

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM





NGÀNH XÂY DỰNG

KHÓ KHĂN TRONG NGẮN HẠN



Trần Hoàng Thế Kiệt – kiet.tht@vdsc.com.vn



1. Tổng quan thị trường 1H 2021- Khó khăn trong mảng kinh doanh cốt lõi

- Ảnh hưởng kép từ giá nguyên vật liệu và Covid-19 khiến hoạt động xây dựng bị ảnh hưởng.
- Một số công ty tham gia phân khúc khác để bảo toàn biên lợi nhuận gộp.

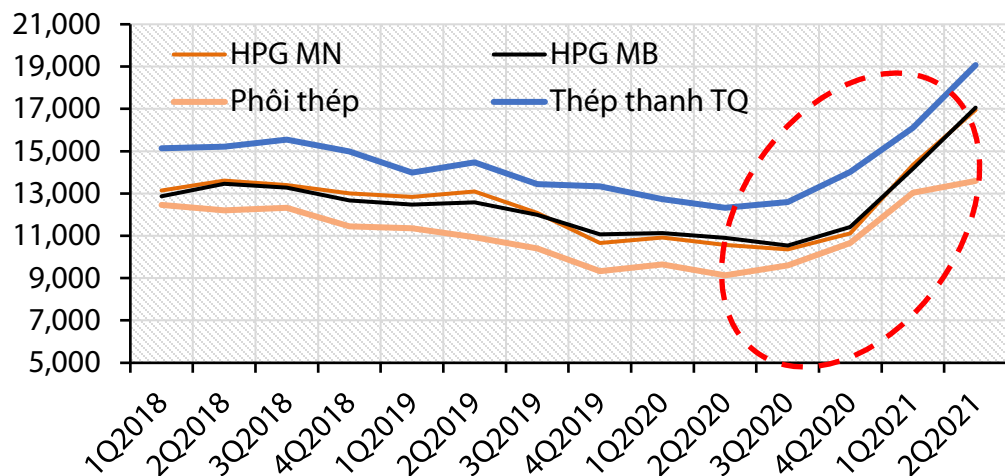
2. Triển vọng 2H 2021- Tìm kiếm câu chuyện tăng trưởng mới

- Tăng tốc đầu tư công vào cơ sở hạ tầng là điểm then chốt để thúc đẩy tăng trưởng ngành.
- Cơ hội đầu tư tập trung trong câu chuyện tăng trưởng riêng của một số doanh nghiệp
- Rủi ro: Diễn biến phức tạp của đại dịch và giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến.

Giá nguyên vật liệu tăng cùng với sự cạnh tranh gay gắt đã thu hẹp biên lợi nhuận gộp của các công ty xây dựng. Tuy nhiên, một số nhà thầu đã tìm được hướng giải quyết.

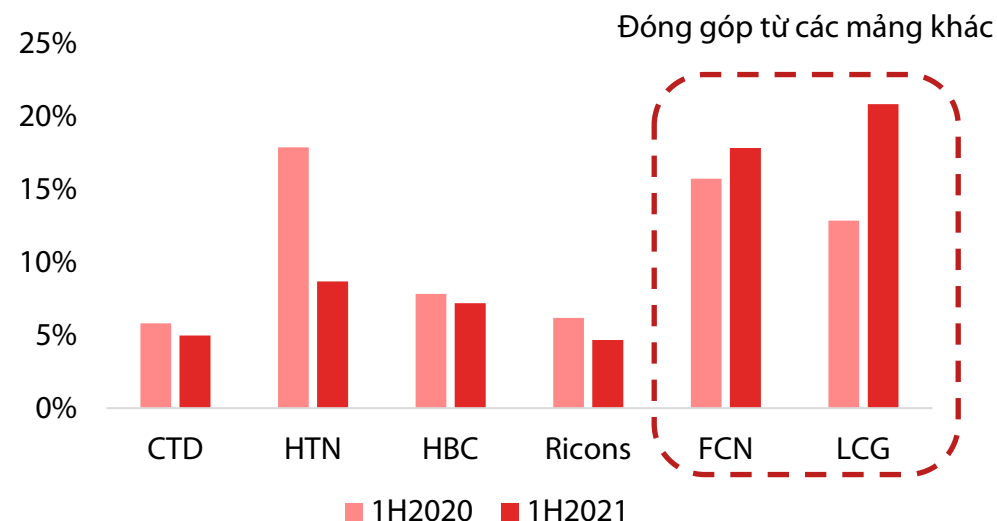
- Theo Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), trong 1H 2021, bình quân giá vật liệu xây dựng nhà ở và giá xăng dầu trong nước tăng lần lượt là 5,03% YoY và 17,01% YoY.
- Giá thép, chiếm 11% - 16% chi phí đầu vào trong các dự án xây dựng tăng mạnh (+40% so với cuối năm 2020) gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các nhà thầu xây dựng. Do đó, một số dự án buộc phải tạm dừng thi công khi giá vật liệu xây dựng tăng đột biến.
- Ngoài ra, sự cạnh tranh gay gắt cũng là nguyên nhân khiến biên lợi nhuận gộp các nhà thầu giảm trong 1H 2021 (Hình 2). FCN và LCG ghi nhận sự cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ sự đóng góp từ các mảng khác với tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn bao gồm bất động sản và xây dựng cơ sở hạ tầng.

