

Đầu tư Cơ sở hạ tầng

Tốt nhưng chưa tuyệt

Construction/Construction Materials | Research Dept. researchdept@kisvn.vn

Đầu tư Cơ sở hạ tầng

Tốt nhưng chưa tuyệt

Chính phủ nỗ lực giảm tác động của COVID-19

Chính phủ đã phê duyệt một loạt các chương trình xã hội và đầu tư công để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm 2022. Điều này bao gồm việc đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn như giai đoạn 2 của Cao tốc Bắc - Nam, Sân bay Quốc tế Long Thành và Nhà ở Xã hội. Các khoản đầu tư cơ sở hạ tầng lớn này dẫn đến nhu cầu về nguồn cung vật liệu xây dựng lớn và ổn định, điều này giúp các nhà cung cấp cát, đá nghiền và đất đắp có lợi. Các nhà thầu xây dựng và các nhà phát triển bất động sản cũng đang có cơ hội hưởng lợi từ Đầu tư Nhà ở Xã hội.

Nhiều thách thức cản trở tiến độ đầu tư

Việc hoàn thành các dự án đầu tư công có thể bị chậm so với kế hoạch do tiến độ xây dựng gặp phải nhiều trở ngại. Đầu tiên, tốc độ giải phóng mặt bằng thấp hơn dự kiến có thể cản trở tiến trình, bất chấp sự hỗ trợ từ chính quyền địa phương. Thứ hai, tình trạng thiếu nguyên vật liệu có thể ảnh hưởng đến tiến độ dự án. Sự mất cân bằng cung-cầu của vật liệu đầy giá cát, đá và chất phụ gia tăng cao, từ đó dẫn đến rủi ro giảm tỷ suất lợi nhuận gộp của các nhà thầu xây dựng.

Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi

Theo quan điểm của chúng tôi, các nhà cung cấp vật liệu tổng hợp và nhà thầu là các bên hưởng lợi chính. Trước nhu cầu mạnh mẽ về vật liệu xây dựng trong năm 2024F, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với các cổ phiếu ngành đá xây dựng, cụ thể là DHA và VLB. Bên cạnh khuyến nghị THEO DỐI đối với cổ phiếu PLCTrong khi, chúng tôi không tìm được cơ hội đầu tư trong mảng đá san lấp, cát xây dựng. Về nhóm cổ phiếu ngành xây dựng, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với HHV và CTD là những đối tượng hưởng lợi trực tiếp và gián tiếp từ các dự án đầu tư công. Do sự khác biệt về đặc điểm và rủi ro trong dự án, chúng tôi cho rằng các công ty sẽ được hưởng lợi từ các gói thầu Long Thành nhiều hơn các dự án đường cao tốc.

Ngành
PT chuyên sâu
Xây dựng
Vật liệu xây dựng
16/08/2023

Trung Lập

Công ty	Đánh giá	MT (đồng)
Coteccons	Mua	79,500
Đèo Cả	Mua	19,500

Research Dept
researchdept@kisvn.vn

Nội dung

I. Tóm tắt	3
II. Chính phủ quyết tâm giải quyết khó khăn do đại dịch	4
1. Nỗ lực của chính phủ để phục hồi nền kinh tế	
2. Dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm	
3. Nhu cầu cấp thiết về Nhà ở xã hội	
4. Đối tượng thụ hưởng dự án hạ tầng	
III. Chi tiêu cho cơ sở hạ tầng: thách thức nhưng kỳ vọng cải thiện	13
1. Tiến độ khởi công bị trì hoãn bởi giải phóng mặt bằng	
2. Cung cấp nguyên vật liệu không đủ	
3. Phân thưởng sẽ không đồng đều giữa các nhà thầu.	
IV. Kết luận	18
Phân tích Công ty	19
Xây dựng Coteccons (CTD)	
Đầu tư Hạ tầng Đèo Cả (HHV)	

Báo cáo có gì?

- Tổng quan về quyết tâm hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ Việt Nam
- Đối tượng hưởng lợi từ xu hướng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng
- Những thách thức khi thúc đẩy chi tiêu cho cơ sở hạ tầng

I. Tóm tắt

Chương trình của Chính phủ nhằm phục hồi nền kinh tế

Chính phủ phê duyệt chương trình Phục hồi Kinh tế - Xã hội, với trị giá 350 nghìn tỷ đồng để vực dậy nền kinh tế hậu Covid trong năm 2022. Trong đó, khoảng 113.5 nghìn tỷ đồng được đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng lớn bao gồm Đường cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn II và Sân bay Quốc tế Long Thành. Bên cạnh, nhà ở xã hội cũng là một mũi nhọn trong đầu tư công. Ngoài ra, chính quyền địa phương đang đẩy mạnh đầu tư vào các dự án đường cao tốc như đường vành đai 3 TP.HCM, đường vành đai 4 Hà Nội, Biên Hòa-Vũng Tàu... Các dự án cơ sở hạ tầng trên cả nước được kỳ vọng sẽ động lực tăng trưởng và vực dậy nền kinh tế hậu COVID-19.

Đối tượng hưởng lợi trong trung hạn sẽ là nhà thầu và nhà cung cấp vật liệu xây dựng

Trong giai đoạn ngắn và trung hạn, Các dự án cơ sở hạ tầng sẽ mang lại lợi ích cho các nhà thầu và nhà cung cấp vật liệu trong giai đoạn xây dựng. Chúng tôi cho rằng các dự án sẽ cần một lượng lớn cát, đá và nhựa đường trong suốt giai đoạn xây dựng. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với cổ phiếu của ngành đá, cụ thể là DHA và VLB, đồng thời đưa PLC vào danh sách theo dõi của chúng tôi với tư cách là nhà cung cấp nhựa đường. Đối với nhà thầu xây dựng, chúng tôi khuyến nghị Mua HHV và CTD vì là đối tượng hưởng lợi trực tiếp và gián tiếp từ các chính sách chi tiêu công trong trung và dài hạn. Đồng thời trong dài hạn, chúng tôi dự báo bất động sản và logistics cũng sẽ được hưởng lợi đáng kể sau khi các dự án hạ tầng được hoàn thiện.

Giải phóng mặt bằng, thiếu vật liệu là thách thức lớn nhất đối với các nhà thầu dự án

Tuy nhiên, tiến độ của giai đoạn xây dựng có thể bị cản trở do khả năng giải phóng mặt bằng đang diễn ra chậm hơn so với dự kiến và tình trạng thiếu nguồn cung vật liệu ngày càng trầm trọng hơn. Điều này cũng đã diễn ra trong quá trình triển khai cao tốc Bắc Nam (CTBN) giai đoạn 1, một số dự án nhỏ không thể hoàn thành đúng tiến độ do quá trình giải phóng mặt bằng bị chậm trễ. Với CTBN giai đoạn 2, các dự án nhỏ cũng đang cho thấy sự khó khăn trong hoạt động giải phóng mặt bằng bất chấp những nỗ lực của chính quyền địa phương. Thiếu hụt vật liệu xây dựng cũng đang là một mối quan tâm khác khi hàng loạt dự án đồng thời khởi công trong cùng một lúc. Sự thiếu nguồn cung vật liệu rủi ro dẫn đến quá trình xây dựng bị đình trệ và chi phí xây dựng gia tăng, điều này dự báo có thể tác động đáng kể đến biên lợi nhuận gộp của các nhà thầu.

Sức khỏe tài chính yếu có thể khiến các nhà thầu dễ bị tổn thương hơn

Các rủi ro phân tích trên sẽ tạo áp lực lãi vay cao hơn so với dự kiến khi phần lớn các nhà thầu đang sử dụng đòn bẩy khá cao. Vì vậy, theo chúng tôi, đánh giá cao các nhà thầu đang nắm giữ lượng tiền mặt lớn trong cơ cấu tài sản hoặc có khả năng huy động vốn với chi phí thấp. Bên cạnh uy tín trong việc triển khai các dự án trước đó. Đồng thời, trên cơ sở phân tích sự khác biệt về đặc điểm dự án, chúng tôi nhận thấy các công ty sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ các gói thầu Sân bay Long Thành so với các dự án cao tốc.

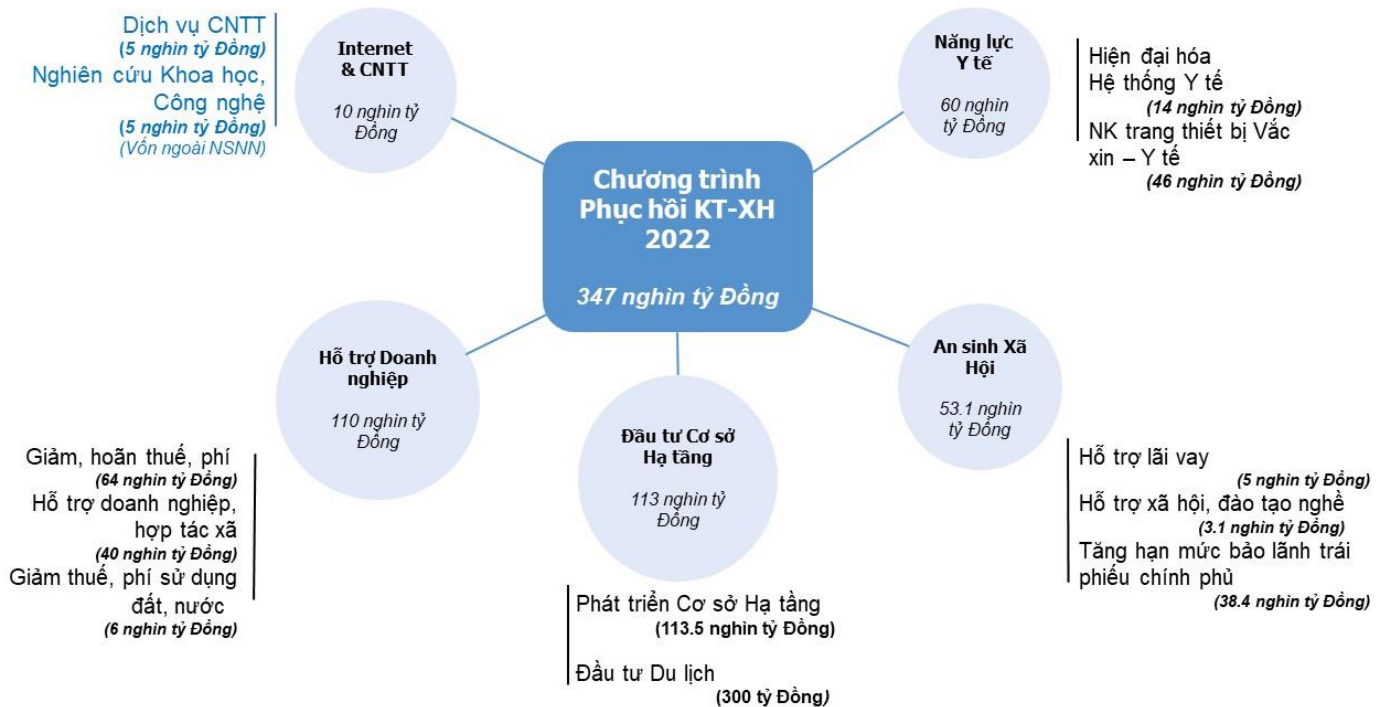
II. Chính phủ quyết tâm giải quyết khó khăn do đại dịch

1. Nỗ lực của chính phủ để phục hồi nền kinh tế

Chi tiêu vào hạ tầng là một trong những gói cứu trợ kinh tế của chính phủ

Đại dịch COVID-19 đã ảnh hưởng lớn đến kinh tế, xã hội và mục tiêu tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong giai đoạn 2021-2025. Năm 2022, Quốc hội khóa XV đã thông qua chương trình Phục hồi Kinh tế - Xã hội với giá trị hơn 348 nghìn tỷ đồng để khôi phục nền kinh tế đang bị suy yếu và tránh tình trạng suy thoái kinh tế có thể xảy ra. Gói này nhằm mục tiêu nâng cao khả năng chăm sóc sức khỏe và mạng lưới an sinh xã hội trên toàn quốc, cũng như hỗ trợ doanh nghiệp sản xuất kinh doanh và đầu tư hạ tầng công. Trong gói này, Chính phủ có thể đầu tư 113,5 nghìn tỷ đồng vào việc phát triển dự án hạ tầng mới, bao gồm các dự án giao thông, chuyển đổi số và phòng ngừa thiên tai. Theo Sở Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Giao thông, một phần lớn quỹ này có thể được dùng cho các dự án hạ tầng chủ chốt như Cao tốc Bắc – Nam Giai đoạn 2 và các dự án cao tốc khác.

