

Ngành Xây dựng: đang trên đà phục hồi

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Đoàn Bảo Anh Tuấn
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

- HSC duy trì quan điểm tích cực về ngành xây dựng, ngành sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của thị trường BĐS. Ngoài ra, dòng vốn FDI mạnh mẽ vào lĩnh vực sản xuất và việc đẩy nhanh phát triển CSHT công cộng đang tạo ra những cơ hội đáng kể để các nhà thầu đa dạng hóa các dự án của mình.
- Các công ty hàng đầu như CTD có vị thế để tiếp tục hưởng lợi từ quá trình hợp nhất ngành sau khi cuộc khủng hoảng tín dụng đã loại bỏ các đối thủ cạnh tranh yếu kém về tài chính.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTD với giá mục tiêu 96.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 46,8%. Lợi nhuận dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm tới đạt 30,1%.

Sự phục hồi của lĩnh vực BĐS dân dụng, dòng vốn FDI mạnh mẽ và đầu tư CSHT được đẩy mạnh sẽ giúp gia tăng các hợp đồng mới

Thị trường BĐS dân dụng tại Hà Nội đã tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2024, với 19.068 căn hộ được bán ra – mức cao nhất trong 5 năm qua – nhờ nhu cầu đầu tư, lãi suất thấp và tâm lý thị trường được cải thiện. Trong khi nguồn cung ở phía Nam vẫn còn hạn chế, hoạt động thị trường thứ cấp đang phục hồi và việc phê duyệt dự án nhanh hơn dự kiến sẽ thúc đẩy nguồn cung và doanh số bán nhà trong năm 2025, mang lại lợi ích cho các công ty xây dựng. Dòng vốn FDI mạnh mẽ đổ vào lĩnh vực sản xuất tại Việt Nam cũng đã đẩy mạnh nhu cầu xây dựng nhà máy và kho bãi. Nhu cầu mạnh mẽ từ phân khúc nhà ở và công nghiệp, cùng với việc đẩy mạnh chi tiêu cho CSHT, sẽ bù đắp cho nhu cầu yếu hơn từ phân khúc khách sạn, thúc đẩy tăng trưởng giá trị hợp đồng mới cho các nhà thầu.

Cạnh tranh giảm bớt sau quá trình hợp nhất

Sự suy yếu kéo dài của thị trường BĐS trong 5 năm qua, trước tiên là do COVID-19 và sau đó là do khủng hoảng tín dụng, đã dẫn đến những thách thức tài chính đáng kể cho nhiều nhà thầu lớn, với một số nhà thầu bị phá sản hoặc phải thu hẹp quy mô hoạt động. Ngược lại, các công ty hàng đầu với vị thế tài chính vững mạnh và chuyên môn kỹ thuật cao đã giành được thị phần đáng kể và có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS.

Lựa chọn đầu tư của HSC

Sau khi phân tích bối cảnh hiện tại của ngành, HSC tiếp tục nhận thấy triển vọng được cải thiện cho tất cả các phân khúc xây dựng của CTD, vì công ty sẽ là một trong những đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ nhiều xu hướng của ngành: (1) sự phục hồi của thị trường BĐS, (2) dòng vốn FDI ổn định vào Việt Nam, và (3) việc Chính phủ đẩy mạnh xây dựng CSHT công cộng – và chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp CTD có định giá cao hơn.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 30,1%, từ 309 tỷ đồng lên 681 tỷ đồng trong ba năm tới, được hỗ trợ bởi giá trị hợp đồng chưa thực hiện tăng mạnh (ở mức 35 nghìn tỷ đồng vào cuối Q3/2024), tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện (NĐTC 2024-2025: 4,4% và NĐTC 2025-2026: 4,5%) và giảm dự phòng các khoản phải thu khó đòi (35% trong NĐTC 2024-2025 và 20% trong NĐTC 2025-2026). Chúng tôi cũng nhận thấy chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đang có xu hướng giảm xuống mức tốt là 94 ngày (tính đến cuối NĐTC 2023-2024) và Công ty vẫn duy trì trạng thái tiền mặt thuần nhờ dòng tiền hoạt động mạnh. Do đó, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu là 96.000đ.

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

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
CTD	65,800	Mua vào	-	96,000	-	45.9	12.9	10.7	0.74	0.71	1.55	2.33

Giá cổ phiếu tại ngày 29/11/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Triển vọng cải thiện nhưng nhờ những động lực mới

HSC giữ nguyên quan điểm ngành xây dựng đang sẵn sàng để phục hồi đáng kể, được thúc đẩy bởi các hợp đồng mới khi cả ba phân khúc (nhà ở, công nghiệp/FDI và CSHT công cộng) đều hướng tới sự mở rộng mạnh mẽ. Tuy nhiên, chúng tôi cũng dự báo sự phục hồi giữa các doanh nghiệp trong ngành sẽ không đồng đều. Giá nguyên vật liệu biến động sẽ dẫn đến sự khác biệt về tỷ suất lợi nhuận gộp, và tiếp tục đem lại lợi thế cho công ty hàng đầu. Chúng tôi tiếp tục ưa thích CTD (Mua vào, giá mục tiêu 96.000đ) do giá trị hợp đồng chưa thực hiện vững chắc, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện và khả năng quản lý khoản phải thu hiệu quả.

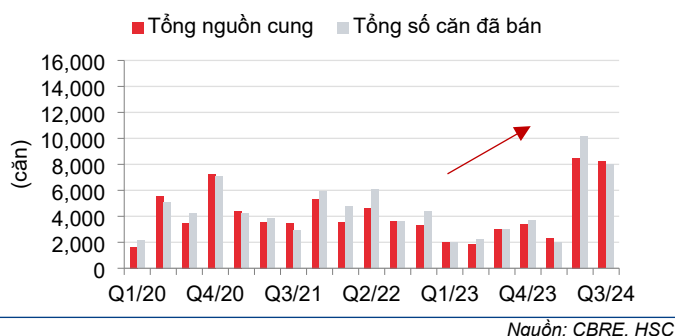
Giá trị hợp đồng mới tăng khi tất cả các phân khúc đều hướng tới mở rộng