Hình 1: Giá các sản phẩm thép (VND/kg)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên LN gộp của các nhà thầu xây dựng trong 6T2021

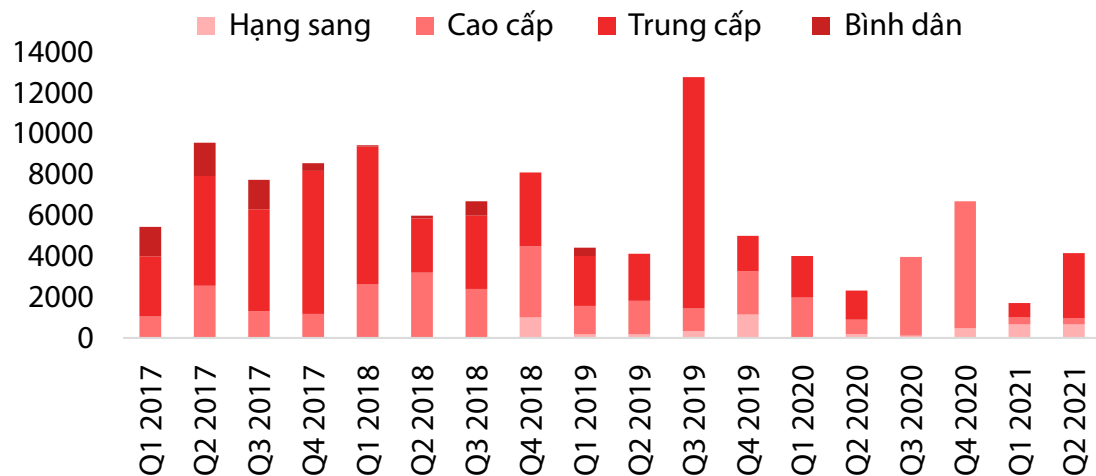


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Thị trường xây dựng bị ảnh hưởng từ các đợt Covid-19 khi các hoạt động xây dựng bị hạn chế.

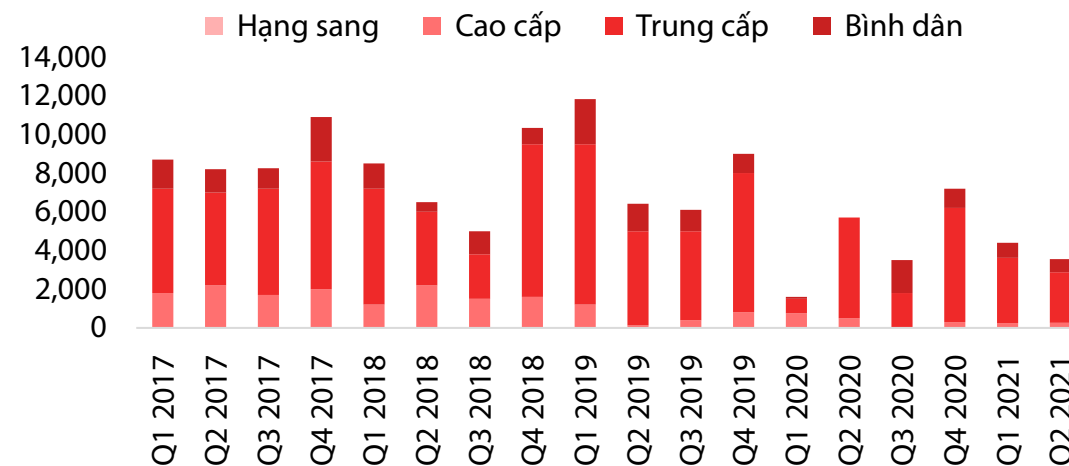
- Theo CBRE, trong 1H 2021, số lượng căn hộ mới bán mới tại TP.HCM giảm 9% YoY trong khi Hà Nội tăng 10% nhưng vẫn ở mức thấp so với năm 2019 (Hình 3 và Hình 4). Theo quan điểm của chúng tôi, Covid-19 là yếu tố chính cùng với việc chậm chạp trong các thủ tục cấp phép khiến việc chào bán mới bị giảm sút.
- Các hoạt động xây dựng sẽ bị hạn chế khi thị trường bất động sản trầm lắng trong bối cảnh các dự án chậm triển khai.
- Trong tháng 7 và tháng 8/2021, các hoạt động xây dựng đã bị hạn chế hơn nữa do các yêu cầu phong tỏa nghiêm ngặt từ Chỉ thị 16 của Chính phủ tại TP.HCM nhằm đảm bảo sức khỏe cho người lao động trong thời gian xảy ra đại dịch.

Hình 3: Số lượng căn hộ mới bán mới tại TP. HCM



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Số lượng căn hộ mới bán mới tại Hà Nội

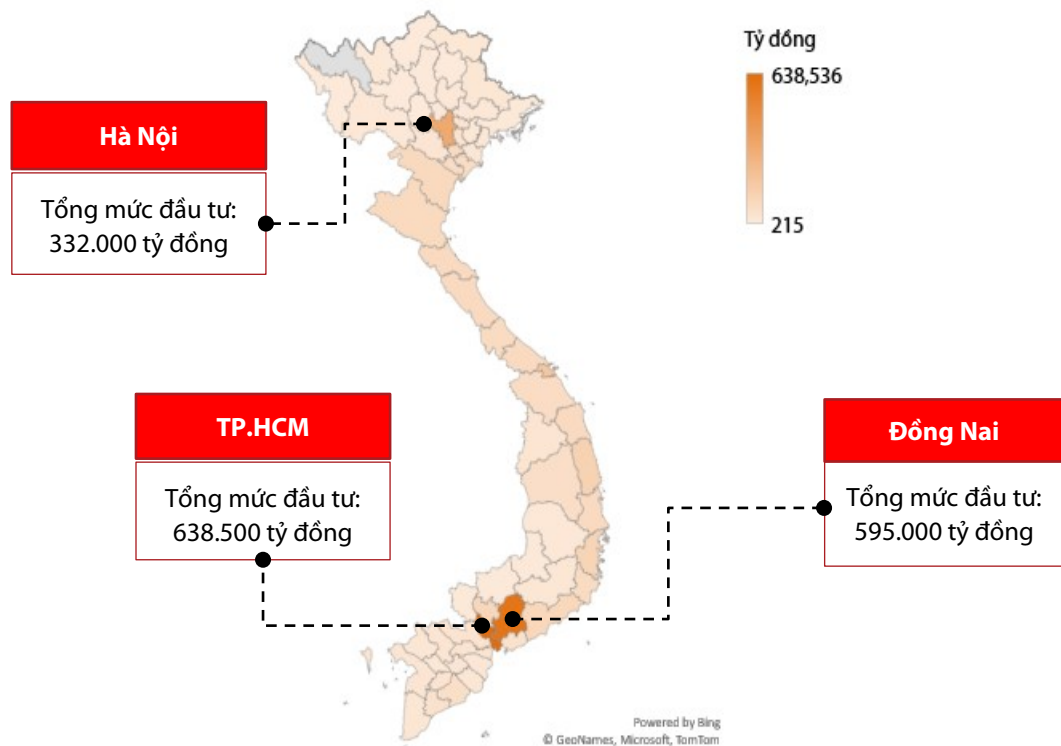


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Đẩy mạnh đầu tư công sẽ là động lực lớn nhất của ngành xây dựng

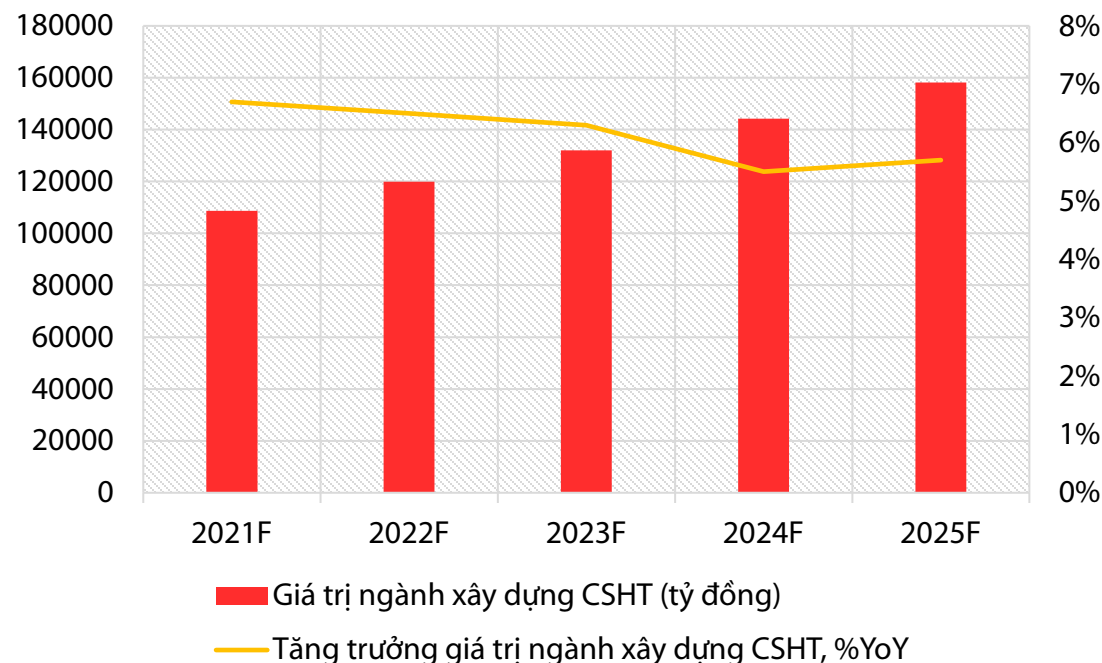
- Thúc đẩy đầu tư công, đặc biệt là các dự án cơ sở hạ tầng, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy ngành xây dựng trong 5 năm tới. Theo Fitch Solutions, giá trị ngành xây dựng CSHT sẽ đạt 158.167 tỷ đồng vào năm 2025, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 10% trong giai đoạn 2020 - 2025 (Hình 6).
- Trong đó, cam kết mạnh mẽ của Chính phủ trong việc đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng lớn là động lực chính. Cụ thể, tổng vốn ngân sách nhà nước theo kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025 là 2.870 nghìn tỷ đồng (tăng 43% so với giai đoạn 2016-2020), bao gồm 1.500 nghìn tỷ đồng cho các vùng kinh tế trọng điểm (Hình 5) và 1.370 nghìn tỷ đồng cho các khu vực khác.