Hình 1. Kế hoạch Phục hồi theo Nghị quyết 43/2022/QH15



Nguồn: KIS

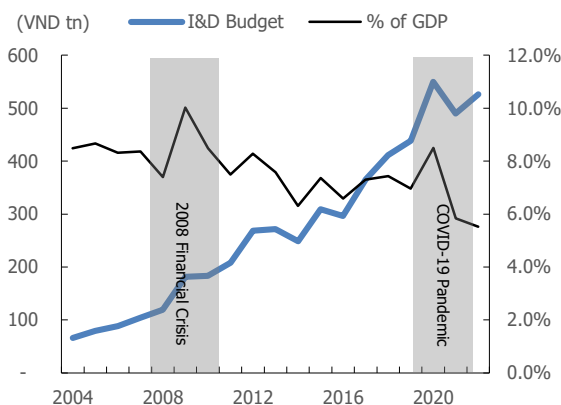
Theo thống kê, việc giải ngân đầu tư mạnh của Chính phủ vào phát triển cơ sở hạ tầng là cách để giảm thiểu tác động trong thời kỳ suy thoái kinh tế. Ví dụ, sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, trong năm 2009, chúng tôi đã chứng kiến mức tăng 52% n/n (181 nghìn tỷ đồng), thay vì mức tăng 15-20% thông thường. Sau Đại dịch, ngân sách đầu tư tăng 38% n/n lên 726 nghìn tỷ đồng vào năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng chi đầu tư có thể duy trì ở mức cao trong năm 2024 do nhận thấy tình trạng đình trệ của nền kinh tế toàn cầu có thể kéo dài hơn dự kiến.

Hình 2. Kế hoạch sử dụng vốn đầu tư cơ sở hạ tầng



Nguồn: KIS, Bộ Xây dựng

Hình 3. Ngân sách Đầu tư & Phát triển giai đoạn 2004 - 2022



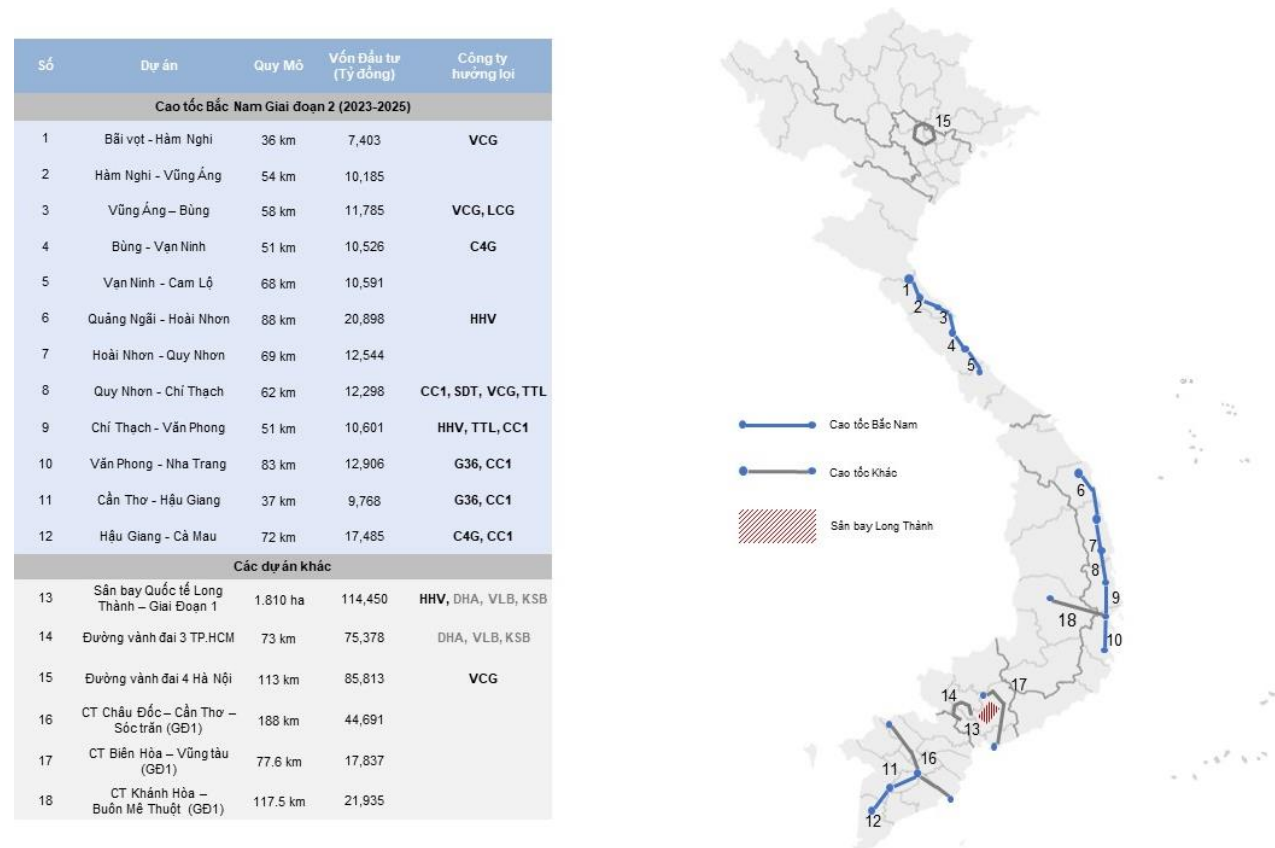
Nguồn: KIS, Cục Kinh tế - Xây dựng

2. Dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm

Cao tốc, Sân bay Long Thành, Nhà ở Xã hội là những dự án lớn trọng điểm

Đường cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn II 2023-2025 (CTBN2), là dự án mang tính nền tảng cho phát triển Cơ sở hạ tầng của Việt Nam, là một siêu dự án gồm 12 phần trải dài trên 12 tỉnh miền Trung và miền Nam của đất nước. Kế hoạch này nhằm phục hồi ngành xây dựng và tăng cường mạng lưới giao thông vận tải và cung ứng của Việt Nam, giúp đất nước trở thành một địa điểm hấp dẫn hơn cho đầu tư sản xuất và hậu cần. Đồng thời với dự án CTBN2, Quốc hội đã thông qua nhiều dự án đường cao tốc lớn khác trên khắp khu vực Đông Nam Bộ và Đồng bằng sông Cửu Long. Các dự án CTBN2 sẽ nhận được thêm khoản tiền 72.5 nghìn tỷ đồng từ các Chương trình Phục hồi. Các dự án ưu tiên khác cũng sẽ nhận được vốn bổ sung bao gồm Đường cao tốc Châu Đốc – Sóc Trăng (14,2 nghìn tỷ đồng), cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu (35 nghìn tỷ đồng) và cao tốc An Hữu – Cao Lãnh (1,2 nghìn tỷ đồng).

Hình 4. Bản đồ các dự án Cơ sở hạ tầng lớn được Quốc hội khóa XV thông qua

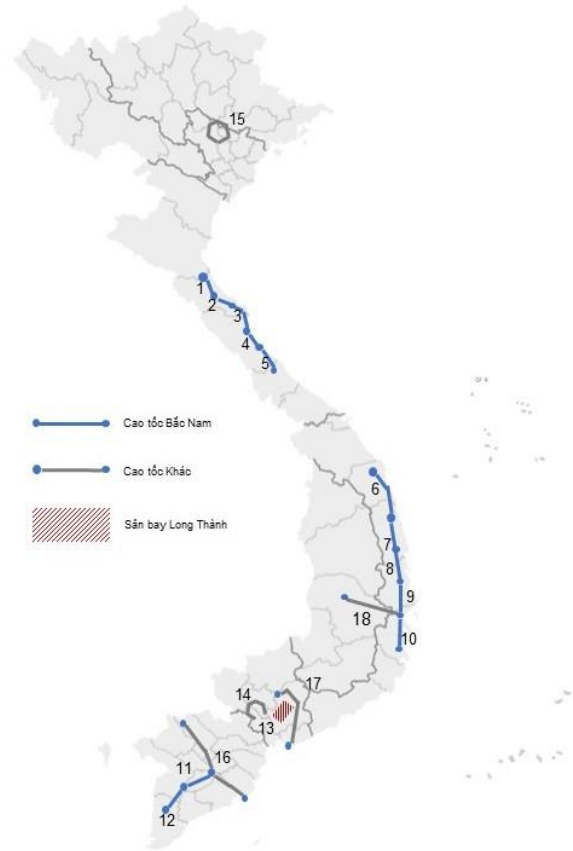


Nguồn: KIS

Việc xây dựng Sân bay Quốc tế Long Thành chắc chắn sẽ có tác động tích cực đến Ngành Xây dựng/Vật liệu Xây dựng. Sau khi hoàn thành, sân bay sẽ có công suất phục vụ 100 triệu hành khách và xử lý 1,5 triệu tấn hàng hóa mỗi năm, trở thành sân bay lớn nhất trong khu vực. Giai đoạn đầu của dự án, bao gồm 373,000ha tại tỉnh Đồng Nai, bắt đầu vào tháng 1 năm 2021 và dự kiến hoàn thành vào năm 2026. Tuy nhiên, cần 22 triệu m³ đá và 24 triệu m³ cát để làm phần móng sân bay, điều này có thể dẫn đến khả năng thiếu hụt nguồn cung cho các dự án cơ sở hạ tầng trong miền Nam.