Phục hồi song hành cùng thị trường BĐS

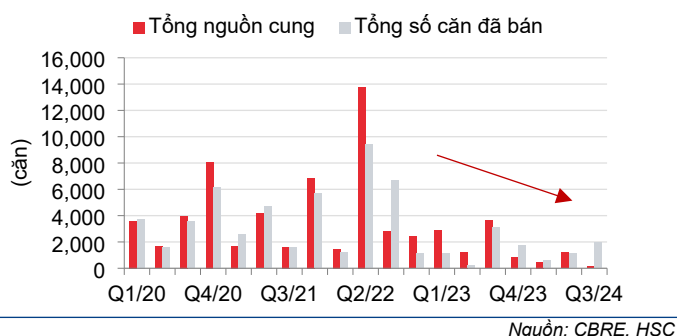
HSC giữ nguyên quan điểm rằng giai đoạn tồi tệ nhất đã qua đối với thị trường BĐS, và theo đó, đối với ngành xây dựng cũng vậy, khi chúng tôi tiếp tục nhận thấy:

- Đà tăng trưởng nguồn cung mạnh mẽ, nhờ tâm lý thị trường được cải thiện – Sau những lần mở bán thành công của các chủ đầu tư nước ngoài như mở bán dự án Lumi của Capital Land và Eaton Park của Gamuda Land trong nửa đầu năm 2024, với nhu cầu mạnh mẽ (tỷ lệ hấp thụ lần lượt là 100% và 70%), các chủ đầu tư trong nước đã tự tin hơn và hiện đang tích cực triển khai các dự án mới. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, tổng nguồn cung tại thị trường Hà Nội đạt 19.068 căn, đánh dấu mức cung cao nhất được ghi nhận trong khoảng thời gian này trong 5 năm qua. Dự kiến, tổng nguồn cung tại Hà Nội trong Q4/2024 sẽ vào khoảng 10.000 căn, nâng tổng số căn hộ cả năm lên khoảng 30.000 căn, mức cao nhất trong 5 năm qua và vượt qua dự báo ban đầu của HSC là khoảng 20.000 căn cũng như dự báo của các đơn vị như CBRE.
- Chính quyền sẵn sàng hơn trong việc phê duyệt và tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS – Mặc dù nguồn cung tại TP.HCM trong 9 tháng đầu năm 2024 thấp nhưng HSC nhận thấy chính quyền đang sẵn sàng hơn trong việc phê duyệt và giải quyết các vấn đề pháp lý cho các dự án BĐS. Do đó, chúng tôi cho rằng nguồn cung tại TP.HCM có thể chạm đáy trong năm 2024 và bắt đầu phục hồi đáng kể trong năm 2025. Đà phục hồi này dự kiến sẽ lan rộng sang các tỉnh lân cận như Bình Dương, Long An, Đồng Nai.

Biểu đồ 1: Tổng nguồn cung và số căn hộ đã bán, Hà Nội
9 tháng đầu năm 2024 ghi nhận nguồn cung số căn hộ cao kỷ lục trong 5 năm qua

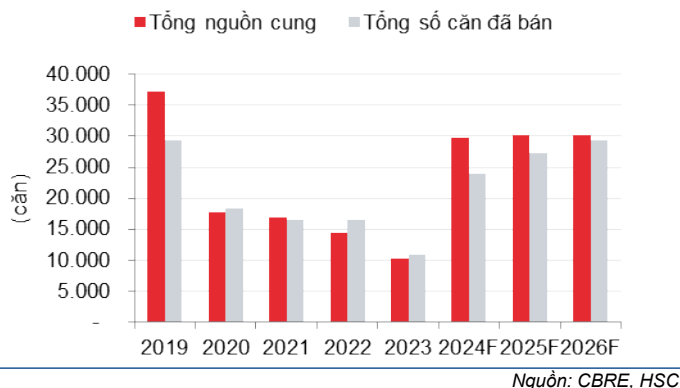


Biểu đồ 2: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán, TP.HCM
Số căn bán trong Q3 chủ yếu từ các dự án mở bán trước đó



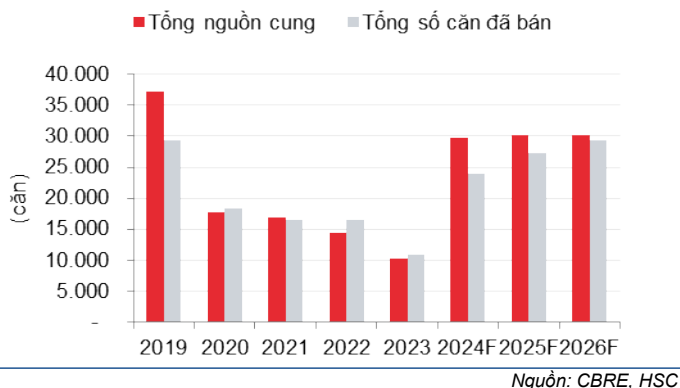
Biểu đồ 3: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán, Hà Nội, giai đoạn 2024-2026

Năm 2024 nguồn cung đạt khoản 30.000 căn, mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây



Biểu đồ 4: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán TP HCM giai đoạn 2024-2026

Năm 2024 nguồn cung đạt khoản 5.000 căn, vẫn tiếp tục bị hạn chế



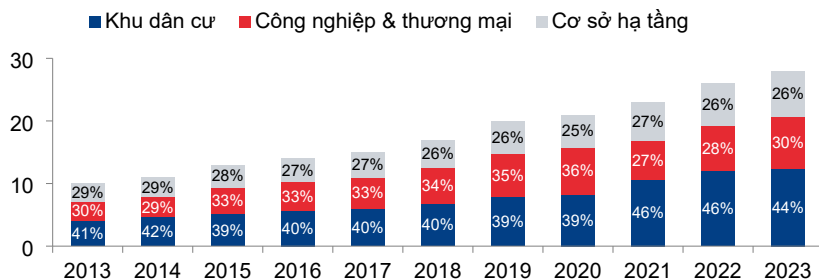
Bảng 5: Số dự án và số sản phẩm thuộc các dự án được phê duyệt, 9 tháng đầu năm 2024

Số dự án và số sản phẩm thuộc các dự án được phê duyệt 9 tháng đầu năm 2024 vượt qua cả năm 2023

	2020	2021	2022	2023	9M23	9M24
Số dự án được phê duyệt	743	252	126	67	47	61
Số sản phẩm thuộc các dự án được phê duyệt (căn)	232,559	99,958	55,732	24,993	13,454	31,673

Nguồn: MOC, HSC

Biểu đồ 6: Cơ cấu tổng giá trị ngành xây dựng Việt Nam (tỷ USD)



Dữ liệu của Bộ Xây dựng trong 9 tháng đầu năm 2024 tiếp tục củng cố quan điểm của HSC, với số lượng dự án được phê duyệt và số lượng căn hộ được phê duyệt trên cả nước đều tăng trưởng mạnh lần lượt 29,7% và 135,4% so với cùng kỳ (Bảng 5).

Như được trình bày trong Bảng 6, trong quá khứ, phân khúc BĐS dân dụng luôn là yếu tố đóng góp lớn nhất vào giá trị của ngành xây dựng, đóng góp 44% vào năm 2023. Do đó, HSC tin rằng sự tăng trưởng mạnh mẽ của nguồn cung nhà ở trong 9 tháng đầu năm 2024 sẽ dẫn đến tăng giá trị hợp đồng mới cho toàn ngành. Lưu ý, chúng tôi cũng nhận thấy sự gia tăng mạnh mẽ về số lượng giấy phép xây dựng được cấp (Bảng 7) trong nửa đầu năm 2024 so với nửa đầu năm 2023, điều này phù hợp với nhận định về sự phục hồi của thị trường BĐS sau khủng hoảng tín dụng.

Bảng 7: Số GPXD được cấp mới

	2021	2022	2023	6T2023	6T2024
Giấy phép xây dựng được cấp mới					
Căn hộ riêng lẻ	165,885	186,021	127,272	71,163	68,870
Dự án	5,851	6,143	20,747	1,872	2,382
Tổng cộng	171,736	192,164	148,019	73,035	71,252

Nguồn:

Dòng vốn FDI ổn định tiếp tục hỗ trợ triển vọng dài hạn

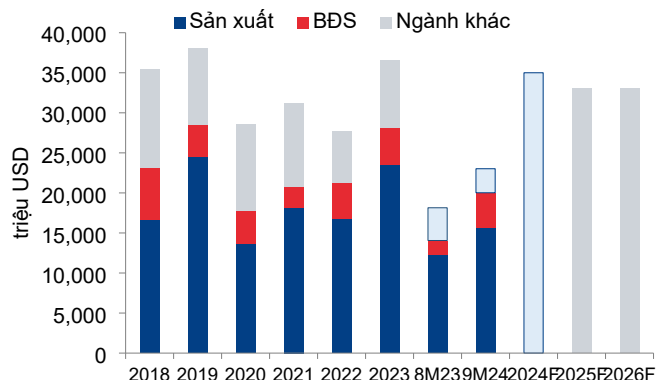
Tại thời điểm cuối Q3/2024, tổng vốn FDI cam kết từ đầu năm đạt hơn 24,78 tỷ USD, tăng 11,6% so với cùng kỳ, trong khi vốn FDI giải ngân ước tính đạt khoảng 17,3 tỷ USD, tăng 8,9% so với cùng kỳ. Những kết quả này nhìn chung sát với dự báo cả năm của bộ phận nghiên cứu vĩ mô của HSC về việc FDI thực hiện và FDI cam kết đều tăng 9% trong năm 2024. Đáng chú ý, một số cam kết bổ sung quan trọng tập trung vào tỉnh Bắc Ninh, gồm (1) Foxconn đầu tư 383 triệu USD vào nhà máy linh kiện điện tử, (2) Goertek đầu tư 280 triệu USD vào nhà máy sản xuất sản phẩm điện tử, và (3) Victory Giant Technology đầu tư 260 triệu USD vào nhà máy sản xuất bảng mạch in có độ chính xác cao.

Trong tương lai, bộ phận nghiên cứu vĩ mô của HSC dự báo giải ngân FDI sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức 6% vào năm 2025 và 4% vào năm 2026, trước khi phục hồi lên mức 8% vào năm 2027. FDI cam kết dự báo sẽ tiếp tục giảm 7% vào năm 2025, ổn định vào năm 2026 và phục hồi nhẹ ở mức 4% vào năm 2027. Tuy nhiên, bất chấp những bất ổn gây ra do chiến thắng của Tổng thống Trump tại Mỹ, chúng tôi vẫn coi Việt Nam là một điểm đến hấp dẫn cho FDI nhờ những lợi thế cạnh tranh như chi phí lao động thấp, lực lượng lao động trẻ và có trình độ, CSHT đang được cải thiện, môi trường kinh doanh thuận lợi và nhiều hiệp định thương mại tự do (FTA). Ngoài ra, Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ việc các nhà sản xuất chuyển dịch ra khỏi Trung Quốc do dự kiến về mức thuế quan cao của chính quyền Trump.

HSC kỳ vọng tăng trưởng FDI mạnh mẽ, nhất là trong lĩnh vực sản xuất, sẽ tiếp tục thúc đẩy xây dựng công nghiệp, mang lại thêm hợp đồng cho các nhà thầu. Lưu ý, một số nhà thầu Việt Nam có trình độ cao để thực hiện các dự án đòi hỏi khắt khe, đáp ứng cả tiêu chuẩn kỹ thuật và ESG. Cotecccons (CTD) là một ví dụ điển hình, với thành tích ấn tượng về 38 dự án được chứng nhận LEED, bao gồm các dự án lớn như Lego, PepsiCo và Pandora. Năng lực này giúp hạn chế rủi ro các nhà phát triển trong nước mất các dự án quy mô lớn vào tay các đối thủ nước ngoài. Ngoài ra, như được trình bày trong Bảng 6, các dự án công nghiệp và thương mại đóng góp khoảng 27% tổng giá trị của ngành. Mặc dù chúng tôi dự kiến tỷ lệ này sẽ duy trì tương đối ổn định nhưng sự gia tăng chung về tổng giá trị sẽ đảm bảo đủ công việc cho các nhà thầu.

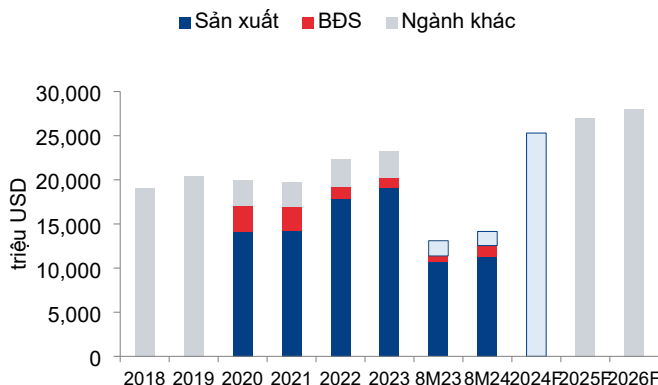
Mặc dù các dự án công nghiệp thường có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn (4–5%) so với các dự án dân dụng (5–8%) nhưng chúng thường có vòng đời dự án ngắn hơn, dòng tiền nhanh hơn và giảm rủi ro các khoản phải thu khó đòi. Điều này đặc biệt có lợi cho các nhà thầu tập trung vào khách hàng FDI, như CTD. Trong giai đoạn 2021–2023 khi thị trường nhà ở trầm lắng, các dự án FDI đã giúp CTD duy trì sự ổn định tài chính và thậm chí cải thiện sức khỏe tài chính, đưa CTD trở thành một trong những công ty xây dựng có nền tảng tài chính vững chắc nhất hiện nay.

Biểu đồ 8: Vốn FDI cam kết vào Việt Nam qua các năm



Nguồn: FIA, HSC

Biểu đồ 9: Vốn FDI giải ngân tại Việt Nam qua các năm



Nguồn: FIA, HSC

Đẩy mạnh đầu tư công giúp đảm bảo tăng trưởng trung hạn

Ngoài tăng trưởng dự kiến trong lĩnh vực nhà ở và FDI, phân khúc CSHT cũng sẵn sàng cho sự mở rộng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025–2030, được thúc đẩy bởi việc Chính phủ tập trung vào đầu tư công như một trong những động lực chính của nền kinh tế. HSC tiếp tục thấy những nỗ lực hữu hình của Chính phủ nhằm đẩy nhanh các sáng kiến của mình, bao gồm:

- **Phân bổ ngân sách đáng kể:** Tại thời điểm cuối tháng 10/2024, Chính phủ đã giải ngân 52,3% mục tiêu cả năm (tương đương 418 nghìn tỷ đồng), tương đối sát với các giai đoạn trước (46,4% trong 10 tháng đầu năm 2022 và 52% trong 10 tháng đầu năm 2023). Tuy nhiên, khi chúng ta đang tiến gần đến cuối nhiệm kỳ 2021–2025, HSC dự báo Chính phủ sẽ có một cú hích mạnh mẽ vào năm 2025 để kết thúc giai đoạn 5 năm thành công. Lưu ý, chúng tôi không thấy bất kỳ rủi ro nào liên quan đến tài trợ vì các chính sách tài khóa thận trọng của Việt Nam và tỷ lệ nợ công/GDP thấp (ở mức 37% vào năm 2023) đảm bảo khả năng tài trợ cho các dự án này của Chính phủ mà không làm tăng mối lo ngại về tín dụng.
- **Đẩy nhanh và tinh gọn hóa giải ngân:** Chính phủ đã thực hiện các bước để đẩy nhanh giải ngân đầu tư công, tập trung vào giải quyết các nút thắt/thách thức chính như khung chính sách, giải phóng mặt bằng và thiếu hụt vật liệu. HSC kỳ vọng những nỗ lực này sẽ tiếp tục thúc đẩy tổng tỷ lệ giải ngân vượt qua mức bình quân 5 năm hiện tại là 75%. Chúng tôi lưu ý rằng tỷ lệ giải ngân của Bộ Giao thông Vận tải vẫn cao hơn đáng kể so với tổng tỷ lệ giải ngân đã đề cập ở trên, liên tục vượt mức 90% trong 5 năm qua.

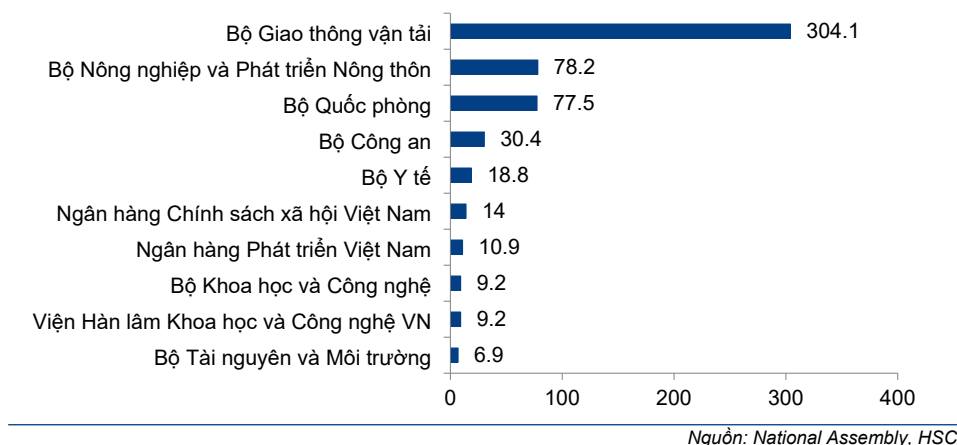
Theo sau sự gia tăng gần đây trong đầu tư CSHT, HSC nhận thấy một số công ty xây dựng từng tập trung vào các dự án nhà ở và công nghiệp thì giờ đây đang nhanh chóng mở rộng sang phân khúc CSHT để nắm bắt các cơ hội mới nổi và đa dạng hóa những hợp đồng của mình. Đáng chú ý, Ricons đã trở thành nhà thầu chính cho dự án Sân bay Long Thành (nhiều gói thầu cụ thể đã được trao) trong khi Cotecons (CTD) cũng đã giành được nhiều hợp đồng trong lĩnh vực này, chẳng hạn như dự án đường Lương Hòa – Bình Chánh vào tháng 4 (với tư cách là nhà thầu phụ) và gần đây là dự án đường Thùy Vân ở Vũng Tàu (với tư cách là nhà thầu chính, giá trị hợp đồng 485 tỷ đồng).

Ngoài ra, trong các cuộc trao đổi gần đây với các nhà thầu CSHT và nhà cung cấp vật liệu, hầu hết các phản hồi đều nhấn mạnh Chính phủ là một khách hàng lý tưởng, với việc thanh toán đúng hạn và môi trường hợp tác suôn sẻ. Mối quan hệ làm việc thuận lợi này là động lực chính thúc đẩy sự tự tin của các nhà thầu trong lĩnh vực này.

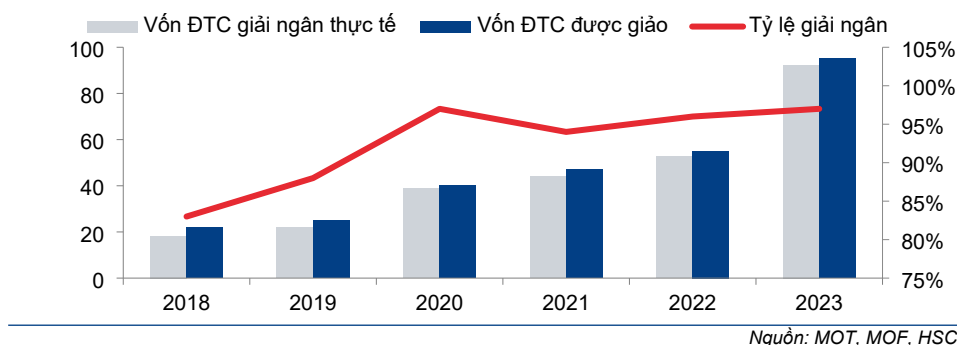
Mặc dù CSHT vẫn là một phân khúc tương đối mới đối với CTD và các công ty cùng ngành nhưng nó mang lại tiềm năng đáng kể do dự kiến sẽ có những khoản giải ngân quy mô lớn trong giai đoạn tới. HSC duy trì quan điểm tích cực về việc các công ty xây dựng chuyển hướng chiến lược sang lĩnh vực này, và kỳ vọng giá trị hợp đồng chưa thực hiện sẽ tiếp tục tăng trưởng. Tuy nhiên, chúng tôi chờ đợi những thông tin rõ ràng hơn về khả năng sinh lời và rủi ro thanh toán liên quan đến các dự án này trước khi đưa ra đánh giá toàn diện về tác động dài hạn của chúng.

Biểu đồ 10: Phân bổ vốn đầu tư công phân cho các bộ ngành giai đoạn 2021- 2025, nghìn tỷ đồng

Tập trung chủ yếu vào cơ sở hạ tầng giao thông



Biểu đồ 11: Tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công, Bộ Giao thông Vận tải, nghìn tỷ đồng
MOT liên tục đạt mục tiêu giải ngân vốn đầu tư công, với tỷ lệ giải ngân đạt bình quân 80-90%/năm



Sự hợp nhất hướng về các công ty hàng đầu

Mặc dù giá trị hợp đồng chưa thực hiện có vẻ sẽ tăng lên đối với toàn ngành nhưng HSC không kỳ vọng tất cả các công ty sẽ đạt được được mức tăng tương ứng. Các công ty hàng đầu – trụ vững sau đợt suy thoái vừa qua – có vị thế để hưởng lợi nhiều nhất từ chu kỳ sắp tới, do:

Hợp nhất ngành sau khủng hoảng tín dụng

Do rào cản gia nhập ngành xây dựng tương đối thấp, giai đoạn trước năm 2019 đã chứng kiến sự xuất hiện của nhiều công ty nhỏ, thường được thành lập bởi các cựu giám đốc, quản lý của các công ty lớn. Tuy nhiên, thời kỳ suy thoái năm 2021–2022, cùng với khó khăn tài chính của nhiều chủ đầu tư, đã dẫn đến sự thất bại của nhiều nhà thầu lớn và nhỏ. Sự hợp nhất này dẫn đến số lượng nhà thầu giảm mạnh, với những người sống sót tận dụng vị thế tài chính mạnh hơn của họ để tích cực tham gia đấu thầu và giảm giá khi nguồn cung vẫn chậm (đặc biệt là đối với các dự án quy mô lớn). Một ví dụ đáng chú ý là công ty xây dựng từng đứng đầu là HBC, vốn phụ thuộc khá nhiều vào đòn bẩy tài chính với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH trong giai đoạn 2018–2020 ở mức khoảng 2,8, đã trở nên mất khả năng thanh toán trong cuộc khủng hoảng tín dụng với khoản lỗ lớn trong năm 2022-2023 và do đó đã bị Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM hủy niêm yết. Do một số vấn đề gặp phải, Công ty này đã mất thị phần đáng kể vào tay các công ty khác, bao gồm CTD.

Bảng 12: Các công ty lớn trong ngành xây dựng tại Việt Nam

	COTECCONS		HOABINH		Ricons		CENTRAL	
Tỷ đồng	CTD		HBC		Ricons		Central	
Loại hình	Niêm yết		Niêm yết		OTC		Tư nhân	
Số năm hoạt động	20		24		20		7	
Số lượng nhân sự	2,398		2,161		851		1,025	
Vốn hóa hiện tại	6,575		1,736		n/a		n/a	
Cuối kỳ 31/12/22								
Doanh thu	14,538		14,154		11,384		9,014	
Lợi nhuận thuần sau (trừ)	20		(2,606)		90		233	
FY Ending 31/12/23								
Revenue	16,529		7,542		7,574		8,142	
NPAMI	187		(1,110)		79		201	
FY Ending 31/12/23 Financials								
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3.4%		3.2%		2.5%		5.1%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.1%		-14.8%		1.1%		2.5%	
Chu kỳ dòng tiền	110		412		84		86	
Dự án nổi bật								
	Lego Factory		BW Nhơn Trạch (Nhà thầu phụ)		Sân bay quốc tế Long Thành (Nhà thầu phụ)		Vinhomes Dream City	
								
	Landmark 81		Vinhomes Golden River		Water Point		The Global City	
								
	Viettel's HQ		Hado Centrosa Garden		Foxconn A1 and A2		Fairmont Hanoi	

*Số liệu trên chưa phản ánh tình hình cải thiện đáng kể ở CTD trong năm qua
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, FinGate, HSC

Biến động giá nguyên vật liệu dẫn đến chênh lệch tỷ suất lợi nhuận gộp

Trong khi cuộc khủng hoảng tín dụng năm 2021–2022 và COVID–19 đã gây ra sự gián đoạn cho ngành xây dựng dẫn đến giảm giá trị hợp đồng chưa thực hiện, thì giá nguyên vật liệu tăng (chiếm 70% – 45% chi phí dự án) do tắc nghẽn chuỗi cung ứng càng làm xói mòn thêm tỷ suất lợi nhuận.

Bảng 13: Tỷ lệ chi phí vật liệu xây dựng trong tổng chi phí xây dựng, theo các loại hình dự án và khu vực khác nhau

Chi phí vật liệu xây dựng là chi phí chính của dự án, theo sau là chi phí nhân công (20%) và chi phí máy móc

Loại hình xây dựng	Khu dân cư	Khu công nghiệp	Hạ tầng	Giao thông	Dự án phát triển nông nghiệp và nông thôn
Trung du và miền núi phía Bắc	68%	65%	50%	34%	44%
Đồng bằng sông Hồng	68%	65%	50%	35%	45%
Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung	73%	70%	54%	27%	48%
Tây Nguyên	73%	69%	54%	27%	48%
Đông Nam Bộ	73%	70%	56%	50%	53%
Đồng bằng sông Cửu Long	73%	70%	54%	19%	51%
Hà Nội	72%	69%	53%	37%	47%
TP.HCM	76%	72%	57%	51%	54%

Nguồn: Viện kinh tế xây dựng (MOT), HSC

Bảng 14: Biến động giá vật liệu xây dựng, Q2/2024 và Q4/2023, điểm phần trăm

	Xi măng	Thép	Cát	Đá	Nhựa đường
Trung du và miền núi phía Bắc	0	4.0	1.7	0.8	-2.1
Đồng bằng sông Hồng	0	4.0	1.7	0.9	-2.1
Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung	0	4.2	2.3	0.9	-3.4
Tây Nguyên	0	4.2	2.3	0.9	-3.4
Đông Nam Bộ	0	4.2	1.3	1.9	-1.6
Đồng bằng sông Cửu Long	0	4.2	1.3	1.7	-4.9
Hà Nội	0	4.2	1.7	0.9	-2.1
TP.HCM	0	4.3	1.3	1.9	-1.6

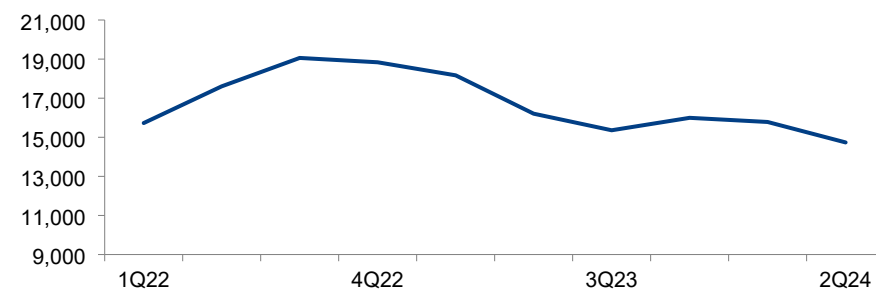
Nguồn: Viện kinh tế xây dựng (MOT), HSC

Tính đến Q2/2024, theo dữ liệu từ Bộ Xây dựng, giá nguyên vật liệu xây dựng cho thấy xu hướng biến động không đồng nhất:

- **Thép** – chiếm 45% tổng chi phí nguyên vật liệu, giá giảm do dư cung trên thị trường toàn cầu, nhất là từ Trung Quốc, trong khi các nhà sản xuất trong nước vẫn đang chờ đợi các biện pháp bảo hộ từ Chính phủ.
- **Xi măng** – chiếm 15% tổng chi phí nguyên vật liệu, cũng đối mặt với những khó khăn từ nhu cầu toàn cầu yếu, nhất là từ Trung Quốc, thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Trong nước, công suất dư thừa (theo ước tính của Bộ Xây dựng) đã tăng từ 15% lên 30% trong năm 2022–2023 và gây ra áp lực giảm giá. Mặc dù nhu cầu trong nước đang phục hồi nhưng những yếu tố này có thể sẽ giữ giá xi măng ở mức thấp trong năm 2024.
- **Cát, đá và nhựa đường** – chiếm 30% tổng chi phí nguyên vật liệu (tỷ lệ phụ thuộc vào loại dự án).
 - **Cát & đá:** Chúng tôi dự kiến giá cát và đá sẽ tiếp tục đối mặt với áp lực tăng do nhu cầu mạnh mẽ từ các dự án CSHT và những thách thức về hậu cần (yếu tố đóng góp chi phí chính), đặc biệt là đối với cát do sự phân bố trữ lượng không đồng đều. Theo Bộ Xây dựng, trữ lượng cát ở các khu vực phía Nam ước tính chỉ đáp ứng 70% nhu cầu xây dựng đường cao tốc.
 - **Nhựa đường:** Mặc dù giá nhựa đường đang có xu hướng giảm kể từ đầu năm nhưng áp lực tỷ giá gần đây có thể gây ra một số áp lực tăng giá, do nhựa đường có đặc thù là hàng hóa nhập khẩu. Tuy nhiên, HSC dự kiến tác động này sẽ ở mức tối thiểu hoặc không đáng kể, vì nhựa đường nhập khẩu vẫn cần phải cạnh tranh với các sản phẩm trong nước, đặc biệt là những sản phẩm do PLC sản xuất (chiếm 30% thị phần), nhất là trong các quy trình đấu thầu dự án CSHT.

Do giá các loại vật liệu xây dựng biến động không đồng nhất, chúng tôi dự kiến sẽ có sự khác biệt đáng kể về tỷ suất lợi nhuận gộp của các nhà thầu trong tương lai. Các nhà thầu nhà ở có thể sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ giá xi măng và thép thấp và ổn định hơn (so với giai đoạn năm 2022). Ngược lại, các nhà thầu CSHT, đặc biệt là những nhà thầu tham gia vào các dự án giao thông, có thể chỉ ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện vừa phải hoặc thậm chí giảm, tùy thuộc vào cơ cấu nguyên vật liệu cụ thể.

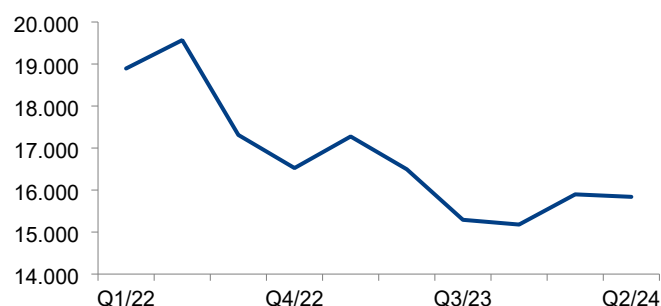
Biểu đồ 15: Giá nhựa đường bình quân, đồng/Kg



Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng(MOT), HSC

Biểu đồ 16: Giá thép xây dựng bình quân, đồng/kg

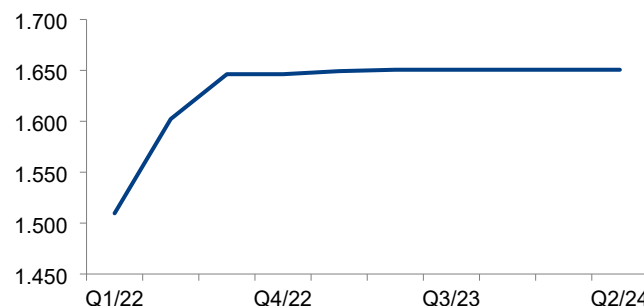
Chịu áp lực giảm giá khi 3,2 tấn thép của Trung Quốc tràn ngập thị trường



Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng(MOT), HSC

Biểu đồ 17: Giá xi măng bình quân, đồng/kg

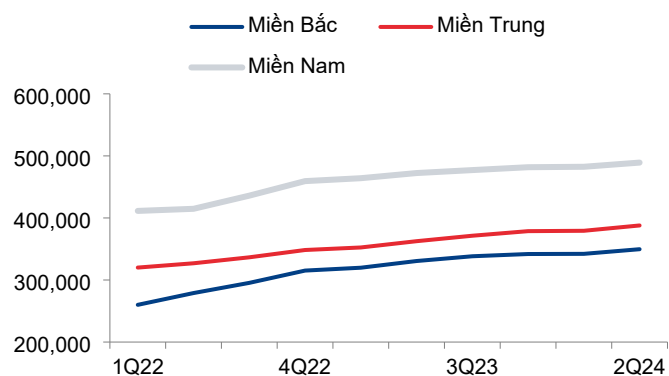
Dư cung có thể sẽ duy trì, tạo áp lực giảm giá, cùng với nhu cầu thị trường nước ngoài giảm



Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng(MOT), HSC

Biểu đồ 18: Giá cát xây dựng bình quân, đồng/m3

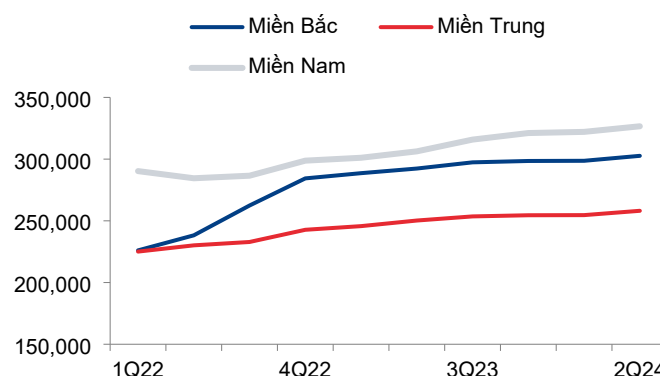
Trữ lượng phân bố không đồng đều khiến giá cát khu vực miền Nam cao hơn



Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng(MOT), HSC

Biểu đồ 19: Giá đá xây dựng bình quân, đồng/m3

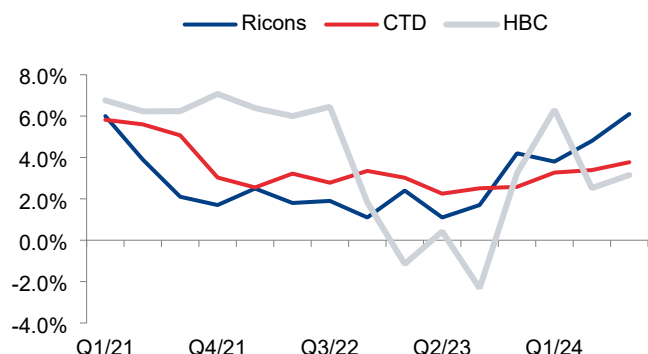
Các mỏ đá được phân bố đều hơn, cho phép giá cả có thể thay đổi dựa theo nhu cầu ở mỗi khu vực



Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng(MOT), HSC

Biểu đồ 20: Tỷ suất lợi nhuận gộp, các công ty xây dựng nhà ở, %

Lợi nhuận gộp của các công ty BĐS nhà ở cải thiện, nhờ giá thép và xi măng rẻ

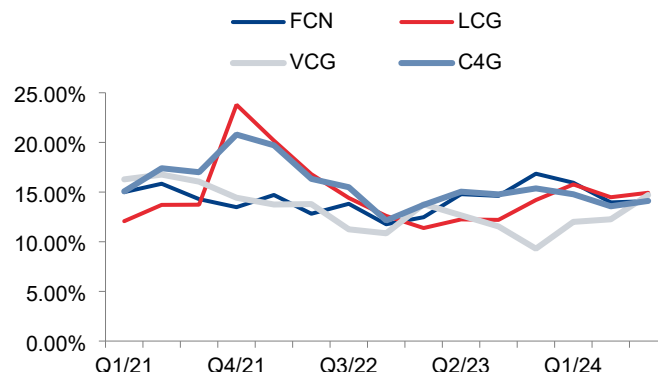


Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

* HBC đang đối mặt với tình trạng mất khả năng thanh toán do quản lý các khoản phải thu kém, trong khi Ricon chỉ giao dịch qua sản

Biểu đồ 21: Tỷ suất lợi nhuận gộp, các công ty xây dựng hạ tầng, %

Trong khi các công ty xây dựng hạ tầng có tỷ suất lợi nhuận gộp không thay đổi



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Những lựa chọn hàng đầu & khuyến nghị

Sau khi phân tích bối cảnh hiện tại của ngành, HSC tiếp tục nhận thấy triển vọng được cải thiện ở tất cả các phân khúc xây dựng của CTD, vì Công ty là một trong những đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ nhiều xu hướng của ngành: (1) sự phục hồi của thị trường BĐS, (2) dòng vốn FDI vào Việt Nam ổn định, và (3) việc chính phủ thúc đẩy CSHT công cộng – và chúng tôi tin rằng điều này sẽ dẫn đến mức định giá cao hơn.

Giá trị hợp đồng chưa thực hiện – Tại thời điểm cuối Q3/2024, theo BLĐ, giá trị hợp đồng chưa thực hiện của CTD ở mức đáng kinh ngạc là 35 nghìn tỷ đồng, trải dài trên nhiều phân khúc: nhà ở (53%), FDI (40%) và mảng kinh doanh mới (7%). Các dự án đang triển khai đáng chú ý bao gồm:

- **Nhà ở:** Eaton Park, The Senique, Sycamore, Lotus và nhiều dự án khác với Sun Group (sau mỗi quan hệ đối tác chiến lược gần đây). Sự hiện diện địa lý đa dạng của CTD cho phép Công ty tận dụng tối đa sự phục hồi của ngành BĐS từ Nam ra Bắc. Hơn nữa, do ngày càng chú trọng đến chất lượng, CTD đã được hưởng lợi từ việc khách hàng ưu tiên lựa chọn các nhà thầu uy tín. Điều này thể hiện rõ trong các dự án gần đây (The Lotus, Diamond Crown, v.v.) khi CTD đã thay thế các nhà thầu khác trong quá trình chuyển giao, đặc biệt là đối với các dự án phức tạp và chất lượng cao.
- **FDI:** Các dự án Lego, Pandora, PepsiCo và những dự án mới được bổ sung gần đây như XINGYU (Nam Định) và Cheng Long (Bình Dương) giúp củng cố vị thế áp đảo của CTD trong phân khúc FDI nhờ thành tích đã được chứng minh trong việc cung cấp nhiều dự án (lớn) được chứng nhận LEED, đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng cao nhất.
- **Đầu tư công:** sau lễ khởi công dự án đường Lương Hòa – Bình Chánh vào tháng 4 (với tư cách là nhà thầu phụ), công ty tiếp tục đẩy mạnh vào phân khúc đầu tư công với dự án đường Thủy Vân ở Vũng Tàu, với tổng mức đầu tư 1.100 tỷ đồng và giá trị hợp đồng của CTD là 485 tỷ đồng (CTD là nhà thầu chính).

Lợi nhuận – Trong ba năm tới, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 30,1%, từ 309 tỷ đồng lên 681 tỷ đồng, được hỗ trợ nhờ doanh thu đạt lần lượt 25 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18,7%), 26,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,1%) và 28.100 tỷ đồng (tăng trưởng 7,1%), nhờ giá trị hợp đồng chưa thực hiện đã đề cập ở trên.

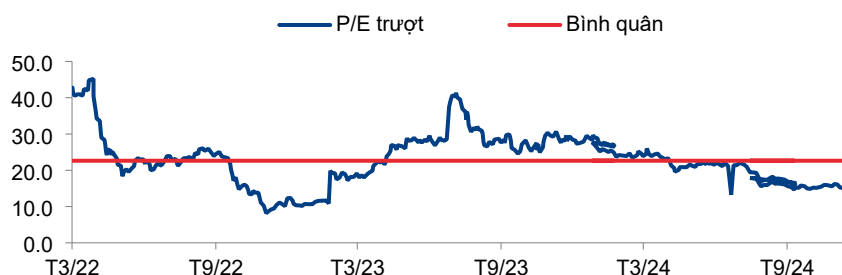
Chúng tôi cũng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện, từ mức 4,3% trong 9 tháng đầu năm 2024 lên 4,4% vào năm sau và 4,5% trong NDTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 6) do công ty đã:

- **Thực hiện các thương vụ mua lại chiến lược** để mở rộng dịch vụ, bao gồm việc bổ sung các công ty cơ điện và mặt dựng vào chuỗi cung ứng của mình.
- **Đa dạng hóa giá trị hợp đồng chưa thực hiện** với sự gia tăng đáng kể trong phân khúc nhà ở và khách sạn, vốn thường có tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với các dự án FDI.
- **Giảm dự phòng các khoản phải thu khó đòi.** HSC duy trì dự báo thận trọng ở mức 163 tỷ đồng, 130 tỷ đồng và 100 tỷ đồng cho ba năm tới (so với mức cao lần lượt là 388 tỷ đồng và 319 tỷ đồng trong năm 2022 và 2023). Tuy nhiên, việc Công ty gần đây đưa ra kế hoạch HĐKD, trong đó tuyên bố sẽ không trích lập thêm dự phòng trong năm nay, có thể tác động tích cực đến định giá của HSC nếu Công ty thực hiện điều này (Bảng 23). Lưu ý, KQKD theo quý gần đây của Công ty không cho thấy có thêm bất kỳ khoản dự phòng nào.

Theo đó, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 96.000đ. CTD hiện đang giao dịch với P/E dự phóng là 14,9 lần so với bình 3 năm ở mức 22,6 lần.

Biểu đồ 22: P/E trượt dự phóng 1 năm, CTD

CTD hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,9 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 22,6 lần



Nguồn: HSC ước tính.

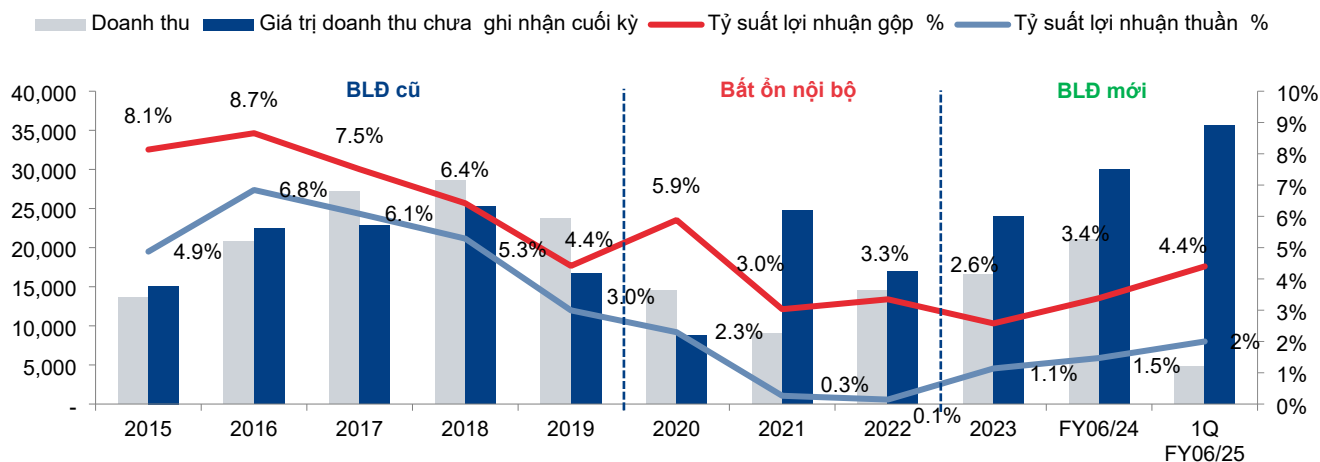
Bảng 23: EPS (đồng) và P/E (lần) ước tính, CTD

	FY06/25	FY06/26	FY06/27
'Báo cáo'			
EPS	4,178	5,649	6,444
P/E	13.1	10.6	9.8
Loại trừ chi phí dự phòng			
EPS	6,451	7,194	7,517
P/E	10.4	9.1	8.7

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 24: Doanh thu, doanh thu chưa ghi nhận và tỷ suất lợi nhuận của CTD, tỷ đồng

Ban lãnh đạo của CTD đã sẵn sàng cho sự trở lại đầy ấn tượng của Công ty



Nguồn: CTD, HSC

Để tìm hiểu phân tích chi tiết về CTD, vui lòng tham khảo báo cáo doanh nghiệp "[Trên đà trở thành công ty đầu ngành; tăng giá mục tiêu](#)" (13/11/2024).

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn