

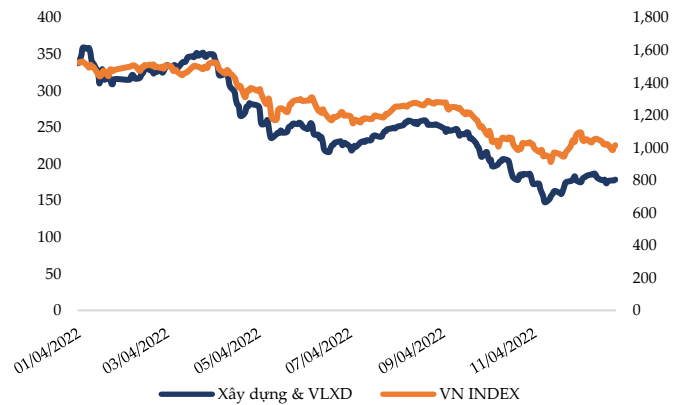
**TỔNG QUAN NGÀNH 2022: KÉM KHẢ QUAN**

Trong năm 2022, giá cổ phiếu ngành Xây dựng giảm 47%, giảm mạnh hơn so với VN Index (-34%).

Hầu hết các cổ phiếu đầu ngành Xây dựng (như CTD, LCG, VCG, CII, C4G, HBC,...) đều giảm mạnh so với đầu năm. Trong năm 2022, ngành xây dựng chịu nhiều tác động như giá nguyên vật liệu tăng cao, thị trường bất động sản đóng băng, lãi suất ngân hàng tăng cao và hạn mức tín dụng thu hẹp khiến các chủ đầu tư thất chặt hoạt động.

Ngành xây dựng có sự phân hoá giữa các phân ngành. Ngành xây dựng dân dụng gặp khó khăn do thị trường BĐS ảm đạm, trong khi ngành xây dựng hạ tầng giao thông lại được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ từ Chính phủ.

**Hình 1: Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022**

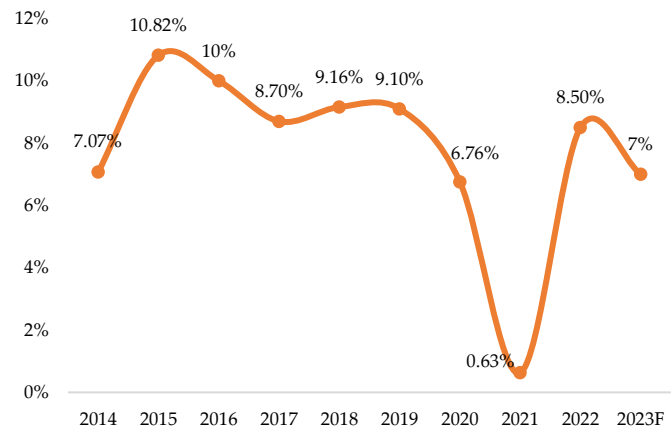


Nguồn: Fiiitrade, APS Research

**SƠ LƯỢC NGÀNH XÂY DỰNG NĂM 2022**

Ngành xây dựng có mức tăng trưởng trung bình hàng năm khoảng 7.2% trong 10 năm qua. Mức tăng trưởng ngành duy trì ổn định giai đoạn 2016 – 2019, nhưng lại sụt giảm trong thời kỳ Covid 2020 – 2021. Giai đoạn này kinh tế khó khăn, giá nguyên vật liệu leo thang trong khi nguồn cầu lại giảm mạnh khiến các doanh nghiệp xây dựng lâm vào tình trạng khó khăn kéo dài. Kết quả kinh doanh yếu kém khiến Chính phủ phải ban hành các gói cứu trợ nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp xây dựng. Các gói hỗ trợ của chính phủ trong năm 2022 – 2023 tác động tích cực tới các doanh nghiệp có gói thầu xây dựng cơ sở hạ tầng. Chính phủ giải ngân 347.000 tỷ trong năm 2022 – 2023, riêng phát triển hạ tầng chiếm 1/3 gói giải ngân, chiếm 113.850 tỷ đồng.

**Hình 2: Tăng trưởng ngành xây dựng giai đoạn 2014 – 2023F**



Nguồn: Bộ Xây Dựng, APS Research

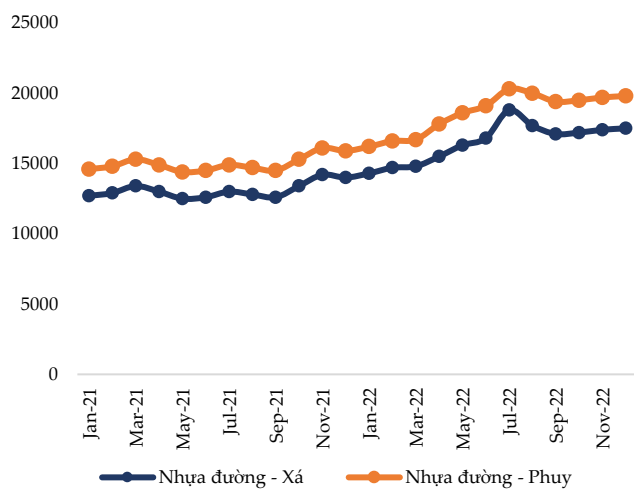
**Giá nguyên vật liệu biến động mạnh trong năm 2022, ảnh hưởng tới tiến độ xây dựng của các doanh nghiệp.**

Theo số liệu thống kê của Bộ Xây dựng, từ đầu năm đến nay, xi măng đã có 3 lần tăng giá với mức tăng 13,2% so với cùng kỳ năm 2021 và tăng 5,55% so với cuối năm 2021. Giá bán xi măng đã tăng thêm 50.000 – 80.000 đồng/tấn, có loại tăng 140.000 đồng/tấn. Tương tự, trong giai đoạn 11 tháng đầu năm 2022, giá đá xây dựng tăng 7,2% so với cuối năm 2021. Giá cát xây dựng có xu hướng tăng nhẹ với mức tăng bình quân 1,51% hàng tháng do nhu cầu xây

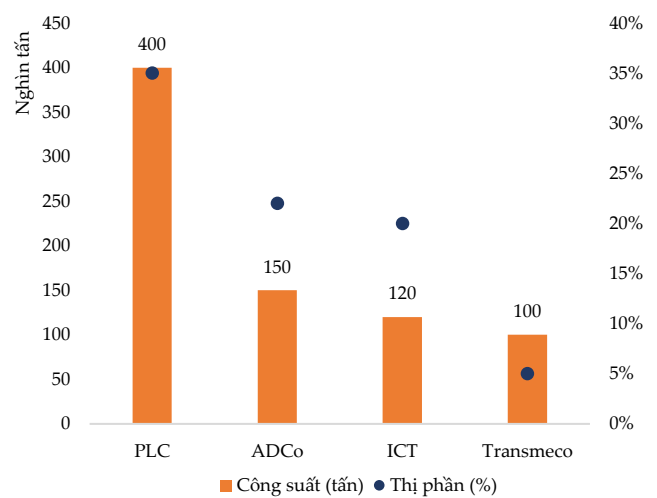
dụng thấp. Giá nhựa đường tăng 23,52% so với cùng kỳ năm 2021 và tăng 15% so với cuối năm 2021. Giá các mặt hàng trang trí nội thất tăng khoảng 20% so với thời điểm đầu năm.

**Thép xây dựng tăng mạnh trong nửa đầu năm 2022** khiến các chủ đầu tư gặp khó khăn khi có thời điểm giá thép lên gần 21 triệu đồng/tấn, vượt xa đỉnh cũ 2021. Cụ thể, giá mặt hàng thép xây dựng đã trải qua gần 30 lần điều chỉnh, trong đó có 7 lần tăng giá liên tiếp hồi đầu năm, sau đó quay đầu giảm liên tiếp 15 lần từ tháng 4 đến tháng 8 với mức giảm 6 triệu đồng/tấn, xuống còn khoảng 14 triệu đồng/tấn. Như vậy, sau nhiều lần điều chỉnh tăng, giảm, hiện giá thép xây dựng trong nước dao động quanh mức 14,5-16 triệu đồng/tấn, giá thép trung bình trong 11 tháng tăng 2,5% so với cùng kỳ năm 2021 và tương đương so với mức giá hồi đầu năm.

**Hình 3: Giá nhựa đường PLC năm 2022 tăng mạnh so với 2021**



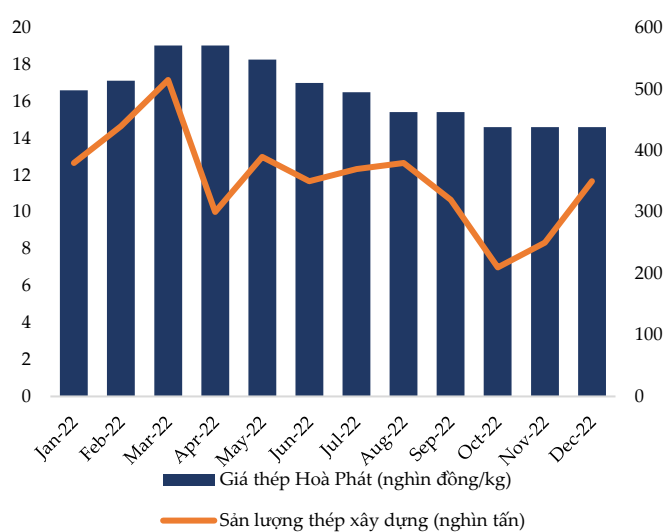
**Hình 4: Công suất và thị phần của các doanh nghiệp nhựa đường**



Nguồn: PLC, APS Research

**Nửa cuối năm 2022, thị trường bất động sản gặp khó khăn** do các vấn đề về trái phiếu, nguyên vật liệu bị tồn kho nhiều, giá giảm mạnh. Nguồn cầu ảm đạm, giá giảm mạnh khiến các doanh nghiệp nguyên vật liệu như thép và xi măng thiếu động lực sản xuất. Sau 11 tháng đầu năm, cả nước đã sản xuất được 27,12 triệu tấn thép các loại, tiêu thụ thép ở mức 25,12 triệu tấn, lần lượt giảm 11,3% và 6,8% so với cùng kỳ. Như vậy, mặc dù giá thép đã hạ nhiệt nhưng nhu cầu suy yếu khiến lượng tồn kho thép tính đến cuối tháng 11 tăng cao, ở mức 2 triệu tấn. Sản phẩm gạch ốp lát sản xuất đạt 518,5 triệu m<sup>2</sup>, tăng 9%; tiêu thụ 510 triệu m<sup>2</sup>, tăng 15% so với cùng kỳ năm 2021. Đá ốp lát sản xuất được 18,4 triệu m<sup>2</sup>, giảm 8%; tiêu thụ 17,75 triệu m<sup>2</sup>, tăng 4% so với năm 2021. Gạch nung sản xuất 16,87 tỉ viên, giảm 11%; tiêu thụ ở mức 17,67 tỉ viên, giảm 4% so với cùng kỳ năm 2021. Gạch không nung sản xuất 3,52 tỉ viên, giảm 2%; tiêu thụ 3,48 tỉ viên, tăng 3,88% so với cùng kỳ năm 2021.

**Hình 5: Giá và sản lượng thép đầu vào 2022**



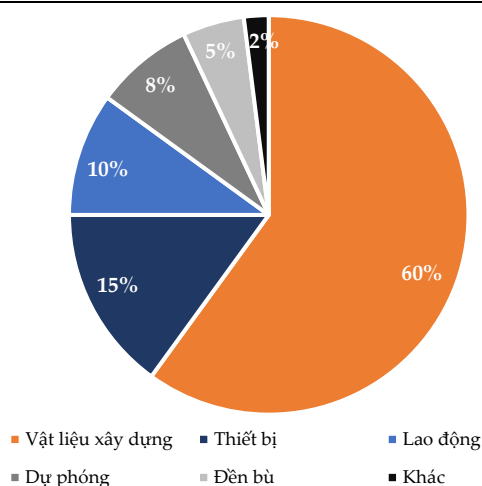
Xi măng, gạch và sắt thép là nguyên liệu chủ yếu trong cơ cấu nguyên vật liệu đầu vào của ngành Xây dựng. Trong năm 2022, giá tăng đầu năm khiến cho các doanh nghiệp xây dựng gặp khó khăn trong triển khai dự án của mình.

Thị trường bất động sản ảm đạm càng khiến cho các chủ đầu tư dè dặt trong quá trình triển khai xây dựng, dẫn đến nguồn cung bất động sản giảm, khiến giảm lợi nhuận ngành xây dựng.

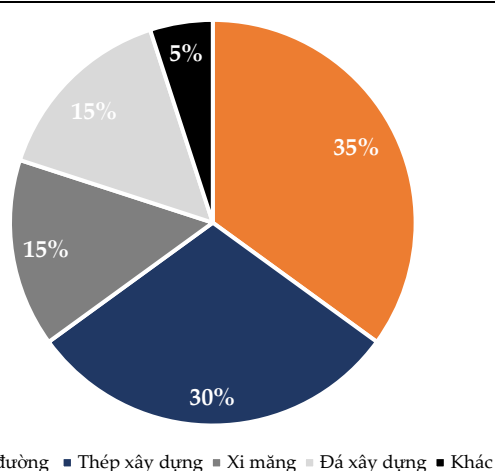
Về cơ cấu chi phí, chi phí đầu vào chiếm đến 75% tổng chi phí xây dựng, trong đó thép là nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng 40% - 50% chi phí xây dựng. Xi măng là nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn thứ 2 với mức 10%, còn lại là các nguyên vật liệu khác và chi phí nhân công, chi phí khấu hao, chi phí giải phóng mặt bằng, chi phí đền bù,...

Nguồn: HPG, APS Research

**Hình 6: Cơ cấu chi phí của các dự án cao tốc tại Việt Nam**



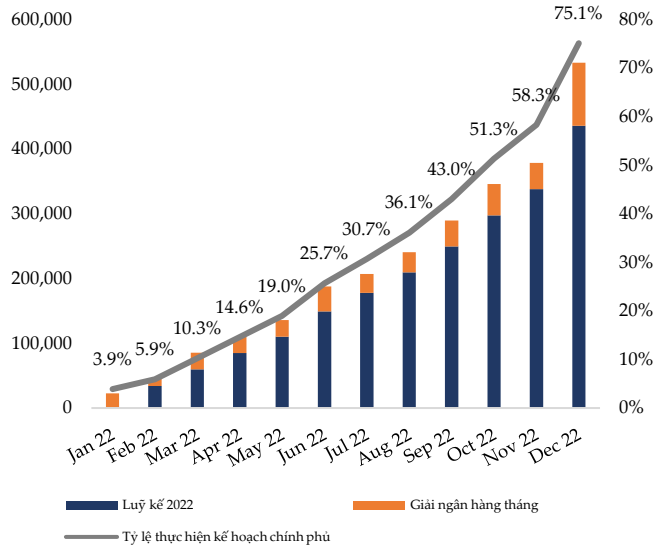
**Hình 7: Cơ cấu chi phí nguyên vật liệu các dự án cao tốc tại Việt Nam**



Nguồn: APS Research

**Giải ngân vốn đầu tư công chậm ảnh hưởng tới nhóm ngành xây dựng cơ sở hạ tầng.** Năm 2022 là năm bản lề quan trọng, tạo nền tảng để cả nước thực hiện các mục tiêu của kế hoạch 5 năm 2021 – 2025. Tuy nhiên tốc độ giải ngân chưa đạt được kỳ vọng do giá nguyên vật liệu xây dựng chủ chốt tăng mạnh (thép, xi măng, đá xây dựng, nhựa đường,...) khiến cho tiến độ giải ngân vốn đầu tư công, đặc biệt ở hạng mục xây dựng hạ tầng giao thông bị đình trệ. Bộ Tài chính ước tính tỷ lệ giải ngân 12 tháng năm 2022 đạt 67,27% kế hoạch. Nếu so với kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, thì tỷ lệ giải ngân đạt 75,11%, thấp hơn so với cùng kỳ năm 2021 (77,30%). Bên cạnh chi phí nguyên vật liệu, chi phí vay vốn cũng tăng cao trong bối cảnh hàng loạt ngân hàng tăng lãi suất. Công tác giải phóng mặt bằng, thủ tục pháp lý còn chưa hoàn thiện khiến việc giải ngân vốn đầu tư công còn chậm trễ.

**Hình 8: Tình hình giải ngân vốn đầu tư công 2022**



Nguồn: APS Research

Trong năm 2022, nhiều dự án lớn được triển khai như 11 dự án cao tốc Bắc Nam, sân bay Long Thành giai đoạn 1, các dự án khu công nghiệp của nước ngoài,... Tầm nhìn 2023, tổng vốn đầu tư công trên 700.000 tỷ, tăng khoảng 25% (khoảng 140.000 tỷ đồng) so với kế hoạch năm 2022 và tăng khoảng 260.000 tỷ so với 2021. Nhiều dự án trọng điểm quan trọng sẽ được triển khai trong năm 2023 như

- (1) Hoàn thành nốt 11 dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1
- (2) 12 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2
- (3) Sân bay Long Thành giai đoạn 1
- (4) Vành đai 3 (TP HCM)
- (5) Vành đai 4 (Hà Nội)

**Cao tốc Bắc - Nam (CTBN) giai đoạn 2 sẽ là động lực tăng trưởng chính trong nhóm ngành xây dựng cơ sở hạ tầng.** Nhằm bù đắp cho sự sụt giảm giải ngân vốn đầu tư công, trong năm 2023, Chính phủ có kế hoạch giải ngân hơn 700.000 tỷ, tăng khoảng 25% (khoảng 140.000 tỷ đồng) so với kế hoạch năm 2022. Giải ngân vốn đầu tư công dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2023 nhờ các yếu tố tích cực sau: (1) Hành lang pháp lý trong việc triển khai các dự án dễ dàng hơn cho các doanh nghiệp; (2) Giá nguyên vật liệu dự kiến giảm trong năm tới; (3) Thị trường bất động sản kỳ vọng hồi phục nhờ những gói hỗ trợ của Chính phủ.

Theo Bộ Giao thông Vận tải (GTVT), hàng loạt dự án hạ tầng giao thông trọng điểm sẽ được khởi công từ cuối năm 2022, bao gồm: CTBN giai đoạn 2 (tháng 12/2022); nhà ga hành khách và đường băng sân bay tại Sân bay Long Thành (tháng 12/2022); nhà ga T3 tại Sân bay Tân Sơn Nhất (tháng 12/2022); cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (tháng 4/2023) và cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột (tháng 6/2023). Trong khi đó, 11 dự án thành phần của CTBN giai đoạn 1 vẫn sẽ được đẩy mạnh thi công và hoàn thành lần lượt trong giai đoạn 2022-24.

**Hình 9: Các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm triển khai trong giai đoạn 2022 - 2026**

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ thi công dự án								
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
11 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam (giai đoạn 1)	Cam Lộ - La Sơn	7.900								
	Cao Bồ - Mai Sơn	1.612								
	Cầu Mỹ Thuận 2	5.125								
	Mai Sơn - Quốc lộ 45	14.703								
	Vĩnh Hào - Phan Thiết	19.648								
	Phan Thiết - Dầu Giây	19.571								
	Nghi Sơn - Diễn Châu	8.648								
	Quốc lộ 45 - Nghi Sơn	7.769								
	Diễn Châu - Bãi Vọt	13.596								
	Nha Trang - Cam Lâm	5.131								
	Cam Lâm - Vĩnh Hào	15.013								
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	109.112									
12 dự án thành phần CTBN (giai đoạn 2)	146.990									
Đường vành đai 3 (TP.HCM)	75.378									
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	85.813									
Cao tốc Biên Hoà - Vũng Tàu (giai đoạn 1)	17.837									
Cao tốc Khánh Hoà - Buôn Mê Thuột	11.090									
<b>Tổng</b>	<b>564.936</b>									

Chú thích: : Đã hoàn thành : Đang thi công : Chưa khởi công

Nguồn: APS Research, Bộ GTVT

Thủ tướng chính phủ chia gói thầu CTBN giai đoạn 2 ra làm 25 gói thầu nhỏ có giá trị từ 3.000 – 8.000 tỷ đồng, chỉ định nhà thầu. Việc chỉ định các nhà thầu dự án của Bộ Giao thông Vận tải cho CTBN giai đoạn 2 sẽ đẩy nhanh tốc độ thực hiện dự án. Bên cạnh đó, Bộ cũng công bố các tiêu chí lựa chọn nhà thầu nhằm đảm bảo tiến độ các dự án được thực hiện nhanh chóng và minh bạch. Những doanh nghiệp xây dựng hàng đầu như Vinaconex (VCG), CTCP Lizen (LCG), CTCP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV), Tập đoàn CIENCO4,... được chỉ định bởi có hồ sơ năng lực, kinh nghiệm và uy tín tốt.

**Hình 10: 12 dự án thành phần CTBN giai đoạn 2 được chia thành 25 gói thầu với quy mô 3.000 tỷ đồng – 8.000 tỷ đồng**

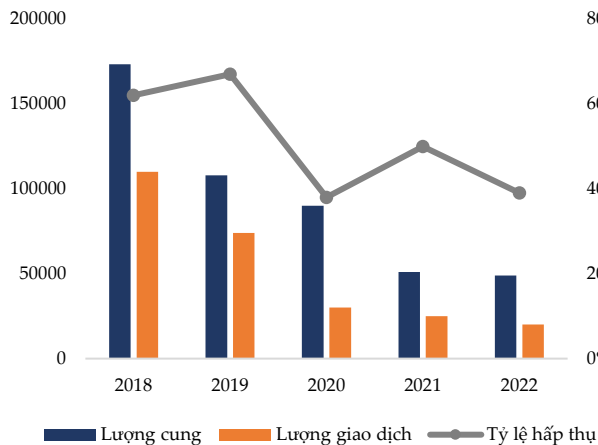
Dự án thành phần	Chiều dài (km)	Gói thầu	Quy mô gói thầu (tỷ đồng)	Dự án thành phần	Chiều dài (km)	Gói thầu	Quy mô gói thầu (tỷ đồng)
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	70.1	11-XL	3.027	Vũng Áng - Bùng	56.1	XL-01	5.300
		12-XL	6.140			XL-02	5.400
Quy Nhơn - Chí Thạnh	61.7	11-XL	3.690	Hàm Nghi - Vũng Áng	54.2	11-XL	4.456
		12-XL	3.055			12-XL	3.304
		13-XL	6.241			XL-01	6.045
Chí Thạnh - Vân Phong	48	XL-01	4.393	Bùng - Vạn Ninh	50	XL-01	3.939
		XL-02	4.440			XL-02	3.501
Vân Phong - Nha Trang	83.4	XL-01	5.365	Vạn Ninh - Cam Lộ	65	XL-01	3.361
		XL-02	3.549			XL-02	3.480
Cần Thơ - Hậu Giang	37.7	XL-01	7.966	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	XL-01	3.800
		XL-01	7.256			XL-02	4.500
Hậu Giang - Cà Mau	73	XL-02	3.835			XL-03	6.400
		XL-03	3.334				

Nguồn: Bộ GTVT, APS Research

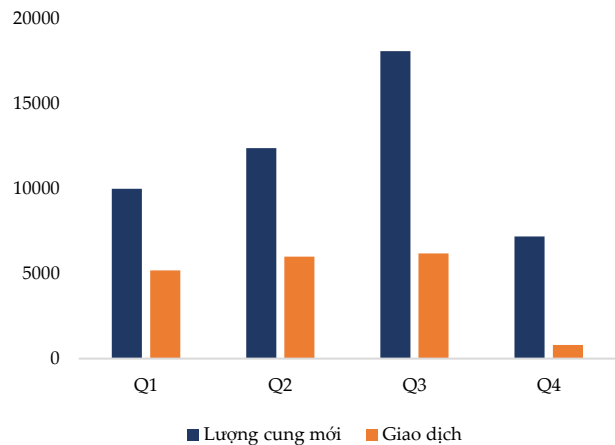
**Chuyển dịch dòng vốn ngoại từ Trung Quốc, xây dựng công nghiệp được hưởng lợi.** Việt Nam đang trở thành quốc gia thu hút nguồn vốn FDI mới khi mà Trung Quốc đóng cửa vì chính sách Zero Covid. Việt Nam có nhiều lợi thế so với các quốc gia khác trong khu vực về giá thuê đất khu công nghiệp, chi phí xây dựng khu công nghiệp, chi phí nhân công và thuế suất thấp. Trong khi đó, quỹ đất dồi dào khiến Việt Nam trở thành trung tâm thu hút dòng vốn ngoại đầu tư bất động sản khu công nghiệp. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, vốn FDI của Việt Nam đã tăng 13,5% so với cùng kỳ, lên 22,4 tỷ USD trong năm 2022 - mức lớn nhất trong vòng 5 năm qua.

**Ngành xây dựng dân dụng khó khăn bởi nguồn cung giảm mạnh trong năm 2022.** Nguồn cung nhà ở thương mại năm 2022 rất khan hiếm, tổng cung ra thị trường đạt khoảng 48.500 sản phẩm, tương đương 90% tổng lượng sản phẩm bán ra năm 2021, và chỉ bằng 28% so với 2018 – thời điểm chưa diễn ra Covid (180.000 sản phẩm). Nguyên nhân là do năm 2022, thị trường bất động sản đóng băng do các vấn đề về pháp lý và thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Giá nguyên vật liệu đầu vào tăng cũng là nguyên do khiến các doanh nghiệp xây dựng gặp khó khăn trong việc triển khai dự án.

**Hình 11: Lượng cung, giao dịch nhà ở giai đoạn 2018 – 2022**



**Hình 12: Lượng cung mới, lượng giao dịch nhà ở 2022**

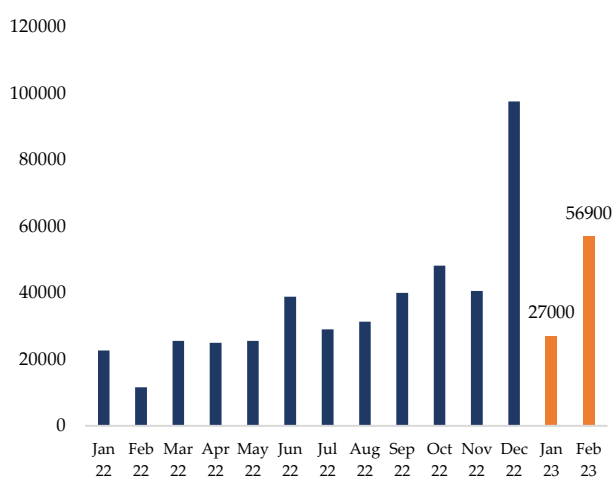


Nguồn: VARS, APS Research

### Triển vọng ngành Xây dựng 2023

**Đầu tư công là điểm sáng cho ngành xây dựng trong năm 2023.** Theo báo cáo từ Bộ Tài chính, tổng nguồn vốn cho đầu tư công từ nguồn NSNN năm 2023 là 756.111 tỷ đồng, trong đó vốn trong nước là 727.111 tỷ đồng và vốn nước ngoài là 29.000 tỷ đồng. Tính đến hết tháng 2 năm 2023 đã phân bổ được trên 638.613 tỷ đồng, đạt 90,32% kế hoạch. Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 sẽ là điểm nhấn chính cho đầu tư công 2023. Tổng vốn đầu tư của CTBN giai đoạn 2 có tổng mức đầu tư gần 147.000 tỷ đồng, cơ bản hoàn thiện vào 2025. Tổng cộng 12 dự án được chia làm 25 gói thầu nhỏ, trong đó 12 gói thầu ban đầu được khởi công năm 2022 và 13 gói thầu còn lại được khởi công vào đầu năm 2023. Đặc biệt, nhằm rút ngắn thời gian thực hiện dự án, Bộ GTVT đã được quyền chỉ định thầu CTBN giai đoạn 2 đối với các gói thầu tư vấn, xây lắp, di dời hạ tầng kỹ thuật, đền bù giải phóng mặt bằng và tái định cư. Bộ cũng đã công bố các tiêu chí lựa chọn nhà thầu xây lắp nhằm đảm bảo các dự án được thực hiện một cách minh bạch. Những công ty hàng đầu với năng lực đã được chứng minh bao gồm Vinaconex (VCG VN, HOSE), CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV VN, HOSE), Tập đoàn CIENCO4 (C4G VN, UPCOM)... đã nắm nhiều lợi thế để giành được các gói thầu quy mô lớn.

Hình 13: Giải ngân vốn đầu tư công 2 tháng đầu 2023



Hình 14: Các tiêu chí lựa chọn nhà thầu của dự án CTBN giai đoạn 2

5 tiêu chí lựa chọn nhà thầu	Tiêu chí
	1. Nhà thầu phải có năng lực hạng I đối với công trình đường bộ
	2. Nhà thầu có kinh nghiệm thực hiện hợp đồng tương tự về mặt kỹ thuật.
	3. Nhà thầu đã từng thực hiện gói thầu với giá trị tối thiểu là 50% đối với quy mô gói thầu đang xét
	4. Phải đáp ứng được nguồn lực tài chính theo yêu cầu
	5. Doanh thu bình quân của mạng xây lắp

Nguồn: Bộ GTVT, APS Research

Hình 15: Một số nhà thầu các gói dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2

Dự án thành phần	Chiều dài (km)	Gói thầu	Quy mô gói thầu (tỷ đồng)	Nhà thầu
Hoài Nhon – Quy Nhon	70.1	11-XL	3.027	Tổng Công ty Xây dựng Trường Sơn
		12-XL	6.140	
		11-XL	3.690	
Quy Nhon – Chí Thạnh	61.7	12-XL	3.055	CTCP Xây dựng Trung Nam 18 E&C Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) CTCP Phát triển Xây dựng và Thương mại Thuận An CTCP Xây dựng dịch vụ và thương mại 68 CTCP Hải Đăng
		13-XL	6.241	
		XL-01	4.393	
Chí Thạnh – Vân Phong	48	XL-02	4.440	Công ty Trung Nam 18 E&C Tổng Công ty Xây dựng số 1 Công ty TNHH Xây dựng Tự Lập Công ty miền Trung
		XL-01	5.365	
Vân Phong – Nha Trang	83.4	XL-02	3.549	Tập đoàn Sơn Hải Công ty Tân Nam Công ty Hải Đăng Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex)
Cần Thơ – Hậu Giang	37.7	XL-01	7.966	Tổng công ty Xây dựng Trường Sơn Tổng công ty 36 Tổng công ty Xây dựng số 1 CTCP Đầu tư Xây dựng và Kỹ thuật VNCN E&C CTCP Xây dựng Tân Nam
		XL-01	7.256	
Hậu Giang – Cà Mau	73	XL-02	3.835	CTCP Đầu tư Xây dựng và Kỹ thuật VNCN E&C CTCP Đầu tư và Phát triển hạ tầng 620 CTCP Hải Đăng Công ty TNHH Sản xuất và Xây dựng Thi Sơn
		XL-03	3.334	
Vũng Áng – Bù Đăng	56.1	XL-01	5.300	Tập đoàn Sơn Hải Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) CTCP Xây dựng 368 CTCP 484 Công ty 479

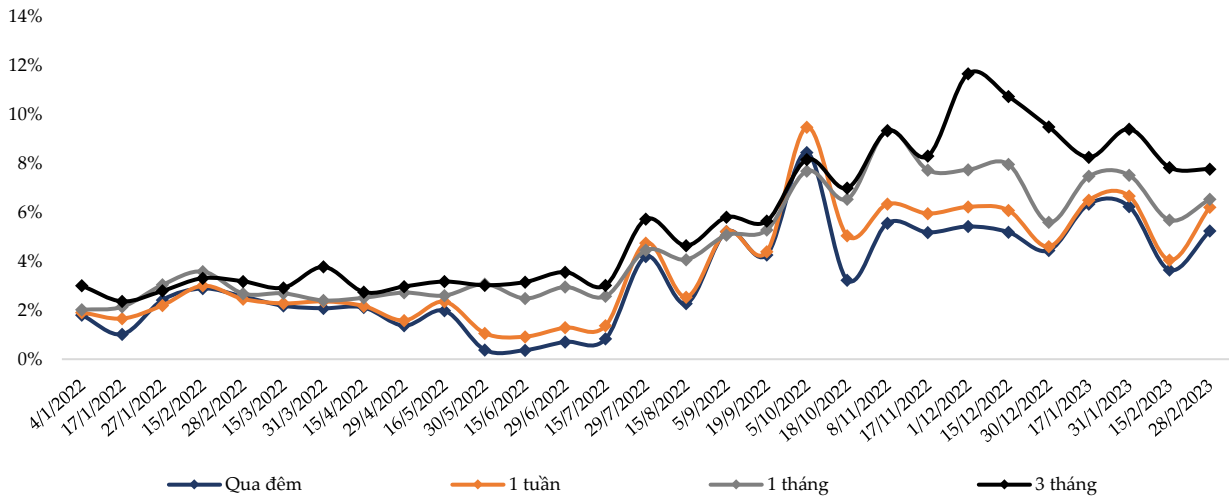
		XL-02	5.400	
Hàm Nghi – Vũng Áng	54.2	11-XL	4.456	Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) Tổng công ty 319 Bộ Quốc Phòng
		12-XL	3.304	
Bãi Vọt – Hàm Nghi	35.3	XL-01	6.045	Tổng CTCP XNK và xây dựng Việt Nam (Vinaconex)
Bùng – Vạn Ninh	50	XL-01	3.939	CTCP Tập đoàn CIENCO4 Tổng công ty 36 CTCP Xây dựng Đầu tư Xây dựng Trường Sơn Công ty Cổ phần 471
		XL-02	3.501	Tổng công ty Xây dựng Trường Sơn Công ty TNHH TM&XD Trung Chính CTCP Đầu tư xây dựng Trường Sơn
Vạn Ninh – Cam Lộ	65	XL-01	3.361	CTCP Tập đoàn Trường Thịnh Tổng Công ty Xây dựng Trường Sơn CTCP Xây dựng 368
		XL-02	3.480	CTCP Tập đoàn Trường Thịnh Tổng Công ty Công trình đường sắt
Quảng Ngãi – Hoài Nhon	88	XL-01	3.800	CTCP Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả Tập đoàn Đèo Cả Công ty TNHH Đầu tư xây dựng Dacinco
		XL-02	4.500	
		XL-03	6.400	

Nguồn: Ban QLDA Thăng Long, APS Research

**Thị trường tiền tệ nói lỏng sẽ là yếu tố tích cực hỗ trợ cho các doanh nghiệp xây dựng.** Đặc thù ngành xây dựng là ngành thâm dụng vốn và lao động, vì vậy chi phí lãi vay là một mối quan tâm lớn của các chủ thầu. Năm 2022 là một năm biến động về mặt bằng lãi suất khi lãi suất huy động và cho vay của các ngân hàng có xu hướng tăng cao trong Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh trong giai đoạn cuối năm 2022 do nhiều nguyên nhân bao gồm (1) Ảnh hưởng của chính sách tăng lãi suất của FED; (2) Áp lực tỷ giá lên đồng VND; (3) Mất cân đối thanh khoản ở các ngân hàng khi giai đoạn đầu năm cho vay nhiều dẫn đến thiếu vốn cho vay giai đoạn sau; (4) Nỗi lo lạm phát thế giới tăng cao. Lãi suất điều hành cũng được điều chỉnh tăng trong tháng 10 khi mà giai đoạn trước đó giữ nguyên, cụ thể, lãi suất tái cấp vốn tăng lên 6%/năm, lãi suất chiết khấu lên 4.5%/năm. Dự kiến trong năm 2023, khi FED giảm dần tốc độ tăng lãi suất, nền kinh tế khó khăn do thắt chặt tiền tệ năm 2022 sẽ khiến cho thị trường tiền tệ được nói lỏng hơn. Thị trường trái phiếu gặp khó khăn, mặt bằng lãi suất cho vay tăng cao dẫn đến các chủ doanh nghiệp bất động sản khó tiếp cận nguồn vốn để triển khai dự án, từ đó ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của các công ty xây dựng. Năm 2023 các ngân hàng đã thực hiện giảm lãi suất cho người vay mua nhà để kích cầu, điều này giúp cho nguồn cung và cầu bất động sản tăng lên, nhu cầu xây dựng tăng.



**Hình 16: Lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn**



Nguồn: SBV, APS Research

**Gói hỗ trợ 120.000 tỷ tập trung vào phân khúc nhà ở xã hội sẽ là động lực cho ngành Xây dựng.** Nhà Nước đã hợp với bốn ngân hàng thương mại nhà nước về triển khai gói hỗ trợ 120.000 tỷ dành cho phân khúc nhà ở xã hội dành cho công nhân và thu nhập thấp. Theo NHNN tuyên bố, gói hỗ trợ này có lãi suất ưu đãi cho cả người xây dựng (chủ đầu tư) và người đi vay. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng đã ban hành gói cứu trợ nền kinh tế 350.000 tỷ đang được giải ngân trong 2022 và 2023., số tiền giải ngân cho đầu tư công đạt 114 nghìn tỷ đồng. Đặc biệt trong năm 2022, Chính phủ cũng ban hành nhiều văn bản tháo gỡ pháp lý cho thị trường bất động sản và đầu tư công, đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án và xây dựng cơ sở hạ tầng.

## CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

- Tổng công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex – VCG)**
  - Giá mục tiêu 21.700 đồng/cp
  - Luận điểm đầu tư

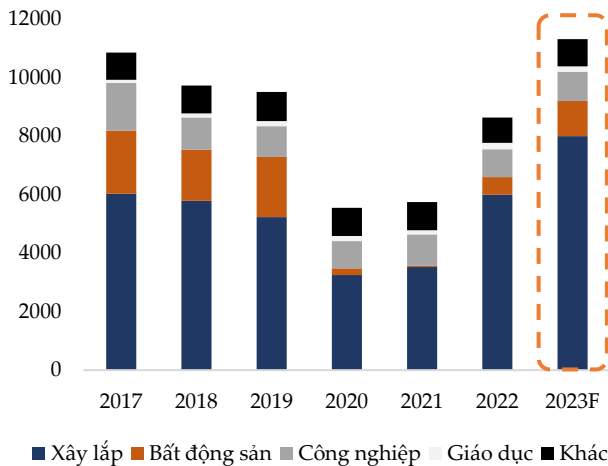
VCG báo cáo doanh thu năm 2022 là 8.629 tỷ đồng (50,1% YoY) và LNTT là 1.132 tỷ đồng (57,4% YoY), lần lượt đạt 56,4% và 64,7% so với kế hoạch tài chính năm 2022, với phần lớn doanh thu (70%) đến từ mảng xây lắp. Phân khúc lớn thứ hai là sản xuất, chiếm 11% và các dịch vụ khác, ở mức 12%.

### Luận điểm đầu tư

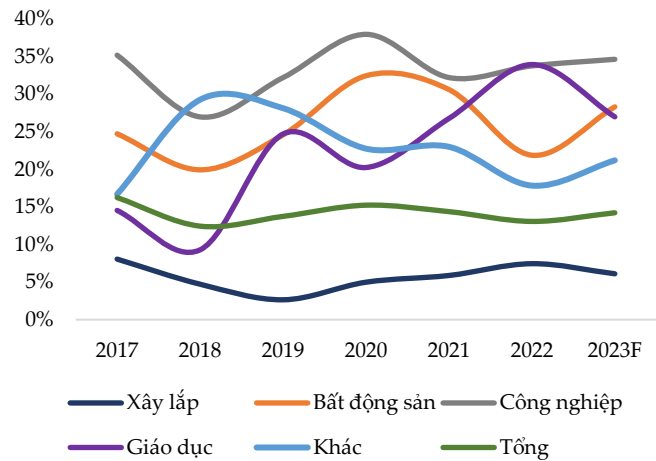
**Phân khúc Xây lắp:** VCG được Bộ GTVT chỉ định là nhà thầu thực hiện thêm 4 gói thầu trong dự án đường cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2. Vì Chính phủ là nhà đầu tư nên các khoản thanh toán sẽ được đảm bảo, dòng tiền sẽ được cải thiện đáng kể, qua đó giảm rủi ro thanh khoản trong hai năm tới. Đây được xem phân khúc này là điểm sáng nhất của công ty trong giai đoạn 2023–2024.

**Phân khúc Bất động sản:** Dự án lớn nhất, Cát Bà Amatina, chiếm phần lớn hàng tồn kho và tài sản dở dang dài hạn. Dự kiến nhu cầu bất động sản nghỉ dưỡng năm 2023 sẽ tăng trưởng so với 2022 nhờ du lịch phát triển trở lại. Chúng tôi ước tính doanh thu mảng này đạt khoảng 1.200 tỷ đồng (+50% svck).

**Hình 17: Doanh thu theo phân khúc**



**Hình 18: Biên lợi nhuận gộp từng mảng**



Nguồn: VCG, APS Research

## Định giá

Năm 2023, chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất và LNST của công ty mẹ lần lượt là 11.308 tỷ đồng và 700 tỷ đồng với EPS là 1.435 đồng. Áp dụng phương pháp định giá P/E so với các công ty cùng ngành, chúng tôi nâng mức giá mục tiêu lên 21.700 đồng/cổ phiếu.

### 2. CTCP Tập đoàn CIENCO4 – C4G

- Giá mục tiêu 16.200 đồng/cp
- Luận điểm đầu tư

Doanh thu (DT) Q4/22 tăng 79,5% svck lên 928,8 tỷ đồng, do doanh thu mảng Xây dựng của C4G tăng 58,2% svck. Tuy nhiên, biên LN gộp giảm mạnh 8,9 điểm % svck do giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh đầu năm 2022 dẫn đến biên LN gộp của mảng Xây dựng giảm 6,9 điểm % svck. Kết quả, LN ròng Q4/22 tăng gấp 5,9 lần svck lên 58,3 tỷ đồng. Lũy kế cả năm 2022, LN ròng của C4G tăng 173,2% svck lên 168,1 tỷ đồng.

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu C4G với 3 mảng kinh doanh chính là xây lắp, thu phí BOT và bất động sản.

- **Mảng xây lắp**, chúng tôi sử dụng định giá P/E với P/E mục tiêu là 10,0x (tương đương với mức trung bình của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giao thông có mô hình kinh doanh tương đồng với C4G).
- **Mảng thu phí BOT**, chúng tôi sử dụng định giá NPV cho suốt vòng đời thu phí của các dự án. Riêng đối với BOT Thái Nguyên-Chợ Mới, với kỳ vọng dự án sẽ được chấp thuận và giải ngân trong năm 2024.
- **Mảng BĐS**, chúng tôi sử dụng phương pháp tỷ suất vốn hóa (capitalisation rate) là 8% để tính giá trị dự án 180 Nguyễn Thị Minh Khai. Đối với dự án 116 Đinh Tiên Hoàng và các dự án bất động sản còn lại.

**Triển vọng từ đầu tư công sẽ là động lực chính cho C4G.** C4G có nhiều dự án đầu tư công được khởi công năm 2023 và hưởng lợi trực tiếp từ Chính phủ. Tính đến cuối năm 2022, chúng tôi ước tính giá trị backlog của C4G có các gói chính như (1) gói thầu dự án Cao tốc Diễn Châu-Bãi Vọt (ước tính khoảng 1.318 tỷ đồng); (2) gói thầu XL-01 của dự án Bùng-Vạn Ninh. Đặc biệt gói thầu của dự án này (thuộc 12 gói thầu đầu tiên Bắc-Nam giai đoạn 2) đã được khởi công vào ngày 01/01/2023, do C4G liên doanh (kỳ vọng chiếm 30% gói thầu) với các công ty như G36, CTCP Đầu tư xây dựng Trường Sơn, CTCP 471 để thực hiện thi công trong 34 tháng. Bên cạnh đó, trong 6 tháng cuối năm 2022, C4G đã trúng thêm 2 gói thầu: (1) gói thầu XL-04 trị giá 332 tỷ đồng thuộc Dự án Kết nối giao thông miền núi phía Bắc; (2) gói thầu 17 trị giá 560 tỷ của Dự án đầu tư xây dựng hầm chui tại nút giao giữa vành đai 2,5 với đường Giải Phóng, quận Hoàng Mai (C4G kỳ vọng chiếm 50% gói thầu, liên doanh với CTCP Đầu tư Xây dựng Công trình 3). Chúng tôi tin rằng với khối lượng backlog lớn sẽ đảm bảo tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ cho mảng Xây lắp của C4G năm 2023.

Năm 2023, C4G tiếp tục trúng gói thầu XL-01 của dự án Hậu Giang-Cà Mau trong 13 gói thầu còn lại của Cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2, với thời gian thi công 36 tháng. C4G liên doanh (kỳ vọng chiếm 30% gói thầu) với các doanh nghiệp như Trung Nam E&C, Trung Nam 18 E&C, CTCP Hải Đăng, CT TNHH Thi Sơn để thi công. Tổng giá trị của gói thầu này đạt 7.256 tỷ đồng - đây là gói thầu lớn nhất trong 13 gói thầu còn lại. Chúng tôi kỳ vọng C4G sẽ tiếp tục giành được các gói thầu mới từ các dự án trọng điểm quốc gia như đường băng sân bay quốc tế Long Thành, đường vành đai 3 (TP.HCM).

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của **Công ty Cổ phần Chứng khoán Châu Á Thái Bình Dương – APEC**. Bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, **APEC** không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.

Phát hành bởi: **Phòng Phân tích đầu tư– Công ty Cổ phần Chứng khoán Châu Á Thái Bình Dương**

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN CHÂU Á – THÁI BÌNH DƯƠNG (APS)**

Hội sở chính: Tầng 3 tòa nhà Grand Plaza số 117 Trần Duy Hưng, P. Trung Hòa, Q. Cầu Giấy, TP Hà Nội

Tel: 024 3573 0200 hoặc 024 3577 1960

Fax: (024) 3577 1966

Website: <http://www.apec.com.vn/>