Hình 5. Sân bay Long Thành giai đoạn I

Số	Dự án	Quy Mô	Vốn Đầu tư (Tỷ đồng)	Công ty hưởng lợi
Cao tốc Bắc Nam Giai đoạn 2 (2023-2025)				
1	Bãi vọt - Hàm Nghi	36 km	7,403	VCG
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	54 km	10,185	
3	Vũng Áng - Bùng	58 km	11,785	VCG, LCG
4	Bùng - Vạn Ninh	51 km	10,526	C4G
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	68 km	10,591	
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88 km	20,898	HHV
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	69 km	12,544	
8	Quy Nhơn - Chí Thạnh	62 km	12,298	CC1, SDT, VCG, TTL
9	Chí Thạnh - Vân Phong	51 km	10,601	HHV, TTL, CC1
10	Vân Phong - Nha Trang	83 km	12,906	G36, CC1
11	Cần Thơ - Hậu Giang	37 km	9,768	G36, CC1
12	Hậu Giang - Cà Mau	72 km	17,485	C4G, CC1
Các dự án khác				
13	Sân bay Quốc tế Long Thành – Giai Đoạn 1	1.810 ha	114,450	HHV, DHA, VLB, KSB
14	Đường vành đai 3 TP.HCM	73 km	75,378	DHA, VLB, KSB
15	Đường vành đai 4 Hà Nội	113 km	85,813	VCG
16	CT Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng (GĐ1)	188 km	44,691	
17	CT Biên Hòa – Vũng Tàu (GĐ1)	77.6 km	17,837	
18	CT Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột (GĐ1)	117.5 km	21,935	



Nguồn: KIS

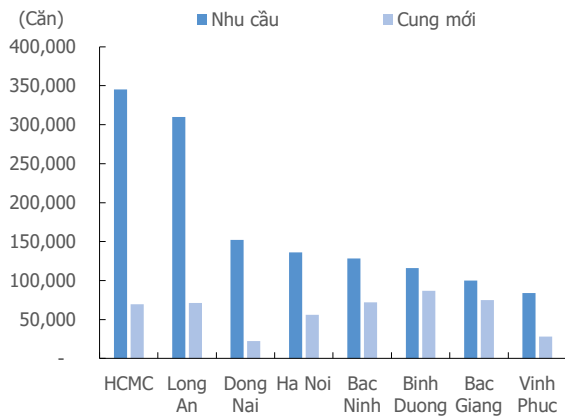
3. Nhu cầu cấp thiết về Nhà ở xã hội

Chính phủ Việt Nam đã phê duyệt Đề án xây dựng 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội vào năm 2030, đặc biệt hướng đến các hộ gia đình và công nhân có thu nhập thấp. Đề án này được tài trợ bằng gói vay thương mại trị giá 120 nghìn tỷ đồng và được thiết kế để cung cấp các ưu đãi tài chính cho các nhà phát triển, nhà thầu và nhà cung cấp vật liệu. Các cơ quan sẽ giảm gánh nặng tài chính cho các nhà thầu xây dựng nhà ở giá rẻ bằng cách giảm lãi suất cho vay (1.5 – 2.0%), miễn phí sử dụng đất và tiền thuê nhà, đồng thời giảm thuế GTGT và thuế TNDN. Các nhà phát triển có thể giữ lại 20% tổng diện tích đất cho nhà ở thương mại. Các nhà thầu và nhà cung cấp vật liệu sẽ được hưởng lợi từ chương trình này trong giai đoạn 2024 - 2030. Các nhà phát triển cũng sẽ có được lợi ích, đặc biệt là trong thị trường thuê, nơi cung cấp nhiều ưu đãi ngắn hạn hơn so với việc bán dự án. Vào tháng 4, Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình (HBC) đã được chọn để xây dựng 3,000 căn hộ tại thành phố Hải Phòng với Thai Holding là chủ đầu tư chính. Các nhà thầu và nhà phát triển dân dụng khác, bao gồm Hưng Thịnh Incons, đang tận dụng đề án này. Trong 6 tháng đầu năm 2023, có 18,757 căn hộ mới đang được xây dựng trên cả nước, mặc dù nhiều dự án khác đang bị đình trệ do quy trình cấp phép hoặc các vấn đề giải phóng mặt bằng (GPMB). Các nhà sản xuất vật liệu xây dựng (như thép và xi măng) sẽ được hưởng lợi từ các hoạt động xây dựng này mặc dù nhu cầu chậm lại.

Trong ngắn hạn và trung hạn, việc đầu tư vào cơ sở hạ tầng công và các chương trình xã hội được kỳ vọng sẽ tạo ra việc làm ổn định cho các công ty

xây dựng. Đầu tư công sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và kéo ngành vật liệu xây dựng và bất động sản phát triển.

Hình 6. Nhu cầu và nguồn cung Nhà ở xã hội dự kiến từ 2023 đến 2030



Nguồn: KIS, Bộ Xây Dựng

Bảng 1: Dự án Nhà ở xã hội đang xây dựng mới trong 6T23

Tỉnh	Loại	Dự án	Căn
Hải Phòng	Nhà ở Xã hội	4	6.707
Hải Phòng	Nhà ở Công nhân	1	2.538
Bắc Giang	Nhà ở Công nhân	1	7.000
Bình Định	Nhà ở Công nhân	1	1.500
Hà Nội	Nhà ở Xã hội	1	720
Lâm Đồng	Nhà ở Xã hội	1	320

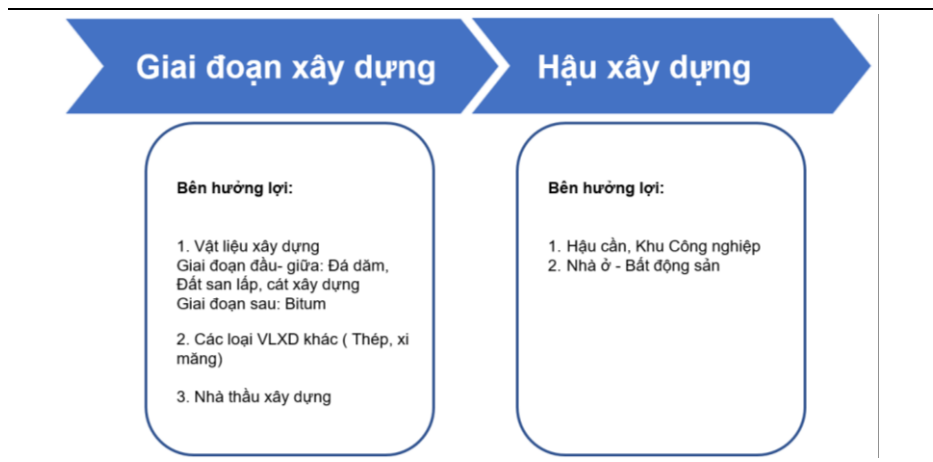
Nguồn: KIS

Tùy từng dự án/giai đoạn sẽ có nhiều đối tượng thụ hưởng khác nhau

4. Đối tượng hưởng lợi dự án hạ tầng

Theo quan điểm của chúng tôi, sẽ có nhiều người được hưởng lợi trong quá trình xây dựng dự án và sau khi dự án hoàn thành. Nhiều ngành công nghiệp, từ Bất động sản, thậm chí đến ngành Thép và Xi măng, cũng được cho là sẽ hưởng lợi sau khi cơ sở hạ tầng hoàn thiện (đường cao tốc, sân bay).

Hình 7. Đối tượng hưởng lợi từ chỉ tiêu cơ sở hạ tầng



Nguồn: KIS

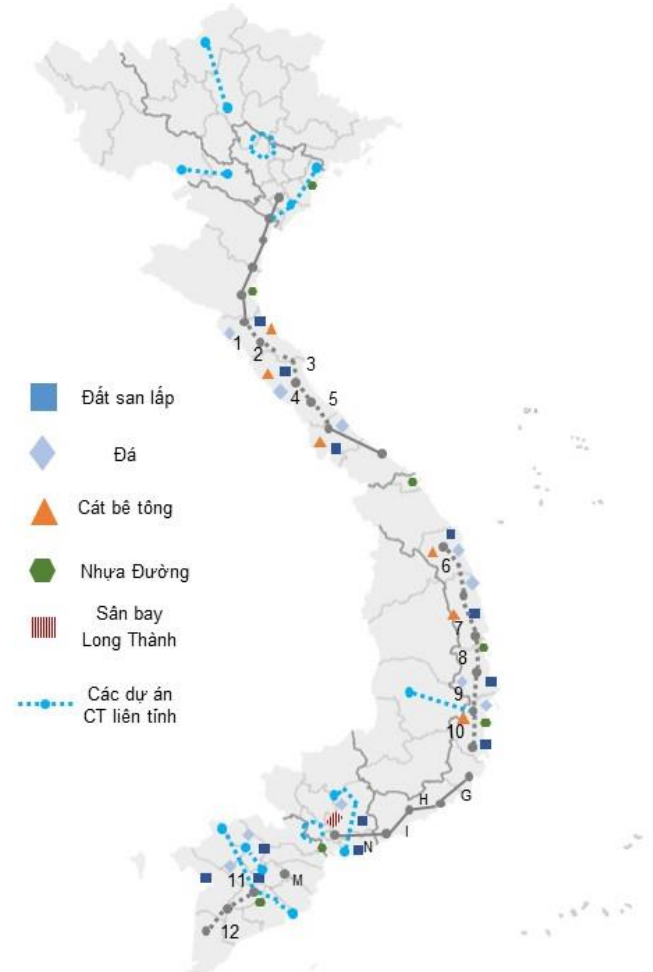
Trong giai đoạn xây dựng, các dự án công dự kiến sẽ hỗ trợ nhu cầu về vật liệu xây dựng trong 3 năm tới (đá dăm, cát, thép và xi măng). Dự án đường cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 đáp ứng đáng kể nhu cầu về đá dăm, cát xây dựng và cát san lấp lần lượt là 40 triệu m³, 3,2 triệu m³ và 14 triệu m³ (xem Bảng 6). Một dự án lớn khác - Sân bay Long Thành cũng tìm kiếm 22 triệu m³ đá dăm trong giai đoạn xây dựng từ 4Q23. Trong khi ngành Vật liệu xây dựng chứng lại do suy thoái kinh tế và trì trệ từ bất động sản, bên cạnh đó việc chi tiêu mạnh cho cơ sở hạ tầng có thể làm gia tăng nhu cầu về dịch vụ xây dựng. Tuy nhiên, các giai đoạn xây dựng khác nhau và tốc độ xây dựng của từng dự án có thể làm thay đổi các mùa cao điểm tiêu thụ vật liệu xây dựng. Ngoài ra, do chi phí cung ứng, các nhà thầu có thể ưu tiên mua vật liệu xây dựng từ các nguồn lân cận, do đó, các nhà cung cấp vật liệu gần sẽ được hưởng lợi nhiều nhất. Chúng tôi thích DHA và VLB (xem Chuyên sâu về Ngành Đá nghiền của chúng tôi) tuy

nhiên, chúng tôi không thấy công ty nào chuyên cung cấp cát niêm yết. Petrolimex (PLC) có thể tận dụng nhu cầu ngày càng tăng đối với nhựa đường/nhựa rải đường. Không may thay, chúng tôi không thể định lượng, lượng nhựa đường/nhựa đường cần thiết cho đường cao tốc do không đủ thông tin.

