

**Báo cáo chiến lược**

05/01/2023



**ĐẦU TƯ CÔNG: BỨT PHÁ NGAY TỪ ĐẦU NĂM**

- 12 gói thầu đầu tiên tại Cao tốc Bắc-Nam (CTBN) giai đoạn 2 với tổng giá trị lên tới 52.280 tỷ đồng đã chính thức được khởi công từ ngày 01/01/2023.
- Chúng tôi dự báo giải ngân vốn đầu tư công năm 2023 đạt khoảng 630 nghìn tỷ đồng, tăng 20-25% so với thực tế 2022, qua đó thúc đẩy toàn bộ chuỗi giá trị trong ngành.
- Chúng tôi ưa thích C4G và PLC trong khi VCG và HHV ở danh mục theo dõi.

**Đầu tư công sẽ là điểm sáng trong năm 2023**

Theo ước tính của chúng tôi, giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2023 sẽ tăng trưởng 20-25% svck. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng phát triển cơ sở hạ tầng trong năm tới khi các vấn đề về thiếu hụt nguồn cung đá, cát và giá vật liệu xây dựng cao hầu như đã được giải quyết. Mới đây, 12 gói thầu đầu tiên tại CTBN giai đoạn 2 với tổng giá trị 52.280 tỷ đồng đã chính thức được khởi công từ ngày 01/01/2023. Bên cạnh đó, 13 gói thầu còn lại tại CTBN giai đoạn 2, đường vành đai 3 (TP.HCM) và vành đai 4 (Hà Nội) cũng sẽ dự kiến bắt đầu thi công trong nửa đầu năm 2023.

**Cơ hội giành được các gói thầu quy mô lớn của những DN hàng đầu**

Nhằm rút ngắn thời gian thực hiện dự án, Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) đã được phép chỉ định thầu tại CTBN giai đoạn 2. Năng lực tài chính và kinh nghiệm thi công sẽ là những tiêu chí quan trọng để lựa chọn nhà thầu. Do đó, chúng tôi tin rằng những công ty hàng đầu với hồ sơ tốt như VCG, HHV, C4G sẽ có nhiều lợi thế để giành được các gói thầu lớn. Mới đây, cả ba DN này đều đã được chỉ định tham gia thi công tại 12/25 gói thầu đầu tiên tại CTBN giai đoạn 2. Bên cạnh đó, theo tiến độ thực hiện các dự án cao tốc, nhóm DN nhựa đường cũng sẽ được hưởng lợi từ ngày Q1/2023.

**Chờ đợi từ siêu dự án sân bay Long Thành**

Theo TCT Cảng hàng không Việt Nam (ACV), các gói thầu thi công nhà ga và đường băng sân bay sẽ được khởi công trong Q1/23. Chúng tôi kỳ vọng liên danh những doanh nghiệp xây lắp dân dụng lớn như HBC, CTD, PHC sẽ có khả năng cạnh tranh để tham gia thi công gói thầu nhà ga hành khách. Trong khi C4G đang là ứng cử viên “sáng giá” cho gói thầu thi công đường băng sân bay nhờ kinh nghiệm tham gia tại hàng loạt dự án đường băng sân bay như Tân Sơn Nhất, Cam Ranh, Phú Quốc,... Mặt khác, việc khởi công sân bay Long Thành cũng sẽ thúc đẩy tăng trưởng nhu cầu của các DN đá xây dựng tại khu vực Đông Nam Bộ trong giai đoạn 2023-24.

**Chúng tôi ưa thích C4G và PLC trong khi VCG và HHV ở danh mục theo dõi**

Nhờ vị thế hàng đầu và năng lực tài chính tốt, chúng tôi tin rằng C4G và PLC sẽ có cơ hội bứt phá kết quả kinh doanh trong năm 2023 khi giải ngân vốn đầu tư công tăng tốc. Trong khi đó, VCG và HHV cũng sẽ được hưởng lợi trong chủ đề này nhờ sở hữu giá trị backlog lớn tại các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm. Rủi ro giảm giá bao gồm tốc độ giải ngân vốn đầu tư công chậm, lãi suất cao hơn kỳ vọng và xu hướng tăng của giá hàng hóa được duy trì.