Hình 5: Kế hoạch đầu tư CSHT theo tỉnh giai đoạn 2021-2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá trị ngành xây dựng CSHT (cột trái, tỷ đồng) và tăng trưởng (cột phải, %)



Nguồn: Fitch Solutions

Trong giai đoạn 2021-2022, một số dự án quy mô lớn đang được triển khai.

- Sân bay quốc tế Long Thành là dự án lớn nhất, được khởi công xây dựng vào tháng 1/2021. Đối với giai đoạn 1, 66% quỹ đất (~1.800 ha) đã được giải phóng mặt bằng. Giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành vào năm 2025. Tổng chi phí đầu tư là 16 tỷ USD (Hình 7).
- Chúng tôi kỳ vọng rằng nếu các dự án quy mô lớn này được triển khai như kế hoạch thì sẽ là động lực giúp thúc đẩy ngành xây dựng.

Hình 7 : Một số dự án cơ sở hạ tầng đáng chú ý 2021-2022 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 8: Cập nhật tình hình các dự án sẽ triển khai trong giai đoạn 2021 - 2022

Dự án	Thời gian	Tình trạng
Sân bay quốc tế Long Thành	Tháng 1 2021	Đang xây dựng giai đoạn 1, kết hợp với rà phá bom mìn và giải phóng mặt bằng
Đường vành đai 4 (phía Bắc)	Q4/2021	Đã được chấp thuận đầu tư, dự kiến thi công vào cuối năm 2021
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	Q4/2022	Đã được chấp thuận đầu tư, dự kiến thi công vào cuối Q4/2022
Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc	Q4/2022	Đã được chấp thuận đầu tư, dự kiến thi công vào cuối 2022
Đường vành đai 3 TP. HCM	Q3/2022	Hoàn thành báo cáo tiền khả thi, dự kiến khởi công năm 2022
Cao tốc Cần Thơ - Cà Mau	2022	Đã trình báo cáo khả thi, dự kiến khởi công giai đoạn Cần Thơ - Cà Mau vào năm 2022
Tuyến đường sắt đô thị số 5 Hà Nội	2022	Được chấp thuận đầu tư, hoàn thành giải phóng mặt bằng vào năm 2022

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cơ hội đầu tư tập trung ở những doanh nghiệp có câu chuyện tăng trưởng riêng.

- Trong bối cảnh khó giành được hợp đồng do quá trình đấu thầu gay gắt, việc tìm kiếm động lực tăng trưởng mới bằng cách tham gia mảng xây dựng phân khúc khác đáng được cân nhắc.
- Như đã đề cập trước đó, việc xây dựng cơ sở hạ tầng khá hứa hẹn được hỗ trợ bởi chủ trương của chính phủ. Trong đó, tập trung vào xây dựng cơ sở hạ tầng công cộng như đường bộ, đường cao tốc, ... sẽ có mức tăng trưởng mạnh nhất theo dự báo của Fitch (Bảng 1).

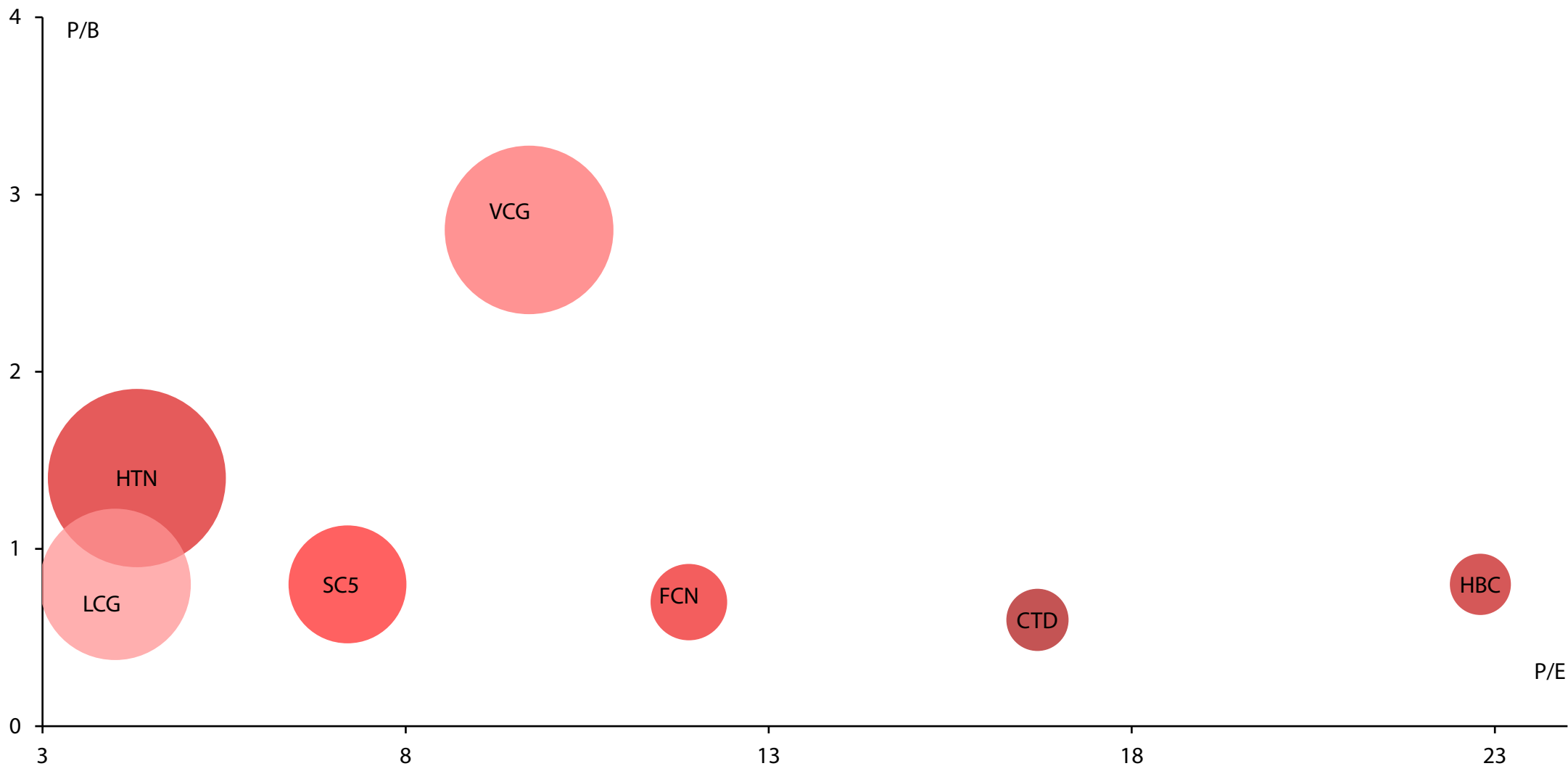
Bảng 1: Triển vọng tăng trưởng của các phân khúc khác nhau trong ngành xây dựng giai đoạn 2021F - 2025F

