phức hợp),… có xu hướng sử dụng dịch vụ của nhiều nhà thầu tại các phân khu/ gói thầu khác nhau** nhằm:

- Tận dụng các ưu thế đa dạng của các nhà thầu khác nhau.
- Tạo ra môi trường thúc ép lẫn nhau giữa các nhà thầu khi nhà thầu đi sau về tiến độ và hiệu quả thi công có thể bị loại khỏi dự án và gặp khó khăn trong đấu thầu các dự án tương lai.

➡ **Một mặt điều này giúp gia tăng cơ hội cho các nhà thầu tham gia vào các dự án quy mô lớn, nhưng vị thế đàm phán và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dự kiến sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.**

Biến động doanh thu một số doanh nghiệp xây dựng dân dụng hàng đầu (tỷ đồng)



Một số doanh nghiệp có lợi thế sẽ giữ được sự ổn định nhất định trong bối cảnh cạnh tranh mới:

- Các doanh nghiệp có mối quan hệ lâu năm và chặt chẽ với các chủ đầu tư BĐS lớn.
- Các doanh nghiệp nằm trong hệ sinh thái của chủ đầu tư.

© VCBS Research Department

Nguồn: VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG DÂN DỤNG: RỦI RO TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG TRONG NĂM 2023

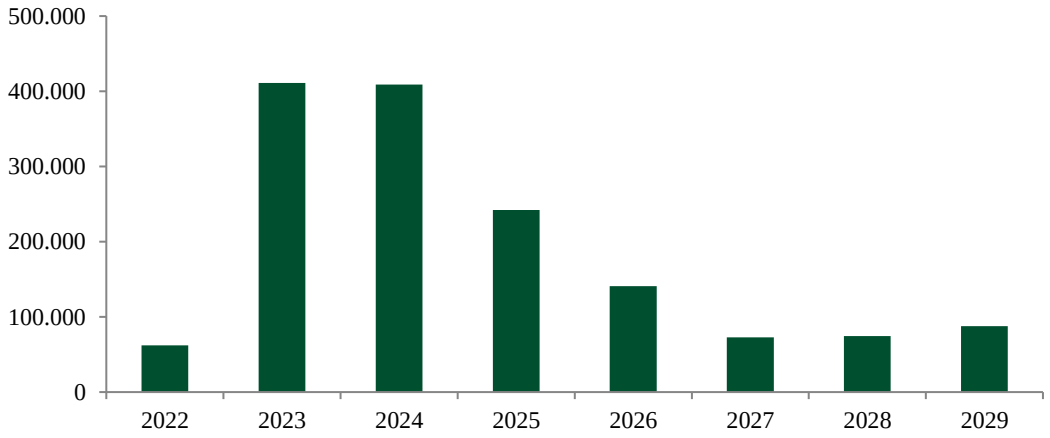
- **Trong năm 2023, một lượng đáng kể TPDN sẽ bắt đầu đáo hạn và tạo áp lực lớn cho các doanh nghiệp BĐS** xét đến khó khăn trong việc phát hành trái phiếu mới hoặc vay tín dụng để đảo nợ. Ngoài ra, một số doanh nghiệp phải sắp xếp nguồn tài chính để mua lại trước hạn các khoản trái phiếu đã phát hành để tránh rủi ro pháp lý.
- Việc bán hàng hoặc chuyển nhượng dự án để tạo dòng tiền gặp bất lợi khi thị trường bất động sản trầm lắng và thanh khoản sụt giảm đáng kể.

Nhiều chủ đầu tư BĐS có thể thiếu hụt nghiêm trọng về dòng tiền, ảnh hưởng đến khả năng và tiến độ thanh toán cho các nhà thầu. Áp lực trích dự phòng phải thu tại các doanh nghiệp xây dựng nhiều khả năng sẽ thể hiện mạnh mẽ từ giữa năm 2023, khi các khoản phải thu xây dựng quá hạn thanh toán trên 6 tháng.

- Khó khăn trong thu hồi công nợ sẽ ảnh hưởng lớn đến vị thế tài chính và thanh khoản của các doanh nghiệp xây dựng khi phần lớn các nhà thầu phải sử dụng nợ vay để tài trợ cho hoạt động thi công. **Áp lực sẽ đặc biệt nghiêm trọng đối với các nhà thầu**:

- Có tỷ trọng phải thu trong cơ cấu tài sản lớn, đặc biệt khi các khoản phải thu nằm nhiều tại các chủ đầu tư bé hoặc đang gặp rủi ro về sai phạm liên quan đến phát hành trái phiếu sai quy định.
- Sử dụng đòn bẩy tài chính cao.

Quy mô đáo hạn TPDN (tỷ đồng)



Quy mô phải thu khách hàng và nợ vay trên tài sản tại một số doanh nghiệp xây dựng dân dụng tính đến Q3.2022

Doanh nghiệp	Phải thu KH/ tài sản	Nợ vay/ tài sản
HBC	0,60	0,35
CTD	0,51	0,08
HTN	0,39	0,32
Ricones	0,44	0,07
PHC	0,28	0,40

Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG HẠ TẦNG: KHỐI LƯỢNG THI CÔNG LỚN TRONG NĂM 2023

- **Kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021-2025 là 2,9 triệu tỷ đồng – cao hơn nhiều so với các chu kì đầu tư trước đó.** Điều này đến từ các yếu tố:

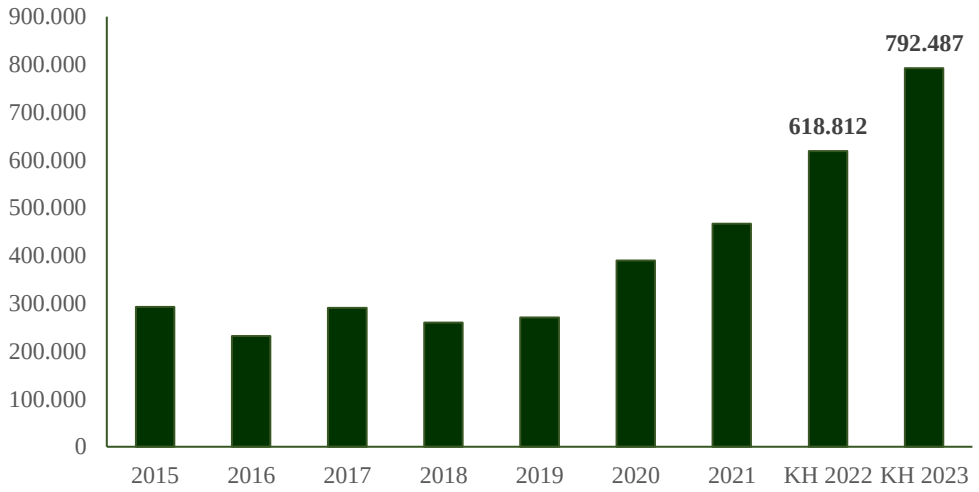
- Từ năm 2016, Việt Nam bước vào vùng trũng đầu tư hạ tầng với khối lượng giải ngân đầu tư hàng năm rất thấp sau khi chiến dịch chống tham nhũng và xử lý sai phạm tại các dự án được thực hiện quyết liệt.
- Hệ thống cao tốc kết nối (được đầu tư chủ yếu trước năm 2015) hiện không còn đáp ứng nhu cầu giao thông của nền kinh tế, đặc biệt khi nhiều địa phương mới nổi trở thành điểm đến FDI và sản xuất công nghiệp trong khi chưa sở hữu hệ thống giao thông đáng kể.
- Nhu cầu giải ngân đầu tư để thúc đẩy phục hồi kinh tế sau đại dịch.

- **Giai đoạn 2023-2024 dự kiến sẽ là các năm trọng điểm giải ngân trong chu kì đầu tư** với nhiều dự án quy mô lớn được triển khai nhờ:

- Từ cuối năm 2022, nhiều dự án lớn tồn đọng từ chu kì đầu tư 2016 – 2020 đã dần hoàn thiện, tạo điều kiện cho việc bắt đầu triển khai các dự án thuộc chu kì đầu tư 2021-2025.
- Sau kinh nghiệm từ các dự án trước đó, hoạt động GPMB tại các dự án quan trọng (Sân bay Long Thành, cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2,…) được tách ra thành dự án độc lập, vì vậy có thể được triển khai trước khi các dự án chính được chấp thuận đầu tư và giúp đẩy nhanh tiến độ khởi công dự án.

Nguồn việc lớn cho các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng giao thông.