Hình 8. Nguồn khoáng sản sẵn có ở gần dự án sẽ giúp giảm nguy cơ thiếu vật liệu xây dựng

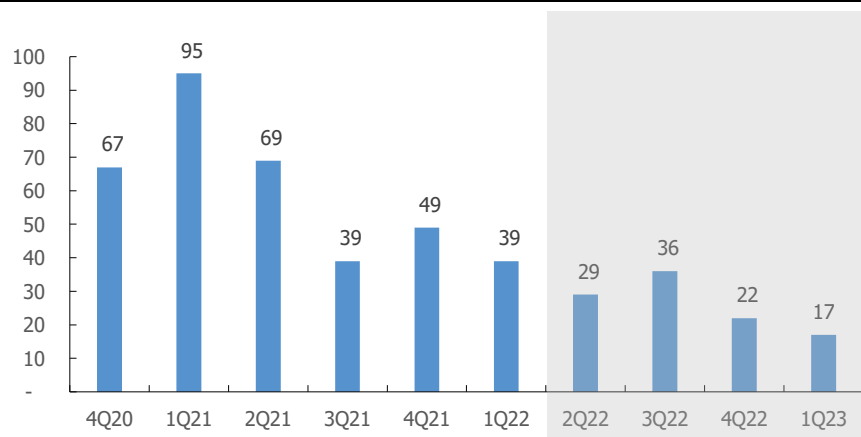
Số	Dự án	Độ dài (Km)	Vốn đầu tư (VND tỷ)
1	Bãi vọt - Hàm Nghi	36	7,403
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	54	10,185
3	Vũng Áng - Bùng	58	11,785
4	Bùng - Vạn Ninh	51	10,526
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	68	10,591
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	20,898
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	69	12,544
8	Quy Nhơn - Chí Thạch	62	12,298
9	Chí Thạch - Văn Phong	51	10,601
10	Văn Phong - Nha Trang	83	12,906
11	Cần Thơ - Hậu Giang	37	9,768
12	Hậu Giang - Cà Mau	72	17,485

Trữ lượng NVL thuận gần các dự án				
Số	Tỉnh	Đất san lấp ('0000 m ²)	Đá ('0000 m ³)	Cát Bê tông ('0000 m ³)
1	Hà Tĩnh	16,850	215,350	4,600
2	Quảng Trị	10,500	5,250	1,742
3	Quảng Bình	7430	161,777	11,240
4	Quảng Ngãi	36,726	38,003	15,455
5	Bình Định	76,606	8,783	15,057
6	Phú Yên	12,810	12,536	NA
7	Khánh Hòa	11,025	50,082	1,328
8	BR-VT	6,830	NA	NA
9	Đồng Nai	938	31,740	
10	Đồng Tháp	19,000	16,820	
11	An Giang	500	35,928	NA
12	Kiên Giang	13,202	16,815	
13	Vĩnh Long	5,930	35,930	



Nguồn: KIS

Hình 9. Số dự án BĐS được cấp phép tại Việt Nam



Nguồn: KIS

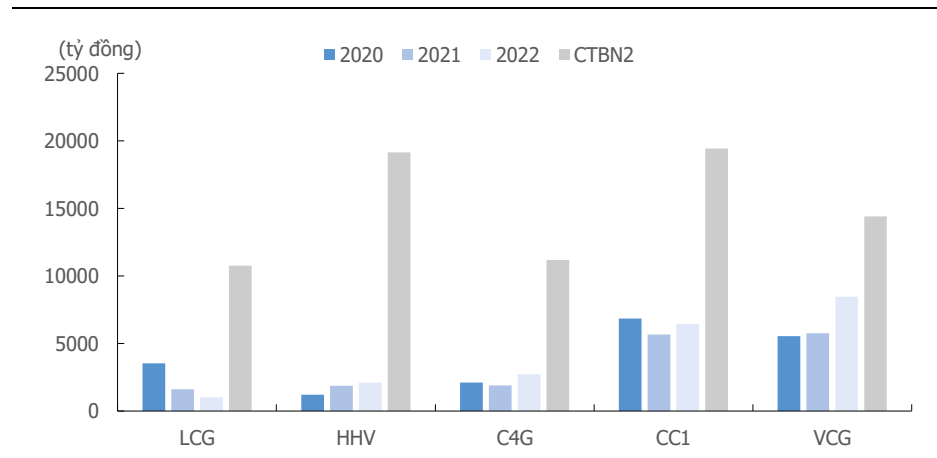
Năng lực thi công là điều bắt buộc đối với các nhà thầu CTBN2

Các dự án sẽ đảm bảo nguồn doanh thu cho các nhà thầu được chọn

Các nhà thầu cũng là bên hưởng lợi trực tiếp từ chi tiêu cho cơ sở hạ tầng. Ngành này bị ảnh hưởng nặng nề bởi các vấn đề về doanh thu và dòng tiền do COVID-19 gây ra. Chẳng hạn, lấy số lượng dự án nhà ở thương mại trên toàn quốc làm minh họa. 126 dự án đã được cấp phép xây dựng vào năm 2022 (so với 252 dự án vào năm 2021) và chỉ có 17 dự án 1Q23 (xem Hình 9). Mặc dù tham gia vào các dự án này là một cú đột phá quan trọng đối với ngành, nhưng các nhà thầu này được cho là khá “mong manh” trong môi trường lãi suất vay vốn cao và những thách thức liên quan đến quá trình xây dựng (GPMB chậm hơn dự kiến, thiếu nguyên vật liệu., vv.). Do đó, chúng tôi để mắt đến các công ty xây dựng có dấu ấn vững chắc, bảng cân đối kế toán lành mạnh và xếp hạng tín dụng cao, dễ dàng huy động vốn.

Nhà nước đã bỏ qua quy trình đấu thầu và thay vào đó trực tiếp chỉ định liên danh nhà thầu khi chọn nhà thầu cho các dự án CTBN2. Để được chọn tham gia dự án, các nhà thầu phải đáp ứng hàng loạt tiêu chí do ban quản lý dự án đưa ra, từ năng lực tài chính, nhân lực, kinh nghiệm. Mặt khác, thu nhập từ các dự án này rõ ràng đảm bảo tăng trưởng doanh thu của các công ty đó trong vài năm tới (hình 10). Đối với các nhà thầu tham gia dự án sân bay Long Thành, chúng tôi thấy ít rủi ro so với các dự án đường cao tốc khác do tính chất và ưu tiên hàng đầu của dự án. Bên cạnh đó, nhờ nguồn cung vật liệu xây dựng (thép, xi măng...) dồi dào và ổn định. Chúng tôi xếp hạng MUA đối với HHV trong thời hạn 12 tháng và đưa C4G vào danh sách theo dõi của chúng tôi trong số các nhà thầu.

Hình 10. Doanh thu hàng năm của nhà thầu so với giá trị tham gia CTBN2



Nguồn: KIS

Chúng tôi cho rằng Bất động sản nhà ở, và khu công nghiệp là 3 ngành gián tiếp đầu tiên có thể đón đầu khi các dự án đi vào hoạt động. Chúng tôi cũng chọn CTD là công ty hưởng lợi gián tiếp dài hạn và có khuyến nghị MUA mặc dù liên danh của CTD không thể đáp ứng vòng kỹ thuật cho gói thầu Long Thành số 5.10.

Bảng 2: VIETUR là liên danh nhà thầu duy nhất đạt yêu cầu kỹ thuật cho gói thầu số 5.10 (lần 2)

Liên danh CHEC-BCEG-Vietnam	Liên danh VIETUR	Liên danh Hoa Lư
China Harbour Engineering	IC ISTAS Construction	CTCP Xây dựng Coteccons (CTD)
Beijing Construction Engineering Group Co, Ltd	CTCP Đầu tư Xây dựng Ricons	CT TNHH Đầu tư Xây dựng Unicons
Công ty TNHH Xây dựng – Thương mại Thuận Việt	CTCP Đầu tư Xây dựng Newtecons	TCT Thành An
CTCP Đầu tư và Xây dựng Xuân Mai	CTCP Đầu tư Xây dựng SOL E&C	Tập đoàn Xây dựng Delta
CTCP Xây dựng CDC	TCT Xây dựng số 1(CC1)	CTCP Xây dựng Central
TCT 789	CTCP Kết cấu ATAD	CTCP Xây dựng An Phong
CT Nhà thép PEB	CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)	Tập Đoàn Xây dựng Hòa Bình (HBC)
CTCP Đầu tư và Phát triển Nhà Hà nội 52	CTCP Xây dựng Phục Hưng Holding (PHC)	Power Line Engineering
CTCP Đầu tư và Xây dựng Samcons Việt Nam	CTCP Cơ điện HAWEE	

Nguồn: KIS

Bảng 3. Danh sách nhà thầu trúng thầu các dự án Đường cao tốc

Số	Dự Án	Gói thầu	Giá trị (tỷ đồng)	Nhà thầu
Đường Cao tốc Bắc-Nam - Giai đoạn 2				
1	Bãi Vọt Hàm Nghi	11-XL	5,232	VCG TCT 319
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	11-XL	3,776	CTCP Xây dựng Xuân Trường CTCP 471 C71, CT TNHH Xây dựng Tự Lập
		12-XL	3,304	CTCP Xây dựng Xuân Trường, TCT 368
3	Vũng Áng-Bùng	XL-1	5,300	CT TNHH Sơn Hải, VCG , TCT 368 JSC,TCT 484, TCT 479 JSC
		XL-2	5,400	CTP ĐT XDGT Phương Thành LCG
4	Bùng -Vạn Ninh	XL-1	3,939	C4G Tập đoàn 36 CTCP ĐT XL Trường Sơn 471 JSC
		XL-2	3,501	CTCP ĐT XL Trường Sơn CT TNHH TMXD Trung Chính CTCP ĐT XL Trường Sơn
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	XL-1	3,361	Tập đoàn Trường Thịnh Group CTCP ĐT XL Trường Sơn CTCP Xây lắp 368
		XL-2	3,480	Tập đoàn Trường Thịnh Group CTCP GTXD 1 CTCP TCT đường sắt.
6	Quảng Ngãi -Hoài Nhơn	XL-1	3,862	HHV Đầu tư & Xây dựng Dacinco
		XL-2	4,500	HHV Đầu tư & Xây dựng Dacinco
		XL-3	6,400	HHV CTCP Xây dựng Đèo Cả
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	XL-11	3,028	TCT XD Trường Sơn
		XL-12	6,141	Sơn Hải Phúc Lộc, Cienco 8, Trường Thành, CTCP 471
8	Quy Nhơn-Chí Thạnh	XL-11	3,690	CC1,SDT Tân Hoàng Long , Thuận An
		XL-12	3,055	VCG Trung Nam 18 E&C, Thuận An, CTCP 68, CTCP Hải Đăng
		XL-13	6,241	TTL Trung Nam 18 E&C, CTCP DTXD & XNK 168 Việt Nam, Cường Thịnh Thi, Khang Nguyên
9	Chí Thạnh -Vân Phong	XL-1	4,393	HHV, TTL Phúc Lộc ,Lũng Lô , CTCP XDTM 68
		XL-2	4,440	Trung Nam 18 E&C CC1, CT THNN XD Tự Lập, CTCP Hải Đăng
10	Vân Phong- Nha Trang	XL-1	7,966	LCG, Phương Thành, VNCN E&C, CTCP Hải Đăng
		XL-2	3,835	TD Sơn Hải, CTCP XD Tân Nam, CTCP Hải Đăng
11	Cần Thơ - Hậu Giang	XL-1	7,966	TCT XD Trường Sơn, G36, CC1, CTCP ĐTXD VNCN E&C, CTCP XD Tân Nam
		XL-2	3,835	VNCN E&C Construction 620 Investment & Infrastructure , Hải Đăng JSC, Thi Sơn Limited
12	Hậu Giang - Cà Mau	XL-1	7,256	Trung Nam E&C, Trung Nam 18 E&C, C4G CTCP Hải Đăng, CT TNHH Thi Sơn
		XL-2	3,354	CC1 CTCP Hải Đăng - Vạn Cường - CTCP XD&DT 492
Đường vành đai 4 Hà Nội – Giai đoạn 1				
1	Component 2.1	08/TP2 - XL	986	Truong Son Construction Corp, Thịnh Vương TVT JSC, Thai Yen Investment & Construction
		09/TP2 - XL	1.816	VCG
Đường vành đai 3 TP.HCM– Giai đoạn 1				
1	Component 1	XL-03	2,071	Dinh An Corp, Bridge Construction 75 JSC, Thang Long Mechanical Construction Corp, Thai Yen Investment and Construction Corp, Phúc Thanh An JSC
		XL-09	2,268	VNCN E&C Construction , Hai Dang JSC, Hong An Bridge Construction Service, 236 Traffic Construction JSC, 624 Material and Construction JSC
Cao tốc Biên Hòa – Vũng tàu				
1	Component 1	XL-09	6,012	CTCP ĐT XL Trường Sơn, TD XD Miền Trung, TCT XD Thai Nguyen
2	Component 2	XL-10	6,852	VCG, CC1, Danico Construction & Investment
3	Component 3	XL-10	4,964	TD Sơn Hai, TCT DT XD 703, TCT Hoa Bình 479 - HBC

