

TRIỂN VỌNG NGÀNH XÂY DỰNG NĂM 2025

XÂY DỰNG HẠ TẦNG DẪN ĐẦU ĐÀ TĂNG TRƯỞNG





DIỄN BIẾN NGÀNH XÂY DỰNG

01

TRIỂN VỌNG NĂM 2025

02

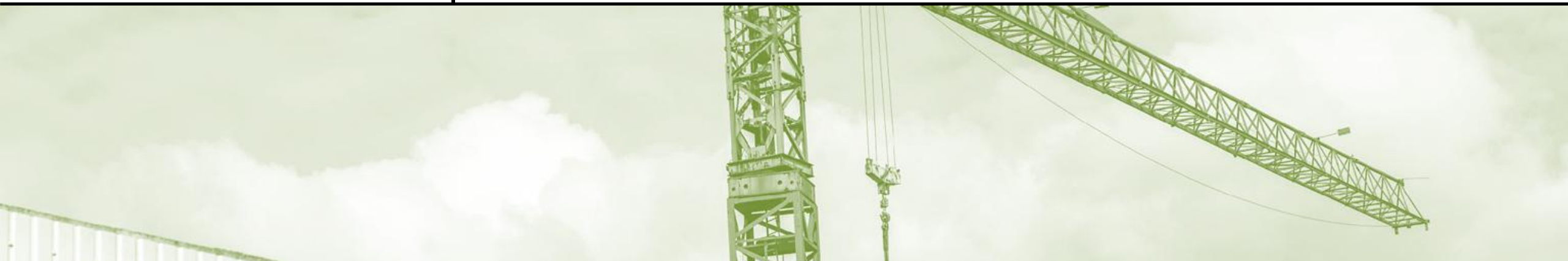
CỔ PHIẾU ĐÁNG CHÚ Ý

03



01

DIỄN BIẾN NGÀNH XÂY DỰNG

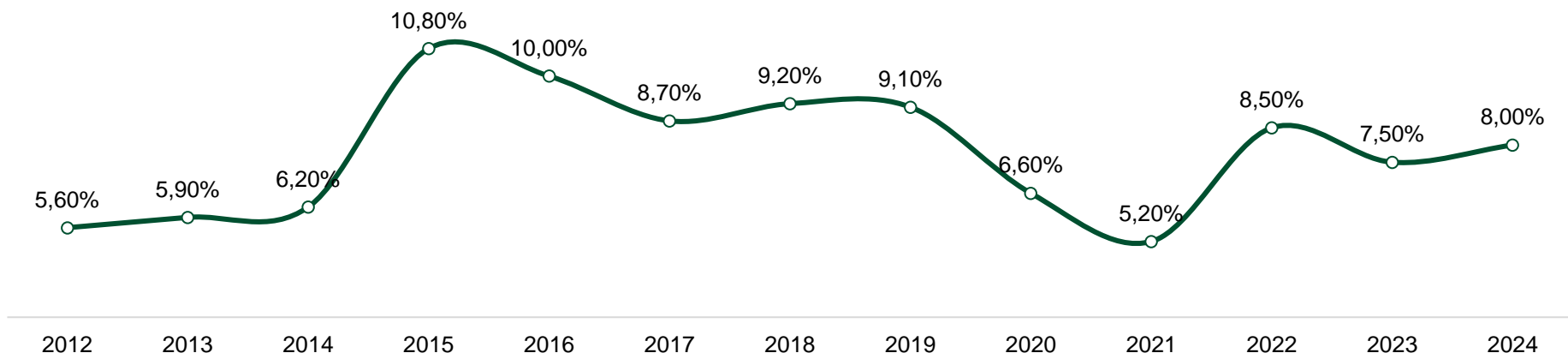


Ngành xây dựng Việt Nam duy trì đà tăng trưởng vượt trội trong khu vực Đông Nam Á trong giai đoạn 2013-2023 (CAGR đạt 11%) nhờ quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa diễn ra mạnh mẽ. Trong giai đoạn 2020 – 2023, thị trường xây dựng gặp sức ép nhất định do: (1) Tác động từ đại dịch, (2) Ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản.

Mặc dù **khối lượng công việc đã cho thấy những chuyển biến tích cực trong năm 2024**, sự phân bổ nguồn việc có sự phân hóa và **có xu hướng tập trung vào những doanh nghiệp đầu ngành**. Ảnh hưởng từ giai đoạn thị trường trầm lắng khiến việc phục hồi nguồn lực tài chính của các doanh nghiệp nhỏ trở nên khó khăn, giảm năng lực cạnh tranh đấu thầu. Do đó, việc tập trung vào các dự án nhỏ hoặc các gói thầu ít cạnh tranh như các nhà ở xã hội là một chiến lược hợp lý để duy trì hoạt động trong thời gian tới.

Xu hướng các doanh nghiệp mở rộng mảng kinh doanh vẫn đang tiếp diễn, đặc biệt sang mảng xây dựng công nghiệp. Ngoài việc gia tăng lượng backlog, mở rộng biên lợi nhuận, việc tham gia vào các dự án công nghiệp và hạ tầng còn giúp các doanh nghiệp xây dựng dân dụng mở rộng mạng lưới mối quan hệ với các nhà đầu tư lớn và cơ quan quản lý nhà nước, mở ra thêm nhiều cơ hội trúng thầu trong tương lai.