Khối lượng giải ngân vốn đầu tư NSNN (tỷ đồng)



Một số dự án hạ tầng lớn chuẩn bị khởi công

Dự án	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm triển khai
Hạng mục chính Sân bay Long Thành	98.500	Đầu năm 2023
12 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2	148.492	Đầu năm 2023
Vành đai 4 TP.Hà Nội	85.813	Giữa năm 2023
Vành đai 3 TP.HCM	75.378	Cuối năm 2022
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	17.837	Giữa năm 2023
Cao tốc Dầu Giây – Liên Khương	45.787	Giữa năm 2023

© VCBS Research Department

Nguồn: Bộ Tài Chính, Bộ Xây Dựng, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG HẠ TẦNG: NGUY CƠ THIẾU HỤT VẬT LIỆU XÂY DỰNG

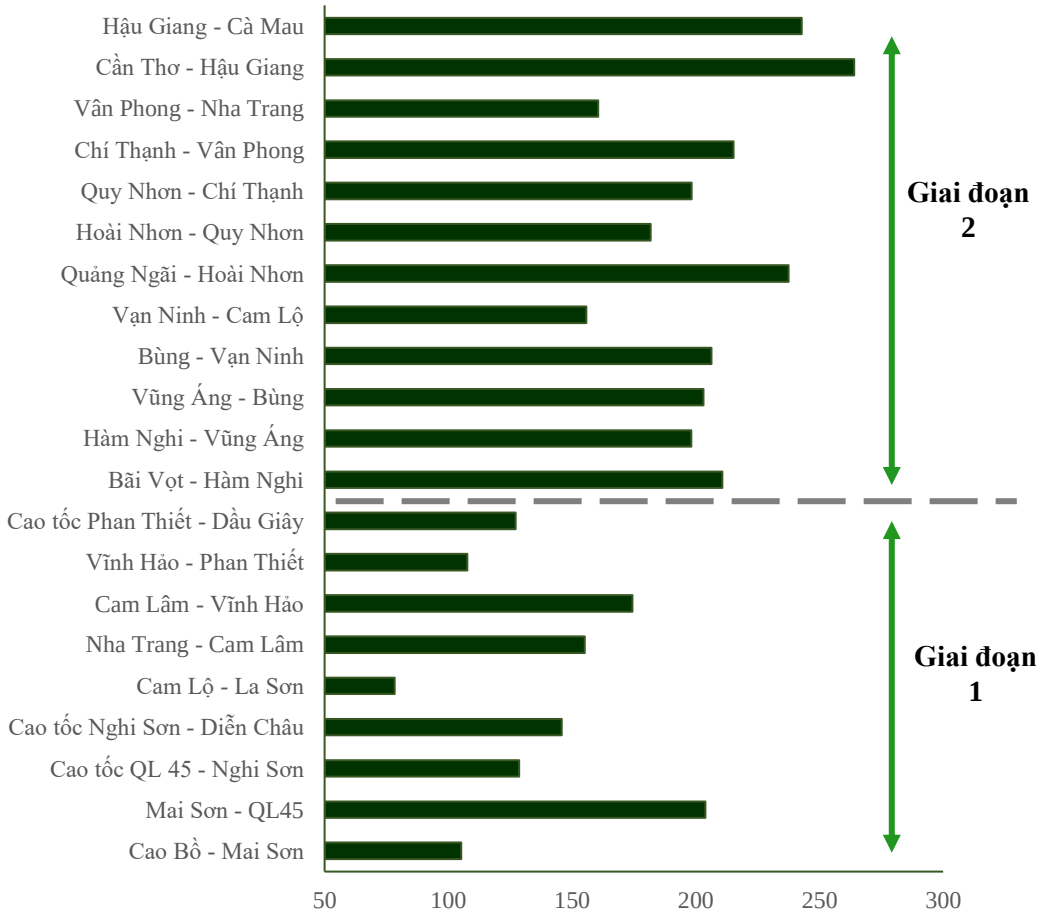
- Kế hoạch đầu tư hạ tầng giai đoạn 2021-2025 tập trung nhiều tại khu vực phía Nam sau nhiều năm khu vực trên không được cải thiện nhiều về hệ thống giao thông. Tuy vậy **các dự án nhiều khả năng sẽ đối mặt với nguy cơ thiếu hụt vật liệu đắp (đặc biệt tại đồng bằng Sông Cửu Long)** xét đến:

- Đặc điểm địa lý khu vực ĐBSCL có trữ lượng cát san lấp đạt chất lượng thi công rất hạn chế, chủ yếu tập trung tại khu vực thượng lưu sông. Trong khi đó, đặc điểm nền đất yếu, nhiều phù sa yêu cầu khối lượng vật liệu đắp cho các dự án cao tốc cao hơn so với thông thường.
- Đề án nghiên cứu sử dụng cát biển làm vật liệu đắp thay thế sẽ cần thêm thời gian để chứng minh tính khả thi và áp dụng từng phần.
- Nhiều địa phương trong các năm qua chưa phát triển nhiều trong lĩnh vực xây dựng và hạ tầng, do vậy thiếu hụt các nguồn cung cấp VLXD tại chỗ và hệ thống các doanh nghiệp, nhà thầu phụ trợ.

- **Giá vật liệu đắp tại các dự án cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2 dự báo sẽ cao hơn giai đoạn 1** do: (1) Khoảng cách vận chuyển vật liệu trung bình cao hơn đáng kể do thiếu hụt nguồn cung cấp; (2) Giá dầu Diesel neo cao và chính sách hạn chế tải trọng xe đặt áp lực mạnh lên chi phí vận chuyển.

- **Việc kiểm soát chi phí và đảm bảo nguồn cung vật liệu sẽ tiếp tục là yếu tố then chốt đối với các nhà thầu trong chu kì đầu tư mới.** Các nhà thầu không đủ năng lực có thể sẽ gặp những khó khăn nghiêm trọng trong tiến độ và biên lợi nhuận.

Chi phí đầu tư trên 1 km đường tại các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam phía Đông (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG HẠ TẦNG: MỘT SỐ GIẢI PHÁP MỚI ĐƯỢC BAN HÀNH

- Rút kinh nghiệm từ các dự án đầu tư trước đó, **cơ quan nhà nước đã ban hành một số giải pháp nhằm tháo gỡ khó khăn cho các nhà thầu, đặc biệt đối với vấn đề thiếu hụt và trượt giá vật liệu**. Cụ thể:

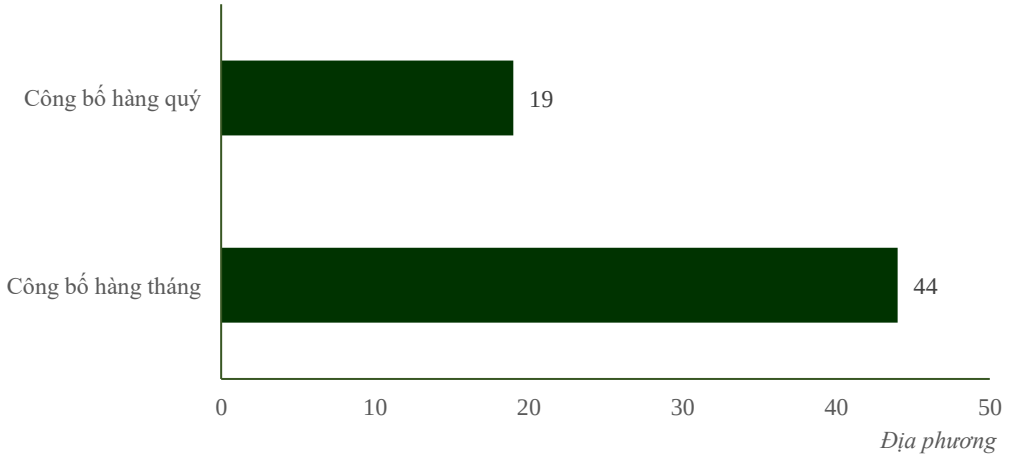
- Chấp thuận các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 áp dụng cơ chế đặc thù: cho phép các nhà thầu thi công trực tiếp khai thác mỏ vật liệu mà không cần thực hiện cấp Giấy phép khai thác mỏ khoáng sản theo Luật Khoáng Sản.
- Giao chủ đầu tư dự án cung cấp danh sách các loại vật liệu chưa có trong danh sách công bố giá vật liệu của địa phương, hoặc đã công bố giá nhưng chưa đúng với giá thị trường để điều chỉnh, bổ sung kịp thời.
- Yêu cầu các địa phương có dự án cao tốc đi qua công bố chỉ số giá xây dựng hàng tháng để theo sát hơn biến động giá thị trường các loại vật liệu.

➡ **Kỳ vọng giúp nhà thầu thi công tại các dự án thuộc chu kì đầu mới tăng cường khả năng đảm bảo nguồn vật liệu và duy trì biên lợi nhuận** ngay cả trong môi trường giá vật liệu biến động.

