

ĐẦU TƯ CÔNG



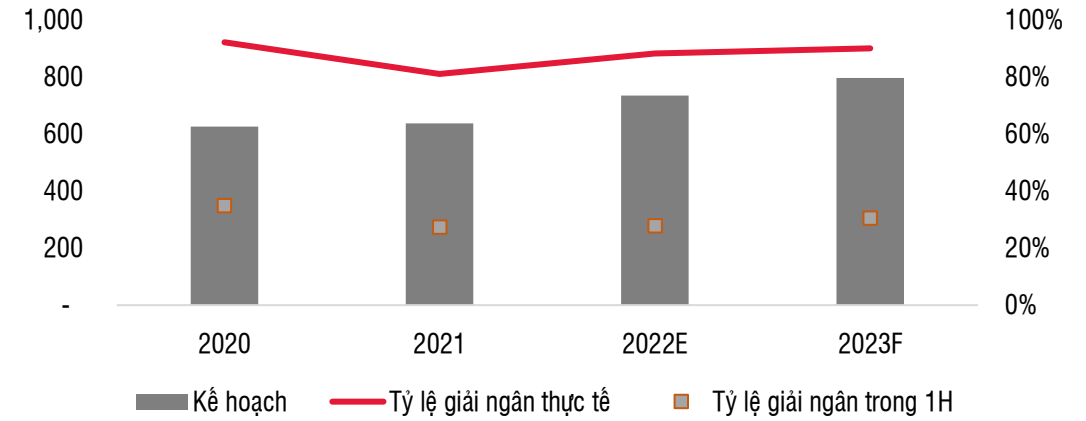
Khi chính sách đi vào cuộc sống



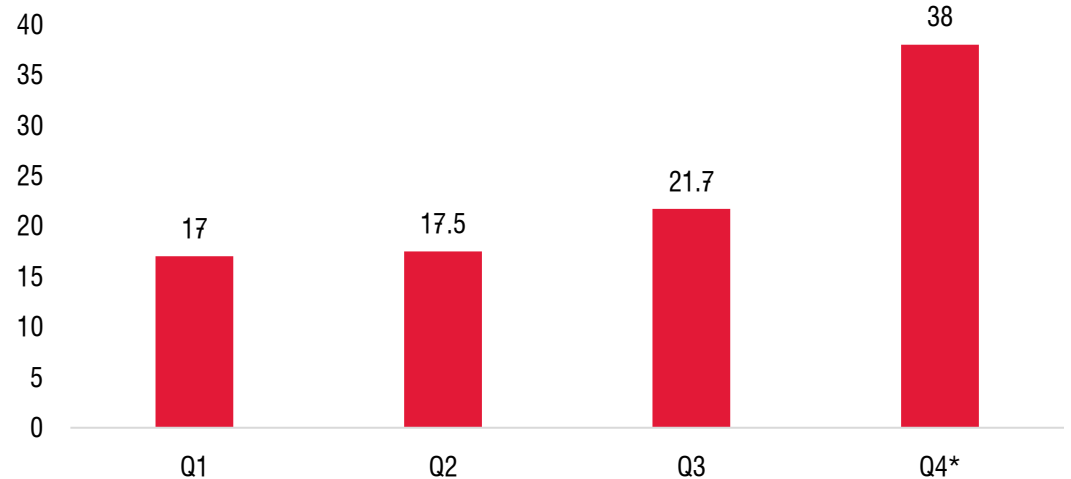
Đầu tư công trong tổng thể bức tranh vĩ mô

- Đầu tư công luôn là lựa chọn chính sách hàng đầu để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh kinh tế toàn cầu gặp nhiều khó khăn. Không có nhiều bất ngờ khi hoạt động này được đẩy mạnh sau những số liệu kinh tế không quá tích cực được công bố trong nửa đầu năm 2023.
- Kế hoạch đầu tư công trong năm 2023 đã được thông qua với mức kỳ vọng tăng 25% so với năm 2022 ở mức hơn 700 nghìn tỷ đồng – đây là một con số tương đối lớn trong khoảng thời gian là một năm (kế hoạch đầu tư công trung hạn trong 5 năm 2021-2025 chỉ vào khoảng 2,5 triệu tỷ đồng).
- Tuy nhiên, để chính sách có thể đi vào cuộc sống thì luôn cần nhiều thời gian, nhất là khi thủ tục đầu tư với các dự án cơ sở hạ tầng lớn luôn là một thách thức cho công tác giải ngân vốn trong nhiều năm qua. Giải ngân 6T đầu năm mới đạt 30% kế hoạch (+44% YoY).

Giải ngân đầu tư công thực tế và kế hoạch (Nghìn tỷ đồng, % kế hoạch)



Ước tính giải ngân đầu tư công theo Quý trong năm 2023 tại Bộ Giao Thông Vận Tải (Nghìn tỷ đồng)

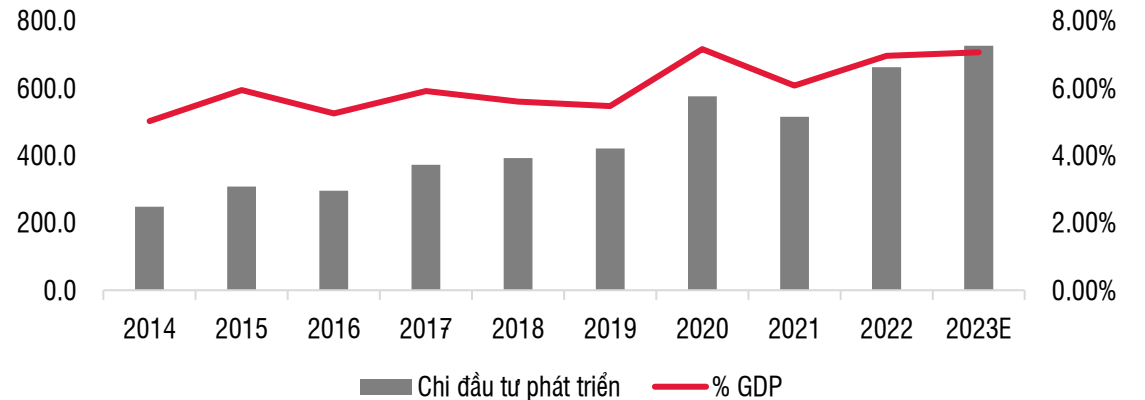


Nguồn: BGTVT. Q4*: ước tính bao gồm việc giải ngân trong Quý 1/2024.

Đẩy tăng đầu tư cơ sở hạ tầng là mục tiêu dài hạn

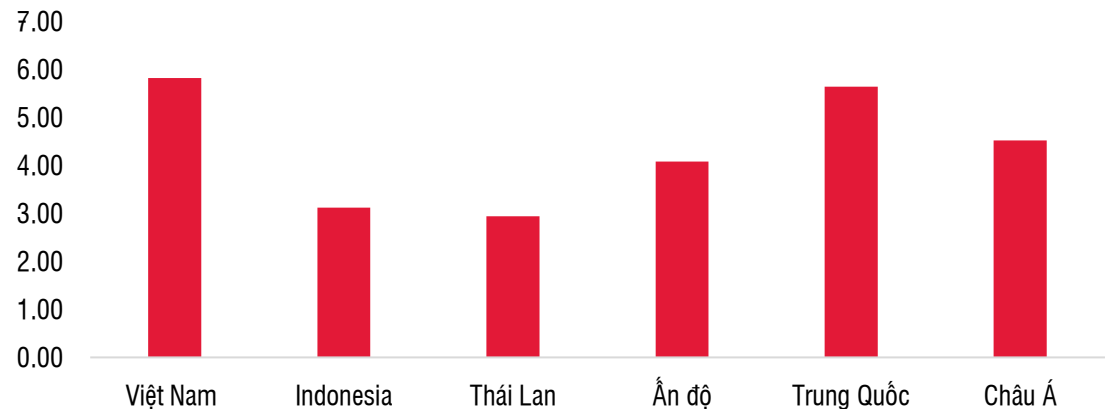
- Ước tính cho thấy nhu cầu đầu tư vào hệ thống đường bộ - đường cao tốc cho giai đoạn 2021-2030 gần 50 tỷ USD, và kỳ vọng sẽ đầu tư khoảng 30 tỷ USD trong giai đoạn này. Chính phủ Việt Nam đã đặt mục tiêu xây dựng hơn 3,000 km đường cao tốc vào năm 2025 và trên thực tế tính đến năm 2021, cả nước có khoảng 1,163 km và tăng thêm 566 km từ năm 2021 đến giữa năm 2023. Hàng loạt các dự án đã được khởi công hay đẩy mạnh triển khai trong nửa đầu năm 2023.
- Bên cạnh hệ thống đường bộ, việc phát triển hệ thống đường sắt cũng đã được nhắc đến tương đối nhiều trong thời gian gần đây. Dự án tham vọng nhất là tuyến đường sắt cao tốc Bắc - Nam, đã được Bộ Chính trị phê duyệt và có kế hoạch khởi công trước năm 2030. Dự án ước tính tổng chi phí 58.71 tỷ USD (1.98 tỷ USD giải phóng mặt bằng, 31.58 tỷ USD cho xây dựng và 15 tỷ USD cho thiết bị), để kết nối ga Ngọc Hồi ở Hà Nội với ga Thủ Thiêm ở TP.HCM, với tổng chiều dài 1545 km.

Chi đầu tư phát triển hàng năm và % GDP (Nghìn tỷ đồng, %)



Nguồn: Bộ Tài Chính, TCTK, SSIR

Chi cơ sở hạ tầng của một số nước trong khu vực (% GDP) trong năm 2022



Nguồn: Global Infrastructure Hub

Đẩy tăng đầu tư cơ sở hạ tầng là mục tiêu dài hạn

Đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng là một mục tiêu dài hạn mà Chính phủ đang theo đuổi, để có thể giúp Việt Nam duy trì lợi thế tăng trưởng lành mạnh.

- Sự phát triển ấn tượng của nền kinh tế trong 10 năm qua đã mang lại những thách thức khi Việt Nam phải đối mặt với áp lực ngày càng tăng đối với cơ sở hạ tầng quốc gia như hệ thống đường xá, sân bay hay cảng biển bởi số lượng dân số tăng dần và một số lượng lớn doanh nghiệp FDI lựa chọn đầu tư tại Việt Nam để đa dạng hóa dây chuyền sản xuất.
- Chỉ tiêu cơ sở hạ tầng trung bình hàng năm của Việt Nam gần như cao nhất ở Đông Nam Á, chiếm trung bình khoảng 6% GDP, so với mức 3% GDP ở Indonesia, 4% ở Ấn Độ hay 5% ở Trung Quốc.
- Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021-2030 đưa phát triển cơ sở hạ tầng là một trong 3 đột phá, với mục tiêu phần đầu đến năm 2030 là nước đang phát triển có công nghệ hiện đại, thu nhập trung bình cao.
- Trong giai đoạn 1, hai tuyến Hà Nội – Vinh và Nha Trang – TP.HCM sẽ được xây dựng vào năm 2032, với 24.72 tỷ USD. Giai đoạn 2, sẽ hoàn thành tuyến Vinh – Nha Trang, vốn đầu tư khoảng 34 tỷ USD đến năm 2050. Ngoài ra, việc có thể kết nối đường sắt Việt Nam trực tiếp đến cảng quốc tế Tây An (Trung Quốc) trước mắt được kỳ vọng là một cách thức đa dạng hóa việc vận chuyển hàng hóa Việt Nam và cũng tận dụng được lợi thế về đường biên giới với Trung Quốc.

	Tuyến đường	Chiều dài	Tổng vốn đầu tư (Nghìn tỷ đồng)
1	5 dự án thành phần Cao tốc Bắc Nam phía Đông (Giai đoạn 1)	229 km	39,24
2	Mỹ Thuận – Cần Thơ	23 km	4,82
3	Bến Lức – Long Thành	58 km	31
4	Tuyên Quang – Phú Thọ	40 km	3,7
5	12 dự án thành phần Cao tốc Bắc Nam phía Đông (Giai đoạn 2)	729 km	147
6	Tuyên Quang – Hà Giang	104 km	5,5
7	Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	188 km	45,1
8	Vành đai 3 (TP Hồ Chí Minh)	76 km	75,4
9	Biên Hòa – Vũng Tàu	33,7 km	17,8
10	Khánh Hòa – Buôn Ma Thuật	117 km	21,9
11	Vành Đai 4 (Hà Nội)	112 km	85,8
12	Cao Lãnh – An Hữu	27 km	5,88

Nguồn: BGTVT





Tuy nhiên, để chính sách có thể đi vào cuộc sống thì luôn cần nhiều thời gian, nhất là khi thủ tục đầu tư với các dự án cơ sở hạ tầng lớn luôn là một thách thức cho công tác giải ngân vốn trong nhiều năm qua.