Ngành	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Cơ sở hạ tầng cầu đường	5,3%	9,3%	8,7%	7,5%	6,5%	6,6%
Cơ sở hạ tầng đường sắt	4,3%	6,7%	7,0%	7,2%	5,3%	5,4%
Cơ sở hạ tầng sân bay	3,7%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	3,9%
Cơ sở hạ tầng năng lượng và tiện ích	3,5%	4,8%	4,9%	5,5%	5,3%	5,7%

Nguồn: Fitch Solutions

Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng Doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
CTD	4.631	N/A	-42,6%	-69,4%	1,8%	0,9%	-58,5%	2,3%	2,1%	3,3%	0,0%	16,7	0,6
HBC	3.071	N/A	-25,1%	-34,9%	4,2%	2,1%	-47,1%	1,1%	0,9%	3,2%	0,0%	22,8	0,8
HTN	1.817	45.200	24,4%	n/a	0,0%	0,0%	28,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3	1,4
FCN	1.474	N/A	5,0%	14,0%	11,9%	9,0%	0,2%	4,5%	2,0%	5,6%	0,0%	11,9	0,7
SC5	303	N/A	16,1%	29,4%	4,2%	4,0%	135,1%	2,1%	2,0%	11,9%	0,0%	7,2	0,8
VCG	18.905	N/A	-36,9%	n/a	-3,7%	-6,1%	73,0%	29,7%	6,6%	19,3%	0,0%	9,7	2,8
LCG	1.429	N/A	35,8%	50,2%	14,7%	11,0%	110,2%	10,0%	6,0%	19,6%	0,0%	4,0	0,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

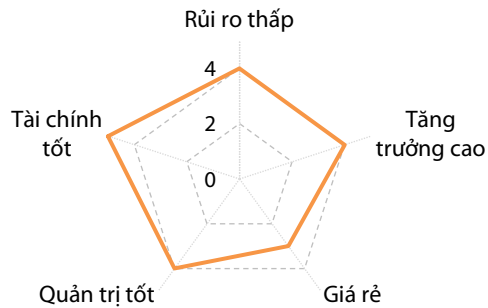
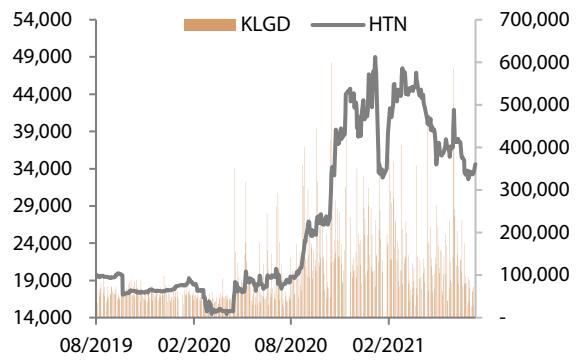


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<TÍCH LŨY: +12%>

<GTT: 40.250>

<GMT: 45.200>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.817
Số CP lưu hành (triệu)	49,5
KLGD bình quân 3T (triệu cp)	133,2
GTDD bình quân 3T (tỷ đồng)	5,0
Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%)	48,7
Diễn biến giá 52 tuần (VND)	17.900 – 49.000

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.552	5.744	12.306
LNST (tỷ đồng)	345	225	493
ROA (%)	6,4	3,7	5,2
ROE (%)	39,4	27,7	28,7
EPS (VND)	10.281	4.807	9.948
Giá trị sổ sách (VND)	30.712	29.737	39.686
Cổ tức tiền (VND)	1.800	-	-
P/E (x) (*)	3,1	8,9	4,0
P/B (x) (*)	1,1	1,4	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hưởng lợi từ hệ sinh thái tập đoàn Hưng Thịnh

- Hưng Thịnh Incons là một trong những nhà thầu xây dựng hàng đầu với 15 năm kinh nghiệm. HTN đã thực hiện một số dự án tiêu biểu bao gồm Golden Bay (Nha Trang), Florita (Quận 7), SaiGonMia (Bình Chánh), Vũng Tàu Melody (Vũng Tàu). HTN có thể duy trì tăng trưởng nhờ vào các hợp đồng xây dựng tại các dự án BĐS của Hưng Thịnh Land (với mức backlog “giá trị hợp đồng còn lại” lớn vào khoảng 37.030 tỷ đồng tại cuối năm 2020) mà không cần phải cạnh tranh với các công ty xây dựng khác để ký thêm những hợp đồng mới.

Biên lợi nhuận gộp và tăng trưởng KQKD vượt trội so với các đối thủ cùng ngành

- Lợi thế từ việc hiểu rõ thiết kế sản phẩm, quy hoạch xây dựng ngay từ đầu của Hưng Thịnh Land và không phải tham gia đấu thầu dự án với các nhà thầu khác giúp Hưng Thịnh Incons ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp cao hơn các công ty cùng ngành.
- Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ mảng xây dựng sẽ phục hồi mạnh mẽ so với mức nền thấp năm 2020 khi các dự án tại Qui Nhơn vẫn tiếp tục được thực hiện. Chúng tôi dự kiến HTN có thể ghi nhận doanh thu 5.744 tỷ đồng (+26% YoY) và LNST công ty mẹ là 225 tỷ đồng (-35% YoY).

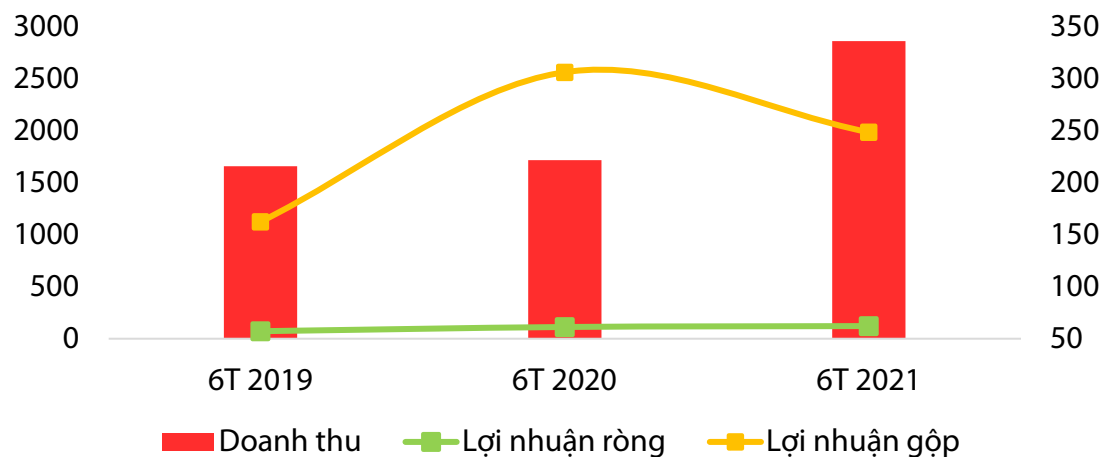
Tiềm năng từ mảng xây dựng cơ sở hạ tầng.

- Việc mở rộng sang lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng thông qua quan hệ đối tác chiến lược với Đèo Cả sẽ cho phép HTN đa dạng hóa nguồn thu và giảm rủi ro tập trung (đa phần nguồn thu đến từ các dự án khu dân cư của Hưng Thịnh Land).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

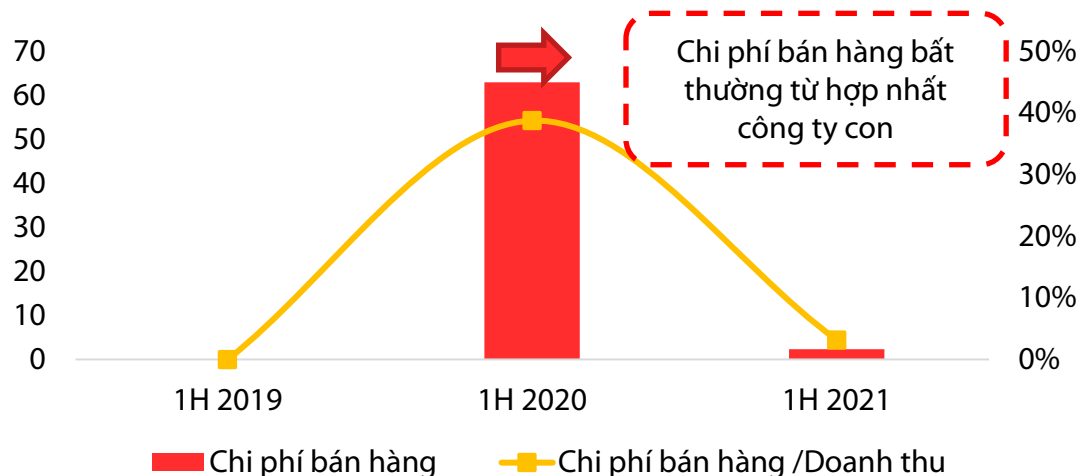
- Việc thực hiện Chỉ thị 16 ở miền Nam có thể kéo dài trong thời gian dài hơn, ảnh hưởng các dự án của HTN tại TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu, Nha Trang
- Thị trường BĐS hạ nhiệt.