- Tuy vậy, chúng tôi cho rằng **các nhà thầu sẽ cẩn trọng hơn trong đấu thầu các dự án hạ tầng giai đoạn 2021-2025** xét đến:

- Một số giải pháp đưa ra nhưng chưa có văn bản hướng dẫn cụ thể, đặc biệt liên quan đến thủ tục giao đất cho nhà thầu tại các mỏ khoáng sản. Trong khi đó, các dự án giai đoạn mới đã gần ngày khởi công và áp lực thiếu hụt vật liệu dự kiến còn gay gắt hơn so với các dự án trước.
- Nhiều nhà thầu đã chịu thiệt hại đáng kể về lợi nhuận và nguồn lực tài chính khi tham gia dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2017-2020, do vậy sẽ ngần ngại hơn khi tham gia các gói thầu mới, đặc biệt trong bối cảnh chi phí lãi vay tăng cao.

Tần suất công bố chỉ số giá xây dựng của các địa phương (tính đến tháng 11.2022)



Nguồn: Bộ Xây Dựng, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG HẠ TẦNG: THỊ PHẦN TẬP TRUNG HƠN CHO CÁC DOANH NGHIỆP LỚN

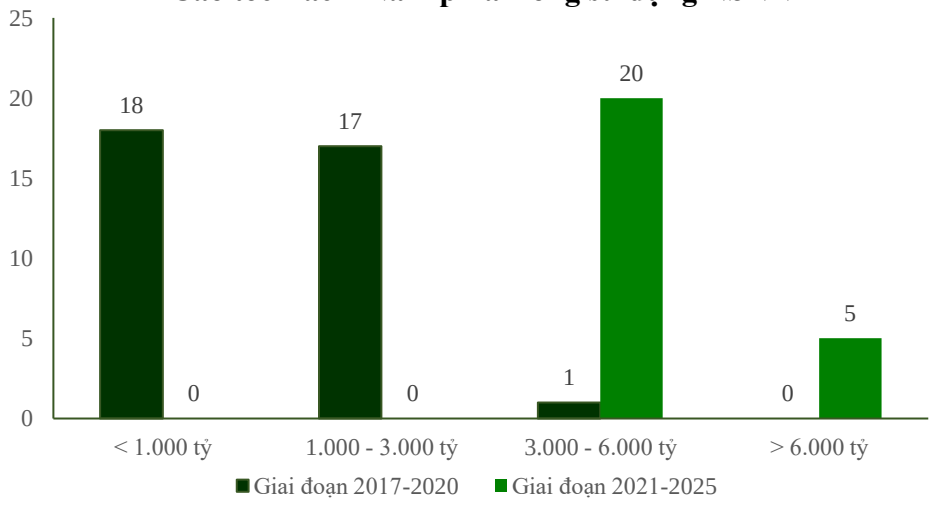
- **VCBS cho rằng các gói thầu xây lắp mới trong chu kì đầu tư 2021 – 2025 sẽ tập trung nhiều hơn cho các doanh nghiệp có quy mô và tiềm lực tài chính lớn.** Điều này đến từ việc:

- Quy mô mỗi gói thầu xây lắp cao hơn đáng kể so với chu kì đầu tư trước do chủ trương không chia nhỏ các gói thầu để quản lý chất lượng và lọc bỏ các nhà thầu năng lực yếu.
- Các nhà thầu có nguồn lực tài chính tốt sở hữu nhiều lợi thế trong việc: (1) Duy trì hoạt động mua vật liệu và đảm bảo tiến độ xây dựng ngay cả khi giá thị trường diễn biến bất lợi; (2) Có vị thế tốt để đàm phán với các nhà cung cấp.
- Sau các hợp đồng tại giai đoạn đầu tư 2016-2020, nhiều nhà thầu đã bộc lộ hạn chế về năng lực và không được ưu tiên cho các gói thầu thuộc giai đoạn mới.

- **Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp**:

- Sở hữu dòng tiền tốt và cơ cấu tài chính khỏe mạnh, qua đó giúp doanh nghiệp đảm nhận được các gói thầu lớn và không phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn vay tài chính cho hoạt động thi công.
- Có khả năng tận dụng được việc tham gia xây lắp dự án hạ tầng để cải thiện các hoạt động kinh doanh khác của doanh nghiệp.

Số lượng gói thầu theo quy mô đối với các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam phía Đông sử dụng NSNN



So sánh quy mô vốn chủ sở hữu và đòn bẩy nợ vay của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng (tính đến Q3.2022)

Doanh nghiệp	VCSH (tỷ đồng)	Nợ vay/ VCSH
VCG	9.969	1,28
C4G	2.455	1,46
FCN	3.400	0,79
HHV	7.914	2,63
CC1	4.113	1,69

Nguồn: Bộ GTVT, VCBS tổng hợp

XÂY DỰNG CÔNG NGHIỆP: MỨC ĐỘ CẠNH TRANH TĂNG LÊN

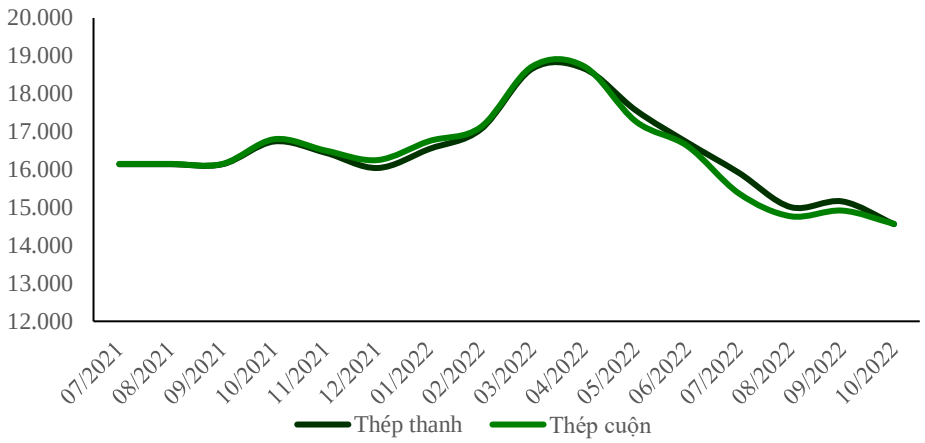
- **Thị trường xây dựng nhà xưởng, kho bãi trong năm 2023 dự báo sẽ tương đối thuận lợi cho các doanh nghiệp xây lắp trong nước** nhờ:

- Nhu cầu nhà xưởng tăng cao khi dòng vốn FDI kì vọng duy trì mức tăng trưởng tích cực trong giai đoạn tới nhờ xu hướng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc.
- Gia tăng xu hướng các nhà phát triển khu công nghiệp tự đầu tư hệ thống nhà xưởng rồi cho thuê (thay vì chỉ cho thuê đất), qua đó mang đến lợi thế cho các nhà thầu trong nước.
- Các vật liệu chủ đạo cho xây dựng nhà xưởng/ nhà máy (thép thanh, thép cuộn, tôn lợp,…) đã ghi nhận mức giảm mạnh và kì vọng cải thiện biên lợi nhuận các doanh nghiệp.

- **Tuy vậy, mức độ cạnh tranh dự kiến tăng lên đáng kể trong giai đoạn tới** khi nhiều doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực xây dựng dân dụng/ hạ tầng tích cực gia nhập thị trường. VCBS cho rằng lợi thế trong cạnh tranh sẽ thuộc về:

- Các doanh nghiệp quy mô lớn, có khả năng cung cấp dịch vụ xây lắp trọn gói cho KCN trên nhiều hạng mục (hạ tầng nội khu, nhà xưởng, văn phòng & nhà ở công nhân,…).
- Các nhà thầu có mối quan hệ tốt và thân thuộc văn hóa với các doanh nghiệp nước ngoài sẽ có nhiều lợi thế trong đấu thầu các dự án lớn khi các doanh nghiệp FDI thiết lập chuỗi cung ứng tại Việt Nam.

Giá thép thanh và thép cuộn Hòa Phát (VNĐ/ kg)



Một số dự án công nghiệp lớn được thực hiện bởi doanh nghiệp xây dựng dân dụng / hạ tầng

Dự án	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Nhà thầu
Nhà máy LEGO	10.000	CTD
Nhà máy Vinfast	2.000	CTD
Nhà máy Want Want	1.450	HBC
Mappletree Logistics Park	N/A	VCG
Nhà máy Foxconn Bắc Giang	N/A	Ricons

© VCBS Research Department

Nguồn: Fiinpro, VCBS tổng hợp

KẾT LUẬN: TRIỂN VỌNG NĂM 2023 PHÂN HÓA MẠNH GIỮA CÁC NHÓM DOANH NGHIỆP

XÂY DỰNG DÂN DỤNG

- **Năm 2023 sẽ là một năm khó khăn** khi: (1) Nhu cầu xây dựng thấp và áp lực cạnh tranh tăng cao; (2) Rủi ro trích lập dự phòng phải thu đáng kể đặc biệt trong nửa cuối năm.
- **Trong nhóm doanh nghiệp niêm yết, chúng tôi đánh giá cao CTD** nhờ: (1) Cơ cấu tài chính khỏe mạnh, nguồn tiền mặt lớn giúp doanh nghiệp chống chịu tốt trong giai đoạn thị trường khó khăn; (2) Nhiều lợi thế trong việc gia nhập thị trường xây dựng công nghiệp và giành các gói thầu lớn từ khối doanh nghiệp FDI nhờ gần gũi về văn hóa và quy trình hoạt động được chuẩn hóa quốc tế.

XÂY DỰNG HẠ TẦNG

- **Hưởng lợi từ đầu tư công:** Giai đoạn 2023-2024 dự báo sẽ là cao điểm giải ngân đầu tư công, mang đến nguồn việc lớn cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng.
- **Các doanh nghiệp quy mô lớn, tiềm lực tài chính mạnh (VCG, C4G, Đèo Cả,…)** sẽ đặc biệt có lợi thế trong đấu thầu các dự án thuộc chu kì đầu tư công 2021-2025.
- **Việc kiểm soát chi phí đầu vào và tình hình thanh khoản sẽ tiếp tục là vấn đề then chốt của các nhà thầu.** Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp sở hữu mảng cung cấp VLXD hoặc đầu tư hạ tầng kèm theo, giúp bù đắp dòng tiền và tạo động lực tăng trưởng dài hạn (VCG, Đèo Cả,…).

XÂY DỰNG CÔNG NGHIỆP

- **Triển vọng kinh doanh tích cực** nhờ bùng nổ nhu cầu xây dựng nhà xưởng, hạ tầng KCN và các loại vật liệu quan trọng đã ghi nhận mức giảm giá đáng kể.
- Thị phần sẽ dần thuộc về các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực xây dựng dân dụng, hạ tầng đẩy mạnh gia nhập thị trường (CTD, Ricons, VCG,FCN,…).

ĐÁNH GIÁ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TIÊU BIỂU TRONG NGÀNH

Mã	Khuyến nghị	Triển vọng kinh doanh 2023	Rủi ro trích lập dự phòng 2023	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 9T.2022 (tỷ đồng)	LNST 9T.2022 (tỷ đồng)	EPS TTM (VNĐ)	ROE	ROA
Xây dựng dân dụng									
CTD	Trung lập	Đi ngang	Cao	2.456	8.308	2	-833	-0,75%	-0,38%
HBC	Trung lập	Suy giảm	Cao	2.539	10.905	61	338	2,24%	0,50%
HTN	Trung lập	Suy giảm	Trung bình	1.127	4.249	133	2.587	14,49%	2,80%
PHC	Trung lập	Suy giảm	Cao	292	1.108	16	447	3,22%	0,86%
VMC	Bán	Suy giảm	Trung bình	207	508	0,2	159	0,98%	0,28%
Xây dựng hạ tầng									
VCG	**MUA**	**Tăng trưởng**	**Thấp**	**8.139**	**6.700**	**969**	**2.010**	**10,70%**	**3,15%**
C4G	Trung lập	Tăng trưởng	Thấp	2.112	2.047	110	584	5,21%	1,35%
HHV	**MUA**	**Tăng trưởng**	**Thấp**	**2.819**	**1.478**	**239**	**954**	**3,58%**	**0,81%**
FCN	**MUA**	**Tăng trưởng**	**Thấp**	**1.494**	**2.205**	**2**	**346**	**1,66%**	**0,70%**
CC1	Trung lập	Đi ngang	Trung bình	4.009	4.027	47	1.770	12,63%	3,22%
CII	Bán	Suy giảm	Trung bình	3.292	4.008	852	1.431	4,21%	1,17%
LCG	Trung lập	Suy giảm	Thấp	1.381	765	163	983	7,41%	3,34%
CTI	MUA	Đi ngang	Thấp	701	712	88	777	3,30%	0,91%

CẬP NHẬT NGÀNH XÂY DỰNG

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

CTCP FECON (HOSE: FCN)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
10.050	13.839	37,7%	MUA

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

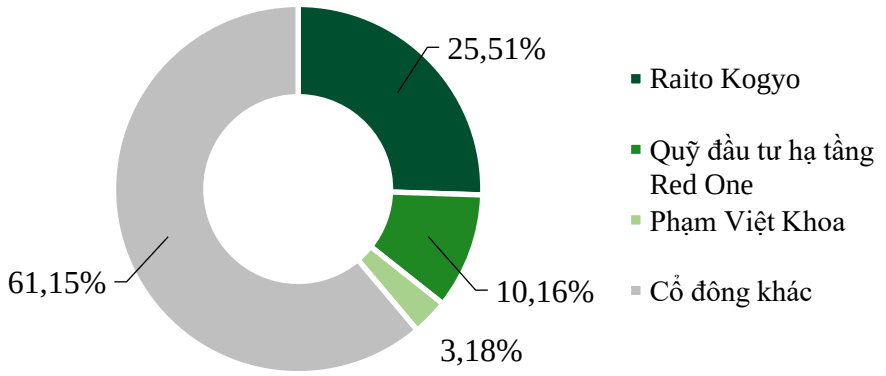
- **Hoạt động kinh doanh**

- Fecon là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực thi công, xử lý nền móng và phần hầm cho các công trình hạ tầng, dân dụng và công nghiệp. Đồng thời, FCN dần tiến sâu hơn trong chuỗi giá trị và đảm nhận vai trò tổng thầu tại nhiều dự án.
- Từ giai đoạn 2020-2021, FCN chủ trương mở rộng mạnh sang lĩnh vực đầu tư: (1) Các dự án năng lượng tái tạo, và (2) Bất động sản.

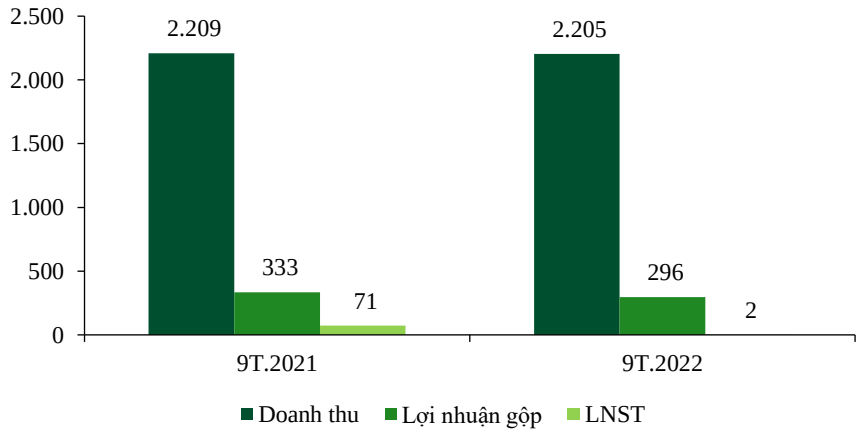
- **KQKD 9T.2022**

- **Doanh thu 9T.2022 đạt 2.205 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kì.** Điều này đến từ việc: (1) Thiếu hụt doanh thu xây lắp nhà máy điện gió; (2) Phần lớn các dự án hạ tầng giao thông đang trong giai đoạn thực hiện gói thầu thi công chính và nhu cầu cho xử lý nền là không nhiều.
- **LNST đạt 2 tỷ đồng (so với cùng kì là 71 tỷ đồng)**. Biên lợi nhuận sụt giảm do xu hướng tăng phi mã của giá nguyên vật liệu, trong khi phần lớn các gói thầu được kí kết từ 2021 và cố định đơn giá. Ngoài ra, chi phí tài chính tăng mạnh do bắt đầu hạch toán lãi vay tại dự án điện gió Quốc Vinh Sóc Trăng và đặt áp lực lớn lên lợi nhuận trong kì.

Cơ cấu cổ đông của FCN



KQKD hợp nhất của FCN (Tỷ đồng)



CTCP FECON (HOSE: FCN)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

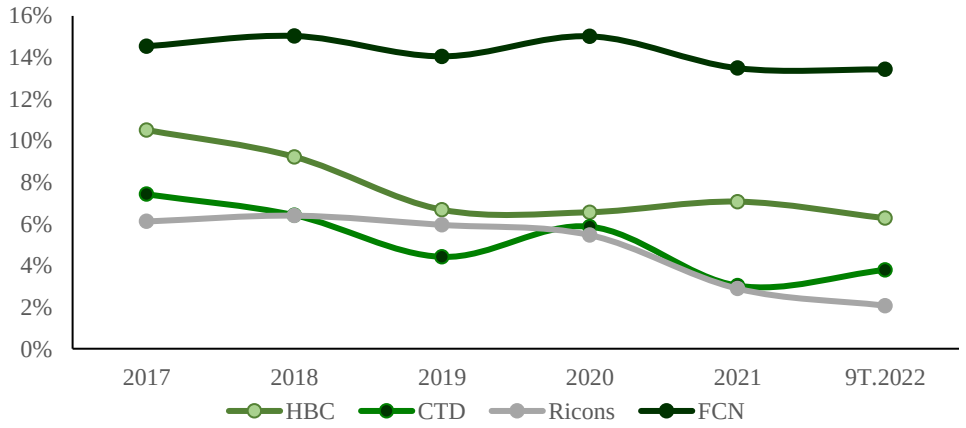
- **Lợi thế từ chuyên môn đặc thù**

- FCN là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xử lý nền móng, thi công hạ tầng ngầm và là một trong số ít doanh nghiệp tại Việt Nam có năng lực thi công phần ngầm cho các công trình có sức nặng lớn (tòa nhà chọc trời, công trình giao thông lớn, nhà máy công nghiệp nặng,…).
- Với việc tập trung vào lĩnh vực đặc thù, có yêu cầu kĩ thuật cao, FCN tránh được áp lực cạnh tranh gay gắt trong đấu thầu thi công dự án, đồng thời hưởng mức biên lợi nhuận gộp cao và ổn định hơn đáng kể so với các doanh nghiệp xây lắp thông thường.

- **Nhu cầu thi công nền móng tăng cao từ 2023**

- Các dự án công nghiệp nặng (Hòa Phát Dung Quất 2, Nhiệt điện Vũng Áng 2 và Nhơn Trạch 3&4) bắt đầu tiến hành thi công.
- Trong năm 2023, các dự án đầu tư hạ tầng giao thông lớn trong chu kì đầu tư 2021-2025 bắt đầu được khởi công. Do đó, nhu cầu xử lý nền đất dự báo tăng cao trong các năm 2023-2024 khi đây là một trong các gói thầu được triển khai đầu tiên trong chu kì đầu tư dự án.
- Phần lớn các dự án cao tốc và hạ tầng giao thông trong chu kì đầu tư mới nằm tại khu vực có nền đất tương đối yếu, qua đó thúc đẩy nhu cầu và mức đầu tư phân bổ cho hạng mục xử lý nền móng.

So sánh biên lợi nhuận gộp của FCN và các doanh nghiệp xây dựng



Một số dự án hạ tầng lớn chuẩn bị khởi công

Dự án	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm triển khai
12 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2	148.492	Đầu năm 2023
Vành đai 4 TP.Hà Nội	85.813	Giữa năm 2023
Vành đai 3 TP.HCM	75.378	Cuối năm 2022
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	17.837	Giữa năm 2023
Cao tốc Dầu Giây – Liên Khương	45.787	Giữa năm 2023
Hạng mục chính Sân bay Long Thành	98.500	Đầu năm 2023

Nguồn: Bộ GTVT, FCN, VCBS

© VCBS Research Department

CTCP FECON (HOSE: FCN)

- **Kì vọng khôi phục trong hoạt động thi công điện gió**

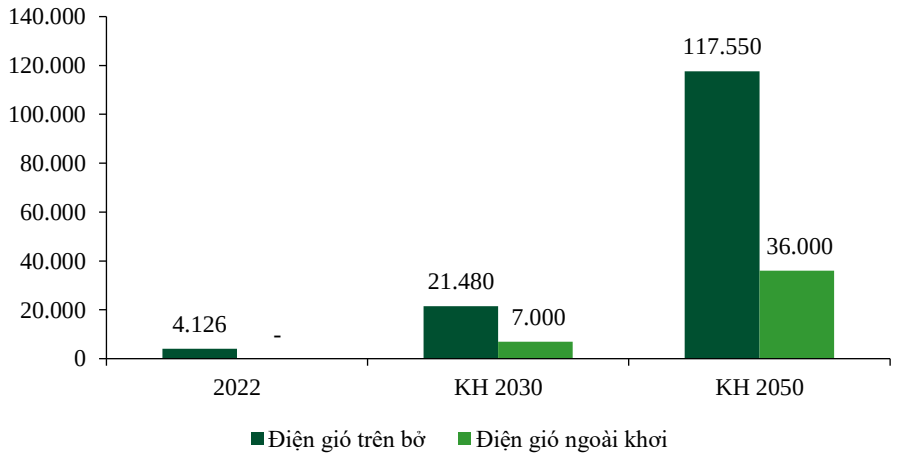
- Trong năm 2022, hoạt động thi công điện gió của FCN bị suy giảm đáng kể khi: (1) Các dự án tồn đọng được hoàn tất thi công và đi vào hoạt động; (2) Hoạt động đầu tư điện gió đình trệ sau giai đoạn ưu đãi giá bán điện và các nhà đầu tư cần chờ định hướng từ quy hoạch điện 8, cơ chế giá điện mới.
- Tuy vậy, Quy hoạch Điện 8 dự kiến sẽ được thông qua vào đầu năm 2023 với trọng tâm đầu tư vào nguồn điện NLTT (đặc biệt điện gió). Các dự án điện gió ngoài khơi dự kiến sẽ được hưởng chính sách ưu đãi để đẩy mạnh phát triển trong các năm tới.

Kì vọng làn sóng đầu tư mới trong lĩnh vực điện gió. FCN sở hữu vị thế cạnh tranh tốt nhờ liên kết với các chủ đầu tư lớn và là một trong các doanh nghiệp hiếm hoi sở hữu năng lực thi công dự án điện gió ngoài khơi (có yêu cầu kĩ thuật cao hơn đáng kể các dự án trên bờ).

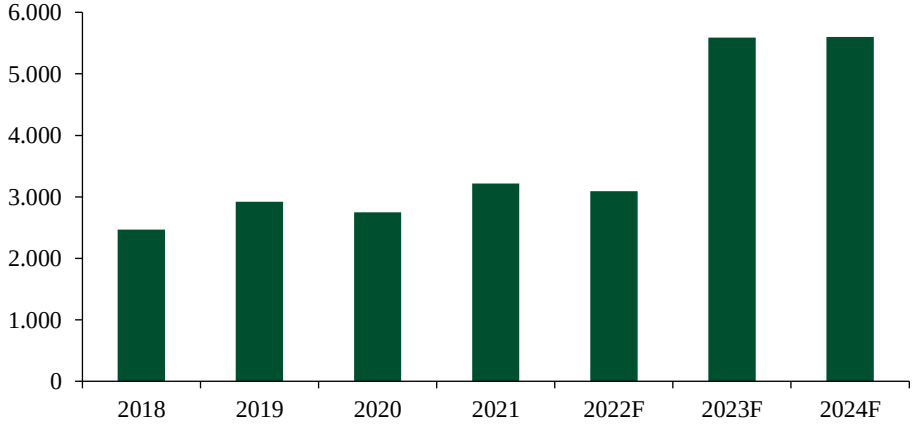
- **Hoạt động thoái vốn giúp giải tỏa một phần áp lực tài chính:**

- Trong Q4.2022, FCN đã chính thức đạt được thỏa thuận chuyển nhượng phần vốn góp tại dự án điện gió Vĩnh Hảo 6, giúp mang về nguồn lợi nhuận và dòng tiền tích cực cho doanh nghiệp.
- Dòng tiền từ thoái vốn dự án kì vọng giúp FCN giải tỏa một phần áp lực nợ vay và tạo dư địa tài chính cho việc đẩy mạnh triển khai các gói thầu lớn trong năm 2023.

Quy mô công suất điện gió theo dự thảo Quy hoạch điện 8 (MW)



Doanh thu xây lắp của FCN (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Công Thương, FCN, VCBS

CTCP FECON (HOSE: FCN)

ĐỊNH GIÁ

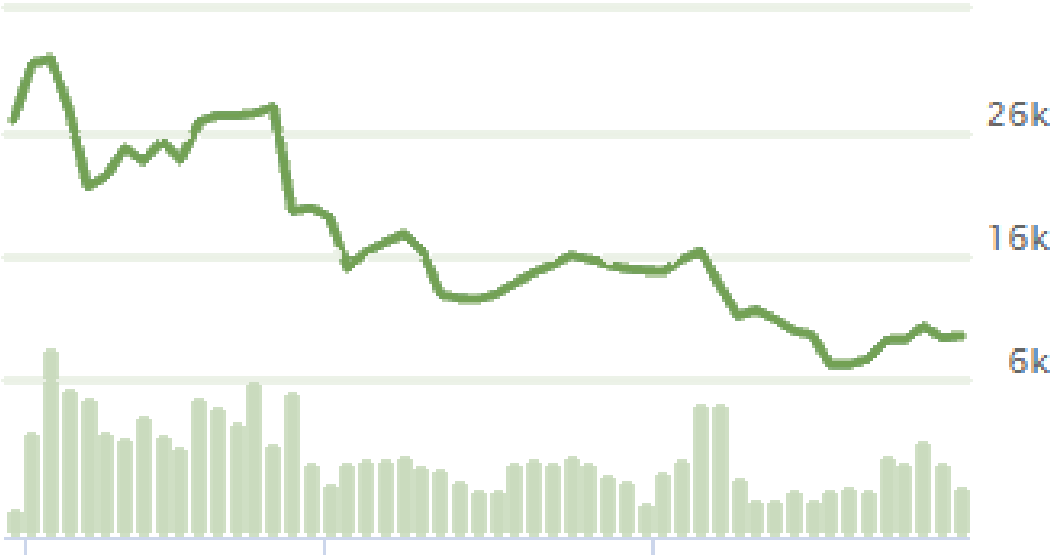
Phương pháp P/B	15.621
Phương pháp P/E	12.056

GIÁ MỤC TIÊU

13.839 VND

UPSIDE **+37,7%**

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	3.484	3.506	6.256
+/- yoy (%)	*10,5%*	*0,6%*	*78,5%*
LN thuộc về cổ đông CT mẹ	68	140	159
+/- %	*-47,0%*	*104,8%*	*14,1%*
EPS (VND)	434	889	1.014

© VCBS Research Department

CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ (HOSE: HHV)

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
10.050	13.240	31,7%	MUA

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

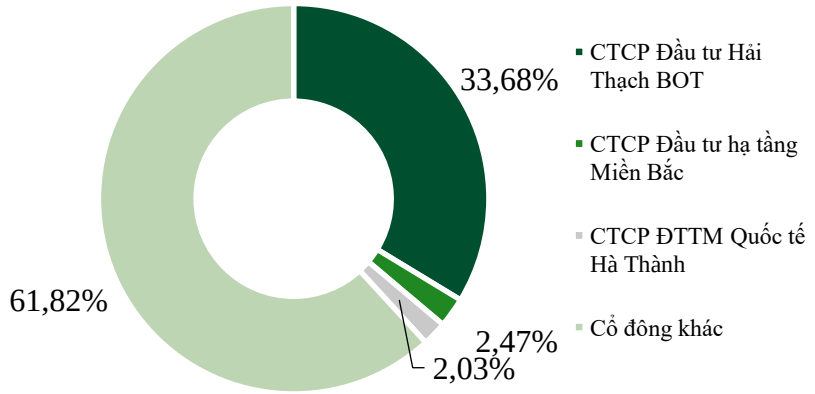
- **Hoạt động kinh doanh**

- HHV là thành viên thuộc hệ thống Tập đoàn Đèo Cả - một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư thi công các dự án hạ tầng giao thông.
- Hiện tại, phần lớn doanh thu và lợi nhuận của HHV đến từ hoạt động xây lắp và quản lý, vận hành các trạm thu phí tại các dự án BOT được đầu tư bởi Tập đoàn Đèo Cả và các đơn vị thành viên.

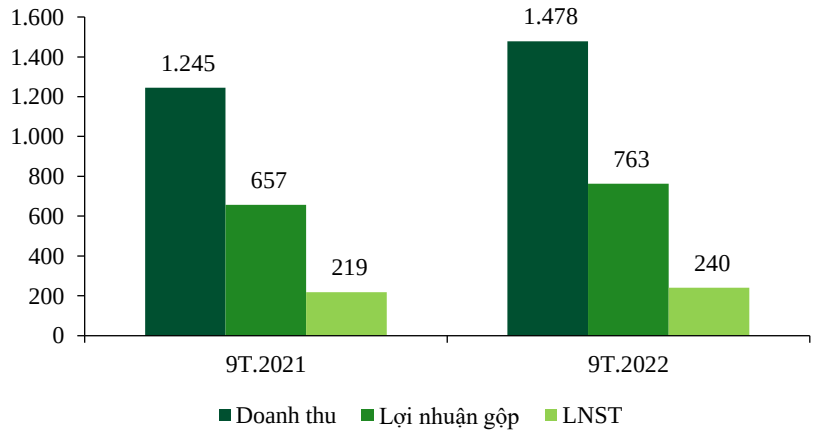
- **KQKD 9T.2022**

- **Doanh thu 9T.2022 đạt 1.478 tỷ đồng (+18,7% yoy).** Hoạt động vận hành các trạm thu phí tiếp tục đóng vai trò chủ đạo, chiếm 75,2% tổng doanh thu. Doanh thu hoạt động xây lắp và bảo dưỡng hạ tầng giao thông ghi nhận mức tăng tích cực trong kì (+33,8% yoy) khi HHV đẩy mạnh thi công các gói thầu thuộc dự án cao tốc do Tập đoàn Đèo Cả làm tổng thầu.
- **LN thuần đạt 213 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kì**. Điều này đến từ các yếu tố: (1) Mảng xây lắp và bảo dưỡng công trình (có biên lợi nhuận thấp) gia tăng tỷ trọng đóng góp trong doanh thu; (2) Chi phí lãi vay tăng trong kì.

Cơ cấu cổ đông của HHV



KQKD hợp nhất của HHV (Tỷ đồng)



CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ (HOSE: HHV)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

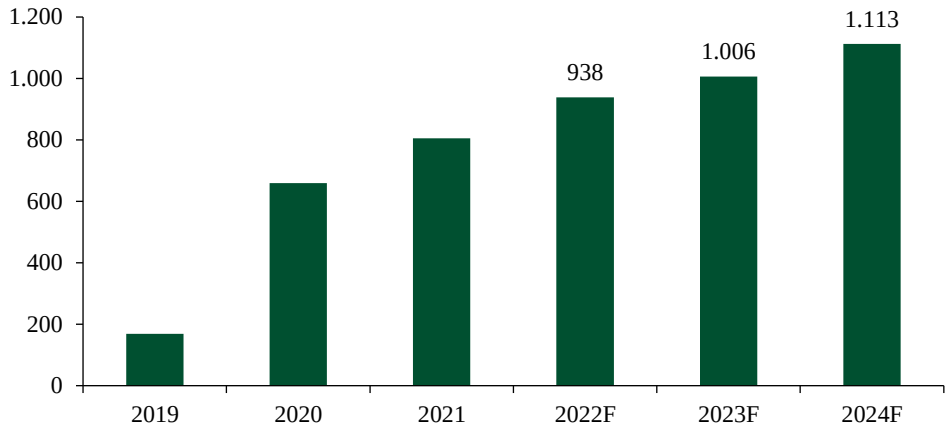
Dòng tiền dồi dào từ hoạt động vận hành trạm thu phí

- Doanh thu vận hành các trạm thu phí ghi nhận xu hướng hồi phục tích cực từ năm 2022 khi hoạt động đi lại được nối lại sau giai đoạn giãn cách.
- Với dòng tiền 300 - 400 tỷ đồng mỗi năm từ các trạm thu phí, HHV có thể duy trì khả năng trả cổ tức tiền mặt và đẩy mạnh các hoạt động đầu tư, kinh doanh ngay cả khi thị trường đi vào giai đoạn khó khăn.
- Biên lợi nhuận hoạt động thu phí dự kiến được cải thiện trong dài hạn nhờ: (1) Khả năng tăng giá vé 15-18% mỗi 3 năm; (2) Lưu lượng xe qua cao tốc tăng qua các năm cùng với quá trình tăng trưởng kinh tế, phổ biến xe hơi và xu hướng chuyển dịch sử dụng cao tốc cho các chặng di chuyển dài thay thế cho các tuyến quốc lộ.

Còn nhiều dư địa mở rộng danh mục hạ tầng đầu tư

- Là công ty con chuyên đảm nhận hoạt động vận hành, quản lý trạm thu phí với nhiều năm kinh nghiệm, HHV có nhiều lợi thế để tiếp tục nhận chuyển giao các dự án BOT từ Tập đoàn Đèo Cả.
- Bên cạnh đẩy mạnh tiến độ triển khai dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo, Tập đoàn Đèo Cả có kế hoạch đầu tư 3 dự án BOT với mức đầu tư hơn 40.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2023 – 2026, mang đến dư địa lớn cho HHV trong trường hợp các dự án dần được chuyển giao cho doanh nghiệp.

Lợi nhuận gộp từ các trạm thu phí hiện hữu của HHV (Tỷ đồng)



Một số dự án đang được đầu tư bởi Tập đoàn Đèo Cả theo hình thức BOT

Dự án	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Tình trạng
Cam Lâm – Vĩnh Hảo	13.690	Dự kiến hoàn thành 2024
Tân Phú – Bảo Lộc	17.200	Phê duyệt chủ trương đầu tư
Hữu Nghị - Chi Lăng	10.013	Trình phê duyệt chủ trương đầu tư
Đồng Đăng – Trà Lĩnh	13.174	Phê duyệt chủ trương đầu tư

© VCBS Research Department

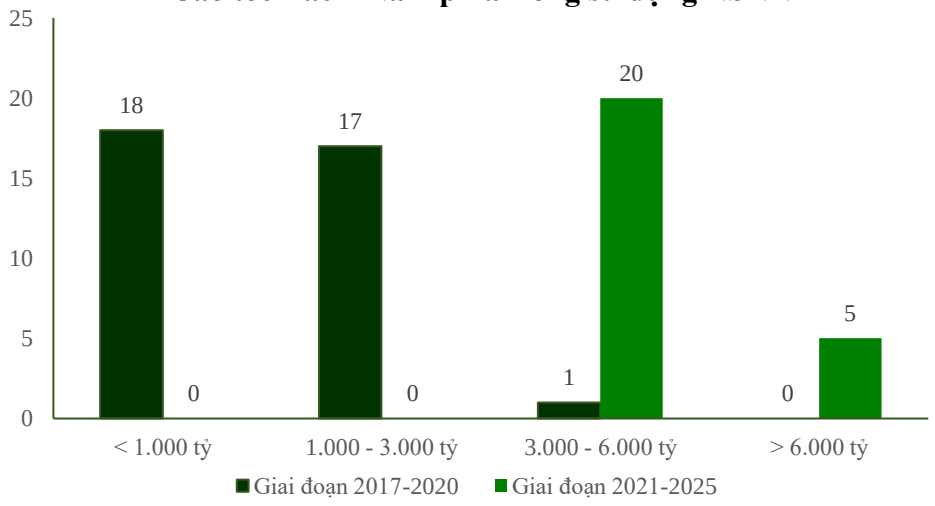
Nguồn: HHV, Đèo Cả, VCBS

CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ (HOSE: HHV)

- **Triển vọng tăng trưởng mạnh trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng**

- HHV có kế hoạch đẩy mạnh tham gia lĩnh vực xây lắp hạ tầng giao thông và dự kiến mảng trên sẽ trở thành động lực đóng góp chính cho tăng trưởng KQKD trong giai đoạn tới.
- Mặc dù mới gia nhập ngành, HHV có nhiều lợi thế để tham gia các dự án cao tốc với vai trò tổng thầu nhờ: (1) Hưởng lợi từ danh tiếng và năng lực đã được chứng minh của tập đoàn Đèo Cả; (2) Nguồn việc lớn tại các dự án cao tốc do Đèo Cả là chủ đầu tư PPP.
- Dòng tiền dồi dào từ các trạm thu phí và mức độ sử dụng tài sản lưu động thấp giúp HHV còn nhiều dư địa để tham gia các gói thầu xây lắp (thường thâm hụt dòng tiền và có nhu cầu vốn lưu động cao); có khả năng chống chịu và đảm bảo tiến độ ngay cả khi thị trường không thuận lợi.
- Tập đoàn Đèo Cả và các đơn vị thành viên như HHV sở hữu vị thế vượt trội trong đấu thầu các dự án cao tốc trong chu kì đầu tư mới xét đến:
    - Quy mô các gói thầu cao hơn nhiều so với giai đoạn trước đó và yêu cầu các nhà thầu lớn, có năng lực tài chính cao.
    - Nhiều dự án thuộc giai đoạn đầu tư mới (đặc biệt Cao tốc Bắc – Nam phía Tây) đi qua nhiều địa phương có địa hình phức tạp, nhiều đoạn vượt qua đồi núi nên là lợi thế lớn cho hệ thống Đèo Cả - vốn đã làm nên tên tuổi thông qua các dự án hầm qua núi và đòi hỏi kĩ thuật thi công cao.

Số lượng gói thầu theo quy mô đối với các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam phía Đông sử dụng NSNN



Các dự án hạ tầng giao thông do HHV và liên doanh tham gia xây lắp

Dự án	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Tình trạng
Các gói thầu thuộc cao tốc Cam Lâm – Vĩnh Hảo	**1.400**	**Đang thi công**
Gói XL1 cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	**3.862**	**Đã trúng thầu**
Cao tốc Tân Phú – Bảo Lộc	17.200	Dự kiến tham gia
Cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh	13.174	Dự kiến tham gia

© VCBS Research Department

Nguồn: Bộ GTVT, HHV, VCBS

CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG GIAO THÔNG ĐÈO CẢ (HOSE: HHV)

ĐỊNH GIÁ

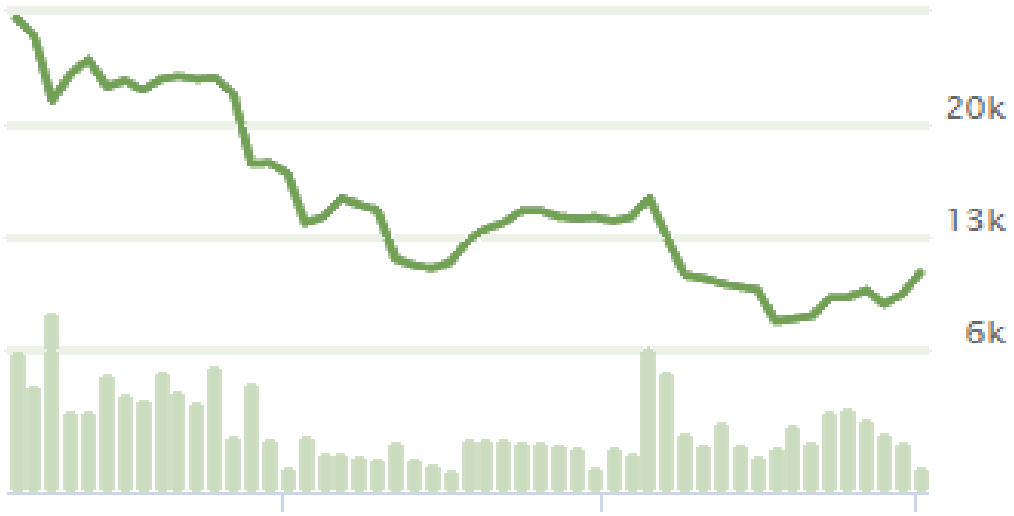
Phương pháp P/B	13.444
Phương pháp P/E	13.036

GIÁ MỤC TIÊU

13.240 VND

UPSIDE **+31,7%**

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1.861	2.038	2.482
+/- yoy (%)	*54,8%*	*9,5%*	*21,8%*
LN thuộc về cổ đông CT mẹ	269	286	345
+/- %	*96,0%*	*6,3%*	*20,6%*
EPS (VND)	1.006	929	1.121

© VCBS Research Department

TCT CỔ PHẦN XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

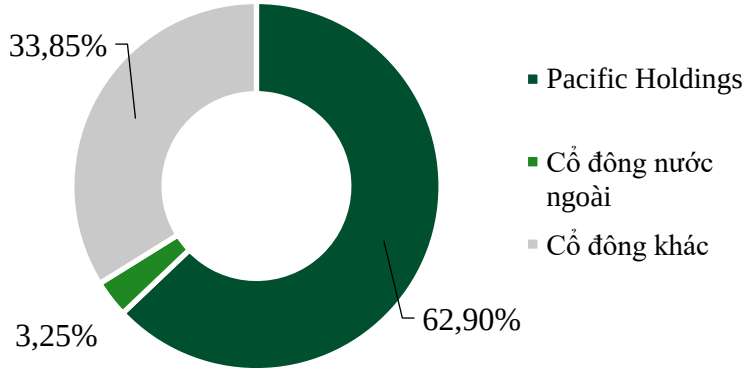
Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
18.450	23.298	26,3%	MUA

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Hoạt động kinh doanh

- VCG là một trong những doanh nghiệp lâu đời và có quy mô lớn trong lĩnh vực xây lắp và cung cấp vật liệu xây dựng. Ngoài ra, VCG sở hữu danh mục hạ tầng các nhà máy điện, nước và cho thuê văn phòng, sàn thương mại.
- Sau khi hoàn tất thoái vốn nhà nước, VCG tích cực đẩy mạnh phát triển mảng đầu tư bất động sản với dự án trọng điểm Cát Bà Amatia (Hải Phòng).

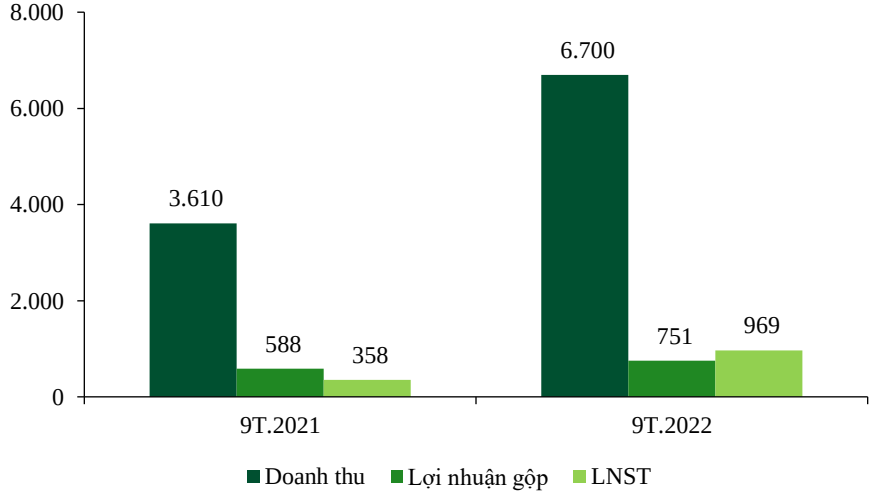
Cơ cấu cổ đông của VCG



KQKD 9T.2022

- **Doanh thu ghi nhận mức tăng trưởng 85,6% so với cùng kì, đạt 6.700 tỷ đồng,** chủ yếu đến từ sự bùng nổ của lĩnh vực xây lắp khi các gói thầu hạ tầng giao thông lớn được đẩy mạnh tiến độ thi công.
- **LNST 9T.2022 đạt 969 tỷ đồng (so với cùng kì là 358 tỷ đồng)**. Biên LN gộp và hoạt động kinh doanh cốt lõi của VCG gặp áp lực đáng kể do: (1) Xu hướng tăng giá VLXD trong khi đơn giá hợp đồng chưa thay đổi kịp; (2) Gia tăng mạnh chi phí lãi vay. Tuy vậy, trong kì VCG đã ghi nhận lợi nhuận tài chính lớn từ đánh giá lại khoản đầu tư vào Vinaconex ITC (VCR) và thúc đẩy mạnh mẽ lợi nhuận.

KQKD hợp nhất của VCG (Tỷ đồng)



TCT CỔ PHẦN XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

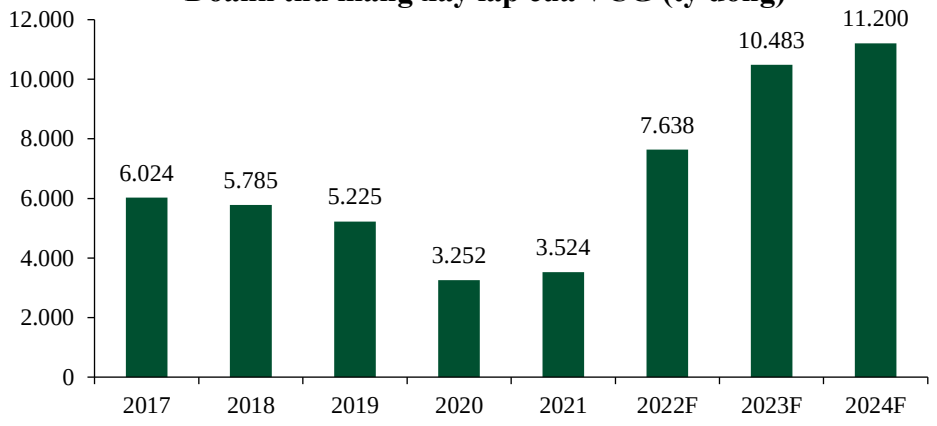
Khôi phục vị thế ông lớn trong lĩnh vực xây dựng

- Vinaconex từng là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành xây dựng. Tuy vậy trong 10 năm gần đây vị thế của VCG suy giảm đáng kể khi: (1) Hạn chế trong năng lực kiểm soát chi phí gây sụt giảm khả năng cạnh tranh trước các nhà thầu tư nhân; (2) Nhiều sai phạm được thanh tra tại các dự án do VCG phát triển hoặc thi công.
- Sau khi hoàn thành thoái vốn nhà nước và ổn định bộ máy, VCG đã thúc đẩy mạnh mẽ trở lại lĩnh vực xây dựng với việc trúng thầu nhiều dự án quy mô lớn với chất lượng thi công được đánh giá cao.
- VCG sở hữu lợi thế tốt để cạnh tranh: (1) Quy mô lớn, hệ thống trải khắp cả nước và nguồn lực tài chính dồi dào; (2) Hiệu quả dòng tiền tại dự án cao hơn đáng kể so với các đối thủ.

Tham vọng tại lĩnh vực bất động sản

- Mảng BĐS sẽ được VCG đẩy mạnh trong các năm tới nhằm tận dụng các lợi thế: (1) Quỹ đất lớn và vị thế cao trong đấu thầu phát triển dự án, thậm chí các dự án tại vùng lõi đô thị; (2) Kinh nghiệm phát triển BĐS của nhóm cổ đông lớn.
- Tiến độ đầu tư dự án có thể chậm lại trong giai đoạn 1-2 năm tới do sự chững lại của thị trường. Tuy vậy khả năng tạo dòng tiền và tiềm năng dài hạn của các dự án là khá tốt xét đến: (1) Các dự án đang mở bán sở hữu vị trí thuận lợi và đáp ứng nhu cầu ở thực của người dân; (2) Dự án trọng điểm Amatia Cát Bà hưởng lợi từ cơ chế đặc thù cho TP.Hải Phòng.

Doanh thu mảng xây lắp của VCG (tỷ đồng)



Các dự án BĐS quan trọng mà VCG đang phát triển

Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm	Tình trạng
Green Diamond 93 Láng Hạ	0,5	Hà Nội	Đang mở bán
KĐT Đại lộ Hòa Bình kéo dài	48,8	Quảng Ninh	Đang mở bán
KDC Hải Yên	43,9	Quảng Ninh	Đang mở bán
Khu nghỉ dưỡng Tuy Hòa	9,4	Phú Yên	Phê duyệt 1/500
TMDV Kim Văn – Kim Lũ	1,2	Hà Nội	Đã được cấp sổ, chuẩn bị đầu tư
Amatia Cát Bà	172,4	Hải Phòng	Đang triển khai hạ tầng

Nguồn: VCG, VCBS

© VCBS Research Department

TCT CỔ PHẦN XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

- **Lợi thế từ chuỗi giá trị**

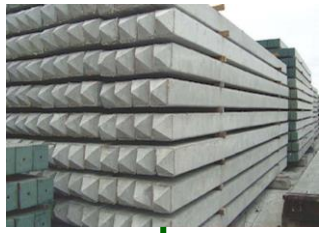
- VCG sở hữu mảng sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng (xi măng, bê tông thương phẩm, cấu kiện xây lắp,…) với mức đóng góp lớn trong cơ cấu lợi nhuận gộp. Điều này giúp VCG:

  1) Thu được nhiều lợi ích hơn trên các dự án thi công khi doanh nghiệp đồng thời là nhà thầu xây lắp và nhà cung cấp một phần vật liệu, kết cấu xây dựng công trình.

  2) Với đặc điểm biên lợi nhuận cao và dòng tiền tích cực của mảng VLXD, VCG sở hữu hiệu quả lợi nhuận và dòng tiền cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp đơn thuần cung cấp dịch vụ xây lắp. Qua đó, doanh nghiệp duy trì mức lợi nhuận và sức khỏe tài chính tương đối tốt ngay cả khi thị trường biến động và giá vật liệu tăng cao.

- **Mô hình phát triển chuỗi giá trị đầy đủ trên một tuyến hạ tầng giao thông** (Cung cấp VLXD – Xây lắp – Đầu tư hạ tầng – Bất động sản) khá thành công tại dự án cao tốc Vân Đồn – Móng Cái. VCG dự kiến sẽ nhân rộng mô hình trên và giúp doanh nghiệp sở hữu năng lực vượt trội trong khai thác dòng tiền và tối ưu lợi ích kinh tế trên các gói thầu xây dựng.

Chuỗi dịch vụ - hạ tầng được VCG phát triển trên tuyến cao tốc Vân Đồn – Móng Cái



Vật liệu xây dựng

Xây lắp

Cảng Vạn Ninh

KDC Hải Yên

KĐT ĐL Hòa Bình kéo dài

Nguồn: VCG, VCBS tổng hợp

TCT CỔ PHẦN XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp P/B	22.356
Phương pháp FCFF	24.239

GIÁ MỤC TIÊU

23.298 VND

UPSIDE **+26,3%**

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	5.750	10.827	14.565
+/- yoy (%)	*3,6%*	*88,3%*	*34,5%*
LN thuộc về cổ đông CT mẹ	394	903	746
+/- %	*-69,2%*	*128,9%*	*-17,4%*
EPS (VND)	893	1.946	1.535

© VCBS Research Department

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc

Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng

Phân tích Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân

Chuyên viên cao cấp

Phân tích Doanh nghiệp

phquan@vcbs.com.vn