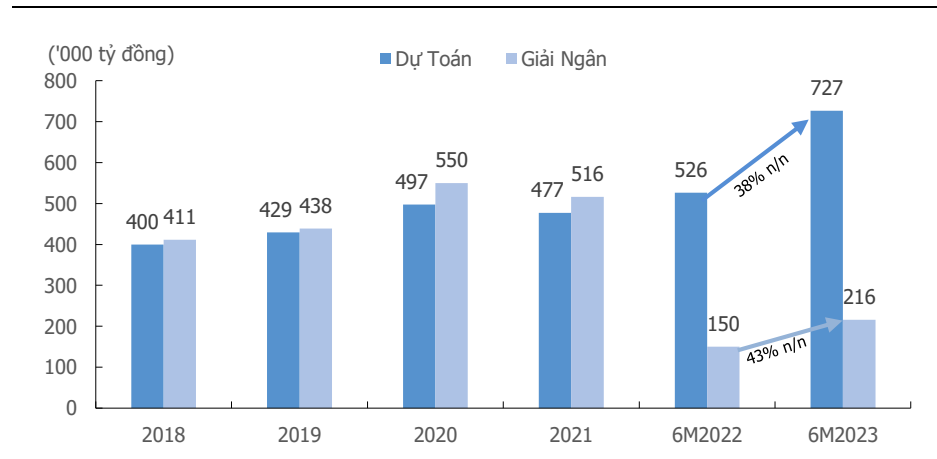
Nguồn: KIS, Bộ Xây Dựng

III. Chi tiêu cho cơ sở hạ tầng: còn thách thức nhưng có thể cải thiện

Ngân sách Nhà nước cho Đầu tư và Phát triển năm 2023 tăng thêm 200 nghìn tỷ đồng

Tốc độ giải ngân Ngân sách Nhà nước cho các nhà thầu là chỉ số hàng đầu về tiến độ đầu tư công. Theo Bộ Tài chính, ngân sách đầu tư và phát triển năm 2023 là 727 nghìn tỷ đồng, +38% n/n. Tính đến 6T23, 216 nghìn tỷ đồng +43% n/n đã được giải ngân, đáp ứng 29.7% kế hoạch cả năm. Trong số này, 25.5 nghìn tỷ đồng dành cho phát triển Giao thông vận tải. Theo quan điểm của chúng tôi, việc hoàn thành mục tiêu hàng năm thấp hơn không phải là vấn đề đáng lo ngại trong 6T23. Trong những năm qua, tồn tại một thói quen: Tốc độ chậm hơn trong những tháng đầu và sau đó tăng dần vào cuối năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giải ngân có thể tăng tốc trong nửa cuối năm 2023.

Hình 11. Tỷ lệ giải ngân NSNN cho đầu tư và phát triển



Nguồn: KIS

Bên cạnh đó, việc giải ngân chậm một phần có thể do bộ máy quan liêu. Chỉ sau khi Ban kiểm soát chất lượng kiểm tra một hạng mục công việc đã hoàn thành, BQL mới có thể yêu cầu hoàn trả. Quá trình kéo dài này thường làm chậm tiến độ của dự án và ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của nhà thầu. Ngoài những khó khăn đó, những lý do chậm trễ lớn nhất bao gồm tốc độ GPMB thấp hơn dự kiến cũng như nguồn cung và giá vật liệu xây dựng. Xử lý thành công những thách thức này là rất quan trọng để có thể hoàn thành dự án đúng hạn và trong phạm vi ngân sách.

1. Tiến độ khởi công bị trì hoãn bởi giải phóng mặt bằng

Tiến độ của một số đoạn CTBN1 bị cản trở do GPMB chậm, hiện tại, chỉ có 5 trong số 11 đoạn đã hoàn thành, trong khi các đoạn khác bị chậm tiến độ. Ví dụ, dự án Diễn Châu-Bãi Vọt đã khởi công vào tháng 5 năm 2021 và việc dỡ bỏ các công trình xây dựng có từ trước như đường dây điện, nhà ở và các công trình ngầm vẫn đang chờ xử lý. Tương tự, người dân đặt ra những trở ngại cho việc hoàn thành đường cao tốc Nghi Sơn-Diễn Châu. Trong thời gian trì hoãn như vậy, vẫn cần phải trả chi phí chung cho dự án bao gồm cả máy móc và lao động trong thời gian trì hoãn. Để đảm bảo hoàn thành kịp thời các dự án này, điều cần thiết là thiết lập sự phối hợp hiệu quả giữa các cơ quan chức năng và nhà thầu trong việc lập kế hoạch vận hành.

Tốc độ GPMB chậm tiến độ phổ biến ở các dự án CTBN1

Bảng 4. Tình hình hoàn thành các Đoạn cao tốc Bắc Nam giai đoạn I

Số	Dự án	Chiều dài (km)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Hoàn thành	Trạng thái	Chú ý
1	Cao Bồ - Mai Sơn	15,2	1,600	100%	Hoàn thành	Đúng tiến độ
2	Mai Sơn - Quốc Lộ 45	63,37	12,920	80%	Mở một phần	Chậm tiến độ, Khó khăn hoạt động
3	Quốc Lộ 45 - Nghi Sơn	43	6,330	79%	Chưa Hoàn thành	Chậm tiến độ, Khó khăn tài chính, nhân lực
4	Nghi Sơn - Diễn Châu	50	8,380	72%	Chưa Hoàn thành	Behind Schedule
5	Diễn Châu - Bãi Vọt	49,3	13,340	46%	Chưa Hoàn thành	Chậm tiến độ, Khó khăn máy móc, nhân lực
6	Cam Lộ - La Sơn	98,4	7,700	100%	Hoàn thành	Đúng tiến độ
7	Nha Trang - Cam Lâm	49	7,615	100%	Hoàn thành	Đúng tiến độ
8	Cam Lâm - Vĩnh Hảo	79	13,690	52%	Chưa Hoàn thành	Chậm tiến độ, Khó khăn mặt bằng, nhân lực
9	Vĩnh Hảo - Phan Thiết	101	10,853	100%	Hoàn thành	Chậm tiến độ, Thiếu NVL
10	Phan Thiết - Dầu Giây	99	14,360	100%	Hoàn thành	Chậm tiến độ, Khó khăn mặt bằng
11	Cầu Mỹ Thuận 2	7	5,003	87%	Dự tính hoàn thành tháng 12/2023	Đúng tiến độ

Nguồn: KIS, Bộ Xây Dựng

Sân bay Long Thành, dự án CTBN2 chưa giải phóng mặt bằng gây áp lực cho nhà thầu

Đặc biệt, tiến độ sân bay quốc tế Long Thành cũng bị đình trệ do vướng GPMB. Tỉnh Đồng Nai mới hoàn thành GPMB cho LTIA vào 2Q23, chậm gần 2 năm so với kế hoạch. Về quá trình GPMB của các dự án CTBN2, 83% (600 km) được GPMB và bàn giao cho ban quản lý dự án. Đáng chú ý, các tỉnh ĐBSCL gồm Hậu Giang, Kiên Giang, Bạc Liêu, Cà Mau đạt tốc độ thông quan trên 95% trong khi miền Trung đạt 80%. Tuy nhiên, tỷ lệ đất có thể tiếp cận được để xây dựng là thấp (xem Bảng 3) do các vấn đề nhỏ liên quan đến giải phóng mặt bằng. Bất chấp nỗ lực của chính quyền địa phương, Ban QLDA vẫn không an tâm và đang tìm phương án khả thi cho quá trình GPMB vì chỉ một công trình còn sót lại có thể ảnh hưởng đến tiến độ của toàn bộ dự án.

Bảng 5. Tiến độ GPMP các đoạn đường cao tốc Bắc Nam giai đoạn II

Số	Dự án	Length (Km)	Bàn giao(Km)	%	Có thể xây dựng (Km)	%
1	Bãi Vọt - Hàm Nghi	36	36	100.0	28.8	87.5
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	54	45	83.3	26.8	49.6
3	Vũng Áng - Bùng	58	44	75.9	31.5	54.3
4	Bùng - Vạn Ninh	51	38.6	75.7	30	58.8
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	68	45	66.2	29	42.6
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	72	81.8	50	56.8
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	69	58	84.1	45	65.2
8	Quy Nhơn - Chí Thạnh	62	50	80.6	35	56.5
9	Chí Thạnh - Vân Phong	51	43	84.3	26	51.0
10	Vân Phong - Nha Trang	83	60	72.3	53	63.9
11	Cần Thơ - Hậu Giang	37	36.1	97.6	NA	NA
12	Hậu Giang - Cà Mau	72	70.4	97.8	NA	NA

Nguồn: KIS, Bộ Xây Dựng

Giải phóng mặt bằng tiếp tục là một vấn đề trong các dự án Sân bay Long Thành và CTBN2

Tranh chấp giữa chính quyền và chủ sở hữu tài sản về đền bù đất đai là trở ngại lớn nhất để đáp ứng tiến độ GPMB. Việc đền bù được cố định trong một mức giá do chính quyền địa phương xác định và xung đột nảy sinh khi khoản thanh toán không làm hài lòng chủ nhà. Chúng tôi cho rằng sự chậm trễ sắp tới đối với CTBN2 và các dự án đường cao tốc khác do sự chênh lệch kéo dài. Dự thảo Luật Đất đai 2023 đề xuất bỏ khung giá để có hội đồng chuyên trách xác

**Nguồn dự trữ dồi dào
nhưng khả năng cung
ứng có hạn**

định giá bất động sản cho từng trường hợp cụ thể. Chúng tôi tin rằng việc sửa đổi có thể cung cấp một khuôn khổ để giải quyết những khó khăn trong tương lai trong nỗ lực GPMB.

2. Cung cấp nguyên vật liệu không đủ

Dự án CTBN1 phải đối mặt với những thách thức về tình trạng thiếu vật liệu, đặc biệt là đá dăm và cát lấp. Mặc dù có trữ lượng dồi dào nhưng hầu hết các mỏ đều chưa được cấp phép dẫn đến nguồn cung hạn chế. Vào năm 2021, khi tất cả các đoạn của CTBN1 đã đi vào xây dựng, 84 trong số khoảng 175 mỏ vẫn chưa được cấp phép khai thác, dẫn đến thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu. Mới đây, theo Thông báo 79/TB-VPCP, Phó Thủ tướng Chính phủ cho biết vùng ĐBSCL chỉ còn 37 triệu m³ cát phục vụ các công trình giao thông trong vùng. Thông báo cũng đề nghị chính quyền địa phương chuẩn bị thêm 30 triệu m³ để hỗ trợ xây dựng cơ sở hạ tầng trong khu vực.

Việc chậm xin giấy phép thăm dò, khai thác gây ra sự chênh lệch giữa các mỏ được quy hoạch và các mỏ được cấp phép. Các quy trình này có thể mất tới 7 tháng, có trường hợp kéo dài 2,5 năm, ngay cả khi công ty đã thắng thầu quyền khai thác. Để giải quyết những thách thức này, chính quyền nhiều tỉnh gần đây

Bảng 6: Ước tính trữ lượng cung và cầu NVL cho các đoạn CTBN2 ('000 m³)

Số	Dự án	Đất san lấp		Cát bê tông		Đá dăm	
		Nhu cầu dự kiến	Trữ lượng	Nhu cầu dự kiến	Trữ lượng	Nhu cầu dự kiến	Trữ lượng
1	Bãi Vọt - Hàm Nghi	2,234	6,037	31	1,280	692	21,550
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	3,843	4,500	41	3,320	1,038	63,200
3	Vũng Áng - Bùng	2,628	2,970	134	2,410	1,115	193,450
4	Bùng - Vạn Ninh	2,409	2,977	89	7,630	981	55,327
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	3,110	7,500	89	2,942	1,307	21,250
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	4,030	38,489	242	16,818	1,692	38,003
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	3,416	27,240	205	10,159	1,327	7,853
8	Quy Nhơn - Chí Thạnh	4,380	14,749	237	3,629	1,192	6,836
9	Chí Thạnh - Vân Phong	1,917	5,332	98	6,083	981	41,540
10	Vân Phong - Nha Trang	3,120	7,930	159	1,731	1,596	34,425
11	Cần Thơ - Hậu Giang	3,064	6,335	644	2,533	711	41,130
12	Hậu Giang - Cà Mau	5,962	12,670	1,253	1,266	1,384	27,420
Tổng		40,113	136,729	3,222	59,801	14,016	551,984

Nguồn: KIS, Bộ Xây Dựng

nhất là Lâm Đồng, Đắk Lắk và Điện Biên đã ban hành Công văn thúc đẩy quá trình phê duyệt. Đối với CTBN2, phải cung cấp tổng cộng 40 triệu m³ chất độn, 3,2 triệu m³ cát và 14 triệu m³ đá. Mặc dù tổng trữ lượng vượt quá nhu cầu nhưng công suất khai thác vẫn là vấn đề lớn khi các quy trình cấp phép và vận hành còn mất nhiều thời gian.

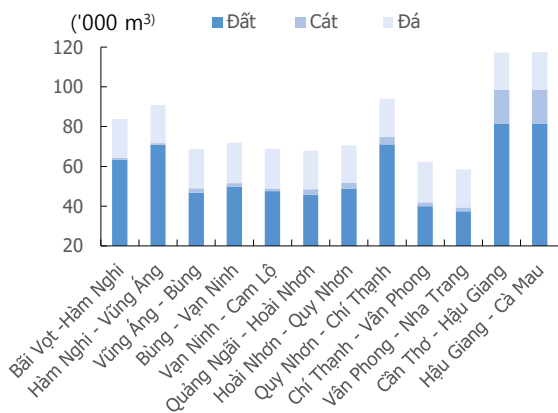
**Rủi ro đáng kể phát
sinh khi các nhà thầu
không thể phòng ngừa
rủi ro khi giá đầu vào
tăng**

Để bình ổn giá vật liệu, chính phủ yêu cầu các nhà cung cấp vật liệu công khai giá vật liệu xây dựng hàng tháng. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, sự không phù hợp giữa cung và cầu có thể khiến giá thực tế tăng cao hơn so với giá niêm yết. Làm cho các nhà thầu thường xuyên bị tăng giá vượt quá ngân sách. Ví dụ, ở Thanh Hóa, nơi nguồn cung cấp cát đặc biệt hạn chế, giá giao dịch thực tế của cát có thể cao hơn 35-75% so với giá niêm yết. Chúng tôi cũng

thấy nhà cung cấp xuất hóa đơn với giá thấp hơn giá giao dịch thực tế để phù hợp với giá niêm yết của Sở Xây dựng địa phương. Nhà đầu tư Nhà nước phải lấy giá niêm yết làm chuẩn khi dự toán chi phí, khiến các nhà thầu phụ không thể dàn xếp và do đó cần huy động thêm vốn lưu động.

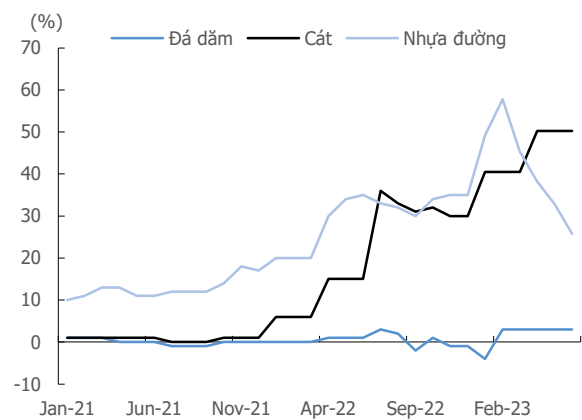
Như đã đề cập ở trên, dự án nhà ga hành khách Cảng hàng không quốc tế Long Thành đang trong quá trình đấu thầu. Theo kế hoạch, công trình có thể khởi công trước cuối năm 2023 và hoàn thành trong 39 tháng (năm 2026). Giai đoạn đầu tiên của dự án bao gồm lấp đầy các hạng mục chuyên sâu như đường băng đầu tiên và nhà ga chính đầu tiên. Nhiều đường cao tốc và cơ sở hạ tầng phụ phải được xây dựng để hỗ trợ Sân bay chính. Theo chúng tôi, nhu cầu BĐS sẽ quay trở lại vào năm 2024-2025. Do đó, nhu cầu về đá dăm và cát bê tông sẽ tăng theo.

Hình 12. Nhu cầu vật liệu trung bình trên mỗi Km của từng đoạn CTBN2



Nguồn: KIS, Bộ Xây dựng

Hình 13. Tăng trưởng giá nguyên vật liệu từ năm 2020 (2020 = 100%)



Nguồn: KIS, Cục Kinh tế Xây dựng

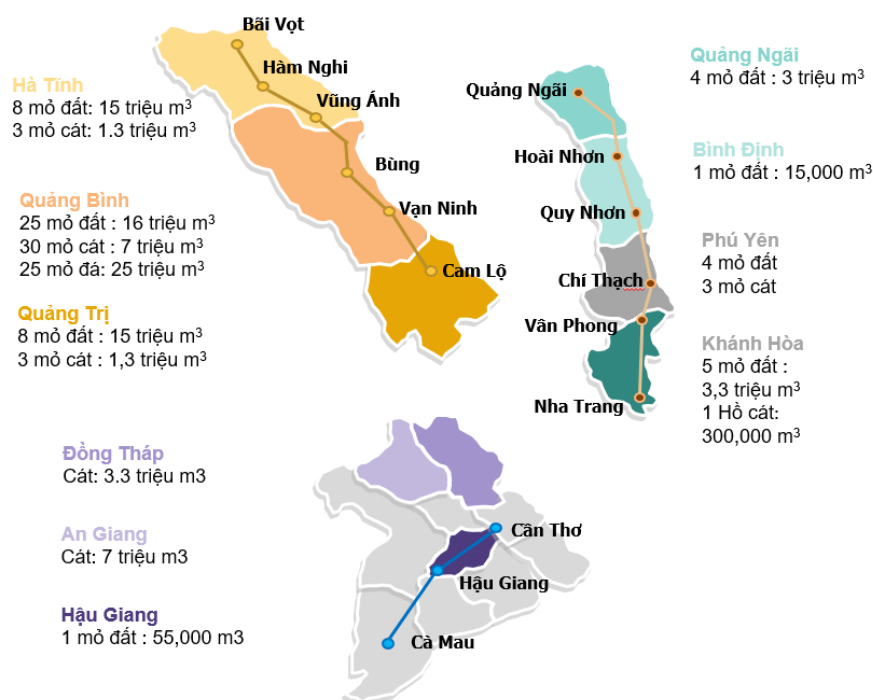
Về phần mình, Chính phủ và Văn phòng Thủ tướng đang nghiên cứu các biện pháp để tăng nguồn cung vật liệu và cải thiện tính minh bạch về giá cả, khối lượng và khả năng tiếp cận của vật liệu:

- *Nghị quyết 119/NQ-CP: Làm rõ quy trình đăng ký mở mới và yêu cầu chính quyền cấp tỉnh công bố giá và nhà cung cấp tại địa phương.*
- *Nghị quyết 60/NQ-CP: Nâng công suất mở hiện có lên 50% so với công suất đăng ký.*
- *Công điện 573/CP-CP: Yêu cầu các tỉnh hoàn thành thủ tục đăng ký quy hoạch các mở mới trước ngày 30/6/2023.*

Nhiều chính quyền địa phương hiện đang trong quá trình thăm dò các nguồn tài nguyên mới, cấp giấy phép cho các nhà thầu địa phương và phân vùng lại đất đai để tiếp cận các mỏ mới (Hình 14). Tuy nhiên, bất chấp sự thúc giục của trung ương, nhiều địa phương vẫn chưa có kế hoạch chi tiết để đáp ứng nhu cầu nguyên liệu sắp tới.

Nỗi lo chung về nguồn cung và giá cả vật liệu xây dựng khi hàng loạt dự án hạ tầng đồng loạt khởi công, cùng với sự phục hồi của thị trường bất động sản. Theo phân tích của chúng tôi, đến năm 2024–2025, dự đoán nhu cầu vật liệu sẽ tăng mạnh, điều này sẽ buộc các nhà thầu phải cạnh tranh nguồn cung, đặc biệt là tại khu vực đô thị TP.HCM–Đồng Nai–Bình Dương, nơi sẽ triển khai nhiều dự án quy mô lớn đồng thời.

Hình 14. Mỏ mới được cấp phép để hỗ trợ CTBN2



Nguồn: KIS, các Sở TNMT

3. Phần thưởng sẽ không chia đều giữa các nhà thầu.

Rủi ro cho các nhà thầu là khác nhau tùy thuộc vào các dự án

Tốc độ GPMB chậm, vật liệu khan hiếm là những thách thức cho các nhà thầu khi tham gia các dự án. Chính phủ trả tiền cho các nhà thầu sau khi hoàn thành từng phân đoạn. Việc chậm thanh toán đòi hỏi phải có thêm vốn lưu động, và thường được xử lý bằng cách đi vay hoặc phát hành cổ phiếu. Thời gian trì hoãn càng lâu thì tỷ suất lợi nhuận gộp của dự án càng thấp, vì cần phải trả chi phí cố định. Các nhà thầu lớn ngần ngại tham gia đấu thầu các dự án cơ sở hạ tầng do giá vật liệu xây dựng, nhiên liệu, nhân công và hậu cần đều theo định mức cũ. Đoạn Diêm Châu – Bãi Vọt của CTBN1 là một ví dụ điển hình, trong đó sự thiếu linh hoạt trong hợp đồng và chi phí vật liệu đất đã dẫn đến chi phí tăng 15-20%, khiến nhà thầu thiệt hại 2 tỷ đồng cho mỗi ngày chậm trễ.

Bên cạnh đó, một số nhà thầu bị ảnh hưởng bởi bất động sản đình trệ và chịu rủi ro thanh toán từ chủ đầu tư. Tập đoàn Hòa Bình (HBC) là nạn nhân điển hình khi HBC không trả được tiền cho thầu phụ. Với những thách thức nêu trên, nhà thầu phải cân có bảng cân đối kế toán vững chắc và khả năng huy động vốn trong một dự án quy mô lớn như vậy. Theo quan điểm của chúng tôi, chúng dự án Long Thành được Nhà nước quan tâm hơn các dự án đường cao tốc. Đối với các dự án đường cao tốc, mặc dù có một số thách thức nêu trên, chúng tôi tin rằng hầu hết các dự án có thể kết thúc đúng hạn nhờ sự hỗ trợ tích cực từ chính phủ. Với kết quả GPMB chậm chạp trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi cho rằng chính phủ sẽ đẩy nhanh tiến độ giải ngân chi tiêu công trong nửa cuối năm 2023 bằng cách thúc giục chính quyền địa phương sớm giải quyết các nút thắt giải ngân. Tuy nhiên, một số dự án ở phía Nam có thể bị chậm tiến độ do nguồn cung đất san lấp khan hiếm.

V. Kết luận

Đầu tư công hiện đang là điểm sáng được kỳ vọng nhất cho động lực tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 2023-2024; theo định hướng của Chính phủ hàng loạt các dự án trọng điểm được khởi công trên toàn quốc từ giữa năm 2022 trở lại đây. Trên cơ sở này, chúng tôi nhận thấy nhóm các doanh nghiệp vật liệu xây dựng thông thường (đá dăm, cát lấp, cát bê tông) là một trong những ngành được hưởng lợi trực tiếp từ định hướng của Chính phủ. Trong đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với dăm là CTCP Hóa An (DHA) và Xây dựng và Sản xuất VLXD Biên Hòa (VLB) trong 12 tháng tới từ nhu cầu đá xây dựng tăng trưởng mạnh hưởng lợi từ việc triển khai xây dựng Sân bay Long Thành, cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu, Vành Đai 3 HCM, các dự án cao tốc khu vực ĐBSCL và một số dự án khác

Ngoài ra, chúng tôi đánh giá cao việc hưởng lợi của các nhà thầu có sự tham gia phát triển các dự án hạ tầng trong giai đoạn tới đây. Trên cơ sở phân tích, chúng tôi đưa ra sự ưu tiên cho nhà thầu sẽ tham gia xây dựng dự án Sân bay Long Thành so với các nhà thầu đường cao tốc. Trên cơ sở này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với Đèo Cả (HHV, MUA, 19,500) và Coteccons (CTD, MUA, 79,500) cho mục tiêu nắm giữ trung, dài hạn.

Phân tích công ty

Xây dựng Coteccons (CTD)

Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV)

Xây dựng Coteccons (CTD)

MUA (Đánh giá lại), TP VND79,50

Giá cp (16/08, đồng)	67,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,986
SLCP lưu hành (triệu)	74
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	80,000/25,200
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	44
Tỷ lệ cp tự do (%)	66.3
Sở hữu nước ngoài (%)	43.2
Cổ đông lớn (%)	
Kustocem Pte.Ltd	18.5

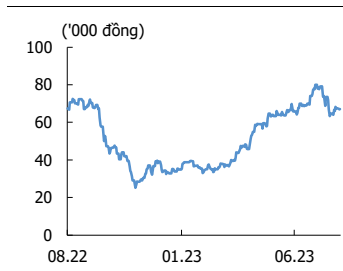
	DT	LNHB	LNR	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2024F	17,699	98	262	3,251	273	207	20.6	7.4	0.6	3.1	0.0
2025F	18,583	327	468	5,819	79	440	11.5	4.4	0.6	5.4	0.0
2026F	18,955	333	492	6,116	5	450	10.9	4.0	0.6	5.3	0.0
2027F	19,334	316	499	6,193	1	437	10.8	0.8	0.5	5.1	0.0
2028F	19,721	711	447	5,551	(10)	370	12.1	0.3	0.5	4.4	0.0

MUA và TP là 79.500 đồng: Chúng tôi bắt đầu đưa tin lại về CTD với khuyến nghị MUA Coteccons (CTD) dựa trên triển vọng trong 2023-2025. Giá mục tiêu dựa trên định giá DCF (30%) và phương pháp PB (70%). Trong đó chúng tôi sử dụng chi phí vốn chủ sở hữu là 16,9% và WACC là 16,0% với giả định: 1) lãi suất phi rủi ro là 4,0%, 2) hệ số beta là 1,61 và 3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,0% và tốc độ tăng trưởng là 2%.

Performance

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(16.3)	92.8	(0.6)
Tương đối với VNI (đ%)	(22.8)	74.4	0.4

Stock price trend



Hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường bất động sản: Do các yếu tố bao gồm áp lực đô thị hóa và giá nhà ở tăng, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với các dự án nhà ở mới sẽ tăng. Tăng trưởng sẽ không chỉ đến từ thị trường cao cấp và trung cấp mà còn từ nhu cầu vừa túi tiền, với sáng kiến của Chính phủ về xây dựng 1 triệu căn nhà ở xã hội mới. Ngoài ra, Luật Đất đai mới được kỳ vọng sẽ giúp đơn giản hóa thủ tục GPMB và tạo ra một môi trường sở hữu đơn giản hơn.

Hoàn tất tái cơ cấu rủi ro: Sau đợt tái cơ cấu nội bộ năm 2021, CTD đã được dẫn dắt bởi HĐQT mới do cổ đông lớn nhất là Kusto Group bổ nhiệm, HĐQT mới đã bắt đầu quá trình đánh giá khả năng thu hồi khoản phải thu của một số khách hàng rủi ro cao của công ty, công ty đã xác định được 1,3 nghìn tỷ đồng Nợ khó đòi. Năm 2022, dự phòng nợ khó đòi chiếm 387 tỷ đồng, tương đương 53% chi phí bán hàng và quản lý. Tuy nhiên, việc cắt giảm chi phí này đã giảm đáng kể trong 6T23 xuống còn 43 tỷ đồng (-81% yoy), chúng tôi cho rằng đây là một xu hướng mới trong tương lai, giúp tăng biên lợi nhuận ròng của công ty nhờ giảm áp lực trích lập dự phòng.

Lợi ích gián tiếp: Với chương trình Phục hồi và các luật khác do chính phủ ban hành, chúng tôi kỳ vọng Coteccons sẽ được hưởng lợi từ tình hình kinh tế được cải thiện. Một tác dụng phụ của xu hướng hiện tại đối với các nguồn vật liệu tổng hợp mới sẽ là việc giảm tổng chi phí xây dựng, mở rộng biên lợi nhuận gộp của các nhà thầu dân dụng. Lãi suất thấp hơn cũng sẽ cung cấp cho Coteccons nguồn tài chính rẻ hơn, cải thiện lợi nhuận chung của công ty.

Tổng quan công ty

Coteccons Construction (CTD) là nhà thầu lớn nhất Việt Nam tính theo doanh thu và hoạt động trong lĩnh vực xây dựng dân dụng, công nghiệp và cơ sở hạ tầng. Năm 2022, công ty ghi nhận doanh thu 14,5 nghìn tỷ đồng và tồn đọng 17 nghìn tỷ đồng vào đầu năm 2023.

Bảng 1: DCF		('000 tỷ đồng)		
Chi phí VCSH	Note	DCF	Giá trị	Note
Beta (x)	1.61	Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng (PV of Terminal Value)	1,248	Long term growth rate at 2%
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.0	Tổng giá trị hiện tại từ hkd (Total PV of Operations)	3,341	
Phần bù rủi ro (%)	8.0	Cộng: Tiền	4,650	
Chi phí VCSH (%)	16.9	Trừ: Nợ vay	(793)	
WACC		Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	
Chi phí sử dụng vốn vay (%)	7.3	Giá trị VCSH	7,197	
Hệ số nợ/vốn vay mục tiêu (%)	8.0	SL cổ phiếu lưu hành, triệu	79	
Thuế suất (%)	20.0			
WACC (%)	15.0	DCF Giá mục tiêu tại cuối năm tài chính 2024	91,100	

Bảng 2. Tóm tắt dòng tiền		('000 tỷ đồng)			
	FY2024F	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2027F
EBIT	98	327	333	316	245
Trừ: Thuế	(66)	(117)	(123)	(125)	(112)
Cộng: Khấu hao	109	113	117	121	125
Trừ: Chi phí đầu tư	(120)	(100)	(100)	(100)	(101)
(tăng) / giảm vốn lưu động ròng	6	(512)	175	1,439	(243)
UFCF	255	(12)	783	1,983	357
Giá trị hiện tại của dòng tiền (PV of FCF)	255	(10)	579	1,269	171

Table 3. Định giá				(đồng)
Metrics	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị	
P/B, 1-yr kỳ hạn 1 năm ở mức 0,7x	74,624	70%	52,237	
DCF	91,101	30%	27,567	
Giá mục tiêu CTD (làm tròn)			79,500	

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T6 năm tài chính	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F
Tài sản ngắn hạn	20,705	20,138	19,256	19,196	20,224
Tiền và tương đương tiền	4,650	4,145	3,760	5,113	5,786
Phải thu	12,574	12,845	12,583	11,510	11,795
Hàng tồn kho	2,897	2,478	2,230	1,896	1,933
Tài sản dài hạn	1,277	1,278	1,310	1,350	1,318
Tài sản cố định	534	521	503	482	457
Đầu tư tài chính	383	345	334	325	316
Khác	784	889	924	943	1,003
Tổng tài sản	21,982	21,416	20,566	20,545	21,542
Người mua trả trước	3,186	2,788	2,275	1,740	1,775
Doanh thu chưa thực hiện	6	6	6	6	6
Phải trả người bán	5,132	4,810	4,547	4,644	4,756
Khác	4,336	4,144	3,685	3,695	3,705
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	767	652	554	471	871
Nợ và TP dài hạn	26	26	26	26	27
Tổng nợ và phải trả	13,453	12,426	11,093	10,582	11,140
VCSH	8,528	8,987	9,469	9,957	10,396
Vốn điều lệ	788	788	788	788	788
Thặng dư	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958
Quỹ khác	4,668	4,668	4,669	4,669	4,669
LN giữ lại	645	1,103	1,585	2,073	2,510
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	3	4	6	7
Tổng VCSH	8,529	8,990	9,473	9,963	10,403

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T6 năm tài chính	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu	17,699	18,583	18,955	19,334	19,721
Giá vốn hàng bán	17,107	17,813	18,189	18,576	19,025
Lợi nhuận gộp	592	770	766	758	696
Chi phí bán hàng & QLDN	494	443	433	442	451
LN hoạt động	98	327	333	316	245
Doanh thu tài chính	443	465	474	483	493
Thu nhập lãi	144	158	174	192	211
Chi phí tài chính	248	242	228	213	217
Chi phí lãi vay	58	50	42	36	66
LN khác	18	19	19	19	20
Lãi (lỗ) từ LD&LK	18	19	19	19	20
LN trước thuế	328	587	617	625	560
Thuế TNDN	66	117	123	125	112
LN sau thuế	263	470	494	500	448
LN ròng cho công ty mẹ	262	468	492	499	447
EBITDA	207	440	450	437	370

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T6 năm tài chính	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F
Dòng tiền hoạt động	(485.6)	98.6	1,334.6	154.5	(485.6)
LN ròng	470.0	494.0	500.0	448.0	470.0
Khấu hao và khấu trừ	113.4	117.4	121.4	125.4	113.4
Tăng vốn lưu động ròng	(1,069.0)	(512.8)	713.2	(418.9)	(1,069.0)
Dòng tiền đầu tư	(144.2)	(178.8)	(188.8)	(201.3)	(144.2)
Tài sản cố định	(80.1)	(105.6)	(106.0)	(107.7)	(80.1)
Tăng đầu tư tài chính	(64.1)	(73.2)	(82.8)	(93.6)	(64.1)
Dòng tiền tài chính	(115.1)	(568.8)	(83.1)	400.4	(115.1)
Tăng vốn chủ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tăng nợ	(115.1)	(568.8)	(83.1)	400.4	(115.1)
Chi trả cổ tức	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dòng tiền khác	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tăng tiền mặt	(744.9)	(649.0)	1,062.7	353.6	(744.9)

Chỉ số tài chính

Cuối T6 năm tài chính	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	5,819	6,116	6,193	5,551	5,819
BPS	114,080	120,221	126,439	132,011	114,080
DPS	-	-	-	-	-
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	5.0	2.0	2.0	2.0	5.0
LN hoạt động	233.7	1.7	(5.1)	(22.6)	233.7
LN ròng	79.0	5.1	1.3	(10.4)	79.0
EPS	79.0	5.1	1.3	(10.4)	79.0
EBITDA	112.6	2.3	(2.9)	(15.1)	112.6
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	1.8	1.8	1.6	1.2	1.8
Biên LN ròng	2.5	2.5	2.5	2.2	2.5
Biên EBITDA	2.4	2.4	2.3	1.9	2.4
ROA	2.2	2.4	2.4	2.1	2.2
ROE	5.4	5.3	5.1	4.4	5.4
Suất sinh lợi cổ tức	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(2,997)	(3,180)	(4,616)	(4,888)	(2,997)
Nợ ròng/VCSH (%)	(30)	(30)	(50)	(50)	(30)
Định giá (x)					
PE	11.5	10.9	10.8	12.1	11.5
PB	0.60	0.60	0.50	0.50	0.60
EV/EBITDA	4.40	4.00	0.80	0.30	4.40

Đầu tư Hạ Tầng Giao thông Đèo Cả (HHV)

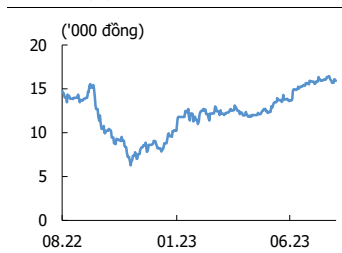
MUA (lần đầu), TP VND19,500

Giá cp (16/08, đồng)	15.900	DT	LNHĐ	LNR	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE Cổ tức	DT
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.237	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(tỷ đồng)
SLCP lưu hành (triệu)	329	2021A	1,861	830	269	1,006	99.3	1,092	15.8	23.6	0.6	3.9
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	16.450/6.262	2022A	2,095	944	264	851	(15.4)	1,227	18.7	21.0	0.6	3.7
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	108	2023F	2,528	1,155	358	1,065	25.2	1,451	14.9	17.6	0.6	4.2
Tỷ lệ cp tự do (%)	68.2	2024F	2,742	1,247	406	1,206	13.2	1,555	13.2	15.6	0.6	4.4
Sở hữu nước ngoài (%)	24.8	2025F	3,015	1,388	436	1,295	7.4	1,707	12.3	13.7	0.5	4.6
Cổ đông lớn (%)												
Hai Thạch BOT Corp	33.68											

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.3	29.4	8.0
Tương đối với VNI (%p)	(6.3)	11.0	9.0

Xu hướng giá



Source: Bloomberg

Chi tiêu công mạnh mẽ thúc đẩy tăng trưởng

MUA và giá mục tiêu là 19.500 đồng: Chúng tôi bắt đầu báo cáo về công ty Hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV) với khuyến nghị MUA dựa trên triển vọng của chúng tôi đối với ngành trong giai đoạn 2023-25. Chúng tôi dự báo EPS sẽ đạt CAGR kỳ hạn 3 năm (2022-2025) là 15,0% nhờ mức cơ sở thấp trong năm 2022F. Chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP để định giá cổ phiếu HHV với giá mục tiêu là 19.300 đồng. Trong đó, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF cho mảng BOT và phương pháp PE cho mảng xây lắp. Chúng tôi sử dụng các giả định: 1) lãi suất phi rủi ro là 4,0%, 2) hệ số beta là 1,0 và 3) phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu là 8,0%.

HHV là một trong những nhà phát triển BOT lớn nhất Việt Nam. Mặc dù một số dự án BOT của HHV bị chậm so với kế hoạch tài chính do một số nguyên nhân không mong muốn làm ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty, chúng tôi vẫn cho rằng doanh thu thu phí sẽ dần được cải thiện và đây là nguồn thu ổn định trong dài hạn khi lưu lượng giao thông ngày càng tăng tại Việt Nam. Bên cạnh đó, trong thời gian tới, chúng tôi cũng kỳ vọng chính phủ sẽ phê duyệt hỗ trợ 3,4 nghìn tỷ đồng cho dự án hầm đường bộ Đèo Cả, từ đó cải thiện đáng kể tình hình tài chính của HHV.

Chi tiêu mạnh tay cho cơ sở hạ tầng là động lực tăng trưởng chính trong những năm tới. Nhờ tài chính ổn định và năng lực xây dựng cơ sở hạ tầng đã được chứng minh, HHV đã giành được nhiều dự án công mang lại tổng giá trị tồn đọng xây dựng khoảng 2,9 nghìn tỷ đồng vào cuối quý 1 năm 2023. Ngoài ra, HHV tiếp tục tích cực tham gia đấu thầu nhiều dự án cơ sở hạ tầng khác và chuẩn bị cho các dự án cơ sở hạ tầng kiểu mới như đường sắt trong tương lai gần có thể đảm bảo tăng trưởng trong ngắn hạn và dài hạn.

Tổng quan công ty

CTCP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV) tiền thân là Phân xưởng Thống Nhất được thành lập năm 1974 với ngành nghề kinh doanh chính là xây dựng cầu đường và hoạt động đầu tư các dự án hạ tầng giao thông. Hiện tại, HHV là một trong những nhà phát triển BOT lớn nhất Việt Nam.

Bảng 4. Phương pháp định giá SoTP

	Phương pháp	NPV dự kiến	Sở hữu	Định giá HHV
BOT Đèo Cả	DCF	5,466	71.03%	3,882
BOT Bắc Giang – Lạng Sơn	DCF	2,276	68.34%	1,555
BOT Đèo Cả - Khánh Hòa	DCF	425	47.10%	200
BOT Phước Tuong - Phú Gia	DCF	500	99.47%	497
Tổng BOT				6,134
Xây lắp & HĐKD Khác	PE ở 8.0x		100%	362
Tổng PV từ HĐKD				6,496
Cộng: Tiền				773
Trừ: Nợ vay (Không bao gồm nợ dự án BOT)				(340)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số				(1,199)
Giá trị VCSH				6,410
SL cổ phiếu lưu hành, triệu				329
Giá mục tiêu tại cuối năm 2023 (Đồng-làm tròn)				19,500

Bảng 5. Giả Định

Khoản mục	
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0
Phản bù rủi ro	8.0

Balance sheet

(Tỷ đồng)

FY-ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	1,389	1,184	2,227	2,652	2,934
Tiền và tương đương tiền	333	455	773	1,388	1,571
Phải thu	646	457	527	572	629
Hàng tồn kho	38	161	224	207	225
Tài sản dài hạn	32,574	34,469	34,774	35,082	35,394
Tài sản cố định	28,704	28,562	28,566	28,558	28,539
Đầu tư tài chính	491	545	571	599	629
Khác	3,394	4,916	5,747	5,782	6,071
Tổng tài sản	33,964	35,653	37,001	37,734	38,328
Người mua trả trước	8	112	101	110	121
Doanh thu chưa thực hiện	0	10	10	10	10
Phải trả người bán	1,129	1,095	1,276	1,392	1,516
Khác	4,042	5,408	6,218	7,027	7,758
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	236	873	973	873	673
Nợ và TP dài hạn	20,872	19,780	19,480	18,980	18,480
Tổng nợ và phải trả	26,287	27,278	28,058	28,392	28,558
VCSH	3,235	3,905	7,744	8,142	8,569
Vốn điều lệ	2,674	3,078	3,294	3,294	3,294
Thặng dư	0	(1)	(1)	(1)	(1)
Quỹ khác	5	7	8	8	8
LN giữ lại	557	821	1,171	1,568	1,995
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,168	1,198	1,199	1,200	1,201
Tổng VCSH	7,676	8,376	8,943	9,342	9,770

Cash flow

(Tỷ đồng)

FY-ending Dec.	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	162	365	623	1,531	1,194
LN ròng	291	297	360	407	437
Khấu hao và khấu trừ	262	284	296	308	320
Tăng vốn lưu động ròng	(391)	(216)	(33)	816	437
Dòng tiền đầu tư	(199)	(194)	(394)	(462)	(457)
Tài sản cố định	(239)	(197)	(300)	(300)	(300)
Tăng đầu tư tài chính	40	3	(94)	(162)	(157)
Dòng tiền tài chính	22.1	(51.1)	15.5	(600.0)	(700.0)
Tăng vốn chủ	0	404	216	0	0
Tăng nợ	22	(455)	(200)	(600)	(700)
Chi trả cổ tức	0	0	0	0	0
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	(15)	120	245	469	37

Income statement

(Tỷ đồng)

FY-ending Dec.	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	1,861	2,095	2,528	2,742	3,015
Giá vốn hàng bán	936	1,078	1,285	1,399	1,522
Lợi nhuận gộp	925	1,017	1,243	1,343	1,492
Chi phí bán hàng & QLDN	95	73	88	95	105
LN hoạt động	830	944	1,155	1,247	1,388
Doanh thu tài chính	22	5	5	6	6
Thu nhập lãi	8	7	6	12	18
Chi phí tài chính	551	648	784	823	904
Chi phí lãi vay	551	648	634	615	594
LN khác	21	0	(3)	(3)	(3)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	11	53	57	60	37
LN trước thuế	333	354	431	487	523
Thuế TNDN	43	57	71	80	86
LN sau thuế	291	297	360	407	437
LN ròng cho công ty mẹ	269	262	351	397	426
EBITDA	269	264	358	406	436

Key financial data

FY-ending Dec.	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	1,006	851	1,065	1,206	1,295
BPS	28,706	27,211	27,150	28,361	29,660
DPS	0	0	0	0	0
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	54.9	12.5	20.7	8.5	9.9
LN hoạt động	38.3	13.7	22.4	8.0	11.2
LN ròng	99.3	(2.6)	33.9	13.2	7.4
EPS	99.3	(15.4)	25.2	13.2	7.4
EBITDA	36.3	12.5	18.2	7.2	9.8
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	44.6	45.1	45.7	45.5	46.0
Biên LN ròng	14.4	12.5	13.9	14.5	14.1
Biên EBITDA	58.7	58.6	57.4	56.7	56.6
ROA	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
ROE	3.9	3.7	4.2	4.4	4.6
Suất sinh lợi cổ tức	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	20,775	20,198	19,680	18,465	17,582
Nợ ròng/ VCSH (%)	270.0	240.0	220.0	200.0	180.0
Định giá (x)					
PE	15.8	18.7	14.9	13.2	12.3
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	23.6	21.0	17.6	15.6	13.7

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không ký vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 16/08/2023.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 16/08/2023.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Xây dựng Vật liệu xây dựng và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Research Dept

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2023 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TDL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đưa ra - một cách ẩn ý hay rõ ràng - bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.