Thứ nhất, trước mắt trong 6 tháng đầu năm, Chính phủ đang nghiên cứu nhiều về hướng sử dụng chính sách tiền tệ, một phần là do chính sách tiền tệ có độ trễ thấp hơn.



Thứ hai, yếu tố mang tính mùa vụ cho thấy các dự án đầu tư công ở Việt Nam thường tập trung giải ngân trong nửa sau của năm.



Thứ ba, rủi ro liên quan đến pháp lý, trong đó bao gồm các rủi ro liên quan đến việc đình giá đất và giải phóng mặt bằng hay việc giám sát tuân thủ các kế hoạch đã được phê duyệt.



Thứ tư, công tác chuẩn bị dự án đầu tư công thường khó đáp ứng được các nhu cầu thực tế phát sinh trong lúc triển khai. Việc chuẩn bị dự án là một quá trình kéo dài (18-24 tháng đối với các dự án lớn và có thể rút ngắn xuống còn 12 tháng nếu sử dụng chỉ định thầu trực tiếp), nên luôn có sự chênh lệch giữa kế hoạch và thực tiễn triển khai.



Thứ năm, thiếu hụt về nguồn vật liệu xây dựng cho các công trình giao thông lớn.



1. Với mục tiêu giải ngân ít nhất 95% tổng số hơn 700 nghìn tỷ đồng kế hoạch vốn đầu tư công trong năm nay, **khối lượng vốn cần giải ngân trong giai đoạn còn lại của năm vẫn còn khoảng 67%, tương đương với khoảng 470 nghìn tỷ đồng**. Chính vì vậy, ngoài việc tiếp tục tháo gỡ vướng mắc về thể chế, Chính phủ cũng sẽ có những giải pháp cứng rắn hơn trong điều hành, phân rõ trách nhiệm đối với chủ đầu tư và kịp thời rà soát, điều chuyển vốn dự án triển khai chậm sang dự án triển khai nhanh, tuy nhiên cũng thực hiện thưởng hợp đồng đối với các dự án hoàn thành trước kế hoạch. Chính phủ đã ban hành Nghị định số 15/2023/NĐ-CP quy định về thí điểm thưởng hợp đồng đối với gói thầu xây lắp thuộc các dự án giao thông trong Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội.
2. Về mặt thể chế, bên cạnh cơ chế chỉ định thầu rút gọn đối với các gói thầu tư vấn, xây lắp thuộc 12 dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 (ban hành năm 2022 sau khi có quyết định chuyển đổi các dự án này từ hợp tác công – tư (PPP) sang đầu tư công), hiện tại có hai thay đổi lớn nhất được kỳ vọng sẽ tạo ra sự khác biệt về giải ngân trong thời gian tới. Trong ngắn hạn là việc thông qua **Nghị Quyết 98 về cơ chế đặc thù phát triển TP HCM** trong đó TP HCM được thí điểm mô hình phát triển đô thị theo định hướng phát triển giao thông công cộng (TOD), đối với việc quy hoạch đô thị dọc tuyến đường vành đai 3 hay được áp dụng trở lại hợp đồng BT với một loạt dự án như Cầu Cần Giờ (tổng vốn 10 nghìn tỷ đồng), Cầu Nguyễn Khoái (2.8 nghìn tỷ đồng), mở rộng đường Ung Văn Khiêm, mở rộng đường cao tốc TPHCM - Long Thành - Dầu Giây hay mở rộng đường dẫn cao tốc TPHCM - Trung Lương. Chính phủ cũng kỳ vọng sẽ sớm thông qua **Nghị định sửa đổi Nghị định 40/2020/NĐ-CP về đầu tư công** (sẽ được phê duyệt bởi tháng 10 năm 2023). Điểm đáng chú ý nhất trong Nghị định này là việc nới lỏng quy định cho phép nguồn vốn các dự án đầu tư công chưa được hoàn thành trong năm nay có thể được kéo dài giải ngân sang năm tiếp theo.
3. Về dài hạn, các đề xuất sửa đổi, bổ sung các luật có quy định liên quan đến đầu tư, ngân sách để tháo gỡ khó khăn, vướng mắc của các dự án đầu tư công cũng đã được nhắc đến trong phiên họp chuyên đề pháp luật trong tháng 6 vừa qua, trong đó bao gồm Luật Đầu tư Công 2019, Luật Đầu tư theo phương pháp công tư (PPP) 2020... Tuy nhiên kế hoạch cụ thể vẫn chưa được công bố và trong kịch bản tích cực nhất, Quốc hội vẫn sẽ phải cần 3 phiên họp để thông qua và việc sửa đổi các luật này nhanh nhất là 2025 có hiệu lực.

Ngành: Xây dựng hạ tầng

- ⇒ Khối lượng công việc lớn từ các dự án cơ sở hạ tầng
- ⇒ Biên lợi nhuận mỏng





Việt Nam đặt mục tiêu có khoảng hơn 3.000 km đường cao tốc vào năm 2025, tăng lên từ mức 1.729km vào giữa năm 2023. Với giả thiết suất đầu tư 1km đường cao tốc ở Việt Nam khoảng 14 triệu USD/km (ước tính của bộ GTVT, chưa tính trượt giá), tổng số vốn đầu tư hơn 1.200 km đường cao tốc này sẽ là hơn 400 nghìn tỷ đồng.

Dự án Cao tốc Bắc Nam phía đông: Cao tốc Bắc Nam (CTBN) phía đông chia thành 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1 (2017-2020) chia làm 11 đoạn thành phần với tổng chiều dài là 652 km và tổng mức đầu tư là 101 nghìn tỷ đồng. Tính đến tháng 6/2023 đã hoàn thành và đưa vào khai thác 6/11 đoạn với tổng chiều dài là 425km. Dự kiến đến cuối năm nay sẽ có thêm 3 đoạn thành phần được đưa vào sử dụng, 2 dự án BOT còn lại (Diễn Châu-Bãi Vọt; Cam Lâm-Vĩnh Hảo) sẽ được hoàn thành vào năm 2024.
- Giai đoạn 2 (2021-2025) gồm 12 đoạn thành phần, với tổng chiều dài là 729 km và tổng mức đầu tư là 114 nghìn tỷ đồng. Đồng loạt 12 hợp phần của dự án đã được khởi công vào tháng 1/2023 và đã chọn được nhà thầu cho tất cả 25 gói thầu.

Các tuyến đường cao tốc trọng điểm khác:

- Dự án đường Vành đai 3 (TP HCM) với tổng chiều dài 76 km, tổng mức đầu tư là 75 nghìn tỷ đã được khởi công vào ngày 18/6 và dự án đường Vành đai 4 (HN) với tổng chiều dài 112 km, tổng mức đầu tư 86 nghìn tỷ đồng cũng đã được khởi công vào ngày 25/6. Hai dự án giao thông trọng điểm này sẽ được hoàn thành vào năm 2026, tạo ra xung lực kế kết nối và phát triển kinh tế của 2 đầu tàu kinh tế của cả nước.
- Bên cạnh đó còn có nhiều tuyến đường liên tỉnh, liên vùng được đẩy mạnh đầu tư như Khánh Hòa-Buôn Ma Thuật, Châu Đốc-Cần Thơ-Sóc Trăng, Biên Hòa-Vũng Tàu...



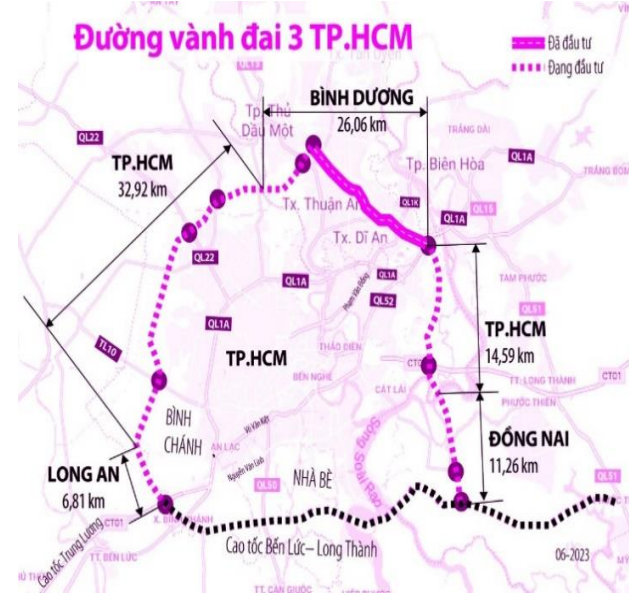
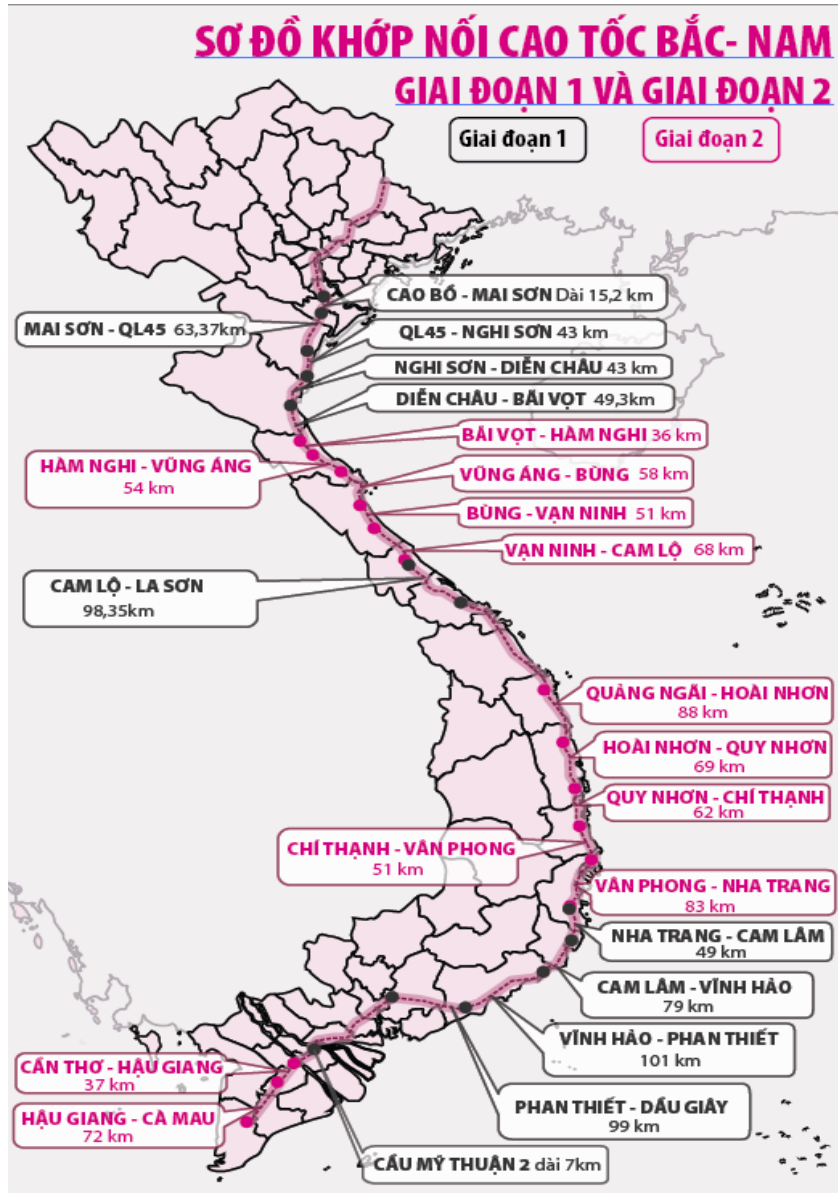
Sân bay Long Thành:

Với tổng chi phí xây dựng của toàn bộ dự án Cảng hàng không (CHK) quốc tế Long Thành – giai đoạn 1 là 56.271 tỷ đồng và tổng chi phí thiết bị là 22.882 tỷ đồng (như bảng dưới), việc tham gia vào các khâu của dự án sẽ là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp liên quan (thiết kế, xây lắp nhà ga, xây lắp đường băng, thi công nền móng). Đáng chú ý là gói thầu 5.10 thuộc thành phần 3 (nhà ga hành khách) đã được đấu thầu lần 2 và đã đóng thầu vào ngày 12/6/2023, có 3 liên danh nhà thầu nộp hồ sơ thầu. Thời gian chấm thầu dự kiến là 1-2 tháng (tháng 7-8/2023 sẽ có kết quả chấm thầu). Về thời gian thi công, dự kiến sẽ là 36-39 tháng bao gồm 6 tháng chạy thử. Mục tiêu khánh thành vào cuối 2025. Gói thầu 5.10 là gói thầu lớn nhất và nằm trên đường găng của tiến độ dự án, do đó sẽ là mục tiêu tập trung của các bên nếu muốn kịp tiến độ đặt ra cho toàn dự án là hoàn thành vào cuối 2025.