Hình 1: Doanh thu (cột trái), lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng (cột phải), tỷ đồng



Nguồn: HTN, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi phí bán hàng (tỷ đồng)



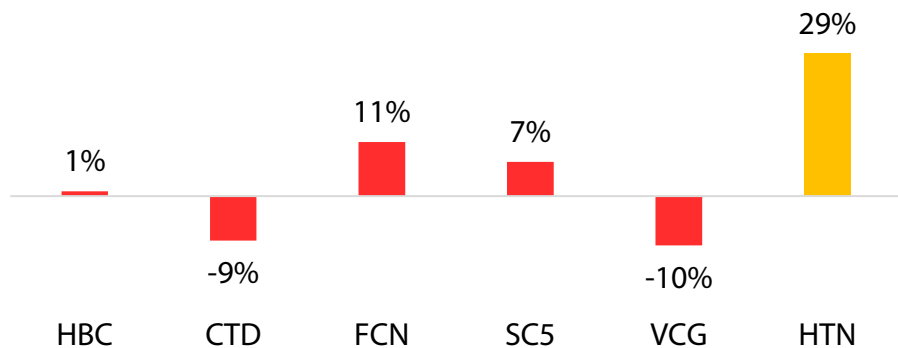
Nguồn: HTN, CTCK Rồng Việt

Trong 6T2021, doanh thu thuần của HTN đạt 2.855 tỷ đồng (+66,5% YoY), hoàn thành 68,3% kế hoạch năm 2021.

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm tuy nhiên không phát sinh chi phí bán hàng từ hợp nhất công ty con nên lợi nhuận vẫn tăng trưởng svck.

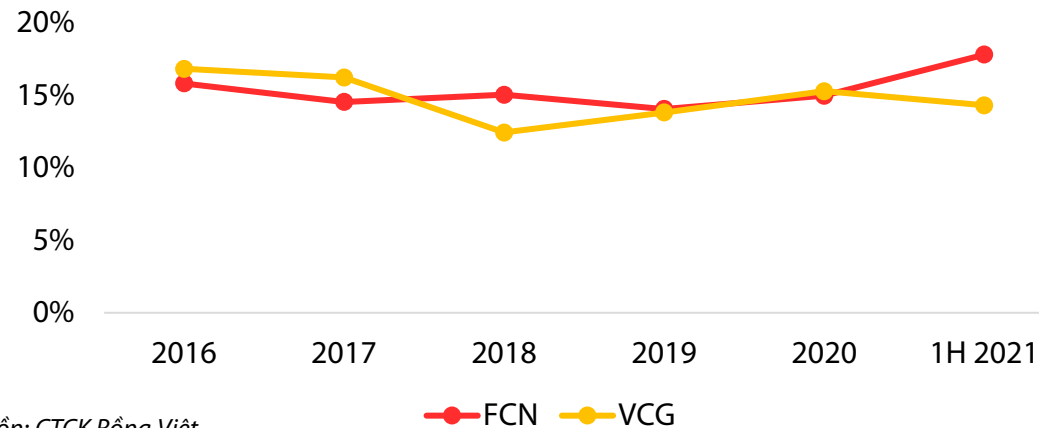
- Biên lợi nhuận gộp giảm từ 18% trong 6T2020 xuống 9% trong 6T2021 do thiếu hụt doanh thu bất động sản từ dự án Richmond.
- Do đó, lợi nhuận gộp thấp hơn và ở mức 248 tỷ đồng (- 19% YoY).
- Chi phí bán hàng giảm đáng kể từ 63 tỷ đồng trong 6T2020 xuống 2,4 tỷ đồng trong 6T2021 do chi phí bán hàng bất thường từ hợp nhất công ty con của HTN là CTCP Bình Triệu không được ghi nhận trong 6T2021 khi không phát sinh doanh thu bất động sản tại dự án Richmond.
- Do đó, lợi nhuận ròng vẫn tăng nhẹ và đạt 120 tỷ đồng (+7% YoY).

Hình 3: Tăng trưởng doanh thu (2016-2020) của các nhà thầu



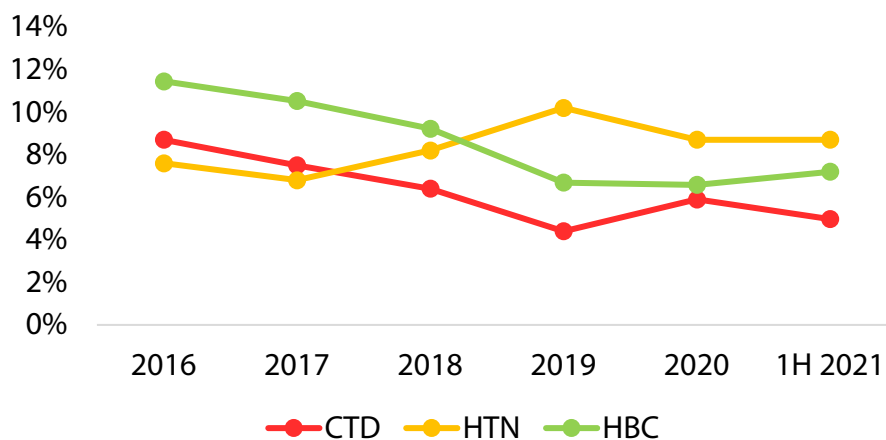
Nguồn: HTN, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Biên LN gộp (%) của các công ty xây dựng CSHT (2016 - 2020)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: HTN vượt trội hơn các nhà thầu khác về biên LN gộp (%)

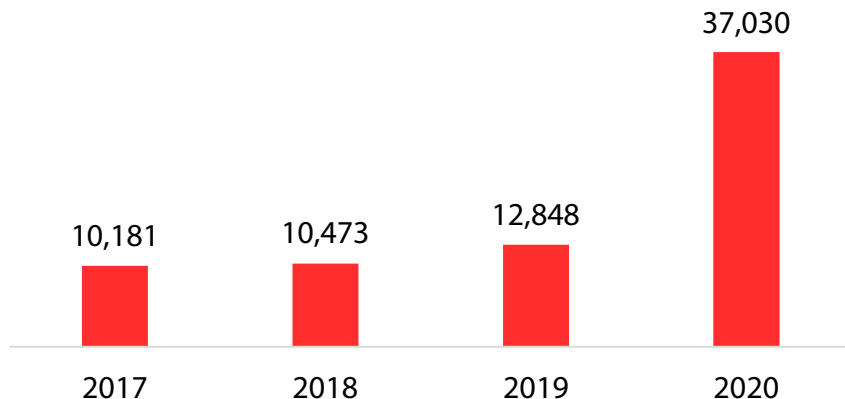


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp của HTN cao hơn các công ty xây dựng dân dụng khác

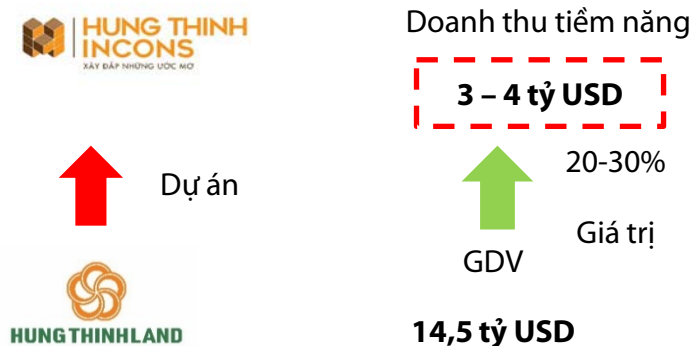
- Kết quả vượt trội này đến từ việc hiểu rõ thiết kế sản phẩm của tập đoàn Hưng Thịnh và quy hoạch dự án ngay từ đầu giúp HTN giảm thiểu các chi phí không cần thiết.
- HBC và CTD vẫn bị cạnh tranh gay gắt trong khi nguồn thu của HTN được đảm bảo khi hầu hết các dự án của Hưng Thịnh Land - công ty phụ trách mảng BĐS của Hưng Thịnh sẽ do HTN thi công.
- Về lâu dài, quan hệ đối tác chiến lược với Đèo Cả sẽ cho phép HTN đa dạng hóa nguồn doanh thu và giảm rủi ro tập trung, đồng thời kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp khi tham gia mảng xây dựng CSHT.

Hình 6: Backlog của HTN giai đoạn 2017 – 2020 (tỷ đồng)



Nguồn: HTN

Hình 7: HTN hưởng lợi từ dự án của Hưng Thịnh Land



Nguồn: HTN, CTCK Rồng Việt

6T cuối năm 2021: Giãn cách xã hội sẽ hạn chế các hoạt động xây dựng.

- Chúng tôi giảm doanh thu của các dự án ở khu vực phía Nam bởi việc dừng các hoạt động xây dựng do Chỉ thị 16.
- Chúng tôi kỳ vọng HTN sẽ bàn giao trung tâm thương mại trong dự án Richmond với giá trị ước tính khoảng 230 tỷ đồng.
- LNST năm 2021 giảm 35% do mảng bất động sản đóng góp ít hơn (năm 2020 doanh thu bất động sản là 2.332 tỷ đồng).

Triển vọng 2022: Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ hơn

- Sau khi quá trình tiêm chủng và giãn cách hoàn tất, chúng tôi kỳ vọng các hoạt động xây dựng sẽ thực hiện trở lại.
- HTN sẽ được hưởng lợi từ các dự án trọng điểm của Hưng Thịnh Land (tổng giá trị phát triển lên tới 14,5 tỷ USD). Trong 3 năm tới, giá trị backlog “giá trị hợp đồng còn lại” khoảng 37.000 tỷ đồng tại cuối năm 2020 sẽ là động lực chính hỗ trợ doanh thu lợi nhuận của HTN.
- Doanh thu và LNST dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt 114% và 119% trong năm 2022.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn