

# Xây Dựng

## Gánh nặng lãi vay bóp nghẹt sự hồi sinh

### Tăng trưởng thu nhập âm trong Q2/23

Mặc dù mức tăng trưởng của ngành trong Q2/23 đi ngang -3.4% n/n (39.9 nghìn tỷ đồng) tăng trưởng thu nhập giảm mạnh -41.5% n/n do gánh nặng lãi vay cùng với cơ sở so sánh không thuận lợi. Lợi nhuận gộp giảm xuống còn 4,9 nghìn tỷ đồng (-15,5% yoy). Tuy nhiên, ngành đã thấy ánh sáng nơi cuối đường với mức tăng trưởng doanh thu +49% q/q và LNST là 231% q/q. Tỷ lệ hoàn thành doanh thu dao động từ 15%-25% và tỷ lệ hoàn thành LNST trung bình là 15% trong 1H23.

### Biên lãi gộp giảm nhẹ

Nguyên vật liệu đắt làm giảm biên lợi nhuận gộp của ngành, đặc biệt đối với các nhà thầu dân dụng. Ngược lại, các nhà thầu cơ sở hạ tầng với các dự án BOT duy trì được tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn. Tỷ suất lợi nhuận gộp của các tổng thầu dao động quanh mức 9-18%. Biên lợi nhuận gộp của HBC tăng đột biến lên mức 18,5%, +13,5 dpt n/n trong khi biên lợi nhuận của CTD giảm xuống 2,8%, -3,8 dpt n/n. FCN tăng 8,3 dpt n/n, đạt 29,9% trong Q2/23. Chi phí nguyên vật liệu ổn định kể từ Q2/23, nhưng ta phải chờ một thời gian nữa thì chi phí đầu vào thấp mới hiện thị lên kết quả kinh doanh

### Chi phí tài chính tăng gánh nặng lên biên lợi nhuận ròng

Các ông lớn trong ngành không chỉ bị giảm lợi nhuận ròng trong Q2/23 mà một số còn bị chịu lỗ. PC1 bất ngờ lỗ 38,1 tỷ đồng trước thuế. Lợi nhuận ròng của HBC là 546 tỷ đồng nhờ thu nhập từ thanh lý tài sản. Các khoản vay đắt đỏ càng làm tăng áp lực lên lợi nhuận, 4 trên 15 doanh nghiệp đầu ngành có mức chi phí lãi vay vượt lợi nhuận gộp. Các nhà thầu bị ảnh hưởng bởi chi phí lãi vay tăng cao bao gồm C4G (+95% n/n), PC1 (+59% n/n), TCD (+67% n/n).

### Thị trường bất động sản trì trệ cản trở phục hồi

Thị trường bất động sản chỉ phục hồi không đáng kể trong Q2/23, khiến các nhà thầu dân dụng phải đối mặt với rủi ro vỡ nợ của chủ dự án. Đối với các nhà xây dựng cơ sở hạ tầng, lợi ích từ việc tăng chi tiêu đầu tư công vẫn chưa đáng kể. Nếu không tiếp cận được các khoản vay và vật liệu rẻ hơn, khó có thể kết luận rằng ngành xây dựng có thể lấy lại đà tăng trưởng trong ngắn hạn. Chúng tôi nhìn thấy chút ánh sáng cuối đường hầm khi các chính phủ đang tăng cường vực dậy thị trường bất động sản, và do đó, ngành xây dựng có thể được hưởng lợi trong Q4/23F-2024F.

## Không Xếp Hạng

**Phòng Phân Tích**

researchdept@kisvn.vn

## Tăng trưởng thu nhập âm trong Q2/23

Dựa vào thông chúng tôi thu thập được về 130 công ty xây dựng có niên yết, đã tăng trưởng lợi nhuận trong Q2/23 trên cả 3 sàn vẫn chưa hồi phục. Cả doanh thu đi ngang -3.4% n/n và LNST giảm mạnh 41,5% n/n so với mức nền 2Q22 Nguyên liệu đầu vào đắt đỏ đã đẩy biên lợi nhuận gộp của ngành xuống 12,3% (-2dpt n/n) trong Q2/23. Tuy nhiên, so với quý trước, doanh thu của ngành đã tăng 49% và LNST tăng 231%.

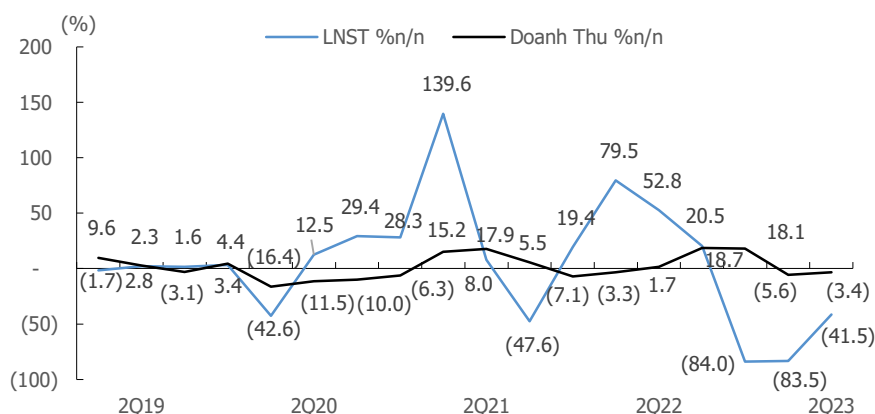
**Bảng 1. Thu nhập tổng hợp của 130 trong ngành**

(tỷ đồng, %,dpt)

	Q2/22	Q1/23	Q2/23	q/q	n/n
<b>Doanh Thu</b>	41,335	26,809	39,943	49.0	(3.4)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	5,809	3,829	4,910	28.2	(15.5)
<b>Biên LN gộp</b>	14.1	14.3	12.3	(2)	(1.8)
<b>LNST</b>	2,859	501	1,672	231	(41.5)

Nguồn: VSA, Fiinpro

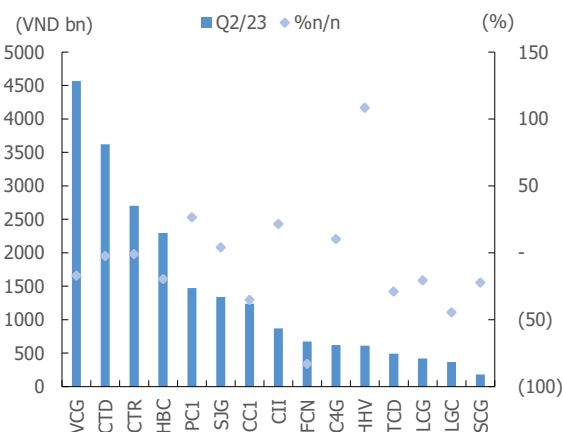
**Biểu đồ 1. Tăng trưởng Doanh thu và LNST vẫn âm ảm**



Nguồn: VSA, Fiinpro

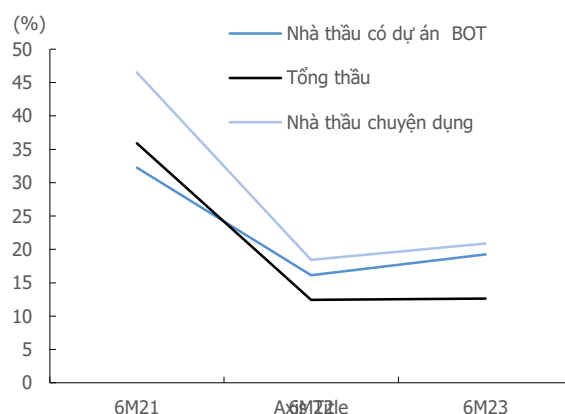
Phân tích mức tăng trưởng doanh thu tổng hợp, chỉ 4 trong số 15 công ty đầu ngành có tăng trưởng doanh thu. VCG đứng đầu cả về doanh thu (4,5 nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng (+108% n/n). HHV đứng thứ hai với mức độ tăng trưởng 27% n/n (627 tỷ đồng). HBC có tăng trưởng doanh thu ở mức -45% n/n nhưng lại là công ty tạo ra doanh thu lớn thứ ba với 2,3 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ hoàn thành mục tiêu doanh thu dao động từ 15%-25% trong 1H23, thấp nhất là các tổng thầu, điển hình là SCG với 3% doanh thu hoàn thành. Tỷ lệ hoàn thành LNST trung bình toàn ngành là 15%, HHV đứng đầu với tỷ lệ hoàn thành 90%/89%.

**Biểu đồ 2. VCG đi đầu toàn ngành**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

**Biểu đồ 3. Nhà thầu dự án BOT có mức hoàn thành tốt hơn**

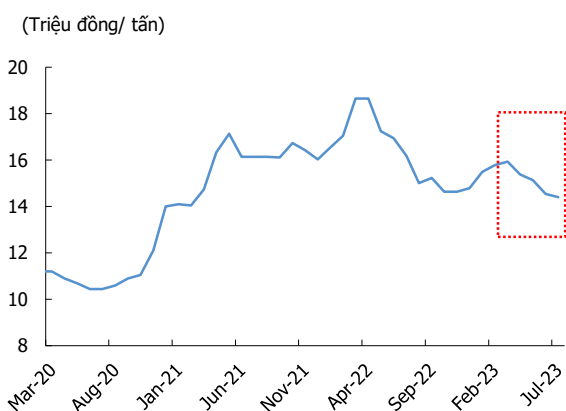


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

### Biên lãi gộp giảm nhẹ

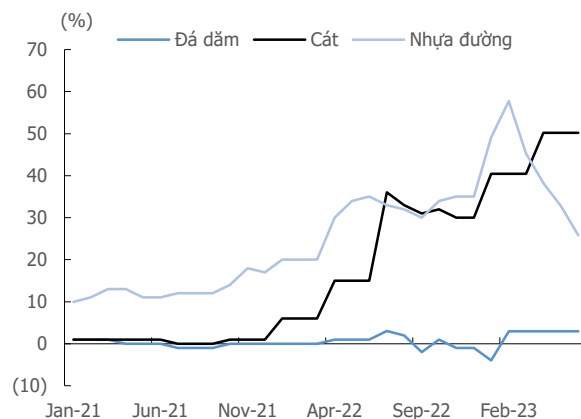
Giá thép và xi măng tăng cao gây áp lực lên giá vốn hàng bán, đặc biệt là đối với các nhà thầu xây dựng nhà cao tầng. Mặc dù chi phí vật liệu ổn định trong Q2/23, nhưng quá trình xây dựng kéo dài dẫn đến việc cần thời gian để lợi ích của NVL giá rẻ có thể hiện thị trên kết quả kinh doanh. Trong Q2/23, hầu hết các công ty đều chứng kiến biên lợi nhuận gộp (GM) giảm so với 2Q/22. Đơn vị xây dựng cơ sở hạ tầng với các dự án BOT duy trì được GM tốt (C4G: 18%, LGC: 55%) nhờ dòng tiền ổn định từ phí cầu đường. Biên GM của CII giảm 20% n/n do doanh thu xây dựng giảm. GM của các tổng thầu dao động quanh mức 9-18% với HBC là ngoại lệ ở mức 18,4%, +13,5% n/n. Biên lợi nhuận gộp của CTD giảm xuống 2,8%, -3,8dpt n/n, thấp nhất trong số các công ty đầu ngành. FCN, một chuyên gia về đất nền và công trình ngầm, đã gây bất ngờ cho thị trường với biên lợi nhuận gộp tăng 19,7% n/n lên 29,9% trong Q2/23.

**Biểu đồ 4. Giá thép đã giảm từ tháng 4**



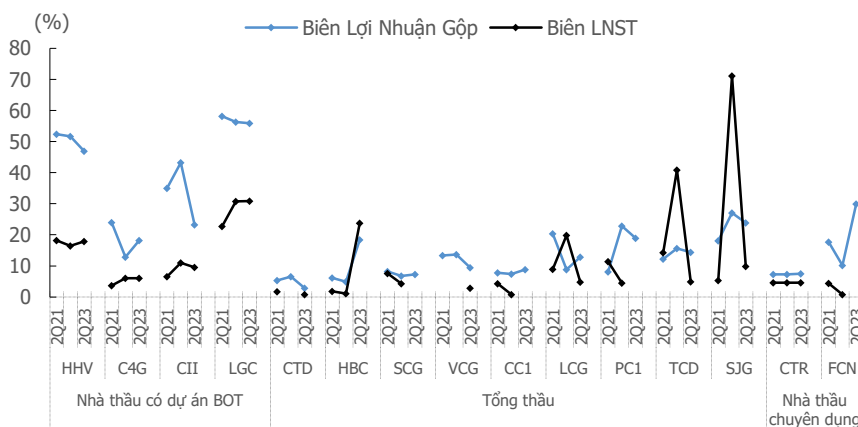
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

**Biểu đồ 5. Chỉ số vật liệu thông thường cũng ổn định trong Q2/23 (2020=100%)**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

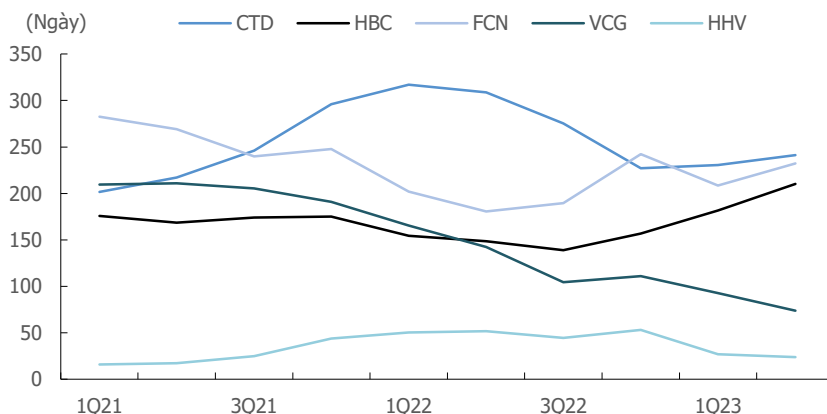
**Biểu đồ 6. Biên Lợi nhuận của hầu hết các công ty đều giảm**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Dòng tiền thanh toán chủ dự án là thiết yếu cho hoạt động của các tổng thầu. Kể từ 2021, nhiều nhà thầu phải chịu rủi ro vỡ nợ từ phía chủ đầu tư. Trong Q2/23 Khoảng phải thu của CTD và HBC tăng lần lượt lên 241/232 ngày, ngang bằng với mức cao trong Q2/21. Chỉ có Khoảng phải thu của VCG có giảm xuống còn 73 ngày (so với 142 ngày trong Q2/22).

**Biểu đồ 7. Số ngày quay vòng Khoản phải thu trở về mức đỉnh Q2/22**

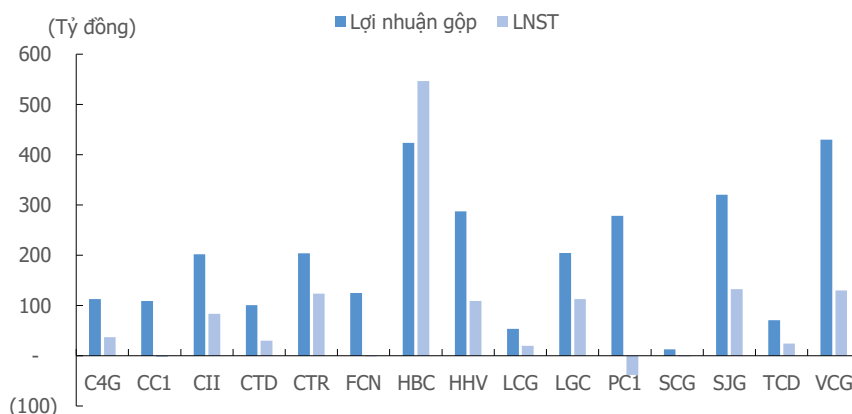


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

### Chi phí tài chính tăng gánh nặng lên biên lợi nhuận ròng

Lợi nhuận ròng của ngành xây dựng sụt giảm trong Q2/23 và hầu hết các công ty đầu ngành đều có mức tăng trưởng âm so với cùng kỳ năm ngoái. PC1 nổi bật với khoản lỗ trước thuế 38,1 tỷ đồng. Chỉ 5 trong 15 công ty có Lợi nhuận ròng tăng, trong đó CTD và VCG trở lại vùng xanh sau kỳ lỗ Q2/22. HBC tỏa sáng với 546 tỷ đồng (+1110%yoy) nhờ thu nhập bất thường từ thanh lý tài sản..

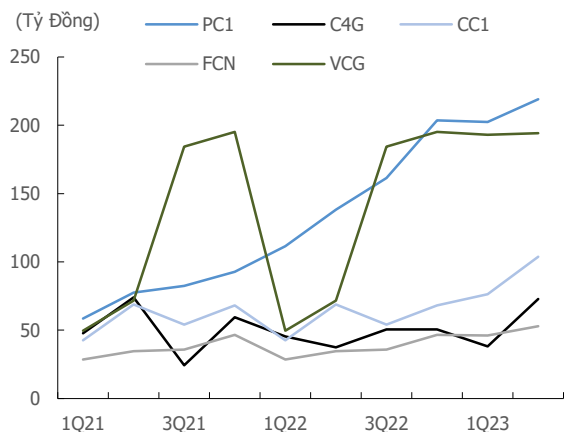
**Figure 8. Contractors' 2Q23 Gross Profit and Net Profit**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

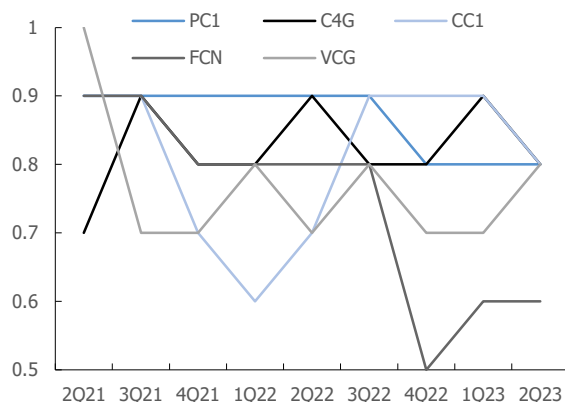
Các khoản vay đất cũng là góp phần khiến lợi nhuận giảm sút và chi phí lãi vay của 4 trong 15 công ty vượt lợi nhuận gộp (chi phí lãi vay của SCG cao gấp 9 lần lợi nhuận gộp trong Q2/23). Tỷ trọng chi phí nợ vay của các nhà thầu tăng mạnh: C4G (+95% n/n), PC1 (+59% n/n) và TCD (+67% n/n). Theo phân tích gánh nặng nợ (EBT/EBIT) tiếp tục đi xuống, cho thấy chi phí lãi vay đã làm giảm lợi nhuận trước thuế, đặc biệt là FCN, vốn có lợi nhuận gộp đã giảm.

**Biểu đồ 9. Chi phí lãi vay tiếp tục tăng mạnh**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

**Biểu đồ 10. Gánh nặng lãi vay**

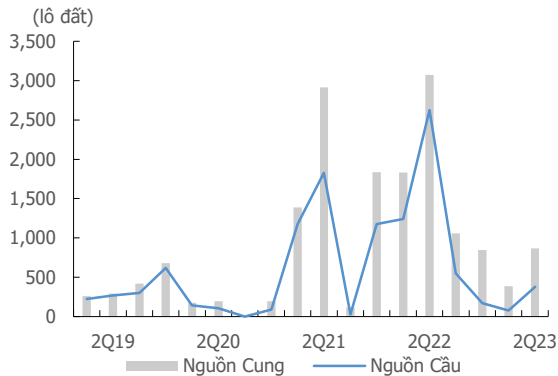


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

### Thị trường bất động sản trì trệ cản trở phục hồi

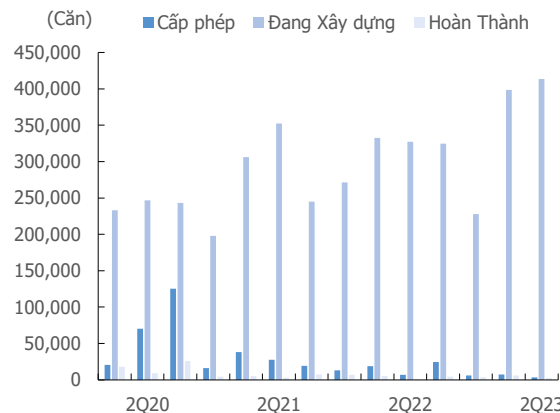
Thị trường Bất động sản chứng kiến sự phục hồi nhu cầu về nhà ở mới trong Q2/23 mặc dù chưa đạt đến đỉnh cao như năm 2022. Trong Quý 2 năm 2023, 867 lô nền mới (+125% q/q, - 71,78% y/y) đã được cung cấp cho thị trường TP.HCM và nhu cầu đạt 378 nền (+384% q/q, - 85,59% y/y). Nguồn cung trên toàn quốc vẫn trầm lắng khi chỉ có 2,424 căn hộ mới được cấp phép trong Q2/23 và chỉ có 3,239 dự án hoàn thành xây dựng. Hơn 400,000 căn hộ vẫn đang trong quá trình xây dựng.

**Biểu đồ 11. Nhu cầu đất nền ở TP.HCM tăng nhẹ**



Nguồn: DKRA

**Biểu đồ 12. Nhu cầu nhà để ở còn thấp**



Nguồn: Bộ Xây Dựng

Không có tín hiệu rõ ràng về thu nhập của ngành quya đầu trong Q2/23. Vẫn khó có thể xác định những lợi ích từ các dự án đầu tư công, với ưu và nhược điểm khác nhau cho từng nhà thầu tham gia Đường cao tốc Bắc-Nam (C4G, CC1, LCG và HHV). Khi những nhà thầu cơ sở hạ tầng có khả năng tiếp cận các nguồn nguyên liệu tổng hợp rẻ hơn và các khoản vay phải chăng, chúng tôi tin rằng tỷ suất lợi nhuận ròng của ngành có thể cải thiện khi đó.

Biên lợi nhuận gộp của các nhà thầu cao tầng có thể giảm thêm do lượng tồn kho nguyên liệu giá cao còn lại từ cuối năm 2022 và Q1/23. Doanh thu vẫn không khả quan do rủi ro nợ xấu của chủ dự án không giảm. Chúng tôi nhìn thấy chút ánh sáng cuối đường hầm khi chính phủ đang tăng cường vực dậy thị trường bất động sản, và do đó, ngành xây dựng có thể được hưởng lợi trong quý Q4/23F -2024F.

■ **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 kỳ 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 các 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 9/05/2023.

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 9/05/2023.

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

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

## 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 chụp, 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 chụp, 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.