Thành phần	Chi tiết	Chủ đầu tư	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	Tổng chi phí xây dựng (tỷ VNĐ)	Tổng chi phí thiết bị (tỷ VNĐ)
Thành phần 1	Các công trình trụ sở cơ quan quản lý nhà nước (cảng vụ hàng không, công an địa phương, hải quan...)	Các cơ quan nhà nước liên quan/PPP	293	175	32
Thành phần 2	Các công trình phục vụ quản lý bay (đài không lưu, các thiết bị dẫn đường...)	Tổng công ty quản lý bay (VATM)	3.435	1.239	1.159
Thành phần 3	Các công trình thiết yếu trong cảng hàng không (khu bay, nhà ga hành khách, sân đỗ, nhà ga hàng hóa, ...)	ACV	99.019	52.500	19.454
Thành phần 4	Các công trình khác (nhà ga hàng hóa số 2, kho hàng hóa, khu cung cấp suất ăn...)	Bộ GTVT lựa chọn nhà đầu tư	6.363	2.358	2.236
Tổng			109.111	56.271	22.882

Nguồn: QĐ 1777/Ttg

Các dự án giao thông trọng điểm





Chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp hưởng lợi từ các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ là các doanh nghiệp:

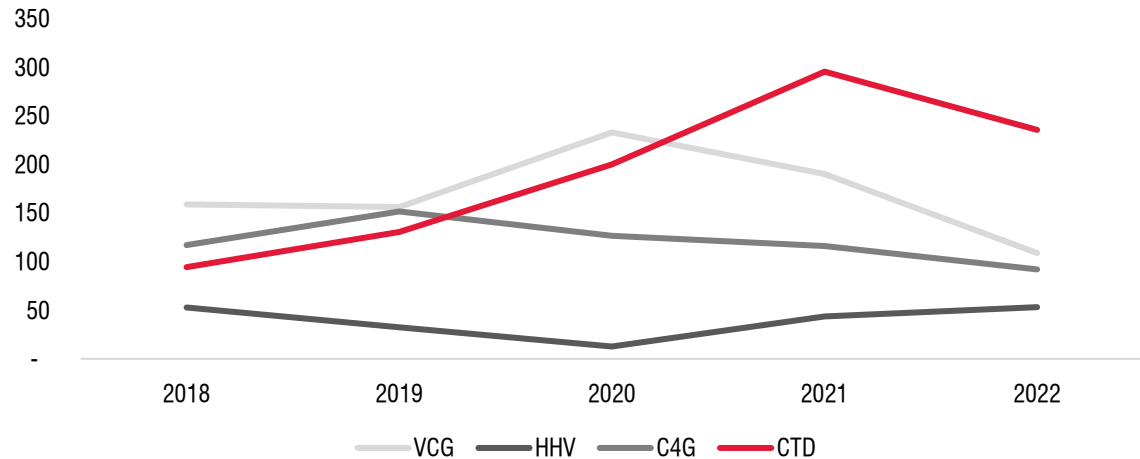
1. Đầu ngành, có tiềm lực tài chính đủ mạnh (quy mô tài sản, vốn chủ sở hữu), có lợi thế cạnh tranh
2. Có kinh nghiệm tham gia các dự án xây dựng hạ tầng trọng điểm, hàm lượng kĩ thuật cao.

Nhiều doanh nghiệp đầu ngành xây dựng như VCG, HHV, C4G, LCG... đã trúng thầu/được chỉ định thầu tham gia xây dựng các hợp phần của CTBN hay các công trình giao thông khác. Quan điểm chung của chúng tôi đối với các doanh nghiệp này như sau:

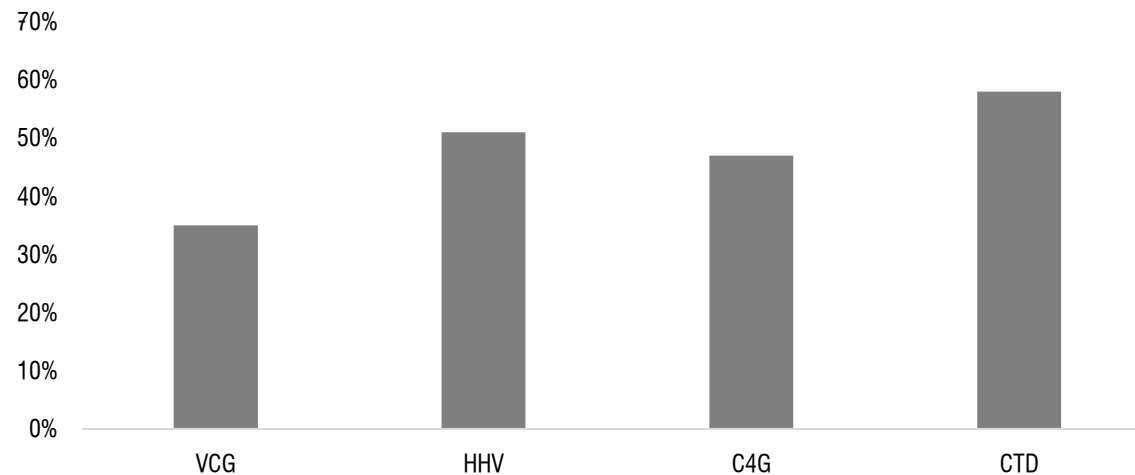
- **Doanh thu mảng xây dựng đã cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ** nhờ vào các dự án đầu tư công, bắt đầu từ năm 2021-2022 và Q1/2023. Doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng trong giai đoạn 2023-2025 theo chu kì đầu tư công.
- Tuy nhiên với đặc thù ngành xây dựng hạ tầng với biên mỏng và các khoản phải thu cao, đa số sử dụng đòn bẩy tài chính cao và chịu áp lực chi phí tài chính tăng trong môi trường lãi suất cao. Điều này dẫn đến **mức độ tăng trưởng lợi nhuận theo doanh thu sẽ chưa thể hiện rõ trong ngắn hạn.**
- **Do tăng trưởng lợi nhuận chưa thể hiện rõ trong ngắn hạn, ROE của các công ty xây dựng hạ tầng thường ở mức tương đối thấp trong khi mức định giá P/E và P/B của các cổ phiếu xây dựng đã vào vùng cao so với định giá trong quá khứ, phản ánh kì vọng về tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai**
- Chúng tôi cho rằng các cổ phiếu ngành xây dựng phù hợp với chiến lược đầu tư theo chủ điểm và tận dụng những nhịp biến động ngắn hạn với những thông tin cập nhật về việc trúng thầu hoặc tin tức về đẩy mạnh đầu tư công, vì như đã phân tích ở trên, có thể sẽ chưa thấy rõ sự tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới.



