

# BÁO CÁO CẬP NHẬT NGÀNH XÂY DỰNG

Tháng 05/2020

## SỤT GIẢM ĐẦU TƯ TRONG NGẮN HẠN

*Năm 2020 sẽ mang lại nhiều thách thức cho các doanh nghiệp xây dựng khi nhu cầu sụt giảm và áp lực cạnh tranh gia tăng mạnh bởi dịch Covid-19. Trong đó, xây dựng nhà không để ở bị ảnh hưởng nặng nhất, sau đó là xây dựng nhà để ở. Ngược lại, xây dựng cơ sở hạ tầng có thể được hưởng lợi từ đầu tư công gia tăng.*

---

**Nguyễn Ngọc Đức**

Chuyên viên Phân tích

Email: [ducnn2@fpts.com.vn](mailto:ducnn2@fpts.com.vn)

Điện thoại: (8424) – 3773 7070

Ext: 4307

---

**Người phê duyệt báo cáo**

**Nguyễn Thị Kim Chi**

Phó Giám đốc Phân tích đầu tư

---



## TIÊU ĐIỂM

- **Nhờ chống dịch kịp thời và hiệu quả, tới nay Việt Nam chịu ảnh hưởng từ dịch Covid-19 thấp hơn so với thế giới và khu vực.** Trong báo cáo Triển vọng Kinh tế Thế giới T04/2020 (*World Economic Outlook – WEO*), Quỹ Tiền tệ Quốc tế (*International Monetary Fund – IMF*) dự phóng tăng trưởng GDP Việt Nam đạt 2,7% trong năm 2020, dựa trên kịch bản cơ sở dịch được kiểm soát trong Q2/2020 và hoạt động kinh tế hồi phục dần trong nửa cuối năm. Mức tăng trưởng này cao nhất trong các nền kinh tế lớn tại Châu Á dù đã giảm 3,8 điểm phần trăm (đpt) so với WEO T10/2019.
- **Các biện pháp ngăn chặn dịch ảnh hưởng trực tiếp và khiến hoạt động xây dựng đình trệ trong 04 tháng đầu năm 2020**, được thể hiện một phần thông qua kết quả thống kê Q1/2020: ngành xây dựng đạt tăng trưởng thực 4,37% yoy về giá trị gia tăng, giảm 2,3 đpt so với tăng trưởng cùng kỳ và ở mức thấp nhất từ 2013.
- **Dịch Covid-19 sẽ hạn chế triển vọng ngắn hạn ngành xây dựng thông qua việc sụt giảm hoạt động đầu tư.** Nhu cầu xây dựng nhà không để ở sẽ giảm nhiều nhất do nhóm khách hàng này chịu thiệt hại bởi dịch Covid-19 và sẽ tập trung vào phục hồi kinh doanh sau dịch trước khi đầu tư mở rộng. Xây dựng nhà ở cũng sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực khi kinh tế đình trệ làm giảm nhu cầu mua nhà. Ngược lại, xây dựng cơ sở hạ tầng có thể hưởng lợi nếu Chính phủ kích cầu kinh tế thông qua tăng cường đầu tư công.
- **Theo dự phóng của Fitch Solutions tháng 4/2020, tăng trưởng ngành xây dựng Việt Nam sẽ đạt 5,7% trong năm 2020** – giảm 1,5 đpt so với dự phóng Q4/2019 và đứng thứ 03 trong Châu Á – sau Philippines (5,8%) và Bangladesh (5,9%).

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM NGẮN HẠN

- **Nhóm tổng thầu xây dựng dân dụng (CTD, HBC, VCG) – THEO DÕI:** Dù mức giá hiện nay đang thấp so với giá trị nội tại của doanh nghiệp, nhóm tổng thầu dân dụng sẽ phải chịu thiệt hại lớn nếu tình hình dịch Covid-19 trở nên xấu hơn, do nhu cầu xây dựng dân dụng nhạy cảm với môi trường kinh tế, cộng thêm biên lợi nhuận gộp của tổng thầu dân dụng rất thấp.
- **Nhóm tổng thầu cơ sở hạ tầng (PC1, TV2, DPG, C4G) – THEO DÕI:** Triển vọng của nhóm tổng thầu cơ sở hạ tầng có thể được hưởng lợi từ tăng đầu tư công. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá thấp nguồn lợi này do đầu tư công hạn chế trong nhiều năm gần đây.
- **Nhóm thầu phụ nền móng (FCN, LIG) và hoàn thiện (REE, SRF) – KHÔNG ĐẦU TƯ:** Nhóm này có chung rủi ro như tổng thầu dân dụng, tuy nhiên sẽ chịu thiệt hại cao hơn nếu rủi ro xảy ra, do thầu phụ có doanh thu và lợi nhuận phụ thuộc chủ yếu vào xây dựng, có sức mạnh mặc cả với khách hàng thấp và quy mô tài chính hạn chế.

Chúng tôi không đưa ra khuyến nghị đầu tư trung hạn và dài hạn trong giai đoạn này.

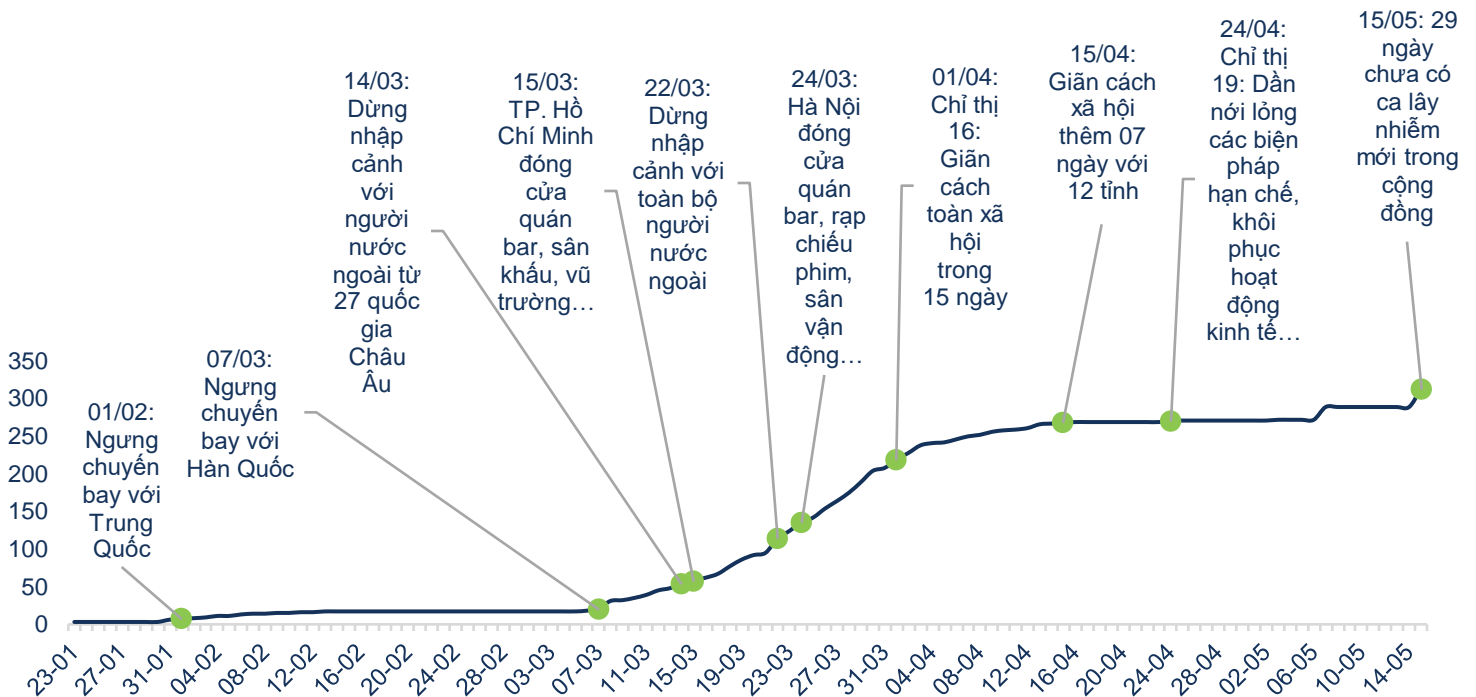
## MỤC LỤC

<b>A. ẢNH HƯỞNG DỊCH COVID-19 ĐỐI VỚI KINH TẾ VIỆT NAM .....</b>	<b>4</b>
<b>B. NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM.....</b>	<b>7</b>
1. Ảnh hưởng của dịch trong nửa đầu năm 2020.....	7
2. Triển vọng giai đoạn 2020 – 2021.....	8
<b>C. CẬP NHẬT CÁC NHÓM DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG.....</b>	<b>11</b>
1. Nhóm tổng thầu dân dụng – CTD, HBC, VCG .....	11
2. Nhóm tổng thầu cơ sở hạ tầng – PC1, TV2, DPG, C4G.....	13
3. Nhóm thầu phụ nền móng – FCN, LIG và hoàn thiện – REE, SRF.....	14
<b>D. PHỤ LỤC.....</b>	<b>16</b>