**Hình 1: Hàng loạt dự án hạ tầng giao thông lớn sẽ được tập trung triển khai thời gian tới**



**Chuyên viên phân tích**



**Trần Bá Trung**

trung.tranba@vndirect.com.vn

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

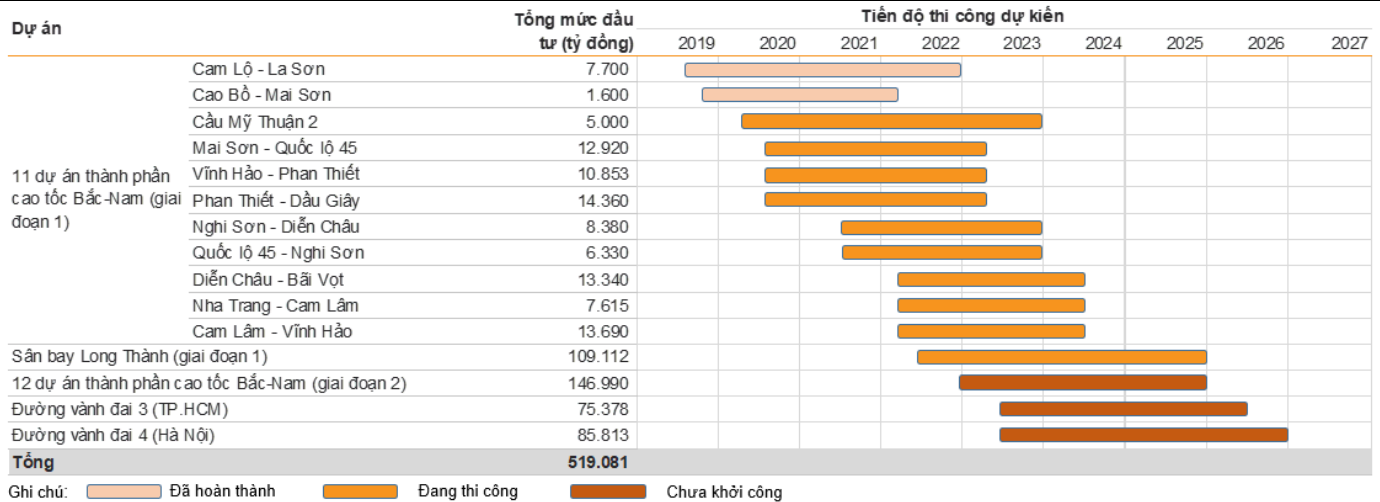
**Hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng**

**Cao tốc Bắc-Nam (CTBN) giai đoạn 2 sẽ là điểm nhấn chính**

Nhằm bù đắp cho sự suy giảm của các động lực tăng trưởng khác, Chính phủ đã công bố dự toán ngân sách năm 2023, trong đó vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước (hay còn gọi là đầu tư công) ước đạt 698.867 tỷ đồng, tăng 28,9% so với kế hoạch năm trước. Con số này bao gồm vốn phân bổ cho các dự án thuộc Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế xã hội. Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2023 sẽ tăng 20-25% so với giải ngân thực tế năm 2022 nhờ (1) nút thắt thiếu đá xây dựng và đất đắp đã được giải quyết khi Chính phủ cấp phép khai thác cho các mỏ mới; và (2) giá vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, đá xây dựng được dự báo sẽ giảm trong năm tới.

Theo Bộ Giao thông Vận tải (GTVT), hàng loạt dự án hạ tầng giao thông trọng điểm sẽ được khởi công từ đầu năm 2023, bao gồm: CTBN giai đoạn 2 (tháng 01/2023); nhà ga hành khách và đường băng sân bay tại Sân bay Long Thành (tháng 01/2023); 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 2: Các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm được kỳ vọng sẽ hoàn thành trong giai đoạn 2022-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

**Việc chỉ định thầu tại CTBN giai đoạn 2 sẽ mở ra cơ hội cho các công ty xây lắp hàng đầu**

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 rất khắt khe nhằm đảm bảo các dự án được thực hiện một cách minh bạch.

**Hình 3: Các tiêu chí lựa chọn nhà thầu khắt khe của dự án CTBN giai đoạn 2**

5 tiêu chí để lựa chọn nhà thầu cho cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2	1. Nhà thầu phải có chứng chỉ 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 mảng xây lắp 3 năm gần nhất phải tương ứng với quy mô của gói thầu đang xét.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

**Hình 4: Chỉ một số ít các nhà thầu tại Việt Nam đáp ứng được năng lực thi công các gói thầu quy mô lớn**

Quy mô gói thầu (tỷ đồng)	Số các nhà thầu đã hoàn thành các dự án có quy mô tương đương
350-500	18
500-1.000	16
1.000-1.500	7
> 1.500	7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

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), CTCP Lizen (LCG VN, HOSE),... đang nắm nhiều lợi thế để giành được các gói thầu quy mô lớn.

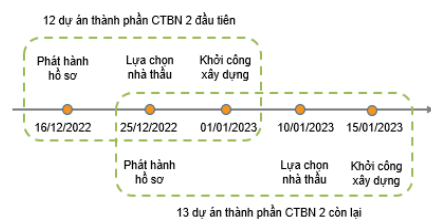
**Hình 5: Các doanh nghiệp đã vượt qua được những điều kiện đấu thầu khắt khe trước đây sẽ có lợi thế khi chỉ định thầu**

Công ty	Mã chứng khoán	Thời điểm thành lập	Vốn chủ sở hữu tại cuối Q3/22 (tỷ đồng)	Trung bình doanh thu mảng xây dựng giai đoạn 2019-21 (tỷ đồng)	Các dự án nổi bật đã tham gia thi công	
					Dự án	Quy mô gói thầu (tỷ đồng)
<b>Công ty niêm yết</b>						
Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	VCG	1988	9.970	4.000	Gói thầu XL-14 tại cao tốc Mai Sơn - Quốc lộ 45 (CTBN 1)	1.573
					Gói thầu XL-04 tại cao tốc Vĩnh Hào - Phan Thiết (CTBN 1)	2.289
					Gói thầu XL-03 tại cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây (CTBN 1)	1.725
					Gói thầu XL-03 tại cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu (CTBN 1)	886
					Gói thầu XL-03 tại cao tốc Quốc lộ 45 - Nghi Sơn (CTBN 1)	560
					Gói thầu XL-10 tại cao tốc Vân Đồn - Móng Cái	402
CTCP Lizen	LCG	2001	2.553	2.226	Gói thầu XL-02 tại cao tốc Quốc lộ 45 - Nghi Sơn (CTBN1)	350
					10 gói thầu tại cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	1.207
					Cao tốc Vân Đồn - Tiên Yên	602
CTCP Tập đoàn Đèo Cả (công ty mẹ của CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả - HHV)	HHV	1985	10.811	1.879	8 gói thầu tại cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	1.532
					Gói thầu XL-12 tại cao tốc Mai Sơn - Quốc lộ 45 (CTBN 1)	672
					Gói thầu XL-01 tại cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu (CTBN 1)	302
					Cao tốc Cam Lâm - Vĩnh Hào (CTBN 1)	1.939
					Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận	3.287
					Gói thầu XL-08 tại cầu Cửa Lục 3	647
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G	1982	2.455	1.435	Gói thầu XL-08 tại cầu Cửa Lục 1	567
					Gói thầu XL-02 tại cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây (CTBN 1)	859
					Gói thầu XL-04 tại cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu (CTBN 1)	455
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG	2002	2.096	1.002	Gói thầu XL-02 tại cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	296
					Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt (CTBN 1)	1.673
					Gói thầu XL-01 tại cầu Mỹ Thuận 2 (CTBN 1)	590
CTCP Đầu tư và Xây dựng Vina2	VC2	1989	693	630	Gói thầu XL-01 tại cao tốc Vinh Hào - Phan Thiết (CTBN 1)	400
					Gói thầu 1A tại quốc lộ Tân Vạn - Nhơn Trạch	549
<b>Công ty không niêm yết (các chỉ số tài chính đã được ước tính)</b>						
CTCP Tập đoàn Sơn Hải		1998	2.377	1.368	Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt (CTBN 1)	1.673
					Gói thầu XL-01 tại cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu (CTBN 1)	1.159
					Gói thầu XL-07 tại cao tốc Cam Lộ - La Sơn (CTBN 1)	
TCT Xây dựng Trường Sơn		1989	NA	3.373	Gói thầu XL-10 tại cao tốc Mai Sơn - Quốc lộ 45 (CTBN 1)	1.200
					Gói thầu XL-13 tại cao tốc Mai Sơn - Quốc lộ 45 (CTBN 1)	
					Gói thầu XL-02 tại cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	
CTCP Đầu tư và Xây dựng Giao thông Phương Thành		1999	961	1.800	Gói thầu XL-02 tại cao tốc Cam Lộ - La Sơn (CTBN 1)	911
					Gói thầu XL-02 tại cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây (CTBN 1)	
					Gói thầu XL-R6B tại cao tốc Tiên Yên - Móng Cái	1.021
					Gói thầu XL-16 tại cao tốc Hạ Long - Hải Phòng	700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

*Khởi công toàn bộ các dự án thành phần tại CTBN giai đoạn 2 trong tháng 1/2023*

Tiến độ lựa chọn nhà thầu tại CTBN 2



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

Mới đây, 12/25 gói thầu đầu tiên tại CTBN giai đoạn 2 đã được khởi công vào ngày 01/01/2023 với các liên danh nhà thầu được Bộ GTVT chỉ định (chi tiết tại Hình 6). Như kỳ vọng trước đó của chúng tôi, những công ty niêm yết lớn như VCG, HHV, C4G, LCG đều đã được nhận thầu.

Bộ GTVT cũng đặt kế hoạch lựa chọn xong nhà thầu tại 13 dự án còn lại trước ngày 10/01/2023 và khởi công trong ngày 15/01/2023. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng những công ty kể trên có thể sẽ tiếp tục giành thêm những gói thầu quy mô lớn tiếp theo. Đây sẽ là động lực giúp doanh thu nhóm các công ty này bứt phá trong giai đoạn 2023-25. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng đang cho thấy quyết tâm rút ngắn tiến độ tại CTBN giai đoạn 2 với hàng loạt giải pháp (1) sớm thực hiện đền bù và giải phóng mặt bằng (tất cả các dự án đều đã hoàn thành từ 60-75%) và (2) ban hành Nghị quyết 18 cho phép giao trực tiếp mỏ vật liệu trong hồ sơ khảo sát mở phục vụ dự án cho các nhà thầu giúp thời gian thực hiện thủ tục cấp phép được rút ngắn hơn đáng kể so với CTBN giai đoạn 1. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền các nhà thầu tham gia thi công CTBN giai đoạn 2 cũng sẽ được cải thiện đáng kể so với các dự án khác.

**Hình 6: VCG, HHV, C4G, LCG đều được lựa chọn tham gia thi công 12 dự án thành phần đầu tiên của CTBN giai đoạn 2**

Dự án	Gói thầu	Chiều dài (km)	Giá trị (tỷ đồng)	Liên danh nhận thầu
Bãi Vọt - Hàm Nghi	11-XL	35,3	6.045	<b>VCG</b> - TCT 319
Hàm Nghi - Vũng Áng	11-XL	30,0	4.456	Xuân Trường - CTCP 471 - CT TNHH XD Tự Lập
Vũng Áng - Bùng	XL-02	23,5	5.400	CTCP ĐT & XD Phương Thành - <b>LCG</b>
Bùng - Vạn Ninh	XL-01	30,3	3.939	<b>C4G - G36</b> - CTCP ĐTXD Trường Sơn - CTCP 471
Bùng - Vạn Ninh	XL-02	19,0	3.501	TCT XD Trường Sơn - CTCP ĐTXD Trường Sơn
Vạn Ninh - Cam Lộ	XL-01	33,0	3.361	TCT XD Trường Sơn - CTCP Tập đoàn Trường Thịnh - CTCP 368
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	XL-01	30,0	3.862	CTCP Tập đoàn Đèo Cả - <b>HHV</b> - CT TNHH Dacenco
Quy Nhơn - Chí Thạnh	12-XL	22,1	3.055	<b>VCG</b> - Trung Nam 18 E&C - Thuận An - CTCP 68 - CTCP Hải Đăng
Chí Thạnh - Vân Phong	XL-02	24,1	4.440	Trung Nam 18 E&C - TCT Xây dựng 1 - CT TNHH XD Tự Lập - CTCP Hải Đăng
Vân Phong - Nha Trang	XL-02	30,9	3.549	TĐ Sơn Hải - CTCP XD Tân Nam - CTCP Hải Đăng
Cần Thơ - Hậu Giang	XL-01	37,7	7.555	TCT XD Trường Sơn - <b>G36</b> - TCT Xây dựng 1 - CTCP ĐTXD VNCN E&C - CTCP XD Tân Nam
Hậu Giang - Cà Mau	XL-02	22,4	3.717	CTCP ĐTXD VNCN E&C - CTCP ĐT & PTHH 620 - CTCP Hải Đăng - CT TNHH Thi Sơn

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

*Khởi công đường băng sân bay và nhà ga tại sân bay Long Thành trong Q1/23*

Theo TCT Cảng hàng không Việt Nam (ACV), gói thầu 5.10 (tổng giá trị 35.233 tỷ đồng) thi công công trình nhà ga hành khách sân bay Long Thành đã phải hủy thầu do các hồ sơ tham gia đều không đáp ứng yêu cầu. Theo kế hoạch điều chỉnh mới đây, các gói thầu thi công nhà ga và đường băng sân bay sẽ được khởi công trong Q1/23.

Chúng tôi kỳ vọng liên danh những doanh nghiệp xây lắp dân dụng lớn như CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình (HBC VN, HOSE), CTCP Xây dựng Coteccons (CTD VN, HOSE), CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings (PHC VN, HOSE),... sẽ có khả năng cạnh tranh để tham gia thi công gói thầu nhà ga hành khách. Trong khi C4G đang là ứng cử viên “sáng giá” cho gói thầu thi công đường băng sân bay nhờ kinh nghiệm tham gia tại hàng loạt dự án đường băng sân bay như Tân Sơn Nhất, Cam Ranh, Phú Quốc,...

**Hình 7: C4G sở hữu hồ sơ năng lực thi công ấn tượng tại các dự án sân bay**

Dự án	Địa điểm	Giá trị gói thầu (tỷ đồng)	Thời điểm thi công	Hạng mục đảm nhiệm
Sân bay Phú Quốc	Kiên Giang	437	2016-17	Hệ thống đường lăn và sân đỗ máy bay, cung cấp, lắp đặt hệ thống chiếu sáng
Sân bay Cam Ranh	Khánh Hòa	642	2017-19	Công trình đường cất hạ cánh và đường lăn tại dự án đường cất hạ cánh số 2
Sân bay Tân Sơn Nhất	TP.HCM	537	2020-22	Cải tạo, nâng cấp đường băng sân bay
Sân bay Cát Bi	Hải Phòng	122	2020-22	Công trình mở rộng sân đỗ máy bay
Sân bay Phú Bài	Huế	198	2020-22	Công trình mở rộng sân đỗ máy bay
Sân bay Cam Ranh	Khánh Hòa	260	2022-23	Cải tạo, nâng cấp sân đỗ máy bay

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

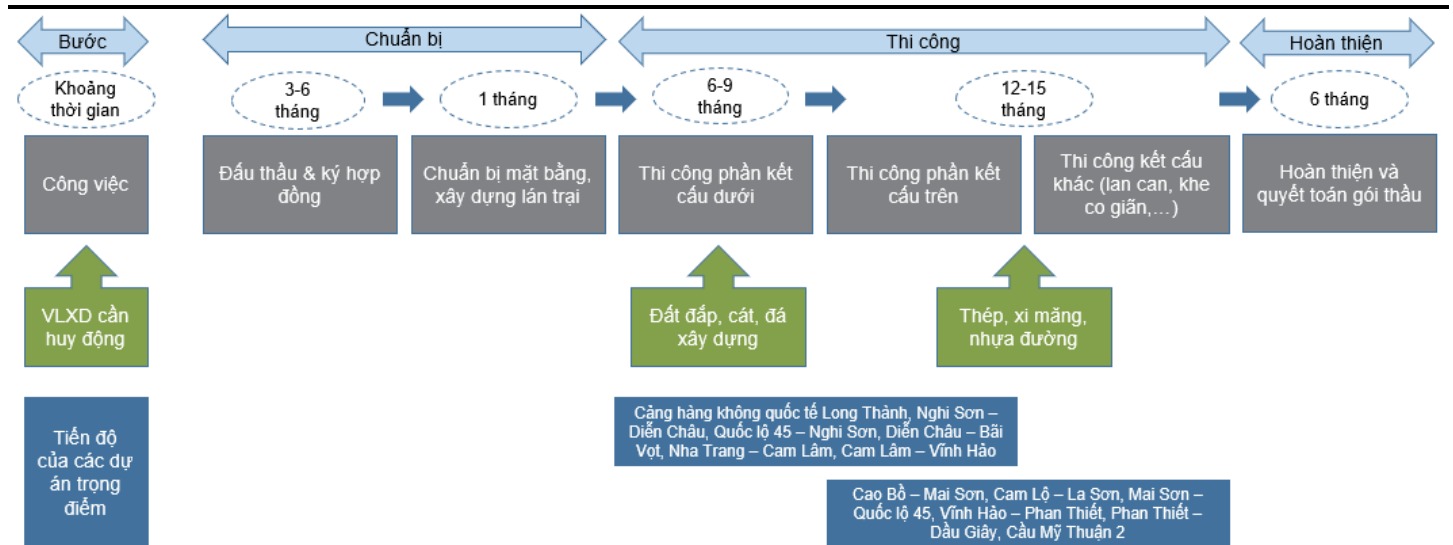
**Những nhóm ngành Vật liệu xây dựng sẽ bắt nhịp cùng đầu tư công**

**Nhựa đường: “điểm rơi” ghi nhận lợi nhuận trong năm 2023**

Theo Bộ GTVT, 3/4 dự án thành phần của CTBN giai đoạn 1 (bao gồm Mai Sơn – Quốc lộ 45, Vĩnh Hảo – Phan Thiết, Phan Thiết – Dầu Giây) đã không thể hoàn thành trong năm 2022 như kế hoạch ban đầu và được lùi tiến độ tới 30/04/2023. Do đó, chúng tôi ước tính sẽ có lần lượt 355km/177km đường cao tốc tại CTBN giai đoạn 1 sẽ được hoàn thành trong năm 2023-24. Bên cạnh đó, 729km đường cao tốc tại dự án CTBN giai đoạn 2 cũng sẽ đi vào vận hành lần lượt trong giai đoạn 2023-25. Trong khi việc rải nhựa đường thường diễn ra trong giai đoạn sau của các dự án đường giao thông, do đó chúng tôi kỳ vọng các công ty nhựa đường sẽ được hưởng lợi nhiều hơn ngay từ Q1/23.



Hình 8: Tiến độ của các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm, việc trải nhựa đường thường diễn ra trong giai đoạn cuối của dự án



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Do chưa có số liệu thống kê về ngành nhựa đường Việt Nam, chúng tôi so sánh mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của ngành dựa trên Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex - CTCP (PLC, HNX), công ty đã duy trì khoảng 30% thị phần nhựa đường trong nước trong giai đoạn 2015-20, theo PLC.

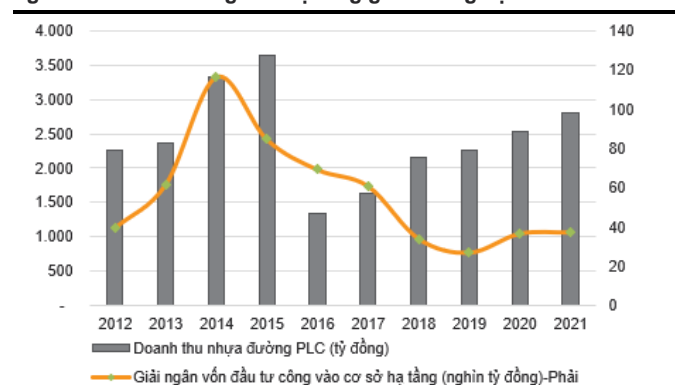
Doanh thu nhựa đường của PLC đã tăng vọt trong giai đoạn 2014-15, khi giải ngân vốn đầu tư công vào hạ tầng giao thông tăng mạnh. Chi tiêu cho cơ sở hạ tầng thấp trong năm 2016-19 được cho là do ngân sách chính phủ hạn chế và đầu tư tư nhân giảm nhiệt vào các dự án BOT, dẫn đến doanh thu nhựa đường của PLC giảm ~ 50% so với năm 2014-15.

Hình 9: Các nhà sản xuất nhựa đường chính ở Việt Nam

Công ty	Công suất (tấn) nhà máy	Số lượng	Thị phần năm 2020	Sản phẩm có thể cung cấp			
				60/70	MC	Emulsions	Polymer
PLC	400.000	7	30%	x	x	x	x
ADCo	150.000	4	22%	x		x	x
ICT	120.000	3	15-20%	x		x	x
Transmeco	~ 100.000	2	N/A	x	x	x	x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Doanh thu từ nhựa đường của PLC tăng mạnh khi giải ngân vốn đầu tư công vào hạ tầng giao thông đạt mức cao



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi tin rằng PLC có vị thế tốt để giành được các hợp đồng nhờ vào (1) hệ thống nhà kho lớn, phân bổ rộng khắp và vị thế dẫn đầu thị trường, và (2) PLC có mối quan hệ lâu năm với các doanh nghiệp nhà nước và thường xuyên hoàn thành tốt các hợp đồng.

### Đá xây dựng: mọi ánh nhìn hướng đến sân bay Long Thành

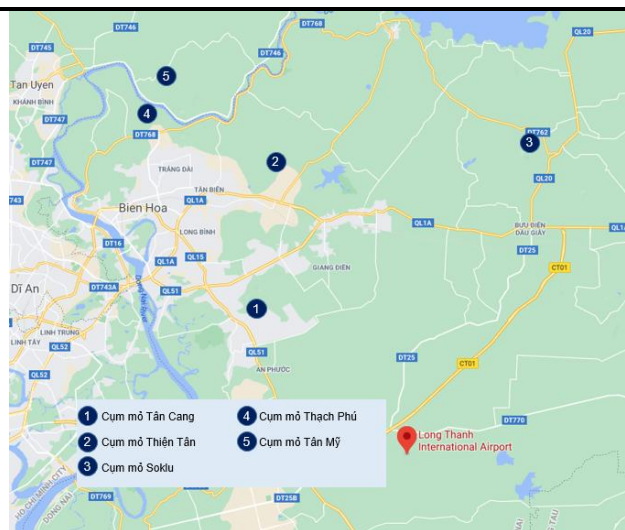
Do đặc thù của ngành đá xây dựng, chi phí vận chuyển thường chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành thành phẩm. Tùy thuộc vào khoảng cách và loại hình vận chuyển, giá đá giao đến công trường có thể cao gấp đôi giá đá tại mỏ.

Dự án sân bay Long Thành vừa được khởi công xây dựng san nền và làm móng, đây sẽ là động lực tăng trưởng chính đối với nhu cầu đá xây dựng tại khu vực Đông Nam Bộ thời gian tới. Chúng tôi tin rằng những doanh nghiệp niêm yết sở hữu những mỏ đá nằm gần sân bay Long Thành sẽ được ưu tiên huy động nhờ sở hữu lợi thế và chất lượng sản phẩm.

Mặt khác, chúng tôi nhận thấy việc cấp phép khai thác cho các mỏ đá xây dựng đang gặp khó khăn ở cả việc gia hạn thời gian, tăng công suất khai thác và đặc biệt là cấp phép khai thác mỏ đá mới do (1) sự phản đối của người dân địa phương khi việc khai thác đá đang để lại nhiều hệ lụy xấu đến môi trường và (2) hầu hết các mỏ đá cũ (đã hết thời hạn khai thác) đều chưa thực hiện các thủ tục đóng mỏ theo như cam kết ban đầu. Do đó, các doanh nghiệp đá xây dựng niêm yết đang sở hữu các mỏ đá có thời gian khai thác dài, công suất khai thác lớn sẽ có nhiều lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh và được hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng hạ tầng giao thông rất lớn của Việt Nam trong giai đoạn 2022-30, theo quan điểm của chúng tôi.

Chúng tôi cho rằng các công ty niêm yết đang sở hữu những mỏ đá chất lượng cao với vị trí thuận lợi sẽ là nguồn cung chính cho sân bay Long Thành, đặc biệt là cụm mỏ Tân Cang và Thiện Tân (do KSB, DHA, VLB và DND sở hữu). Dự án trọng điểm này sẽ là động lực lớn thúc đẩy lợi nhuận của các doanh nghiệp đá xây dựng trong năm 2023-24.

Hình 11: Vị trí các mỏ đá xây dựng và sân bay Long Thành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Các mỏ khai thác của các doanh nghiệp niêm yết

Công ty	Mỏ đá	Huyện	Tỉnh	Công suất cấp phép (m3/năm)	Năm hết hạn khai thác
KSB	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.500.000	08/2029
	Phước Vĩnh	Phú Giáo	Bình Dương	1.200.000	01/2023
	Thiện Tân 7	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	280.000	01/2035
	Gò Trưỡng	Tĩnh Gia	Thanh Hóa	180.000	01/2045
C32	Bãi Giang	Nghi Lộc	Nghệ An	150.000	08/2043
	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.000.000	12/2025
DHA	Thanh Phú 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	818.000	09/2026
	Tân Cang 3	Biên Hòa	Đồng Nai	490.000	03/2037
NNC	Núi Gió	Hớn Quản	Bình Phước	300.000	08/2038
	Mũi Tàu	Tân Lập	Bình Phước	1.000.000	01/2042
VLB	Thanh Phú 1	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	07/2042
	Thiện Tân 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.500.000	06/2038
	Soklu 2	Thống Nhất	Đồng Nai	400.000	01/2026
DND	Soklu 5	Thống Nhất	Đồng Nai	500.000	01/2025
	Tân Cang 1	Biên Hòa	Đồng Nai	1.500.000	12/2039
	Tân Cang 5	Biên Hòa	Đồng Nai	1.000.000	01/2023
	Thiện Tân 5	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	354.000	01/2026
	CTI	Xuân Hòa	Xuân Lộc	Đồng Nai	750.000
	Thiện Tân 10	Biên Hòa	Đồng Nai	2.000.000	12/2033

(\*) Mỏ Tân Mỹ thuộc sở hữu của CTCP Miền Đông (HOSE: MDG) – Công ty liên kết của C32

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

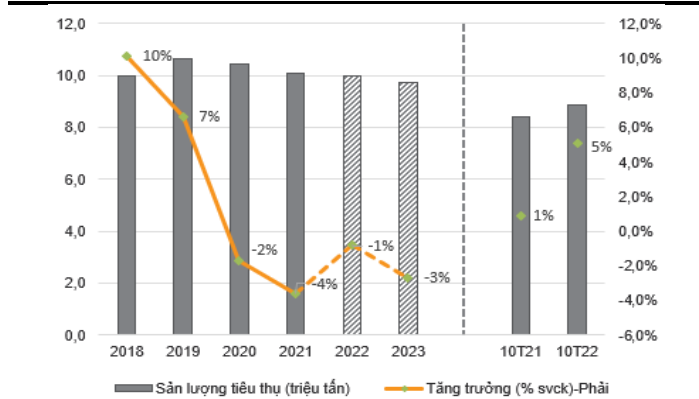
### Thép: giải ngân vốn đầu tư công mạnh mẽ sẽ bù đắp phần nào cho sự yếu kém của lĩnh vực bất động sản nhà ở đối với nhu cầu thép

Thị trường BĐS nhà ở tại Việt Nam đã hạ nhiệt kể từ Q2/22 do sự kiện bất giữ một số nhà lãnh đạo doanh nghiệp BĐS lớn (vi phạm quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp), lãi suất mua nhà tăng và room tín dụng hạn chế. Ngành thép trong nước cũng đang chịu tác động từ những khó khăn như: (1) giá nguyên liệu đầu vào cao (bao gồm than cốc và thép phế) và (2) nhu cầu toàn cầu sụt giảm, gây khó khăn cho hoạt động xuất khẩu của các doanh nghiệp thép Việt Nam.

Mặc dù vậy, nhờ kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tăng tốc trong những quý tới, chúng tôi dự báo tổng nhu cầu thép trong nước sẽ chỉ tăng trưởng âm ở một

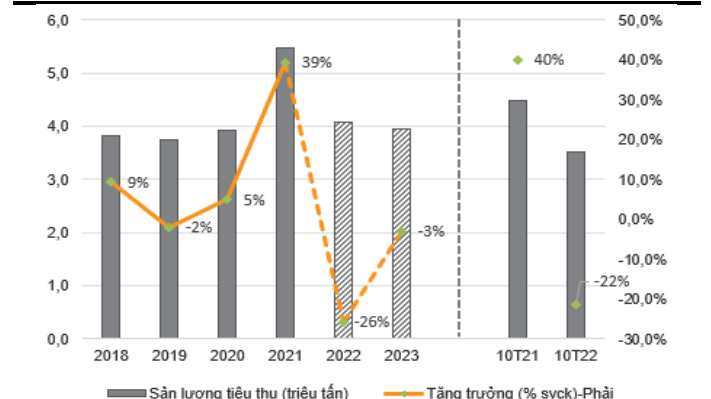
chữ số vào năm 2023. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và tôn mạ sẽ cùng giảm 3% svck trong năm 2023.

**Hình 13: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng âm trong giai đoạn 2022-23**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USA

**Hình 14: Sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Việt Nam sẽ tiếp tục giảm trong năm 2023, về mức tương đương với năm 2020**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USA

### Chúng tôi ưa thích C4G và PLC trong khi VCG và HHV ở danh mục theo dõi

**Hình 15: Ý tưởng đầu tư**

STT	Mã CK	Giá mục tiêu 1 năm (đồng/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	 C4G	16.900	Khả quan	<p>Trong ngành xây dựng hạ tầng, chúng tôi nhận thấy C4G là một ứng cử viên sáng giá nhờ:</p> <p>(1) Vị thế hàng đầu của công ty trong lĩnh vực thi công hạ tầng giao thông tại Việt Nam; C4G đã “quen mặt” với các dự án quy mô lớn và đòi hỏi kỹ thuật cao như cao tốc Bắc-Nam, đường lăn sân bay, cầu vượt biển, đây sẽ là tiền đề giúp C4G có thể tiếp tục giành được các gói thầu mới trong giai đoạn 2023-25;</p> <p>(2) Sau đợt phát hành thành công cho cổ đông hiện hữu trong tháng 1/2022, vốn chủ sở hữu của C4G tại cuối quý 3/2022 đã tăng 90% so với đầu năm, giúp công ty cải thiện đáng kể năng lực tài chính; và</p> <p>(3) C4G đang sở hữu nhiều “của để dành” giá trị lớn tại các dự án BĐS và đang có kế hoạch triển khai phát triển nhằm làm tăng giá trị BĐS như dự án khu du lịch nghỉ dưỡng Cầu Cau, khu ẩm thực sinh thái Nghi Hải, tòa nhà 29 Quang Trung (Nghệ An), tòa văn phòng 136 Lê Văn Duyệt (TP.HCM),...</p>
2	 PLC	29.300	Khả quan	<p>Chúng tôi ước tính sẽ có làn lượt 355km/177km đường cao tốc tại CTBN giai đoạn 1 sẽ được hoàn thành trong năm 2023-24. Bên cạnh đó, 349km đường cao tốc tại dự án CTBN giai đoạn 2 cũng sẽ đi vào vận hành làn lượt trong giai đoạn 2023-25. Trong khi việc rải nhựa đường thường diễn ra trong giai đoạn sau của các dự án đường giao thông do đó chúng tôi kỳ vọng PLC sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ Q4/22.</p> <p>Chúng tôi tin rằng PLC có vị thế tốt để giành được các hợp đồng trong làn sóng đầu tư công mạnh mẽ tới đây nhờ vào (1) hệ thống nhà kho lớn, phân bố rộng khắp và vị thế dẫn đầu thị trường và (2) PLC có mối quan hệ lâu năm với các DNNN và thường xuyên hoàn thành tốt các hợp đồng.</p>
3	VCG	NA	NA	<p>VCG sở hữu năng lực thi công tốt ở cả lĩnh vực hạ tầng giao thông, công nghiệp và dân dụng. Công ty là một trong những đơn vị tham gia nhiều gói thầu nhất tại CTBN giai đoạn 1 (5 gói) và mới giành thêm 2 gói thầu lớn tại CTBN giai đoạn 2. Chúng tôi ước tính tổng giá trị các hợp đồng đã ký của VCG tại CTBN lên tới 11.000 tỷ đồng, tương đương gần 3 lần doanh thu bình quân mảng xây lắp công ty trong 3 năm gần nhất. Việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công vào cơ sở hạ tầng sẽ là giúp quy mô doanh thu của công ty được cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2023-25.</p> <p>Bên cạnh đó, theo báo cáo thường niên của công ty, VCG đang sở hữu quỹ đất lên tới gần 2.000 ha với các dự án đang được triển khai như Cát Bà – Amatina (Hải Phòng, tổng mức đầu tư 10.942 tỷ đồng), Khu đô thị Kim Văn – Kim Lũ (Hà Nội), Khu đô thị Đại lộ Hòa Bình kéo dài (Quảng Ninh), đây sẽ là động lực tăng giá cho VCG khi các dự án BĐS trên được ghi nhận kết quả kinh doanh.</p>

4 HHV

NA

NA

Nhờ nằm trong hệ sinh thái của Tập đoàn Đèo Cả, HHV đang được thừa hưởng năng lực thi công ấn tượng, đặc biệt tại các dự án khó như hầm chui, hầm xuyên núi và đường cao tốc. Công ty thường xuyên thi công vượt tiến độ và đã tham gia giải cứu nhiều dự án hạ tầng giao thông “đắp chiếu” nhiều năm. Do đó chúng tôi tin rằng HHV sẽ có nhiều cơ hội tham gia các gói thầu quy mô lớn tại CTBN giai đoạn 2 và là tiền đề cho mảng xây lắp của công ty bứt phát trong giai đoạn 2023-25.

Mảng thu phí BOT của công ty cũng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới nhờ (1) Các hoạt động kinh tế phục hồi sau Covid-19 sẽ là động lực tăng trưởng lưu lượng phương tiện qua trạm BOT và (2) đóng góp mới của dự án Trung Lương – Mỹ Thuận (bắt đầu thu phí từ tháng 8/2022). Trong dài hạn HHV cũng sẽ được bổ sung nguồn thu từ các dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo, Đồng Đăng - Trà Lĩnh, Tân Phú - Bảo Lộc và Hữu Nghị - Chi Lăng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Bảng so sánh các doanh nghiệp trong ngành Xây dựng-Vật liệu xây dựng

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		EPS 3 năm		P/B (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
		VND	VND			Trượt 12T	2022	tăng trưởng kép (%)	Hiện tại	2022	Trượt 12T	2022	TTM	2022	
<b>Thép</b>															
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	19.400	20.900	Khả quan	4.797	7,3	10,6	68,3	1,2	1,1	7,3	7,4	17,0	11,8	
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	12.650	na	na	322	28,8	3,1	177,0	0,7	0,5	6,6	4,8	2,2	6,3	
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	13.350	na	na	149	4,7	na	391,1	0,6	0,6	2,2	11,4	13,5	(1,0)	
<i>Trung bình</i>						13,6	6,8	212,2	0,8	0,7	5,4	7,9	10,9	5,7	
<i>Trung vị</i>						7,3	6,8	177,0	0,7	0,6	6,6	7,4	13,5	6,3	
<b>Đá xây dựng</b>															
CTCP Khoáng sản và XD Bình Dương	KSB VN	20.400	na	na	66	8,3	na	(8,9)	0,8	na	5,3	na	10,1	na	
CTCP Đá Núi Nhỏ	NNC VN	19.300	na	na	18	23,3	na	(32,1)	1,4	na	56,3	na	3,9	na	
CTCP Hóa An	DHA VN	36.000	na	na	23	7,2	na	11,7	1,2	na	3,3	na	14,2	na	
<i>Trung bình</i>						12,9	na	(9,8)	1,1	na	21,6	na	9,4	na	
<i>Trung vị</i>						8,3	na	(8,9)	1,2	na	5,3	na	10,1	na	
<b>Nhựa đường</b>															
TCT Hóa dầu Petrolimex - CTCP	PLC VN	24.600	29.300	Khả quan	85	15,3	13,0	6,5	1,5	1,3	9,4	8,5	9,7	10,9	
<b>Xây dựng hạ tầng</b>															
TCTCP Xuất nhập khẩu và XD Việt Nam	VCG VN	18.250	na	na	377	6,5	11,8	37,0	1,3	na	22,1	24,2	5,1	11,0	
CTCP Đạt Phương	DPG VN	29.650	na	na	79	5,0	na	38,8	1,2	na	5,0	na	26,3	na	
CTCP ĐT Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV VN	10.500	na	na	137	10,2	na	123,8	0,4	na	20,4	na	4,2	na	
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G VN	10.700	16.900	Khả quan	102	26,7	14,6	(20,9)	1,4	1,0	13,3	14,0	5,5	8,9	
CTCP FECON	FCN VN	10.350	na	na	69	127,0	16,3	(32,2)	0,6	0,6	13,1	13,5	0,2	4,0	
<i>Trung bình</i>						35,1	14,2	29,3	1,0	0,8	14,8	17,2	8,2	8,0	
<i>Trung vị</i>						10,2	14,6	37,0	1,2	0,8	13,3	14,0	5,1	8,9	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 04/01/2023



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto:trung.tranba@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>