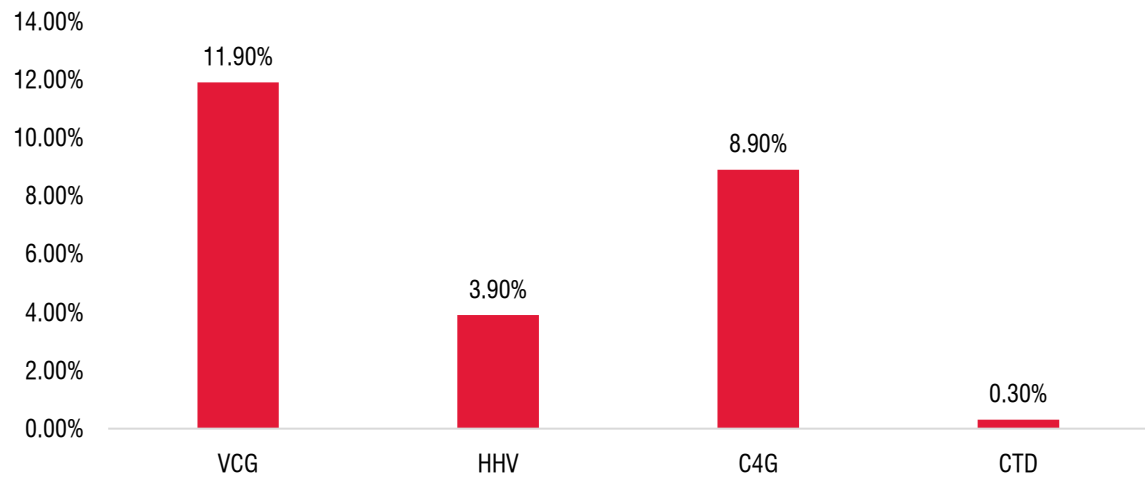
Số ngày phải thu



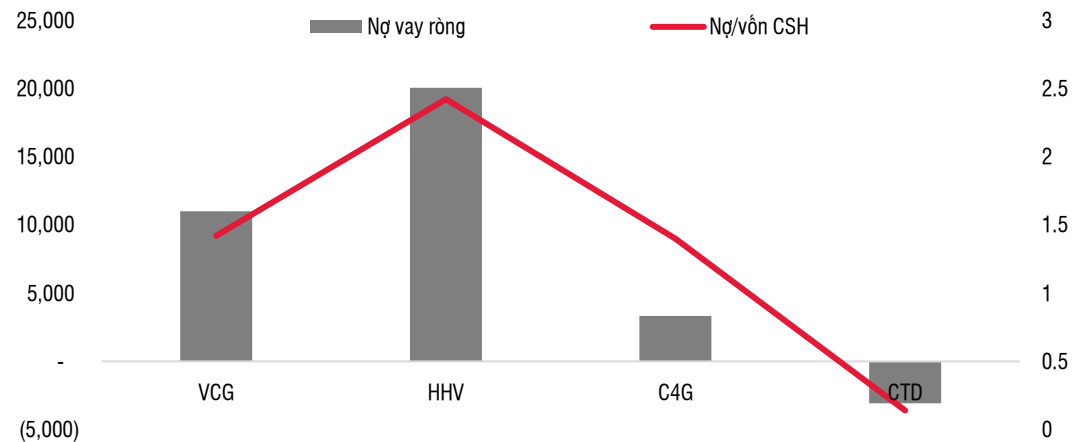
Lãi vay/Ebitda năm 2022



2022 ROE

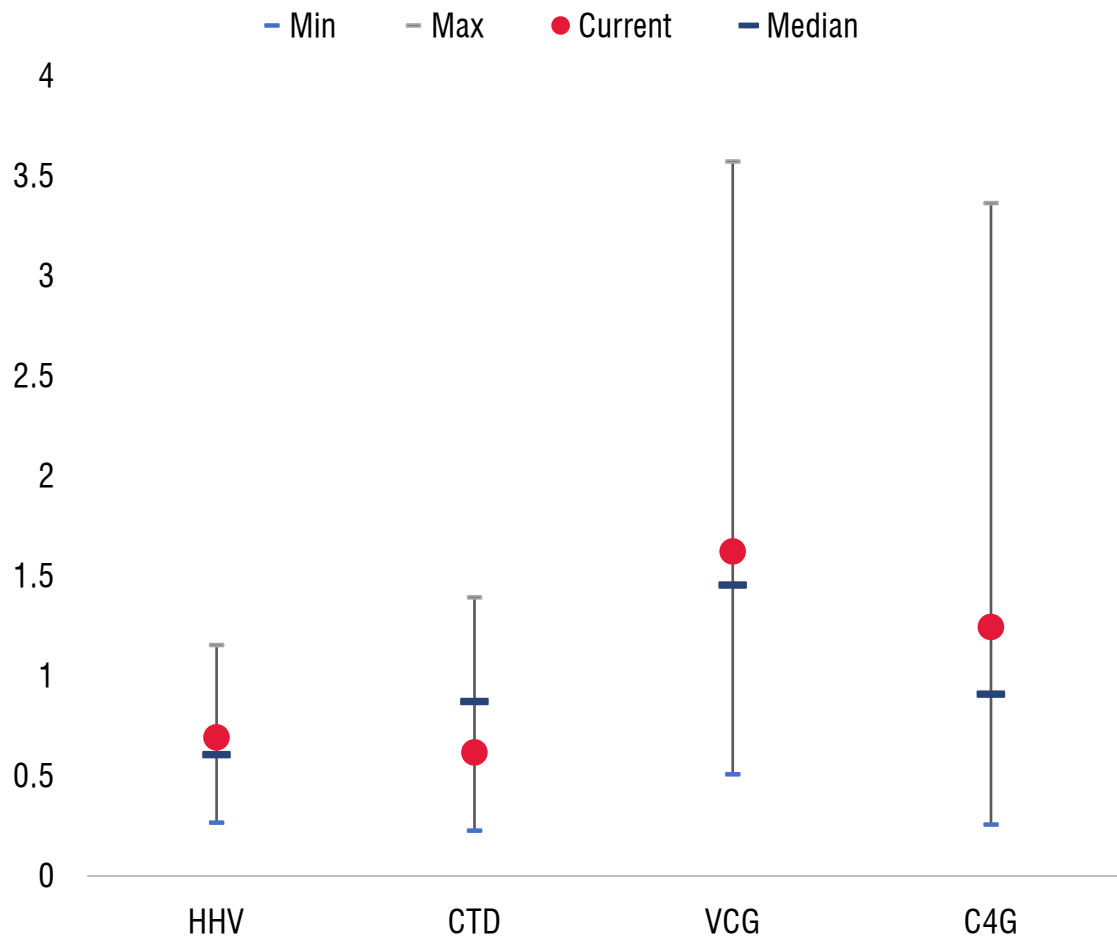


Cơ cấu vốn (cuối Q1/2023)

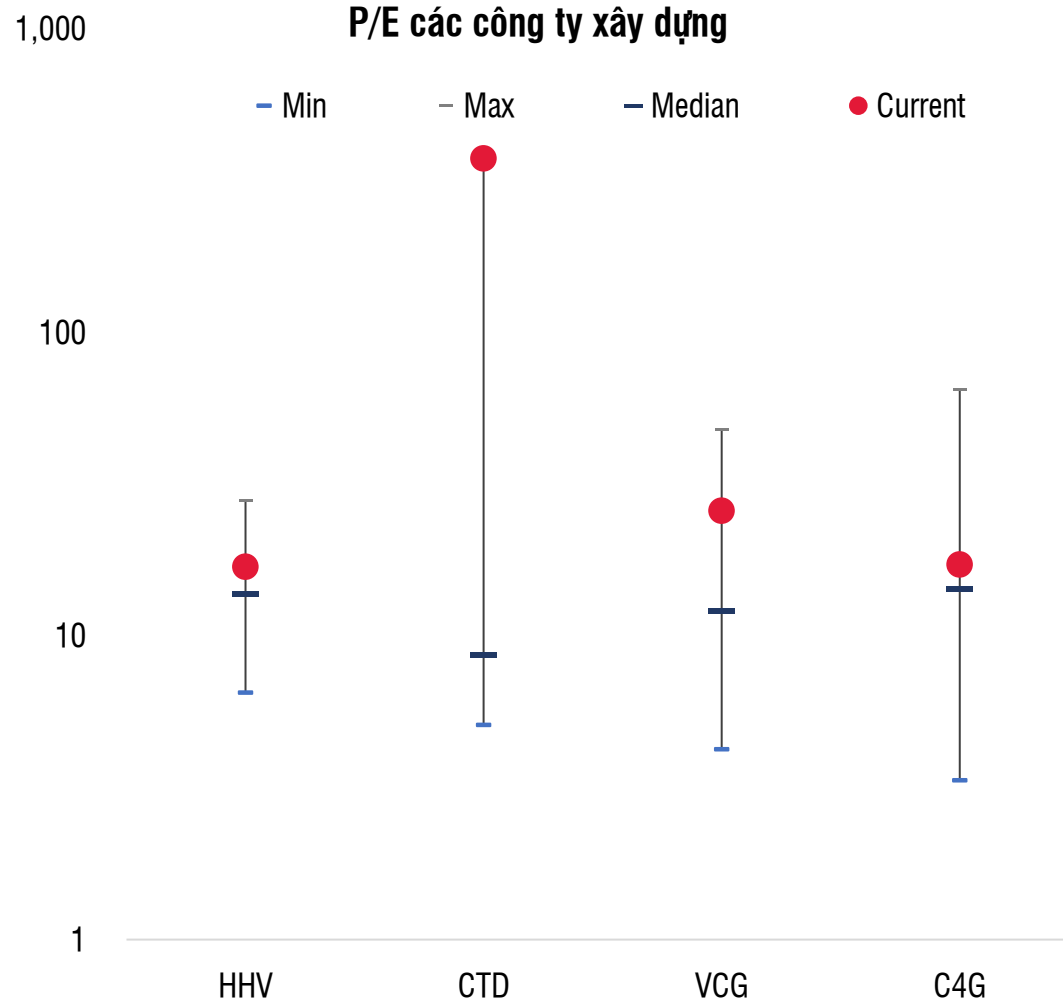




P/B các công ty xây dựng



P/E các công ty xây dựng





Luận điểm đầu tư:

- Mảng xây dựng hạ tầng của VCG sẽ được hưởng lợi mạnh mẽ từ các dự án đầu tư công đã và đang được triển khai.** Điều này thể hiện qua doanh thu mảng xây lắp được ghi nhận mức tăng trưởng mạnh 70% năm 2022 và 55% vào Q1/ 2023 nhờ thực hiện các gói thầu cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1 như Phan Thiết-Dầu Giây, Vĩnh Hảo-Phan Thiết, Mai Sơn-QL 45 với tổng giá trị hợp đồng trên 8.000 tỷ đồng. Dự kiến trong năm 2023, doanh thu mảng xây lắp của VCG có thể lên đến 9-10 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 50-65% so với năm ngoái.
- Backlog xây dựng lớn đảm bảo nguồn doanh thu:** Theo ước tính, backlog đã kí đến thời điểm cuối T6/2023 của công ty ở mức hơn 20 nghìn tỷ đồng, trong đó tổng các gói thầu đã trúng từ các dự án đầu tư công khoảng 16-17 nghìn tỷ đồng (trong đó đang thực hiện khoảng 8-9 nghìn tỷ đồng) và các gói thầu FDI với tổng trị giá gần 3 nghìn tỷ đồng. Trong giai đoạn 2018-2022, doanh thu xây dựng hàng năm của VCG chỉ từ 3-6 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, VCG cũng đang tham gia liên danh đấu thầu gói xây lắp 5.10 thuộc dự án CHK Quốc tế Long Thành, với tổng giá trị gói thầu lên đến 35 nghìn tỷ đồng, gói thầu xây lắp nhà ga T3 Tân Sơn Nhất với giá trị 9 nghìn tỷ đồng. Với kinh nghiệm đã tham gia thi công nhiều CHK trong nước (như nhà ga T2 Nội Bài, sân bay Phú Bài, Cam Ranh...), chúng tôi kì vọng VCG có cơ hội tiếp tục trúng các gói thầu lớn này trong thời gian tới.
- Biên lợi nhuận xây lắp được kì vọng cải thiện:** Giai đoạn trước đây, các nhà thầu thường gặp khó khăn trong các dự án đầu tư công do tiến độ giải ngân chậm, giá thầu đã chốt trước trong khi giá cả vật liệu xây dựng biến động mạnh, dẫn đến rủi ro biên lợi nhuận mỏng, dòng tiền yếu, thậm chí dẫn đến thua lỗ. Tuy nhiên, giai đoạn hiện nay chính phủ đã có những chủ trương và biện pháp tháo gỡ, cụ thể như yêu cầu Bộ xây dựng phối hợp với các bên liên quan theo dõi sát tình hình giá VLXD để kịp thời đề xuất, giải quyết khó khăn vướng mắc cho nhà thầu, yêu cầu chính quyền địa phương tập trung đẩy mạnh công tác giải phóng mặt bằng hay giao trực tiếp mỏ VLXD cho BQL dự án, chủ đầu tư, nhà thầu thi công,... Bên cạnh đó gói thầu có quy mô lớn (trên 3 nghìn tỷ/gói) giúp nhà thầu chủ động và tận dụng được lợi thế về quy mô và tốc độ giải ngân nhanh. Theo đó, chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận ròng cho mảng xây dựng hạ tầng ở chu kì này sẽ cao hơn chu kì trước từ 2-3%.
- Dòng tiền được cải thiện:** Chi phí lãi vay là yếu tố ảnh hưởng trọng yếu lên lợi nhuận của VCG cũng như các công ty xây dựng. Chi phí tài chính năm 2022 của VCG đã tăng 77% svck do dư nợ tăng và lãi suất tăng. Tính đến cuối Q1/2023, dư nợ ngắn hạn và dài hạn của VCG là gần 11 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ so với cuối năm 2022. Công ty cho biết sẽ ưu tiên giảm nợ vay trong thời gian tới để giảm áp lực lãi vay cao, nhất là trong giai đoạn dòng tiền hoạt động kinh doanh BĐS chậm lại. Ngoài ra cũng cần lưu ý đối với doanh nghiệp xây dựng như VCG, khoản phải thu thường chiếm tỉ trọng lớn, đến 46% tài sản ngắn hạn, và trong đó công ty đã phải trích lập dự phòng cho 1 số khoản phải thu khó đòi với giá trị tổng cộng là 1,1 nghìn tỷ đồng. Điểm tích cực là số ngày phải thu giảm đáng kể từ 190 ngày năm 2021 còn 109 ngày năm 2022 và công ty đã ghi nhận 1 số khoản hoàn nhập dự phòng trong 2 năm qua. Dòng tiền từ HĐ SXKD của VCG cũng đã dương trong 2 quý gần nhất.



Triển vọng lợi nhuận:

1. Theo quan điểm của chúng tôi, với kì vọng doanh thu xây lắp tăng mạnh và biên lợi nhuận được cải thiện, mảng xây lắp của VCG sẽ có mức tăng trưởng 65% về doanh thu và 60% về lợi nhuận gộp trong năm 2023. Đối với mảng BDS, do tình hình thị trường trầm lắng, chúng tôi cho rằng VCG sẽ khó đạt kế hoạch về doanh thu cho năm nay. VCG cũng đang trong giai đoạn tái cấu trúc nên có thể ghi nhận lợi nhuận tài chính từ hoạt động này.
2. Năm 2023, VCG đặt kế hoạch doanh thu 16.340 tỷ đồng (+89% YoY) và lợi nhuận sau thuế ở mức 860 tỷ đồng (-18% YoY). Cho năm 2023, chúng tôi cho rằng cả kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đều khá tham vọng nếu như không có các khoản lãi tài chính bất thường như năm 2022. Nhìn chung, mặc dù VCG được hưởng lợi từ các dự án đầu tư công là rõ ràng khi doanh thu tăng trưởng mạnh, chúng tôi cho rằng lợi nhuận mặc dù được cải thiện nhưng sẽ khó đạt tăng trưởng trong năm 2023.
3. Trong các năm tới 2024-2025, chúng tôi kì vọng KQKD của VCG sẽ có thể đạt tăng trưởng mạnh mẽ hơn, nhờ mảng xây dựng hạ tầng và mảng bất động sản với kì vọng thị trường BĐS sẽ khởi sắc hơn.

Rủi ro:

1. Các dự án chậm tiến độ, giá cả VLXD tăng mạnh ảnh hưởng biên lợi nhuận
2. Các khoản phải thu khó đòi, quá hạn tăng cao
3. Môi trường lãi suất cao
4. Thị trường BĐS trầm lắng kéo dài ảnh hưởng mảng kinh doanh BĐS của công ty



Danh sách các dự án/backlog

Tên	Giá trị (Tỷ đồng)	Nhà thầu	Thời gian
Gói 3.4 SB Long Thành	4.412	Trường Sơn-VCG-Cienco8-Phúc Lộc	2023
Bãi Vọt - Hàm Nghi	6.044	VCG-TCT 319 BQP	2023-2025
Vũng Áng - Bùng (Gói 1)	3.358	Sơn Hải-VCG-CTCP 368-484-479	2023-2025
Quy Nhơn - Chí Thạnh (Gói 2)	3.055	Trung Nam 18 E&C-VCG-Thuận An-CTCP TMDV 68-Hải Đăng	2023-2025
Vân Phong - Nha Trang (Gói 2)	3.549	Sơn Hải-VCG	2023-2025
XL9-Vành đai 4	1.818	VCG	2023-2025
Tổng cộng	22.236		

Nguồn: SSI Research tổng hợp

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	9.502	5.551	5.749	8.629	13.215
<i>Tăng trưởng</i>	-2,4%	-41,6%	3,6%	50,1%	53,1%
LN Gộp	1.311	836	829	1.127	1.479
Biên gộp	13,80%	15,10%	14,40%	13,10%	11,20%
Doanh thu tài chính	250	3.046	527	1.085	500
Chi phí tài chính	-313	-277	-499	-771	-850
CP bán hàng & QLDN	-525	-1.568	-174	-294	-396
Lợi nhuận khác (ròng)	102	83	12	14	0
LNTT	965	2.127	719	1.132	732
LNST	787	1.690	520	1.049	586
<i>Tăng trưởng</i>	23,5%	114,9%	-69,2%	101,8%	-44,2%
Biên ròng	8,3%	30,4%	9,0%	12,2%	4,4%
EPS (VND)	1.548	3.633	893	1.818	1.201

Nguồn: VCG, SSI Research



Luận điểm đầu tư:

- Backlog lớn từ các dự án đầu tư công.** Tổng giá trị backlog đến tháng 6/2023 đạt 4.000 tỷ đồng gấp 8 lần doanh thu xây lắp trung bình giai đoạn 2018-2022, chủ yếu từ các dự án đường ven biển Bình Định, Cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn. Theo công ty cho biết, các dự án HHV tham gia đều đúng thực hiện đúng tiến độ. Chúng tôi ước tính doanh thu hoạt động xây lắp dự kiến đạt 990 tỷ đồng (+87% YoY) trong năm 2023 và 1.431 tỷ đồng (+43% YoY) trong năm 2024. Biên lợi nhuận gộp hoạt động xây dựng dự kiến đạt 9-10%.
- Hoạt động thu phí BOT đem lại nguồn thu ổn định.** 3 dự án BOT của HHV đem lại doanh thu trung bình mỗi năm đạt 1.400 tỷ đồng. Trong đó, lưu lượng xe qua các trạm BOT của HHV tăng trưởng trung bình 3-5% và giá vé tăng trung bình 8-15% trong giai đoạn 3 năm. Chúng tôi ước tính doanh thu BOT duy trì mức 1.400 tỷ đồng trong năm 2023- 2024. Biên lợi nhuận gộp hoạt động thu phí BOT đạt 63-64%. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đạt mức dương trong giai đoạn 2021-2022 nhờ vào nguồn thu ổn định BOT.
- Chi phí lãi vay giảm.** HHV hiện có 19.615 tỷ đồng nợ vay dài hạn (chiếm 95% tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn của công ty). Tỷ lệ D/E đạt 2.4x. Các khoản vay dài hạn chủ yếu tài trợ cho các dự án BOT của công ty. Chi phí lãi vay chiếm 52.2% EBITDA của HHV trong giai đoạn 2019-2022. Theo chia sẻ từ ban quản lý của công ty, trong năm 2023 lãi suất vay đã giảm từ mức trung bình 9,5% đầu năm 2023 xuống 9% vào Q2/2023. Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay có thể giảm 98 tỷ đồng từ việc giảm lãi suất vay.

Rủi ro:

- Các dự án xây lắp kéo dài có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của HHV;
- Lưu lượng xe sụt giảm ảnh hưởng đến dòng tiền các dự án BOT của công ty;
- Biến động giá nguyên vật liệu ảnh hưởng đến hiệu quả dự án khi biên lợi nhuận ròng của mảng xây dựng khá thấp (dưới 5%).

Danh sách các dự án/backlog

Tên gói thầu	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Thời gian thực hiện
Gói thầu số 2: Dự án đường ven biển Bình Định, đoạn Cát Tiên Diêm Vân	649	Tháng 04/2022 - Tháng 12/2024
Thi công hệ thống ATGT, mặt đường bê tông nhựa thuộc dự án Cam Lâm - Vĩnh Hào	219	Tháng 05/2022 - Tháng 09/2023
Gói thầu XL1: Thi công xây dựng Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn Km0+000-Km30+000	3.682	Tháng 01/2023 - Tháng 10/2025
Gói thầu XL2: Quảng Ngãi Hoài Nhơn	4.129	Tháng 03/2023 - Tháng 12/2025
Gói thầu XL3: Quảng Ngãi Hoài Nhơn	6.686	Tháng 03/2023 - Tháng 09/2026
Dự án nâng cấp, mở rộng đèo Prenn	414	Tháng 02/2023 - Tháng 12/2023

Nguồn: SSI Research tổng hợp

(tỷ VND)	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	477	1.201	1.861	2.095	2.478
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	20,8%	151,8%	54,9%	12,5%	18,2%
LN gộp	214	702	925	1,017	
LN gộp biên	44,9%	58,5%	49,7%	48,5%	
Doanh thu tài chính	8	8	22	5	
CP tài chính	-247	-480	-550	-647	
CP bán hàng & Quản lý	-58	-101	-95	-73	
LN ròng khác	235	0	21	-1	
LNTT	158	2.127	719	1.132	
LNST	155	176	291	297	338
<i>Tăng trưởng LNST</i>	1076%	13,2%	65,5%	2,3%	13,6%
LN ròng biên	32,5%	14,6%	15,6%	14,2%	13,6%
EPS (VND)	8.330	469	503	929	1.201

Nguồn: HHV, SSI Research



Luận điểm đầu tư:

1. Backlog lớn: Theo ước tính của chúng tôi, giá trị Backlog của C4G vượt ngưỡng 4.000 tỷ đồng tính đến cuối quý I/2023, gấp hơn 3,5 lần doanh thu xây lắp trung bình 3 năm qua của công ty, trong đó đóng góp lớn nhất đến từ các dự án thành phần của Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1 và 2. Bên cạnh các gói thầu có thể thực hiện trong tương lai như gói thầu xây dựng đường cắt, đường lăn sân bay Long Thành, T3 Tân Sơn Nhất, gói thầu vành đai 4 Khu vực Thủ đô Hà Nội, Vành đai 3 Thành phố Hồ Chí Minh...
2. Theo chúng tôi, kỳ vọng doanh thu tăng trưởng trong thời gian tới khá sáng sủa, tuy nhiên việc biên gộp thu hẹp có thể tiếp diễn, do: (1) Giá nguyên vật liệu chính như đá, đất, cát sỏi đang duy trì ở mức cao, một phần do nhiều dự án hạ tầng đồng loạt khởi công trong 2 năm qua; (2) biên lợi nhuận các dự án được giao theo hình thức chỉ định thầu thường thấp hơn so với các dự án trước đây, đổi lại cho quy trình thủ tục và tiến độ nhanh hơn và ưu thế cho những doanh nghiệp có truyền thống như C4G.
3. **Năm 2023, C4G đặt kế hoạch doanh thu 4.500 tỷ đồng, LNST đạt 330 tỷ đồng, lần lượt tăng trưởng 65% và 113% so với thực hiện năm 2022.** Theo chúng tôi, đây là mục tiêu kinh doanh tương đối tham vọng, phụ thuộc vào nhiều yếu tố khách quan trong đó có tiến độ các gói thầu đầu tư công trong nửa cuối năm.
4. Tình hình tài chính cải thiện hơn: Tháng 5/2023, C4G chào bán thành công 112 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, nâng Vốn điều lệ lên mức 3.370 tỷ đồng, gấp 3 lần so với cuối năm 2021. Sau khi tăng vốn thành công, tỷ lệ Nợ vay/VCSH của C4G giảm từ mức 1,4 lần trước đó về dưới 1 lần, là mức thấp hơn so với nhiều doanh nghiệp cùng ngành khác .
5. C4G còn bỏ ngỏ kỳ vọng về việc được thanh toán dự án BOT Thái Nguyên – Chợ Mới

Rủi ro:

1. Tiến độ một số dự án đầu tư công vẫn còn chậm trễ.
2. Biên lợi nhuận từ các dự án này có thể khó cải thiện trong tương lai, khiến cho lợi nhuận mang về không tương xứng với tăng trưởng cao của doanh thu.

Danh sách các dự án/backlog

Dự án lớn	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng) của C4G	Tiến độ dự kiến	Tiến độ cuối 2022
Gói thầu CP1 MetroLine 1 Bến Thành - Suối Tiên	2.290	2016-2022	98%
Gói thầu I3 – Dự án cao tốc Bến Lức – Long Thành	2.055	2016-2019	95%
Cao tốc Bắc Nam đoạn Diên Châu – Bãi Vọt	1.270	T11/2021-T5/2024	21%
Cao tốc Bắc Nam đoạn Nghi Sơn – Diên Châu	423	T7/2021 – T7/2023	61%
Cao tốc Bắc Nam đoạn Bùng – Vạn Ninh	1.800	2023-2024	0%
Cao tốc Bắc Nam đoạn Hậu Giang – Cà Mau	1.778	2023-2024	0%

Nguồn: SSI Research tổng hợp

(tỷ VND)	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	2.343	2.090	1.885	2.726	4,500
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>-25,0%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>-9,8%</i>	<i>44,6%</i>	<i>65,1%</i>
LN gộp	360	360	392	398	
Biên LN gộp	15,40%	17,20%	20,80%	14,60%	
Doanh thu tài chính	93	76	48	92	
CP tài chính	-249	-251	-245	-230	
CP bán hàng & Quản lý	-70	-72	-87	-96	
LN ròng khác	4	0	-1	24	
LNTT	107	92	87	186	
LNST	92	64	62	155	330
<i>Tăng trưởng LNST</i>	<i>-32,4%</i>	<i>-30,2%</i>	<i>-4,1%</i>	<i>150,0%</i>	<i>112,9%</i>
Biên LN ròng	3,9%	3,1%	3,3%	5,7%	7,3%
EPS (VND)	927	636	561	801	979

Nguồn: C4G, SSI Research



Luận điểm đầu tư:

1. CTD có kỳ vọng tạo đáy lợi nhuận trong năm 2022 và bắt đầu hồi phục từ 2023 nhờ (1) Mảng Xây dựng các gói thầu Công nghiệp trở thành định hướng mới với những “Mega Project” đầu tiên như Lego sẽ bắt đầu được ghi nhận từ nửa cuối năm; (2) Kỳ vọng giảm áp lực trích lập dự phòng sau khi hoàn thành trích lập 16 dự án lớn theo mô hình cũ; (3) Đa dạng hóa Backlog công việc bằng đẩy mạnh mảng Xây dựng Công nghiệp, trong đó có mảng Hạ tầng – Đầu tư công.
2. Đa dạng hóa Backlog, thành công bước đầu từ mảng xây dựng công nghiệp bắt đầu năm 2023 với Backlog 16.500 tỷ đồng, chưa bao gồm gói thầu quan trọng ký kết với Lego xây dựng nhà máy diện tích 44 ha tại KCN VSIP III, Bình Dương. CTD cũng tích cực tìm kiếm các gói thầu xây dựng công nghiệp với quy mô lớn và độ phức tạp cao. Trong Backlog chuyển sang 2023, CTD tiếp tục thi công các gói thầu quy mô lớn đã ký như Nhà máy luyện gang thuộc dự án Khu liên hợp thép Hòa Phát Dung Quất, Tổ hợp sản xuất ô tô VinFast. Theo chúng tôi, các gói thầu từ khách hàng công nghiệp với quy mô lớn và độ phức tạp cao kể trên có biên lợi nhuận tốt hơn, ít bị chiếm dụng vốn hơn mảng dân dụng, là lĩnh vực giúp CTD gia tăng lợi thế cạnh tranh với hồ sơ năng lực ngày càng hoàn thiện, hưởng lợi dòng vốn FDI vào Việt Nam trong các năm tới.
3. **Tham gia vào các gói thầu hạ tầng, đầu tư công:** Liên doanh Hoa Lư gồm Coteccons (CTD) - Xây dựng Central - Xây dựng An Phong – CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình (HBC) nộp thầu tại gói thầu 5.10 sân bay Long Thành với quy mô hơn 35 nghìn tỷ. Đây là bước đi mở ra kỳ vọng dài hạn mới của CTD trong việc dẫn sân vào mảng hạ tầng, đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh và giảm sự phụ thuộc vào tính chu kỳ của xây dựng dân dụng truyền thống. Tuy nhiên theo chúng tôi, ngay cả trường hợp Liên doanh này được công bố trúng thầu vào tháng 8 tới đây, kết quả từ mảng hạ tầng sẽ chỉ phản ánh vào doanh thu từ 2024 theo tiến độ, cũng như khó kỳ vọng vào biên lợi nhuận cao đối với dự án lớn đầu tiên của các nhà thầu xây dựng dân dụng nội địa, thường ưu tiên vào mục tiêu hoàn thiện hồ sơ năng lực hơn là lợi nhuận mang về.
4. Cơ cấu tài chính lành mạnh: CTD có truyền thống là doanh nghiệp có cơ cấu tài chính lành mạnh, Tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn đạt mức 4.224 tỷ đồng so với chỉ 1.163 tỷ đồng vay nợ ngắn và dài hạn. Ngay trong giai đoạn khó khăn nhất của ngành thì CTD cũng đã ghi nhận 2 quý dòng tiền kinh doanh dương trở lại liên tiếp nhờ cơ cấu tốt nguồn vốn lưu động.
5. KQKD cần thêm thời gian để trở lại mức các năm trước đây, P/E forward cho 2023 ở mức 23 lần và P/B ở mức 0,7 lần ở vùng giá hiện tại phần nào đã thể hiện kỳ vọng hồi phục nêu trên.

Rủi ro:

1. Các dự án tại giai đoạn khó khăn 2021-2023 của ngành Bất động sản tiềm ẩn rủi ro tiếp tục trích lập dự phòng trong tương lai. Mặc dù đã tích cực tái cấu trúc, đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh, cơ cấu xây dựng dân dụng trong Backlog của CTD vẫn chiếm tỷ trọng cao (hơn 80% nếu chưa tính dự án Lego).
2. Hợp đồng xây dựng của CTD chủ yếu được ký kết theo thỏa thuận cố định giá, chịu rủi ro từ biến động giá nguyên liệu trong quá trình thi công, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp.

(tỷ VND)	2019	2020	2021	2022	2023KH
Doanh thu thuần	23.733	14.558	9.078	14.537	16.249
<i>Tăng trưởng</i>	-16,9%	-38,7%	-37,6%	60,1%	11,8%
Lợi nhuận ròng	711	335	24	21	233
<i>Tăng trưởng</i>	-52,9%	-52,9%	-92,8%	-13,8%	1.021%
EPS (VND)	8.970	4.221	0.304	0.262	2.956
BVPS (VND)	106.870	105.974	104.069	103.628	107.141
ROA	4,5%	2,0%	0,1%	0,1%	1,7%
ROE	9,7%	4,2%	0,3%	0,2%	2,8%
Nợ/ Vốn CSH	0	0	0	0,13	0,13
P/E	5.59	17.32	353.36	128.84	26.15
P/B	0.47	0.69	1.03	0.33	0.72

Nguồn: CTD, SSI Research

Ngành: Nhựa đường

⇒ PLC hưởng lợi từ vị thế đầu ngành





Luận điểm đầu tư:

1. PLC là công ty cung cấp nhựa đường lớn nhất tại Việt Nam với thị phần khoảng 27-30%. Với lợi thế cạnh tranh nằm ở hệ thống kho cảng với công suất 400.000 tấn/năm trải dài trên cả nước, PLC có vị thế được hưởng lợi lớn từ nhu cầu nhựa đường cho xây dựng cao tốc trong giai đoạn 2021-2025. Chính phủ đặt mục tiêu Việt Nam có 3.000 km đường cao tốc vào năm 2025 từ mức 1.170 km vào cuối năm 2021. Theo ước tính của chúng tôi, nhu cầu nhựa đường từ riêng các dự án cao tốc trong giai đoạn 2021-2025 có thể đạt gần 700 nghìn tấn nhựa đường chất lượng cao. Theo chúng tôi ước tính, nhu cầu nhựa đường của Việt Nam thay đổi theo năm và phụ thuộc vào tốc độ đầu tư công, tuy nhiên, trung bình đạt mức 600 nghìn tấn gần 1 triệu tấn/năm. Ban lãnh đạo cũng cho biết mảng nhựa đường sẽ là động lực tăng trưởng chính trong vài năm tới, do mảng này được hưởng lợi từ việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công như hiện nay để thúc đẩy tăng trưởng GDP. Cụ thể, PLC đã cung cấp và sẽ tiếp tục cung cấp nhựa đường cho các dự án lớn như 12 dự án thành phần của dự án đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông (sẽ hoàn thành chậm nhất vào năm 2025) bên cạnh các dự án cao tốc liên tỉnh, liên vùng và các dự án đường bộ địa phương khác. Bên cạnh đó, với kinh nghiệm cung cấp nhựa đường chất lượng cao cho đường băng sân bay, chúng tôi kì vọng PLC cũng sẽ là nhà cung cấp nhựa đường polymer cho sân bay Long Thành trong giai đoạn 2025-2026.
2. Thoái vốn nhà nước tại PLC: Tổng công ty Petrolimex (PLX: HOSE) sẽ thoái vốn tại PLC và giảm tỷ lệ sở hữu từ 79% xuống dưới 65% và tiếp tục giảm xuống mức 51%. PLX sẽ chào bán từ 14% đến 28% cổ phần cho các nhà đầu tư trong giai đoạn 2023-2024. Ngoài ra, PLC dự kiến sẽ tiến hành IPO công ty con kinh doanh hóa chất để lấy vốn nâng cao hiệu quả kinh doanh. Xét về nền tảng, PLC đã tạo được dấu ấn vững chắc trên thị trường nhựa đường, chiếm thị phần từ 27%-30%. Công ty cũng nắm giữ lần lượt khoảng 7%-8% và 19% thị phần dầu nhờn và hóa chất.
3. Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận theo ước tính ở mức 69% trong năm 2023 và CAGR là 30% trong giai đoạn 2022-2025. Bên cạnh đó việc Nhà nước thoái vốn sẽ là câu chuyện để theo dõi PLC trong thời gian tới. Trong năm 2023, chúng tôi ước tính PLC sẽ đạt 9,4 nghìn tỷ đồng doanh thu (+9,1% svck) và 198 tỷ đồng LNST (+69,3% svck). Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu PLC giao dịch với P/E 2023 là 15x, mức này cao so với lịch sử định giá của PLC cũng như toàn thị trường chung. Tuy nhiên, nếu xét đến các yếu tố kể trên gồm thoái vốn nhà nước và kì vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2023-2025, chúng tôi cho rằng mức định giá này của PLC là có thể giải thích được.
4. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên mức P/E 14x và 2024 EPS



Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex - CTCP (PLC: HNX) - GIÁ MỤC TIÊU: 40.000 Đ/CP



tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	5.608	6.868	8.601	9.382	10.866	12.612
<i>Tăng trưởng DT</i>	-9,0%	22,5%	25,2%	9,1%	15,8%	16,1%
LN gộp	952	935	1.091	1.263	1.488	1.738
<i>Biên gộp</i>	17,0%	13,6%	12,7%	13,5%	13,7%	13,8%
LN tài chính	78	95	94	82	143	126
CP tài chính	-118	-80	-223	-168	-169	-183
CP bán hàng & QLDN	-732	-730	-753	-929	-1.163	-1.337
LN ròng khác	11	9	-3	0	0	0
LNTT	190	221	184	247	298	345
LNST	148	174	117	198	239	276
<i>Tăng trưởng LNST</i>	1,8%	18,0%	-33,0%	69,3%	20,6%	15,5%
<i>Biên ròng</i>	2,6%	2,5%	1,4%	2,1%	2,2%	2,2%
EPS (VND)	1.830	2.159	1.448	2.450	2.954	3.412

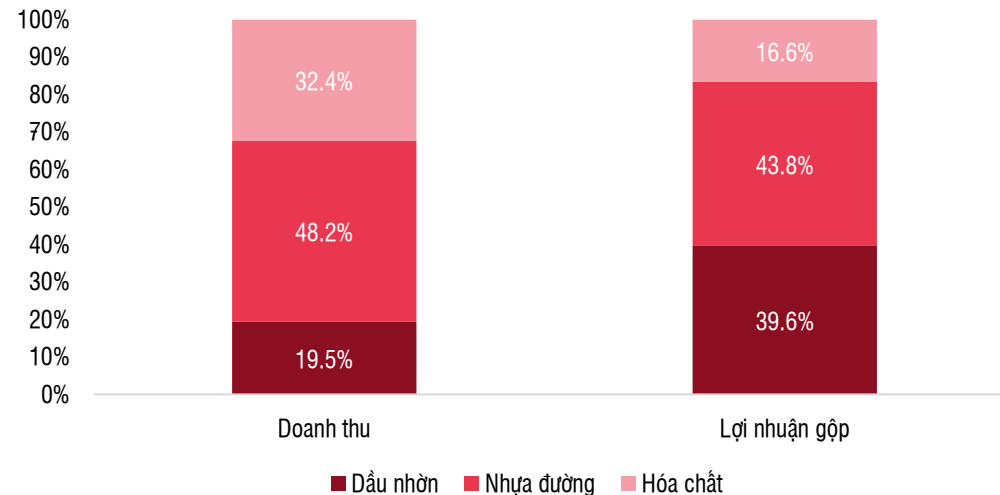
Nguồn: PLC, SSI Research



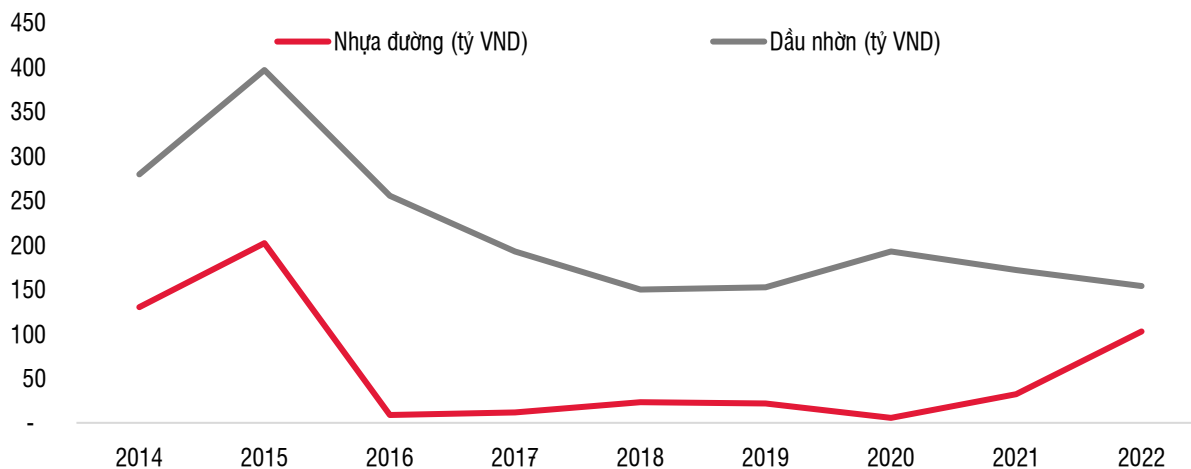
Rủi ro:

1. Đầu tư công diễn ra không đúng tiến độ
2. Quá trình Nhà nước thoái vốn kéo dài
3. Biến động của giá dầu: Giá nguyên liệu đầu vào có mối liên hệ trực tiếp với giá dầu và PLC không thể phòng ngừa hoàn toàn được rủi ro giá đầu vào
4. Rủi ro tỷ giá: Do tất cả nguyên vật liệu được nhập khẩu bằng USD trong khi doanh thu ghi nhận bằng tiền VND, PLC đối mặt với rủi ro tỷ giá.

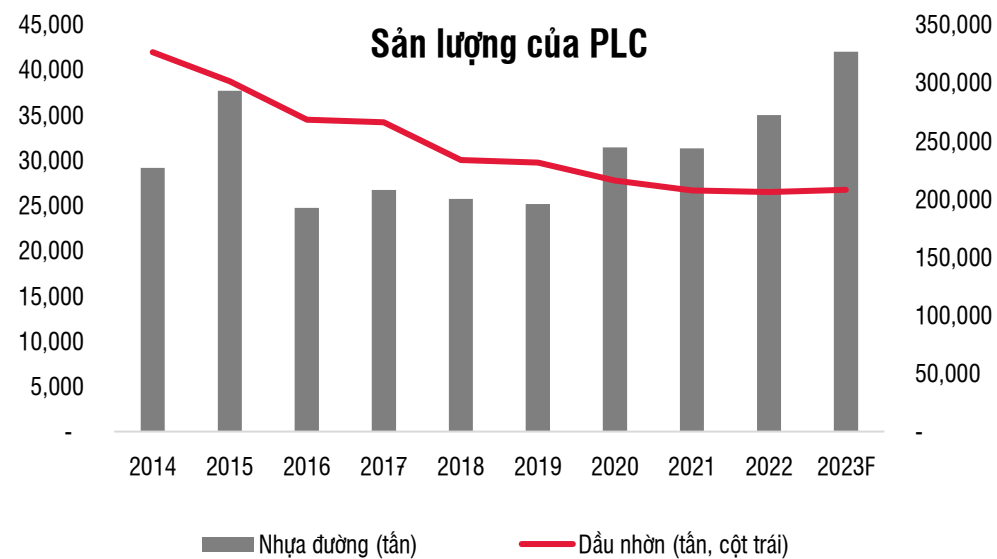
Cơ cấu DT-LN gộp năm 2022



LNTT các mảng chính



Sản lượng của PLC



Ngành: Đá xây dựng

⇒ Kỳ vọng tăng trưởng từ cung cấp đá cho các dự án lớn





Nhu cầu sử dụng đá xây dựng phục vụ cho các dự án đầu tư công là rất lớn. Theo Bộ Giao thông vận tải, nhu cầu về đá xây dựng cho các công trình hạ tầng trong giai đoạn 2023-2025 rơi vào khoảng 21,5 triệu m³ (+38% giai đoạn 2016-2021).

Nhu cầu đá xây dựng dự kiến cho 1 số dự án lớn



Sân bay Long Thành
2,04 triệu m³

Vành đai 3
5,2 triệu m³

Khối lượng thi công các công trình đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2023-2025

	Tổng giá trị (nghìn tỷ đồng)	Thời gian hoàn thành dự kiến	Khối lượng đá xây dựng ước tính sử dụng (nghìn m ³)
Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)	109,9	2025	2.040
12 dự án cao tốc Bắc Nam	147	2025	
Bãi Vọt - Hàm Nghi	7,4		692
Hàm Nghi - Vũng Áng	10,2		1.000
Vũng Áng - Búng	11,8		496
Bùng - Vạn Ninh	10,5		
Vạn Ninh - Cam Lộ	10,6		2.204
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,9		
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12,5		
Quy Nhơn - Chí Thành	12,3		2.950
Chí Thành - Văn Phong	10,6		N/A
Văn Phong - Nha Trang	12,9		876
Cần Thơ - Hậu Giang	9,8		2.000
Hậu Giang - Cà Mau	17,5		N/A
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	85,8	2027	N/A
Đường vành đai 3 (TP, HCM)*	75,4	2027	5.200
Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	45,1	2025-2026	600
Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột	21,9	2025-2026	878
Biên Hòa – Vũng Tàu	17,8	2025	738



Nguồn cung đá xây dựng có cơ chế riêng đối với các dự án cao tốc Bắc Nam. Hầu hết các mỏ đá xây dựng được phân bố trên khắp cả nước, chi phí vận chuyển là yếu tố ảnh hưởng lớn đến giá thành đá xây dựng. Do đó, hầu hết các nhà thầu xây dựng sẽ chọn mỏ đá gần dự án. Tuy nhiên, các địa phương có dự án cao tốc Bắc Nam cũng có những cơ chế riêng như: (1) Được phê duyệt các khu vực khoáng sản làm VLXD đã có trong quy hoạch khoáng sản liên quan, đủ tiêu chuẩn và chỉ phục vụ thi công Dự án đường cao tốc (không cần thực hiện đấu giá quyền khai thác); (2) Đối với các mỏ khoáng sản làm VLXD (trừ cát, sỏi lòng sông, cửa biển) đã cấp phép, đang hoạt động, còn thời hạn khai thác, được phép quyết định nâng công suất không quá 50% công suất ghi trong giấy phép khai thác (không tăng trữ lượng đã cấp phép) mà không phải lập dự án đầu tư điều chỉnh, đánh giá tác động môi trường.

Mỏ đá xây dựng Tân Cang là nguồn cung chính cho dự án Sân bay Long Thành, Vành đai 3 và các dự án khác khu vực miền Đông Nam Bộ. Có 9 mỏ đá ở khu vực Tân Cang, bao gồm các công ty niêm yết như DHA và VLB. Chúng tôi ước tính nhu cầu tại các mỏ đá của Tân Cang sẽ tăng 28% so với cùng kỳ nhờ cung cấp cho dự án Sân bay Long Thành, các dự án cơ sở hạ tầng tại Đồng Nai và Đường Vành đai 3.

Trữ lượng (triệu m3) các mỏ đá khu vực Tân Cang



Nguồn: SSI tổng hợp



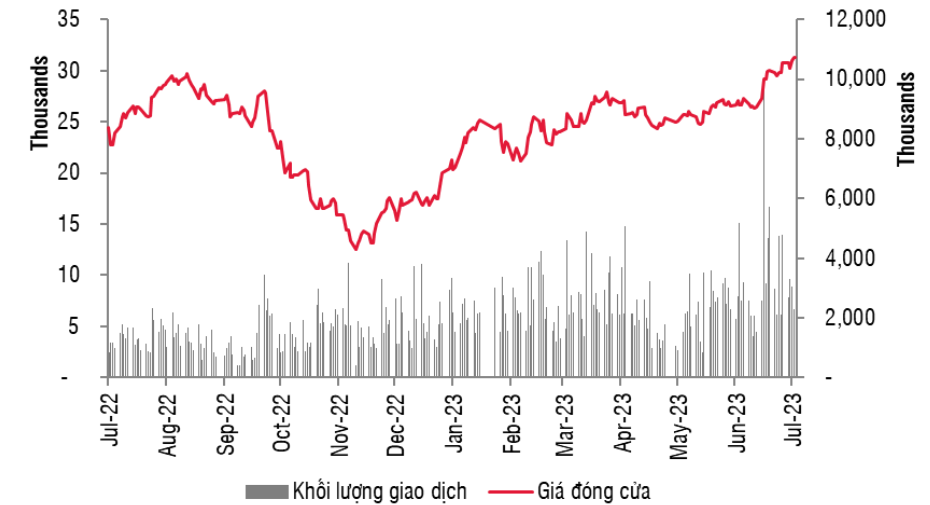
Luận điểm đầu tư:

- Nhu cầu tiêu thụ đá tại mỏ Phước Vĩnh dự kiến tăng hơn 18% YoY trong năm 2023, nhờ vào các công trình hạ tầng kết nối Bình Dương và Bình Phước và các công trình công tại Bình Dương.** Tuyên đường tạo lực Bắc Tân Uyên-Phú Giáo-Bàu Bàng khởi công vào tháng 11/2021 và triển khai chủ yếu trong năm 2023 sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ đá tại mỏ Phước Vĩnh dự kiến tăng 18% trong năm 2023, với sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt 1.5 triệu m². Bên cạnh đó, 2 mỏ Tân Lập và Thiện Tân dự kiến sản lượng phục hồi từ mức thấp 2022, dự kiến sản lượng tăng trung bình 15% YoY.
- KSB sở hữu 41% VLB - đơn vị sở hữu các mỏ đá lớn nhất miền Đông Nam Bộ.** Chúng tôi đánh giá việc mua chi phối tại VLB (dự kiến thoái vốn mỗi năm 8% đến 2025) giúp KSB duy trì tăng trưởng trong tương lai khi VLB sở hữu 2 mỏ đá lớn nhất tại khu vực Tân Cang và Thạnh Phú - cung cấp chính cho dự án sân bay Long Thành.
- KCN Đất Cuộc mở rộng dự kiến đem lại nguồn thu tích cực từ năm 2024.** Khu công nghiệp Đất Cuộc mở rộng với diện tích 135 ha với tổng mức đầu tư 798 tỷ đồng. Khu công nghiệp hiện đang đã đền bù giải phóng mặt bằng 40 ha (chiếm 29% tổng diện tích). Chúng tôi ước tính, KSB có thể cho thuê 10-12 ha với giá thuê đạt 125 USD/m²/chu kỳ thuê. Doanh thu từ hoạt động KCN dự kiến đạt 353 tỷ đồng và lợi nhuận gộp đạt 151 tỷ đồng trong năm 2024.
- KSB hiện tại đang giao dịch ở mức PE 13.9x – cao hơn so với trung bình ngành ở mức 11.5x và cao hơn mức trung bình lịch sử trong giai đoạn 2019-2022 ở mức 8.5x.

Thông tin cổ phiếu:

Giá mục tiêu	32.100 Đồng
% Tăng giá	7%
P/E	13,9x
P/B	1,22x

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, SSI Research



Rủi ro:

1. Khoản phải thu tăng mạnh từ việc bán đá vào các công trình công;
2. Chậm trễ trong việc nâng sở hữu tại VLB;
3. Khó khăn trong việc nâng công suất tại các mỏ đá hiện hữu;
4. Rủi ro pha loãng EPS khi công ty phát hành cổ phiếu khi phát hành tăng vốn cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 2:1 giá 16.000 đồng/CP trong năm 2023.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	1.314	1.322	884	859	980
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	12,40%	0,64%	-33,13%	-2,85%	14,09%
LN gộp	641	603	412	317	
LN gộp biên	48,78%	45,61%	46,61%	36,90%	
Doanh thu tài chính	32,14	63,01	102,8	93,9	
CP tài chính	-76,8	-101	-94,59	-135,1	
CP bán hàng & Quản lý	-177	-162	-116,8	-93,25	
LN ròng khác	2,49	3,59	2,96	3,77	
LNTT	415,2	402	301,3	184,09	210
LNST	330,1	327,8	252,8	152,08	168
<i>Tăng trưởng LNST</i>	0,89%	-0,72%	-22,87%	-39,84%	10,47%
LN ròng biên	25,12%	24,79%	28,60%	17,70%	17,14%
EPS (VND)	5.286	4.379	2.966	1.717	2.210

Nguồn: KSB, SSI Research



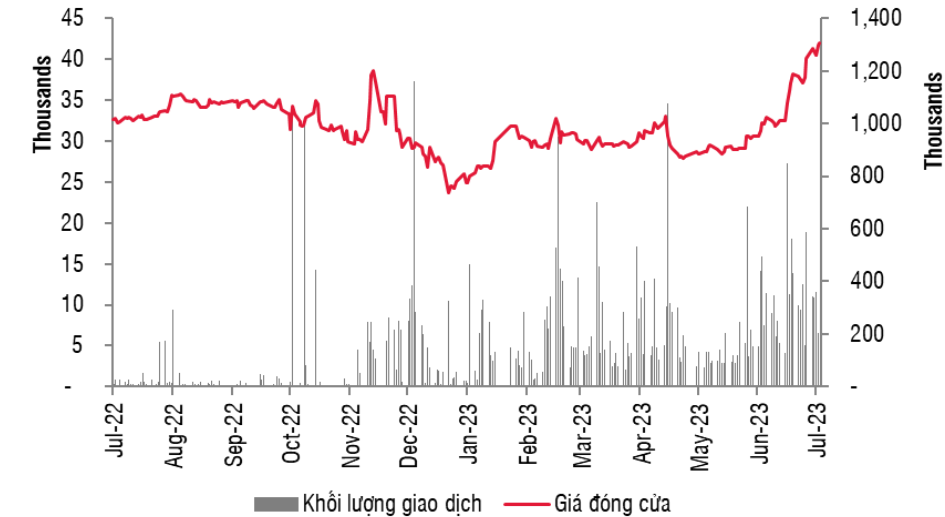
Luận điểm đầu tư:

- Sở hữu các mỏ đá lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ, nguồn cung cấp cho các dự án hạ tầng trong khu vực.** Chúng tôi đánh giá tích cực mỏ đá Tân Cang 1 sẽ là nguồn cung cấp chính cho các dự án Sân bay Long Thành, dự án vành đai 3, cao tốc Biên Hòa Vũng Tàu và các dự án hạ tầng khu vực Đồng Nai, Bình Dương và TP HCM với ưu điểm: (1) Vị trí mỏ đá Tân Cang 1 gần QL51 - thuận tiện vận chuyển đến các công trình trong khu vực; Bên cạnh đó, mỏ đá Thạnh Phú cũng có sẵn hệ thống bến thủy nội địa để vận chuyển đá sang khu vực miền Tây Nam Bộ. (2) Chất lượng cụm mỏ đá Tân Cang được đánh giá có độ cứng cao cung cấp chủ yếu cho các dự án cầu, đường. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng khai thác tại các mỏ Tân Cang 1 và Thạnh Phú, Thiệt Tân 2 sẽ tăng trưởng 12% trong năm 2023 và 20% trong năm 2024.
- Hiệu quả hoạt động dự kiến được cải thiện tích cực từ năm 2023.** VLB đã thực hiện đóng 270.4 tỷ đồng chi phí cấp quyền khai thác khoáng sản cho giai đoạn 2014-2021 vào năm 2022, hoàn thành 80% tổng số tiền phải nộp cho 5 mỏ đá đến hết thời gian khai thác. Đồng thời, các mỏ Tân Cang 1, Thạnh Phú 1 và Thiệt Tân 2 đã đền bù giải phóng mặt bằng toàn bộ, bốc đất tầng phủ phần lớn trên diện tích khai thác. Do đó, chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận của hoạt động khai thác đá có thể đạt mức 32% trong 2023 và 36% trong năm 2024.
- Lợi nhuận phục hồi từ nền thấp năm 2022.** Trong năm 2023, VLB đặt kế hoạch LNST đạt 130 tỷ đồng, so với mức lỗ 23 tỷ của năm 2022. Chúng tôi đánh giá kế hoạch khả thi nhờ sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng và không còn khoản truy thu tiền cấp quyền khai thác khoáng sản.
- Tài chính lành mạnh.** Công ty không có khoản vay nợ ngắn hạn và dài hạn. Đồng thời, khoản phải thu khách hàng chiếm tỷ trọng rất nhỏ 7% tổng tài sản ngắn hạn, cho thấy phần lớn hàng bán được thu tiền trực tiếp và công nợ nhỏ. Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh dương (trừ 2022 do thực hiện hồi tố chi phí cấp quyền khai thác khoáng sản).

Thông tin cổ phiếu:

Giá mục tiêu	40.100 Đồng
% Tăng giá	6.3%
P/E	18,7x
P/B	3,77x

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, SSI Research



Rủi ro:

1. Khoản phải thu tăng mạnh từ việc bán đá vào các công trình công;
2. Hiệu quả hoạt động máy móc thiết bị giảm khi khai thác hơn 10 năm;
3. Chất lượng đá không đồng đều khi diện tích khai thác lớn;
4. Chậm trễ trong thi công các công trình và sụt giảm thị trường bất động sản ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ đá của công ty.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	1.132	1.110	942	1.275	964
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>15,69%</i>	<i>-1,91%</i>	<i>-15,15%</i>	<i>35,32%</i>	<i>-24,39%</i>
LN gộp	218	292	202	302	
LN gộp biên	19,26%	26,31%	21,44%	23,69%	
Doanh thu tài chính	14,35	15,79	14,74	12,23	
CP tài chính	0	0	0	0	
CP bán hàng & Quản lý	-68,9	-81,8	-68,91	-77,77	
LN ròng khác	0,81	1,04	10,79	-259,4	
LNTT	164,2	227,5	158,19	-23,25	130
LNST	130,8	181,8	126,42	-23,25	104
Tăng trưởng LNST	-7,71%	38,99%	-30,48%	-118,39%	100,00%
LN ròng biên	11,56%	16,38%	13,42%	-1,82%	10,79%
EPS (VND)	2.471	3.438	2.283	-497	2.213

Nguồn: VLB, SSI Research



Luận điểm đầu tư:

Kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ các công trình hạ tầng khu vực Nam Bộ. Theo quan điểm của chúng tôi, các mỏ đá của DHA hoạt động khá hiệu quả, trong đó:

1. Mỏ đá Núi Gió có chất lượng đá tốt tập trung cung cấp chủ yếu cho khu vực Bình Phước- đây là khu vực có nhiều công trình hạ tầng kết nối Bình Dương và dự án KCN Becamex – Bình Phước, KCN Minh Hưng 3...Doanh thu tại mỏ đá Núi Gió dự kiến đạt 64 tỷ đồng trong năm 2023 và 76 tỷ đồng năm 2024 (chiếm 17% tổng doanh thu) với công suất khai thác đạt mức tối đa 300.000 m³/ngày đêm. Lợi nhuận trước thuế biên đạt mức 26%;
2. Mỏ đá Thạnh Phú 2 cung cấp chủ yếu cho khu vực miền Tây. Chúng tôi đánh giá hoạt động cung cấp đá cho khu vực miền Tây với các dự án chủ yếu như cao tốc Cần Thơ – Sóc Trăng, Cần Thơ – Hậu Giang. Doanh thu tại mỏ Thạnh Phú 2 dự kiến đạt 200 tỷ đồng năm 2023 và 230 tỷ đồng trong năm 2024. Biên lợi nhuận trước thuế đạt mức 17%.
3. Mỏ đá Tân Cang 3 cung cấp chủ yếu cho dự án hạ tầng khu vực Đồng Nai, Bình Dương và TP HCM như sân bay Long Thành, vành đai 3, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, công suất khai thác 488.000 m³/năm. Doanh thu dự báo mỏ đá Thạnh Phú đạt 150 tỷ đồng trong năm 2023 và 184.8 tỷ đồng năm 2024 (chiếm 35% tổng doanh thu). Lợi nhuận trước thuế biên đạt mức 25%.

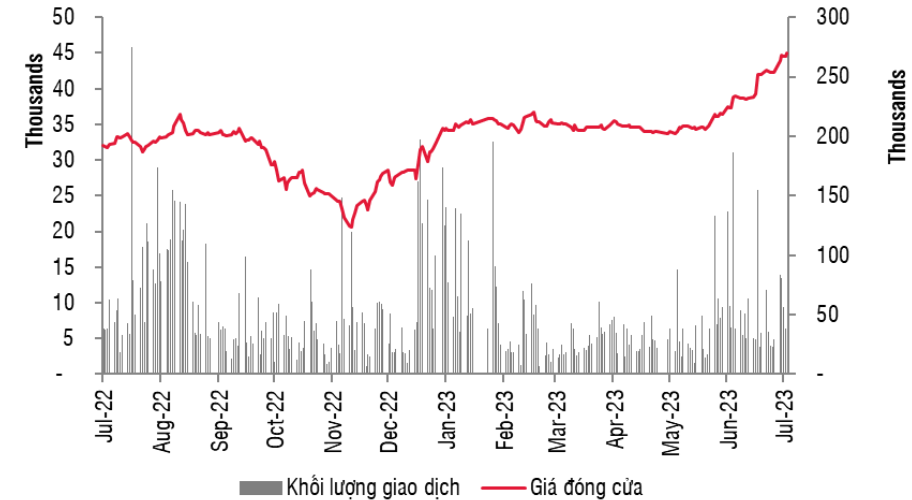
Tài chính lành mạnh: Công ty không có khoản vay nợ ngắn hạn và dài hạn. Đồng thời, khoản phải thu khách hàng chiếm tỷ trọng rất nhỏ 11% tổng tài sản ngắn hạn, cho thấy phần lớn hàng bán được thu tiền trực tiếp và công nợ nhỏ.

Cổ tức hấp dẫn. Cổ tức tiền mặt năm 2023 đạt mức 30-50%, tỷ suất cổ tức/thị giá đạt mức 11.8%.

Thông tin cổ phiếu:

Giá mục tiêu	N.A
% Tăng giá	N.A
P/E	9,3x
P/B	1,52x

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, SSI Research



Rủi ro:

1. Khoản phải thu tăng mạnh từ việc bán đá vào các công trình công;
2. Diện tích bãi chứa vật liệu sau khai thác nhỏ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động khi có những đơn hàng quy mô lớn;
3. Chậm trễ trong thi công các công trình và sụt giảm thị trường bất động sản ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ đá của công ty.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	332	382	337	388	365
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	11,32%	-1,91%	-15,15%	35,32%	-5,93%
LN gộp	102	122	95	103	
LN gộp biên	30,72%	31,94%	28,19%	26,55%	
Doanh thu tài chính	8,97	10,91	25,76	11,08	
CP tài chính	-12,3	7,66	4,69	-32,6	
CP bán hàng & Quản lý	-15,1	-18	-15,88	-16,59	
LN ròng khác	0,07	-0,65	2,61	0,55	
LNTT	83,88	121,6	112,23	65,28	90
LNST	67,93	98,27	90,25	52,33	72
<i>Tăng trưởng LNST</i>	1,55%	44,67%	-8,16%	-42,02%	37,59%
LN ròng biên	20,46%	25,73%	26,78%	13,49%	19,73%
EPS (VND)	4.222	6.273	5.884	3.412	4.768

Nguồn: DHA, SSI Research

Danh sách cổ phiếu trong phạm vi nghiên cứu



STT	Mã	Giá hiện tại (ngày 11/7/23)	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Tỷ lệ SHNN (%)	Tăng trưởng NPATMI				P/E				ROE				Tỷ suất cổ tức (%)			
					2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F
1	VCG	21.950	11.732	7,03%	-69.2%	101.8%	-44.8%	N.a	57.9	9.5	18.3	N.a	7.0%	11.9%	5.7%	N.a	2.3%	7.0%	N.a	N.a
2	HHV	15.500	5.105	4,69%	96%	-1.7%	13.8%	32%	42.6	9.73	15.4	11.7	3.5%	3.5%	4%	5.2%	0%	0%	0%	3%
3	C4G	14.300	4.820	0,03%	-1%	141%	113%	N.a	26.79	21.41	14.6	N.a	5.3%	8.2%	13.2%	N.a	0%	0%	N.a	N.a
4	CTD	77.300	5.752	49%	-93%	-14%	1021%	N.a	353.36	128.84	26.15	N.a	0,3%	0,2%	2,8%	N.a	1.19%	0%	N.a	N.a
5	PLC	38.200	3.086	1,26%	18%	-33%	69%	21%	17.8	15.5	15.3	12.9	13.3%	9.0%	15.4%	17%	3.9%	5.3%	3.9%	5.2%
6	KSB	30.900	2.358	4,21%	-23%	-40%	10%	18%	13.9	10.5	13.5	11.4	14%	7%	8%	9%	0%	0%	0%	4.8%
7	DHA	45.350	668	20,9%	-9%	-43%	38%	12%	7.4	9.2	9.4	N.a	19%	11%	17%	N.a	7.5%	15.6%	11%	11%
8	VLB	41.600	1,944	0,02%	-12%	-100%	100%	18%	14.9	N.a	18.9	16	23%	-4%	18%	21%	7%	5%	7.1%	8.3%

Nguồn: SSI Research



CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng kiêm Trưởng Ban đào tạo

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên Cao cấp phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích cổ phiếu

Phạm Huyền Trang

Giám đốc Phân tích Cổ phiếu

trangph@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321