## A. ẢNH HƯỞNG DỊCH COVID-19 ĐỐI VỚI KINH TẾ VIỆT NAM

Tới nay, ảnh hưởng của dịch Covid-19 tới Việt Nam thấp so với thế giới và khu vực<sup>1</sup>, nhờ phòng chống dịch hiệu quả và kịp thời. Số lượng ca nhiễm trong cộng đồng tăng nhanh trong tháng 03/2020 khiến Chính phủ áp dụng những biện pháp chống dịch quy mô ngày càng lớn, đỉnh điểm là giãn cách toàn xã hội trong 01/04 – 15/04 (Chỉ thị 16/CT-TTg). Tới ngày 15/05/2020, Việt Nam ghi nhận 312 ca nhiễm Covid-19, trong đó 260 ca đã hồi phục và chưa có ca tử vong. Quan trọng hơn, toàn quốc không ghi nhận ca lây nhiễm mới trong cộng đồng nào từ ngày 16/04/2020, là điều kiện an toàn để các biện pháp giãn cách xã hội dần được nới lỏng<sup>2</sup>.

**Diễn biến dịch Covid-19 tại Việt Nam**



Biểu đồ 1 - Nguồn: FPTIS tổng hợp

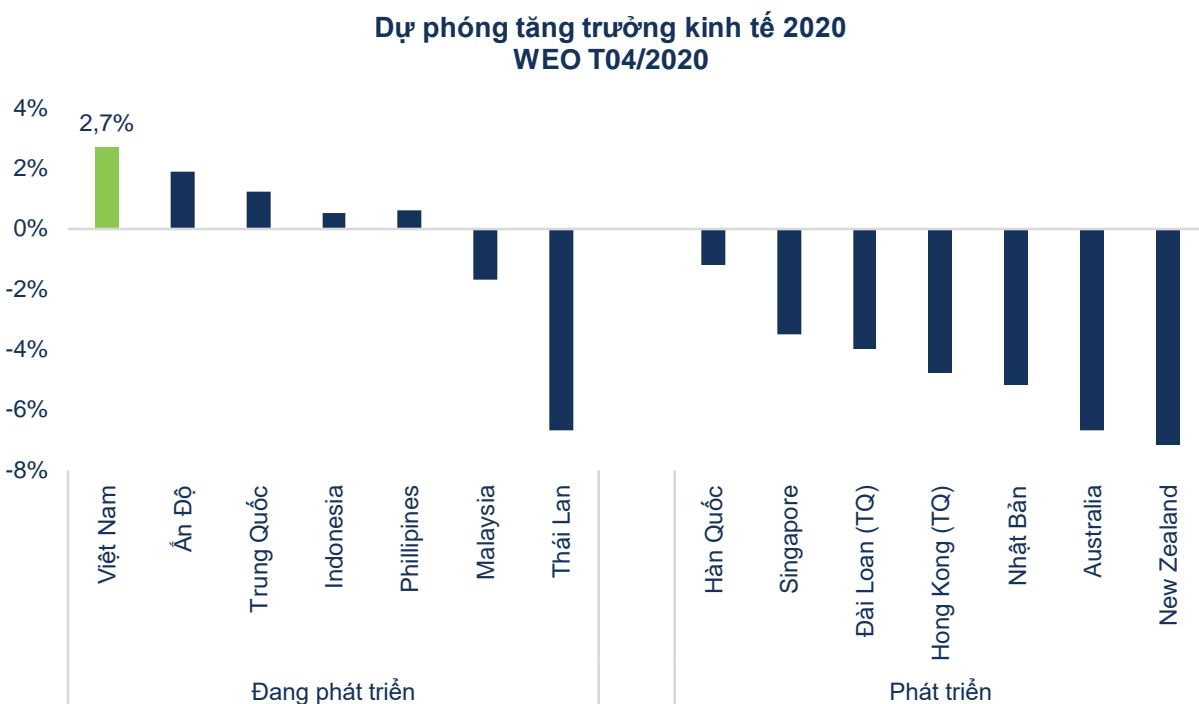
**Dịch bệnh và các biện pháp phòng chống đã gây gián đoạn nghiêm trọng tới hoạt động kinh tế Việt Nam.** Khảo sát của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (*Vietnam Chamber of Commerce and Industry – VCCI*) thực hiện trong tháng 04/2020 chỉ ra trên 80% doanh nghiệp đánh giá thị trường tiêu thụ bị thu hẹp và doanh thu 2020 sẽ giảm so với 2019, và trên 40% đã phải giảm quy mô lao động do thiếu nguồn công việc.

<sup>1</sup> Tham khảo ảnh hưởng của dịch Covid-19 tới kinh tế toàn cầu tại [Phu lục](#).

<sup>2</sup> Các biện pháp giãn cách xã hội được áp dụng từ ngày 01/04/2020 theo Chỉ thị 16/CT-TTg của Thủ tướng Chính phủ và sau đó được nới lỏng theo Chỉ thị 19/CT-TTg từ ngày 24/04/2020.

**Vì vậy, nền kinh tế Việt Nam trong Q1/2020 âm Ạm là kết quả tất yếu:** Tốc độ tăng trưởng GDP đạt 3,82% (thấp nhất từ năm 2011); vốn đầu tư toàn xã hội thực hiện chỉ tăng 2,2% so với cùng kỳ (thấp nhất từ 2016); số doanh nghiệp Ờng hoạt động tăng cao<sup>3</sup>...

**Tới nay, Việt Nam đã chứng minh được khả năng kiểm soát dịch hiệu quả và kích bản cơ sở là khả thi:** dịch Covid-19 trong cộng đồng đã cơ bản được kiểm soát, tạo tiền đề cho kinh tế hồi phục trong nửa cuối 2020 và năm 2021. Dựa trên kích bản này, trong báo cáo WEO T04/2020. IMF dự phóng tăng trưởng kinh tế Việt Nam đạt 2,7% trong 2020 và lên tới 7,0% trong 2021. Dù tăng trưởng dự phóng 2020 của Việt Nam đã giảm 3,8 Ặt so với trong báo cáo WEO T10/2019, đây vẫn là mức cao nhất trong khu vực Châu Á.



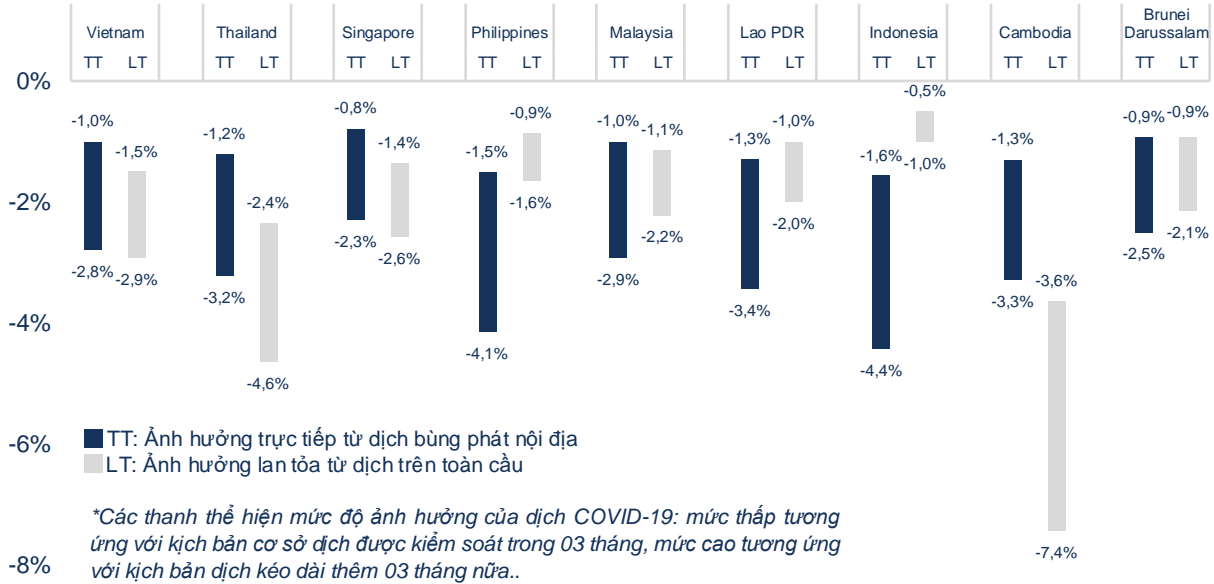
Biểu đồ 2 - Nguồn: IMF

**Cần lưu ý rằng rủi ro dịch vượt qua khỏi kiểm soát ở Việt Nam vẫn tồn tại, và thiệt hại kinh tế sẽ rất lớn nếu rủi ro này xảy ra.** Cũng trong khảo sát tháng 04/2020 của VCCI, nếu dịch kéo dài thêm 03 tháng, khoảng 30% doanh nghiệp sẽ không thể tiếp tục hoạt động, và con số này tăng lên tới 80% nếu dịch kéo dài thêm nửa năm. Doanh nghiệp phá sản hàng loạt kéo theo tỷ lệ thất nghiệp tăng cao sẽ tạo nên bất ổn trong xã hội và cản trở hồi phục kinh tế sau dịch. Theo Ngân hàng

<sup>3</sup> Theo Tổng cục Thống kê, trong Q1/2020, cả nước có 30,8 nghìn doanh nghiệp Ờng kinh doanh (có thời hạn hoặc giải thể), lần đầu tiên vượt qua số doanh nghiệp Ặng ký cùng kỳ (29,7 nghìn doanh nghiệp) trong vòng 10 năm trở lại đây.

Phát triển Châu Á (*Asian Development Bank – ADB*), dịch kéo dài thêm 03 tháng có thể khiến thiệt hại kinh tế lên tới 5,7% GDP, so với mức 2,5% trong kịch bản cơ sở.

### Ảnh hưởng của COVID-19 lên tăng trưởng kinh tế ASEAN



Biểu đồ 3 - Nguồn: ADB

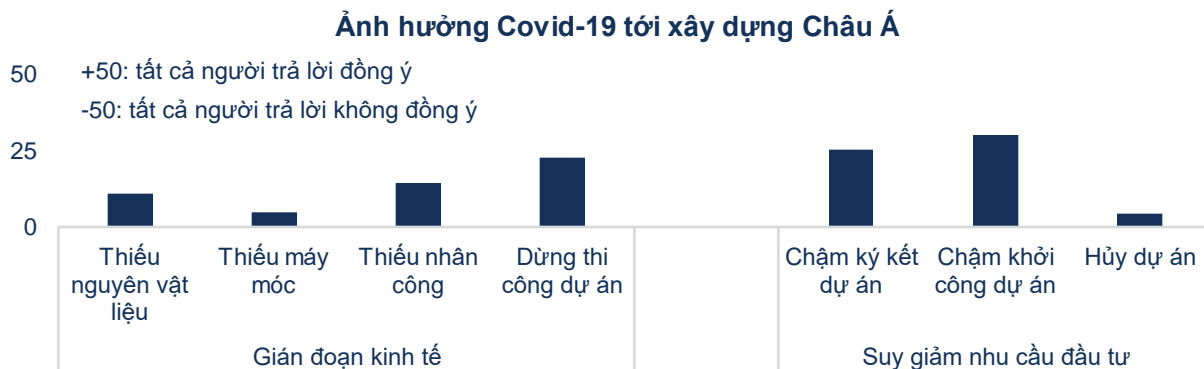
Để tránh dịch Covid-19 gây ra hệ quả lâu dài trong kinh tế - xã hội, Chính phủ đã đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ tài chính – tín dụng cho doanh nghiệp và người dân bị ảnh hưởng với quy mô lớn:

- (1) Gói chính sách tiền tệ – tín dụng: Cơ cấu lại, giãn/hoãn nợ, xem xét giảm lãi đối với tổng dư nợ chịu ảnh hưởng khoảng 2.000.000 tỷ; Gói cho vay với hạn mức cam kết 300.000 tỷ với ưu đãi lãi suất so với tín dụng thông thường 01 – 2,5%.
- (2) Gói tài khóa: giãn/hoãn thuế và tiền thuê đất, giảm một số thuế phí, tổng giá trị 180.000 tỷ.
- (3) Gói an sinh xã hội: tổng giá trị khoảng 62.000 tỷ cho hơn 20 triệu người bị ảnh hưởng.

## B. NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM

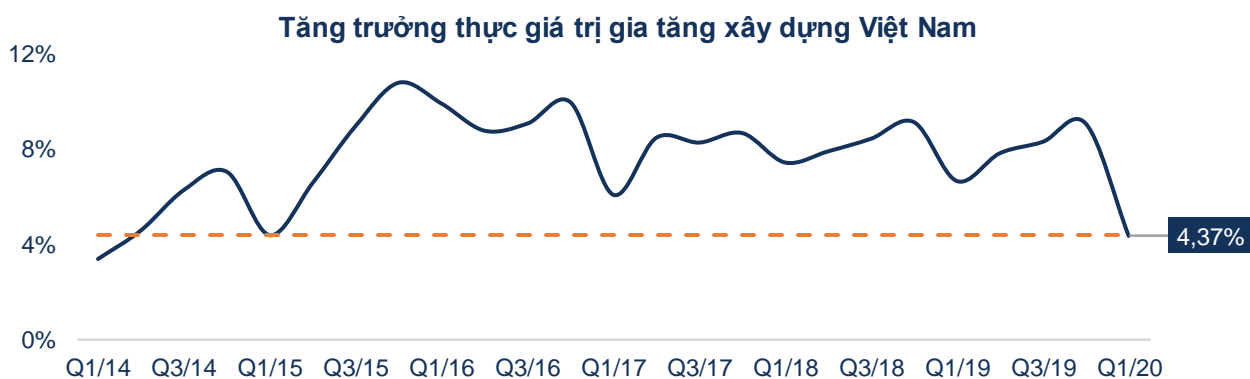
### 1. Ảnh hưởng của dịch trong đầu năm 2020

Trong các ngành kinh tế, dịch Covid-19 ảnh hưởng tiêu cực tới ngành xây dựng ở mức trung bình<sup>4</sup>. Ảnh hưởng tiêu cực của dịch chủ yếu thông qua (1) gián đoạn kinh tế và (2) suy giảm nhu cầu đầu tư (theo khảo sát T04/2020 của GlobalData – Biểu đồ 4). Trong đó, gián đoạn kinh tế ảnh hưởng trực tiếp tới tăng trưởng ngắn hạn của ngành; ngược lại suy giảm nhu cầu đầu tư sẽ có ảnh hưởng dài hạn hơn. Do đó, ngành xây dựng chỉ đạt tăng trưởng 4,37% trong Q1/2020 – thấp nhất từ năm 2014 tới nay.



Biểu đồ 4 - Nguồn: Global Data

Dù ngành chỉ chịu ảnh hưởng trung bình, năm 2020 vẫn sẽ khó khăn cho các nhà thầu xây dựng vốn phần lớn là doanh nghiệp nhỏ với biên lợi nhuận thấp. Báo cáo Xu hướng sản xuất kinh doanh ngành xây dựng của Tổng cục Thống kê (General Statistics Office – GSO) cũng cho thấy khoảng 47% doanh nghiệp đánh giá tình hình sản xuất kinh doanh khó khăn hơn trong Q1 và sẽ khó khăn hơn trong Q2/2020, so với chỉ khoảng 18% doanh nghiệp nhận định kinh doanh tốt hơn.



Biểu đồ 5 - Nguồn: GSO

<sup>4</sup> So với một số ngành chịu ảnh hưởng nặng nề như dệt may, dầu thô, thép, du lịch, vận tải, giáo dục, tài chính...

**Áp lực cạnh tranh giữa các nhà thầu sẽ tăng cao trong giai đoạn khó khăn này**, với chiến lược cạnh tranh chủ yếu bằng giá khiến cho doanh thu và biên lợi nhuận nhà thầu sụt giảm. Cạnh tranh sẽ gay gắt nhất trong xây dựng dân dụng do thị trường này có mức phân mảnh cao (các nhà thầu dân dụng thường có quy mô nhỏ với trình độ kỹ thuật và độ chuyên môn hóa thấp). Nhà thầu cơ sở hạ tầng sẽ gặp ít khó khăn hơn do lĩnh vực này cạnh tranh ít hơn và nhu cầu chịu ảnh hưởng thấp. Đặc biệt, một số nhà thầu cơ sở hạ tầng đã đầu tư đa dạng hóa vào cơ sở hạ tầng (chủ yếu là các nhà máy năng lượng tái tạo như thủy điện nhỏ, điện gió và điện mặt trời) với rủi ro thấp và gần như không chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19. Ngược lại, các nhà thầu dân dụng thường ưu tiên đầu tư vào bất động sản và những dự án này sẽ khó tiêu thụ trong 2020.

## 2. Triển vọng giai đoạn 2020 – 2021

**Trong cập nhật tháng 04/2020, Fitch Solutions điều chỉnh dự phóng tăng trưởng ngành xây dựng Việt Nam năm 2020 xuống 5,7% (giảm 1,5 đpt so với dự phóng trước)** để phản ánh mức độ ảnh hưởng của dịch bệnh đến nền kinh tế khi số ca bệnh Covid-19 tại Việt Nam tăng nhanh trong T03/2020. Trong nửa đầu 2020, chúng tôi tin rằng các lĩnh vực xây dựng (nhà ở, nhà không để ở, và cơ sở hạ tầng) chịu ảnh hưởng tương đối đồng đều bởi các biện pháp chống dịch quy mô lớn được áp dụng tại Việt Nam.

**Với tình hình dịch Covid-19 trong cộng đồng tại Việt Nam cơ bản đã được kiểm soát, chúng tôi đánh giá gián đoạn kinh tế sẽ chỉ tập trung trong nửa đầu năm và sẽ giảm đi trong nửa cuối năm 2020.** Cùng với các động thái nới lỏng giãn cách xã hội, nhiều công trình đã bắt đầu thi công trở lại. Thêm nữa, nguồn cung nguyên vật liệu và nhân công xây dựng nội địa của Việt Nam có thể đáp ứng phần lớn nhu cầu xây dựng và chỉ phải chịu ảnh hưởng nhỏ từ gián đoạn chuỗi cung ứng trên toàn cầu.

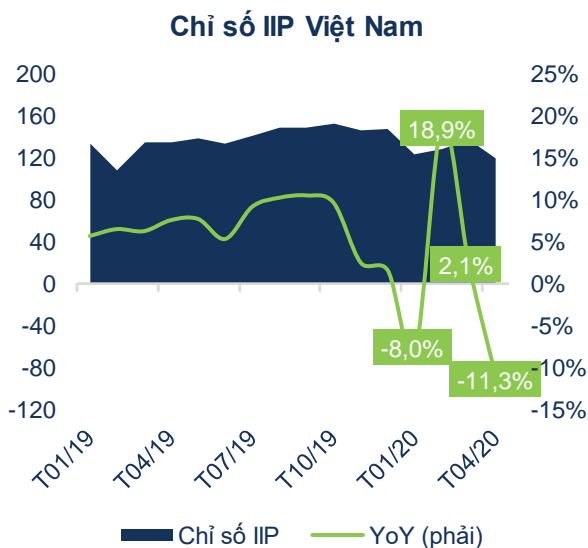
**Nhìn chung, triển vọng của ngành xây dựng trong nửa cuối 2020 và 2021 sẽ phụ thuộc vào khả năng phục hồi kinh tế, và triển vọng từng lĩnh vực phụ thuộc ảnh hưởng của dịch tới nhóm khách hàng tương ứng.** Trong các lĩnh vực, xây dựng nhà không để ở sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất; ảnh hưởng lên xây dựng nhà ở thấp hơn; và xây dựng cơ sở hạ tầng ngược lại có thể hưởng lợi nếu Chính phủ gia tăng đầu tư công nhằm thúc đẩy khôi phục kinh tế.

**Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành xây dựng dựa trên kịch bản lạc quan về khả năng hồi phục kinh tế của Việt Nam.** Thứ nhất, ảnh hưởng của dịch Covid-19 tới kinh tế Việt Nam ở mức thấp so với khu vực, nhờ kiểm soát bùng phát dịch trong nước và các biện pháp hỗ trợ quy mô lớn đã được thực hiện kịp thời. Thứ hai, Việt Nam có các yếu tố vĩ mô ổn định (bao gồm lãi suất thấp và lạm phát được kiểm chế trong nhiều năm gần đây, nhu cầu tiêu dùng trong nước cao...), tạo bàn đạp cho kinh tế hồi phục nhanh chóng sau dịch. Theo IMF, kinh tế Việt Nam có thể hồi phục 7,0% trong năm 2021 dưới kịch bản cơ sở, cao hơn trung bình 10 năm gần đây ở mức 6,3%.

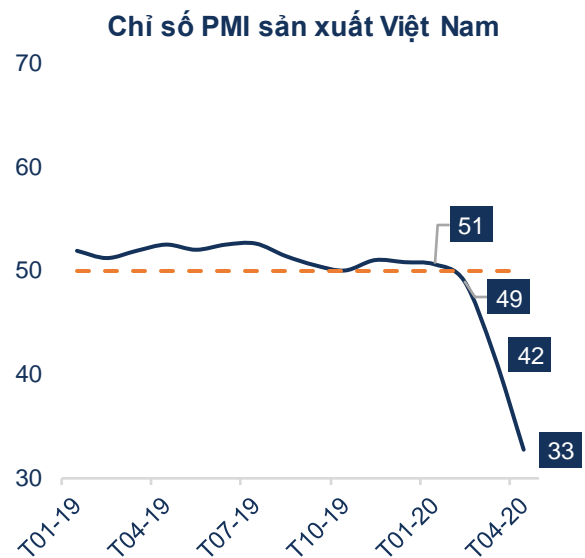


Triển vọng các lĩnh vực xây dựng tới năm 2021 phụ thuộc vào ảnh hưởng khác nhau của dịch tới mỗi nhóm khách hàng.

- Xây dựng nhà không để ở sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất do khách hàng của lĩnh vực này chịu nhiều thiệt hại bởi dịch Covid-19:** du lịch chịu ảnh hưởng nặng nề do lệnh cấm di chuyển và ngừng nhập cảnh hành khách quốc tế; sản xuất, thương mại sụt giảm nhu cầu tiêu thụ tại nhiều thị trường chính như Trung Quốc, Mỹ, EU... Những khó khăn này có thể được thấy qua chỉ số Sản xuất công nghiệp (*Index of industrial Production – IIP*) và Nhà quản trị mua hàng (*Purchasing Manager Index – PMI*). Trong đầu năm 2020, cả hai chỉ số này đều cho thấy ngành sản xuất đang gặp khó khăn lớn: (1) IIP tháng 04/2020 giảm 11,3% so với cùng kỳ và (2) PMI ở mức thấp nhất từ khi chỉ số này bắt đầu tại Việt Nam năm 2012 và lần đầu tiên thể hiện sụt giảm sau hơn 04 năm<sup>5</sup>. Những khó khăn của sản xuất và du lịch phần nhiều phụ thuộc vào tình hình dịch Covid-19 quốc tế và có thể kéo dài nhiều tháng cho tới khi dịch được ngăn chặn hiệu quả<sup>6</sup>. Do đó, ưu tiên hàng đầu cho nhóm khách hàng này sẽ là phục hồi và ổn định kinh doanh; với nhiều khả năng đầu tư mở rộng sẽ bị hoãn lại.



Biểu đồ 6 - Nguồn: GSO



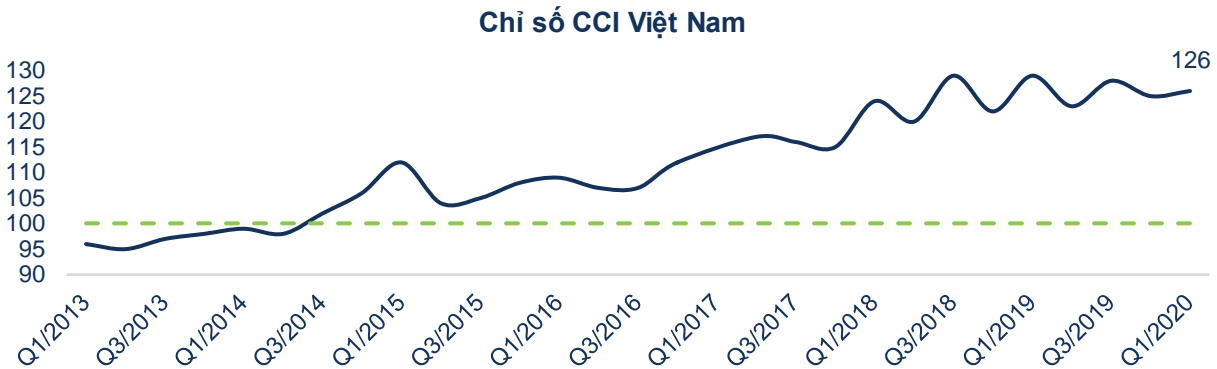
Biểu đồ 7 - Nguồn: IHS Markit

- Xây dựng nhà để ở chỉ chịu ảnh hưởng trung bình của dịch Covid-19** nhờ nhu cầu nội địa cao, thúc đẩy bởi xu hướng đô thị hóa dài hạn của Việt Nam. Sau nhiều khó khăn trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng thị trường nhà ở sẽ có phục hồi khả quan trong 2021, do (1) nhu

<sup>5</sup> PMI trên 50 thể hiện tăng trưởng lĩnh vực sản xuất và dưới 50 thể hiện sụt giảm.

<sup>6</sup> Nhiều quốc gia trên thế giới đang tham gia vào cuộc đua phát triển vắc-xin Covid-19. Tuy nhiên, dù theo ước tính lạc quan nhất thì vắc-xin cũng cần tới 12 – 18 tháng để hoàn thành phát triển và cung cấp rộng rãi trên toàn cầu (Tham khảo thêm tại Phụ lục 3, [Báo cáo cập nhật ngành dược phẩm T04/2020](#))

cầu mua nhà ở không bị mất đi mà bị dời từ 2020 sang 2021 (dưới kịch bản cơ sở kinh tế hồi phục trong 2021), và (2) lãi suất sẽ được cắt giảm, hỗ trợ cho cả doanh nghiệp phát triển bất động sản và khách hàng mua nhà. Một chỉ báo nhanh để đo lường ảnh hưởng suy giảm kinh tế tới khách hàng xây dựng nhà ở là chỉ số Niềm tin người tiêu dùng (*Consumer Confidence Index – CCI*). Trong Q1/2020, CCI của Việt Nam vẫn ở mức rất cao<sup>7</sup>, thể hiện người tiêu dùng Việt Nam đang cảm thấy yên tâm về tình hình tài chính hiện tại cũng như triển vọng tương lai.



Biểu đồ 8 - Nguồn: The Conference Board, Nielsen

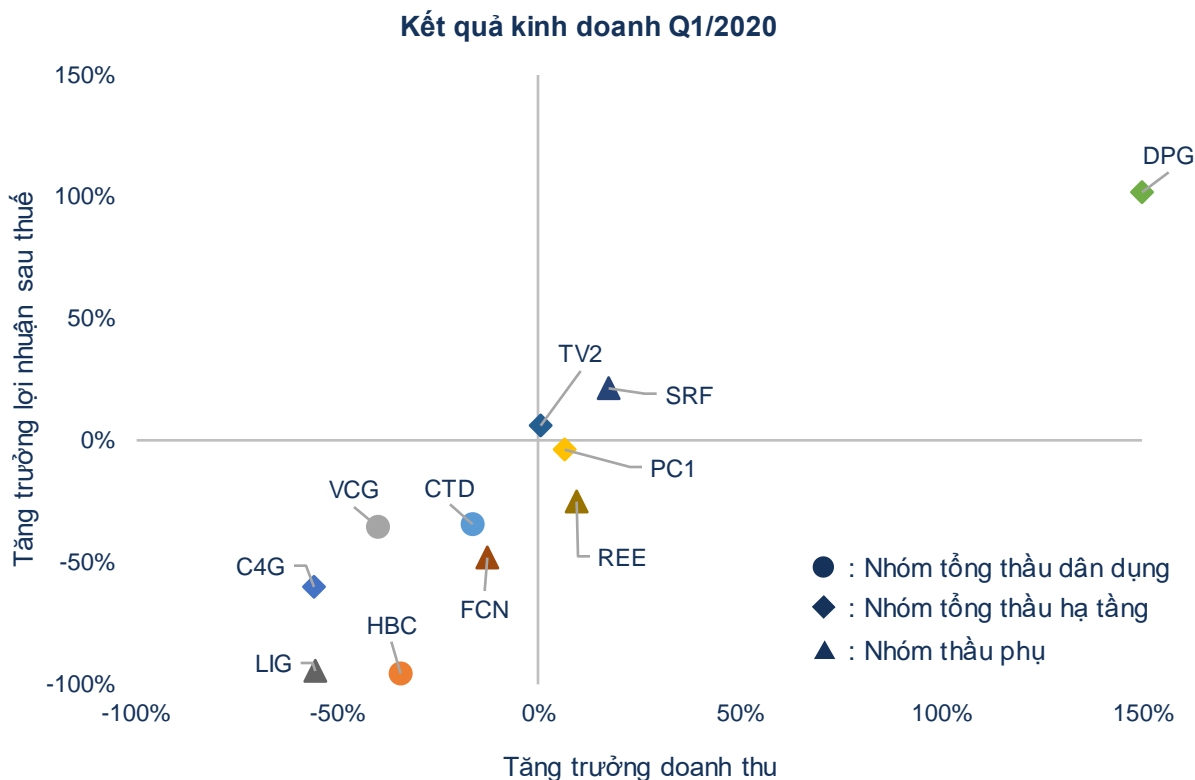
- Cơ sở hạ tầng có thể được hưởng lợi nếu Chính phủ thành công trong tăng cường đầu tư công để thúc đẩy kinh tế.** Chính phủ Việt Nam coi giải ngân đầu tư công là một công cụ quan trọng thúc đẩy kinh tế và đặt ra mục tiêu giải ngân hết gần 700 nghìn tỷ trong năm 2020 (gấp khoảng 2,2 lần so với số vốn thực hiện trong năm 2019 là 312 nghìn tỷ). Những biện pháp đưa ra để thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công gồm chuyển đổi 09 dự án hợp tác công – tư (*Public Private Partnership – PPP*) chưa lựa chọn được nhà đầu tư sang đầu tư công (trong đó có 08 dự án thuộc đường cao tốc Bắc – Nam) và thúc đẩy phê duyệt, hoàn thành thủ tục pháp lý tại các dự án đầu tư công. **Dù vậy, chúng tôi nhận định Chính phủ sẽ gặp nhiều khó khăn để hoàn thành mục tiêu tham vọng này trong 2020 và tăng cường vốn đầu tư công sẽ kéo dài sang 2021**, do:

  - Ngân sách hạn chế, đặc biệt cộng thêm các chính sách hỗ trợ dịch, gây khó khăn trong tìm nguồn vốn cân đối cho các dự án mới bổ sung vào đầu tư công. Nhiều khả năng Chính phủ sẽ phải điều chuyển nguồn vốn từ các dự án vi phạm giải ngân khác hoặc phát hành trái phiếu công trình (tuy nhiên, nợ công ở Việt Nam vẫn ở gần mức trần dù đã giảm nhẹ trong vài năm gần đây);
  - Giải ngân đầu tư công Việt Nam luôn không đạt kế hoạch, và những nỗ lực cải cách quy trình thủ tục của Chính phủ thường tốn nhiều thời gian để có hiệu quả.

<sup>7</sup> CCI trên 100 thể hiện lạc quan và dưới 100 thể hiện bi quan.

## C. CẬP NHẬT CÁC NHÓM DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG

Kết quả kinh doanh Q1/2020 chỉ ra khó khăn chung trong ngành xây dựng với phần lớn doanh nghiệp sụt giảm cả về doanh thu và lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ, tới từ thi công bị gián đoạn và nhu cầu xây dựng dân dụng giảm.



Biểu đồ 9 - Nguồn: EzSearch

### 1. Nhóm tổng thầu dân dụng – CTD, HBC, VCG

Nhìn chung, xây dựng nhà ở và nhà không để ở chịu ảnh hưởng tiêu cực hơn xây dựng cơ sở hạ tầng bởi dịch Covid-19, một phần do công trường thường nằm ở khu vực tập trung dân cư và chịu gián đoạn nhiều hơn bởi các phương pháp phòng chống dịch, thêm nữa nhu cầu của hai lĩnh vực này nhạy cảm hơn với môi trường kinh tế.

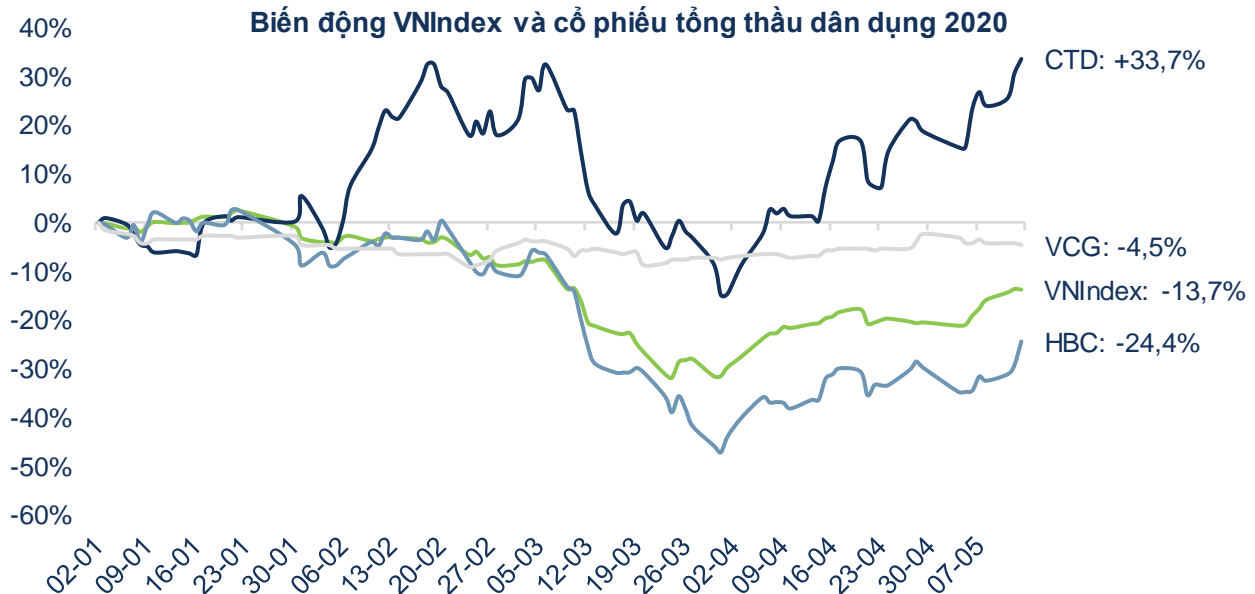
Trong Q1/2020, cả CTD, HBC và VCG đều có doanh thu và lợi nhuận giảm, thể hiện khó khăn và áp lực cạnh tranh gia tăng trong xây dựng dân dụng. Biên lợi nhuận gộp của nhóm này giảm khoảng 1 – 1,2 đpt yoy và ảnh hưởng quan trọng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (do nhóm nhà thầu này thường có biên lợi nhuận gộp thấp, thường dưới 10% – Biểu đồ 10). Trong nhóm này, VCG có doanh thu và lợi nhuận sau thuế giảm gần 40%; HBC có lợi nhuận sau thuế giảm tới 96% so với cùng kỳ; CTD có lợi nhuận sau thuế sụt giảm nhỏ nhất do kiểm soát chi phí quản lý hiệu quả và không phải chịu chi phí lãi vay.



Biểu đồ 10 - Nguồn: EzSearch

Trong năm 2020, HBC đặt ra kế hoạch<sup>8</sup> doanh thu thuần giảm 25% và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ giảm tới 52% (lần lượt 14.000 tỷ và 200 tỷ). CTD và VCG chưa công bố kế hoạch.

**Khuyến nghị ngắn hạn:** Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với nhóm tổng thầu dân dụng. Sau giai đoạn giảm từ đầu năm 2018 tới nay, giá cổ phiếu CTD và HBC đang ở mức thấp so với khả năng nội tại của doanh nghiệp. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng nhóm nhà thầu này sẽ chịu thiệt hại lớn nếu tình hình dịch Covid-19 xấu đi, do nhu cầu xây dựng dân dụng nhạy cảm với môi trường kinh tế.



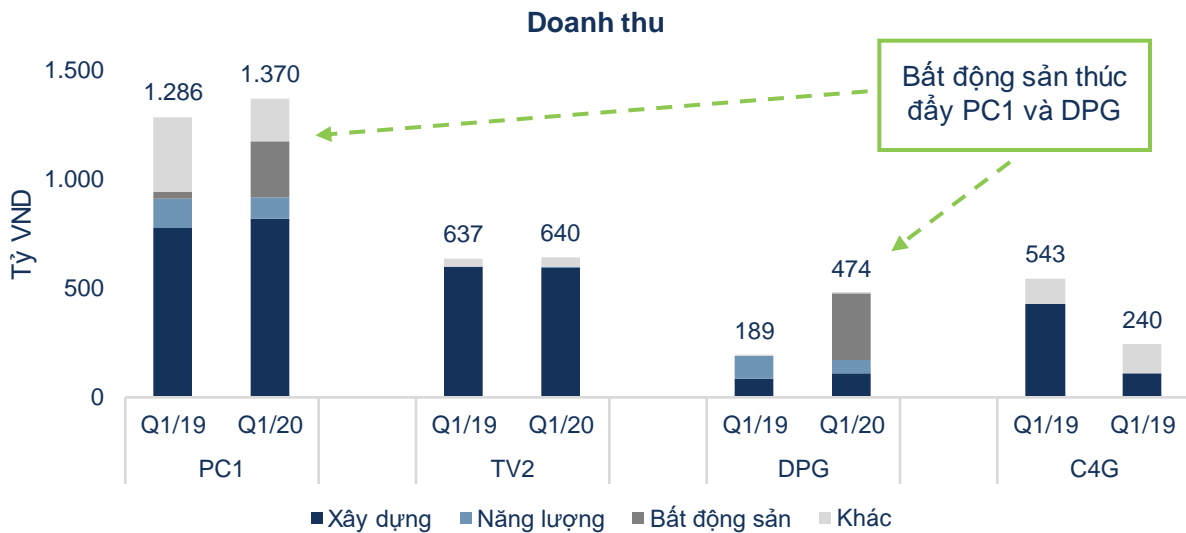
Biểu đồ 11 - Nguồn: EzSearch

<sup>8</sup> Những kế hoạch đưa ra đều chưa được Đại hội Cổ đông thông qua và có thể thay đổi.

## 2. Nhóm tổng thầu cơ sở hạ tầng – PC1, TV2, DPG, C4G

Nhìn chung, doanh thu xây dựng của các nhà thầu cơ sở hạ tầng ổn định trong Q1/2020. Kết quả kinh doanh của nhóm này thường chịu ảnh hưởng bởi các hoạt động đầu tư đa dạng hóa (chủ yếu vào bất động sản và năng lượng).

Trong Q1/2020, PC1 và TV2 có kết quả kinh doanh ổn định nhờ dự án Mạch 3 – 500kV vẫn đang được thực hiện; DPG đạt tăng trưởng vượt trội nhờ lĩnh vực bất động sản bắt đầu ghi nhận doanh thu từ cuối năm 2019 (lĩnh vực xây dựng của DPG cũng đạt tăng trưởng 25%, tuy nhiên chủ yếu do kết quả 2019 thấp); C4G là ngoại lệ với doanh thu xây dựng giảm tới 66%.



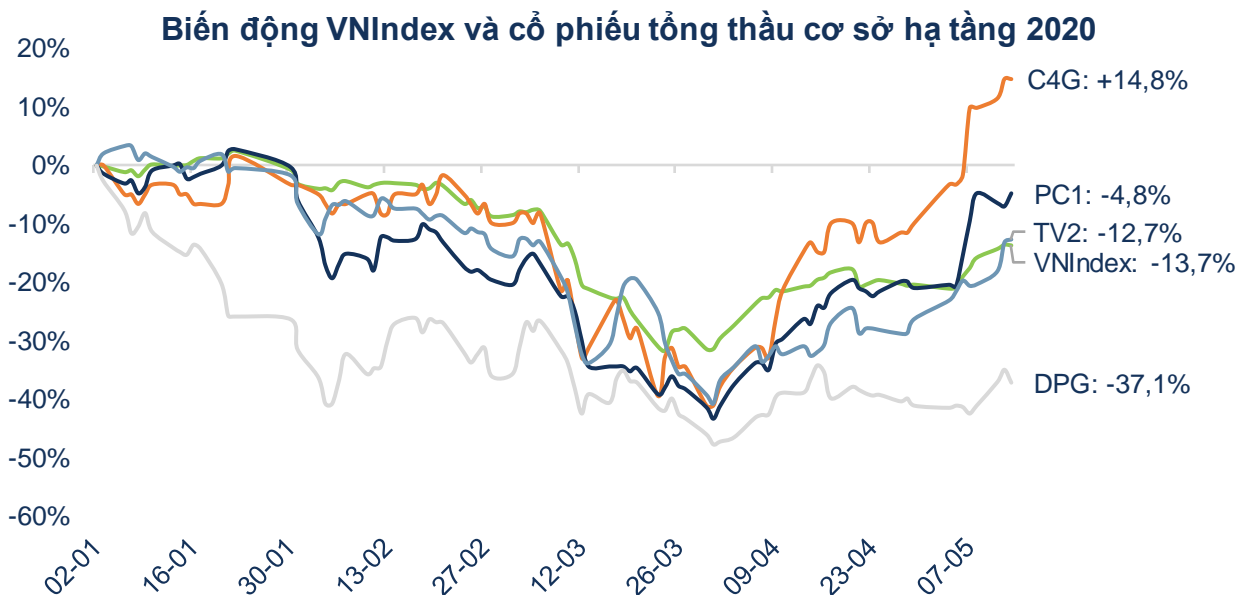
Biểu đồ 12 - Nguồn: EzSearch

Kế hoạch của các doanh nghiệp trên cho năm 2020 như sau:

Đơn vị: Tỷ VND	Kế hoạch 2020	YoY	Cơ sở
<b>1. PC1</b>			
Doanh thu	7.001	+19,8%	Tăng trưởng từ ghi nhận dự án bất động sản PCC1 Thanh Xuân.
Lợi nhuận sau thuế	469	+24,7%	
<b>2. DPG</b>			
Doanh thu	2.382	+20,7%	Ghi nhận dự án bất động sản Vống Nhi và Nồi Rang.
LNST cổ đông công ty mẹ	194	+0,2%	
<b>3. TV2</b>			
Doanh thu	2.500	-24,7%	Kế hoạch thận trọng do ảnh hưởng dịch Covid-19
Lợi nhuận sau thuế	250	-2,0%	
<b>4. C4G</b>			
			Chưa công bố

Bảng 1 - Nguồn: FPTS tổng hợp

**Khuyến nghị ngắn hạn:** Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** chung với nhóm tổng thầu cơ sở hạ tầng. Triển vọng xây dựng cơ sở hạ tầng ít chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19, thậm chí có thể được hưởng lợi nếu đầu tư công tăng. Tuy nhiên, chúng tôi không đánh giá cao nguồn lợi này do vốn đầu tư công hạn chế nhiều năm nay chính là lý do khiến cơ sở hạ tầng tăng trưởng chậm nhất trong các lĩnh vực xây dựng. Nhà đầu tư nên chú ý những doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh đầu ngành như PC1 và TV2, cũng như các doanh nghiệp có nguồn dự án đa dạng hóa tiềm năng như DPG.



Biểu đồ 13 - Nguồn: EzSearch

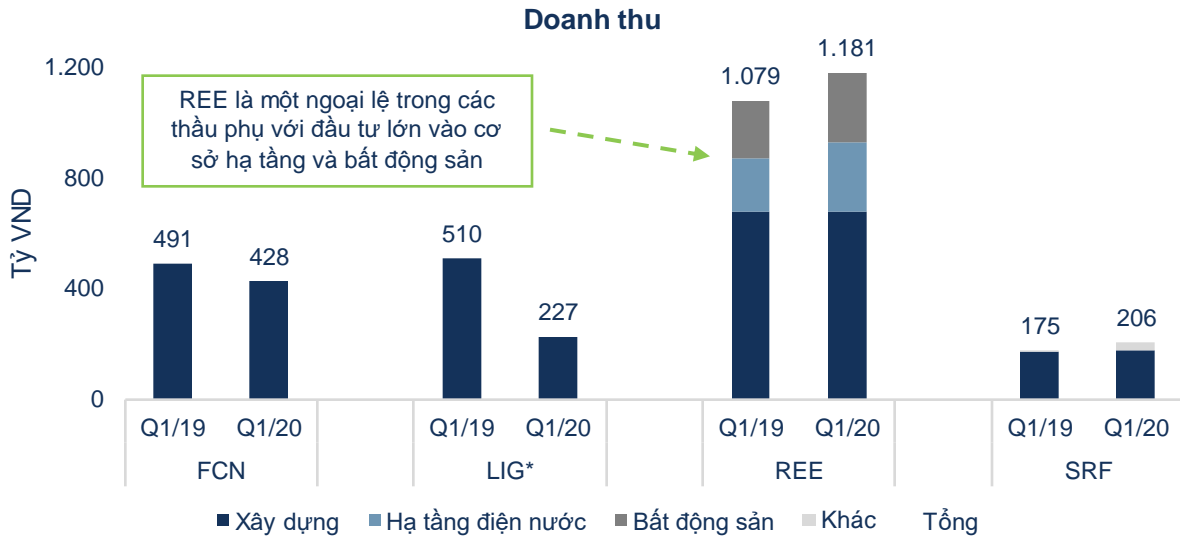
### 3. Nhóm thầu phụ nền móng – FCN, LIG và hoàn thiện – REE, SRF

**Sụt giảm đầu tư (thể hiện qua các dự án mới chậm triển khai) sẽ ảnh hưởng tới các nhà thầu theo thứ tự công đoạn xây dựng** – thầu phụ thi công nền móng (FCN và LIG) sẽ chịu ảnh hưởng trước thầu phụ hoàn thiện (REE và SRF). Ví dụ, một dự án (với tiến độ dự kiến thi công nền móng trong Q1 và hoàn thiện trong Q4) bị hoãn lại thì tương ứng nhà thầu nền móng sẽ mất doanh thu từ dự án này trong Q1 nhưng phải đến Q4 thì nhà thầu hoàn thiện mới bị ảnh hưởng.

Trong Q1/2020, lợi nhuận sau thuế của FCN đã giảm 50%, và LIG giảm tới 95%. Ngược lại, nhóm thầu phụ hoàn thiện đạt kết quả khả quan: SRF có doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng khoảng 20%; doanh thu REE tăng 10% nhưng lợi nhuận sau thuế giảm 25% chủ yếu do ghi nhận chuyển nhượng khoản đầu tư trong cùng kỳ năm trước. Dù vậy, nhóm thầu phụ hoàn thiện sẽ khó tránh khỏi ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường dân dụng chậm lại, và ảnh hưởng này sẽ được thể hiện trong kết quả kinh doanh Quý II.

Trong giai đoạn thị trường khó khăn, thầu phụ là nhóm rủi ro cao trong ngành xây dựng. Nhìn chung, các nhà thầu này có quy mô tài chính nhỏ hơn tổng thầu và có đầu tư đa dạng hóa thấp, do vậy phần lớn doanh thu/lợi nhuận phụ thuộc vào xây dựng (Biểu đồ 14). Thêm nữa, những nhà thầu này có sức mạnh mặc cả với khách hàng thấp và sẽ chịu áp lực cạnh tranh gia tăng gay gắt hơn các tổng thầu.

SRF là doanh nghiệp duy nhất công bố kế hoạch 2020 trong nhóm này với doanh thu tăng 17% và lợi nhuận sau thuế tăng 19% (lần lượt 2.000 tỷ và 86 tỷ). Tuy nhiên, kế hoạch này được đặt ra từ cuối năm 2019 và sẽ là thách thức lớn cho doanh nghiệp trong năm nay.



Biểu đồ 14 \*LIG không tách doanh thu trong BCTC Q1/2020 - Nguồn: EzSearch

**Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị **KHÔNG ĐẦU TƯ** với nhóm thầu phụ nói chung. Nhóm này có rủi ro tương tự như nhóm tổng thầu dân dụng nhưng sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề hơn do quy mô tài chính nhỏ, đầu tư đa dạng hóa thấp, và sức mạnh mặc cả thấp với khách hàng thấp.



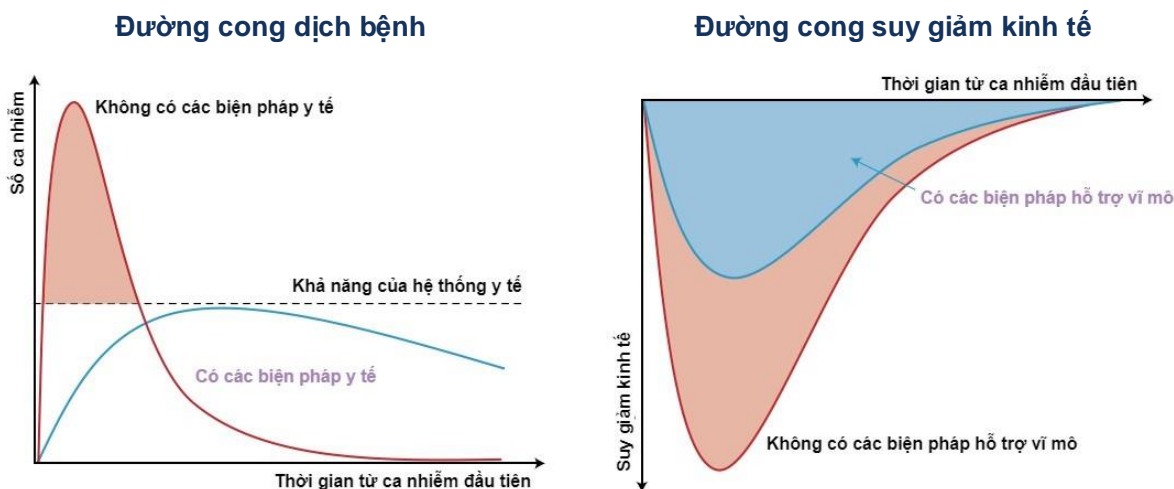
Biểu đồ 15 - Nguồn: EzSearch

## D. PHỤ LỤC

### Ảnh hưởng của dịch Covid-19 tới kinh tế thế giới (trở lại)

**Covid-19 là bệnh truyền nhiễm gây ra bởi virus SARS-CoV-2, bắt nguồn từ thành phố Vũ Hán (Trung Quốc) từ cuối năm 2019.** Tới nay, Covid-19 đã trở thành đại dịch toàn cầu với trên gần 4,5 triệu ca bệnh và 300,000 ca tử vong<sup>9</sup>. Dịch Covid-19 có thể lây lan nhanh chóng do: (1) virus có khả năng lây truyền cao, (2) không có miễn dịch cộng đồng và (3) lưu động dân cư cao (ít nhất trong hai tháng đầu năm 2020).

Để kiểm chế số ca nhiễm không gây quá tải hệ thống y tế công cộng (còn gọi là “làm phẳng đường cong” – *flatten the curve*), nhiều quốc gia trên thế giới đã áp dụng những biện pháp ngăn chặn dịch như kiểm tra và cách ly các trường hợp nghi nhiễm, ngăn chặn di chuyển và cách ly xã hội... Những biện pháp ngăn chặn càng triệt để và có quy mô càng lớn sẽ gây ra càng nhiều gián đoạn trong xã hội và khiến suy giảm kinh tế càng nghiêm trọng. Như vậy, **làm phẳng đường cong dịch bệnh, dù rất cần thiết, cũng đồng thời làm sâu đường cong suy giảm kinh tế** (Ảnh 1). Ngược lại, nới lỏng các biện pháp ngăn chặn dịch để hồi phục kinh tế càng sớm sẽ có rủi ro bệnh tái bùng phát càng cao.



Ảnh 1 - Nguồn: WB

Chiến lược chống dịch Covid-19 có thể được chia thành 02 giai đoạn chính:

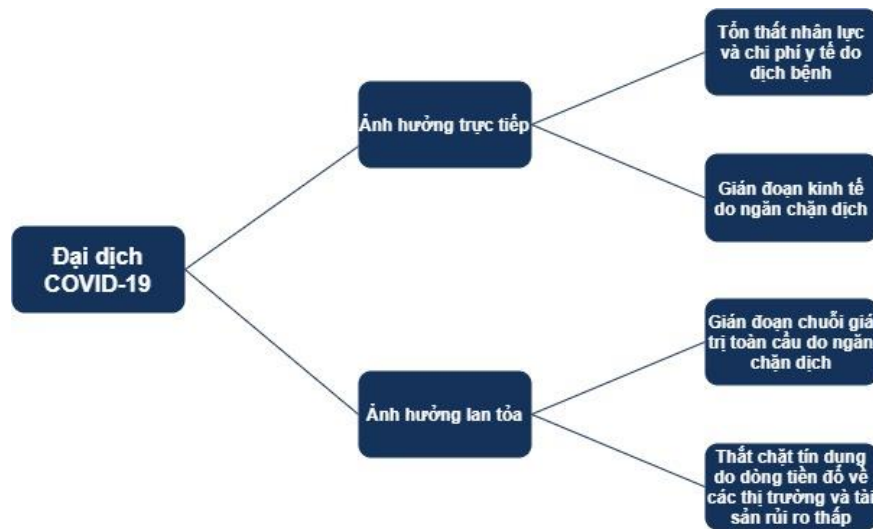
- (1) **Kiểm soát dịch:** Ngăn chặn dịch và đầu tư tăng cường khả năng hệ thống y tế; đồng thời đưa ra hỗ trợ kinh tế để hạn chế ảnh hưởng lâu dài từ doanh nghiệp phá sản và người lao động mất việc làm.
- (2) **Hồi phục sau dịch:** Dần nới lỏng các hạn chế, đồng thời áp dụng các biện pháp thúc đẩy vĩ mô để hồi phục kinh tế.

<sup>9</sup> Theo [worldometers.info/coronavirus](http://worldometers.info/coronavirus) ngày 15/05/2020.



Ảnh hưởng của dịch Covid-19 tới mỗi nền kinh tế gồm ảnh hưởng trực tiếp do dịch bùng phát, và ảnh hưởng lan tỏa từ các quốc gia khác có dịch bùng phát (Ảnh 2).

- (1) **Ảnh hưởng trực tiếp phụ thuộc vào mức độ lây lan dịch trong xã hội và quy mô của các biện pháp ngăn chặn dịch.** Những ngành có mật độ tập trung cao trong sản xuất và tiêu thụ (như hàng không, du lịch, dịch vụ giải trí...) chịu ảnh hưởng lớn nhất. Sau đó là những ngành không thiết yếu khác (như xây dựng, vận tải, bán lẻ...) nếu các biện pháp ngăn chặn dịch quy mô lớn như cách ly xã hội được áp dụng.
- (2) **Ảnh hưởng lan tỏa của dịch Covid-19 là không thể tránh khỏi và tỷ lệ thuận với mức độ phụ thuộc vào chuỗi giá trị toàn cầu và thị trường thế giới của mỗi nền kinh tế.** Kinh tế thế giới ngày càng được kết nối chặt chẽ, đồng thời dịch đã bùng phát tại tất cả các nền kinh tế trung tâm trong chuỗi giá trị toàn cầu (Trung Quốc, Mỹ, Anh, Pháp, Đức...). Ảnh hưởng lan tỏa tới mỗi nền kinh tế có thể thông qua: (a) chuỗi giá trị bị gián đoạn trong cả nguồn cung và đầu ra, (b) giá hàng hóa toàn cầu (đặc biệt kim loại và dầu mỏ) sụt giảm, và (c) nguồn vốn tín dụng và đầu tư bị thắt chặt do dòng tiền thế giới đổ về các thị trường phát triển an toàn hơn.



Ảnh 2 - Nguồn: FPT S Research

**Do ảnh hưởng sâu rộng, dịch COVID-19 có thể đưa kinh tế thế giới vào giai đoạn suy giảm nghiêm trọng nhất trong 100 năm gần đây.** Dựa trên kịch bản cơ sở dịch COVID-19 sẽ được kiểm soát trong Q2/2020 và kinh tế sẽ dần hồi phục trong nửa cuối 2020, IMF dự phóng kinh tế thế giới suy giảm 3,0% trong năm 2020 và hồi phục 5,8% trong 2021 trong báo cáo Triển vọng Kinh tế Toàn cầu (WEO) tháng 04/2020 – tương ứng với thiệt hại khoảng 5,7 nghìn tỷ USD<sup>10</sup>). Mức thiệt hại này vượt xa khủng hoảng kinh tế 10 năm trước đây khi kinh tế thế giới suy giảm 1,7% năm 2009.

<sup>10</sup> Tăng trưởng năm 2020 dự phóng giảm 6,3 đpt so với báo cáo WEO tháng 01/2020. GDP kinh tế toàn cầu năm 2019 ước tính đạt khoảng 86,5 nghìn tỷ USD.

**Tới nay, tình hình dịch trên thế giới cho thấy kịch bản cơ sở là khả thi, tuy nhiên rủi ro ảnh hưởng nghiêm trọng hơn vẫn luôn tồn tại:** nhiều quốc gia lớn đã kiểm soát được dịch trong khoảng hai tới ba tháng sau dịch bùng phát. Tuy nhiên, ảnh hưởng trực tiếp có thể nặng nề hơn nếu dịch bùng phát trở lại do gỡ bỏ các biện pháp ngăn chặn quá sớm; và ảnh hưởng lan tỏa cũng có thể bị kéo dài do tình hình dịch xảy ra không đồng đều giữa các quốc gia và vẫn có thể lây lan từ quốc gia này sang quốc gia khác.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 66 cổ phiếu CTD, 588 cổ phiếu HBC, 26 cổ phiếu VCG, 145 cổ phiếu PC1, 1.459 cổ phiếu TV2, 08 cổ phiếu DPG, 0 cổ phiếu C4G, 454 cổ phiếu FCN, 41 cổ phiếu LIG, 188 cổ phiếu REE, và 73 cổ phiếu SRF. Chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT**

**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường  
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội,  
Việt Nam.

ĐT: (84.24) 3 773 7070/271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT**

**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành  
Times Square, 136-138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ  
Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT**

**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, tòa nhà Tráng Tiền, 130  
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP.  
Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888