Tăng trưởng ngành xây dựng Việt Nam từ 2012-2024



Áp lực chuyển tiếp khối lượng giải ngân sang năm 2025 tương đối lớn

Lũy kế giải ngân vốn đầu tư công 12T/2024 đạt 548.569 tỷ đồng. Mặc dù tỷ lệ hoàn thành kế hoạch còn thấp, tuy nhiên giá trị giải ngân lũy kế đã cho thấy mức tăng trưởng nhất định so với cùng kỳ. Việc giải ngân vốn đầu tư công chậm do vướng mắc một số hạn chế:

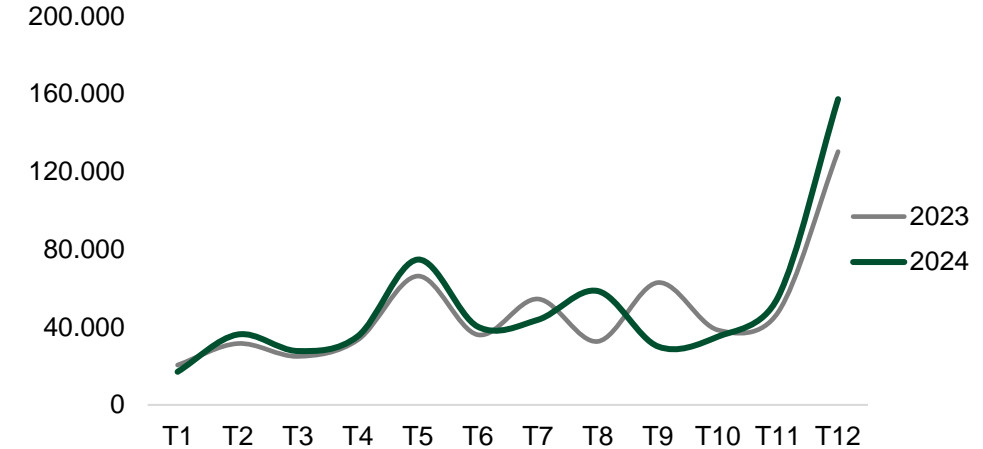
- Vướng mắc trong công tác đền bù GPMB.
- Giá nguyên vật liệu xây dựng chưa được công bố đầy đủ, kịp thời hoặc chưa đồng bộ với giá thị trường, gây khó khăn trong công tác điều chỉnh giá các hợp đồng xây lắp.
- Các dự án đang chờ điều chỉnh bổ sung kế hoạch đầu tư công trung hạn hoặc chưa hoàn thiện thủ tục đầu tư.

Cơ chế tháo gỡ vướng mắc về nguyên vật liệu dần thể hiện hiệu quả, đẩy nhanh tiến độ xây dựng

Các vấn đề về thiếu hụt nguyên vật liệu trong năm 2024 đã cơ bản được tháo gỡ thông qua:

- Nghị quyết số 106 cho phép các nhà thầu không phải thực hiện thủ tục cấp Giấy phép khai thác khoáng sản làm vật liệu xây dựng. Điều này giúp doanh nghiệp chuẩn hóa được giá và khối lượng nguyên vật liệu.
- Điều chuyển linh hoạt nguyên vật liệu giữa các dự án, điển hình như việc vận chuyển cát xây dựng kịp thời từ dự án Cần Thơ - Sóc Trăng cho dự án Cần Thơ - Cà Mau.
- Việc điều chỉnh đơn giá đã bám sát thực tế dựa trên việc tăng tần suất điều chỉnh (từ 1 lần/năm sang 1 lần/tháng) và tăng mức độ định giá chi tiết theo từng hạng mục.

Tình hình giải ngân vốn đầu tư công 2023-2024
(Đơn: Tỷ đồng)



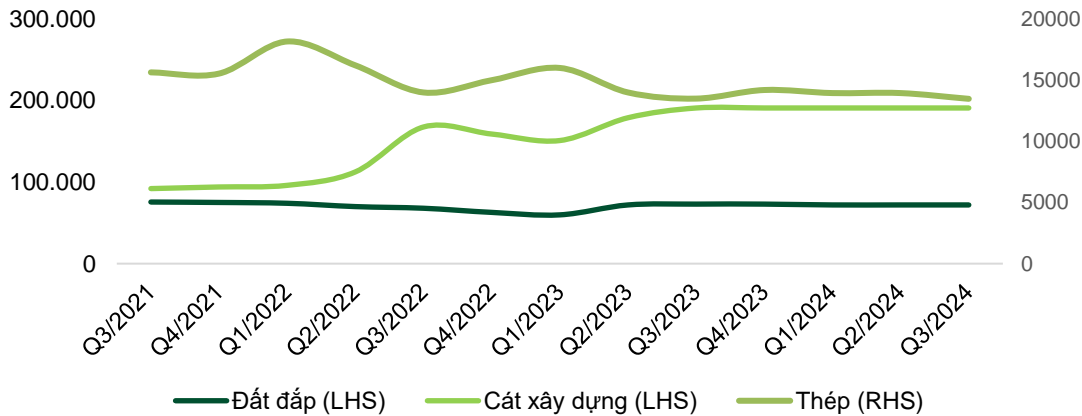
Khai thác cát sông phục vụ thi công Dự án thành phần 4 cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng



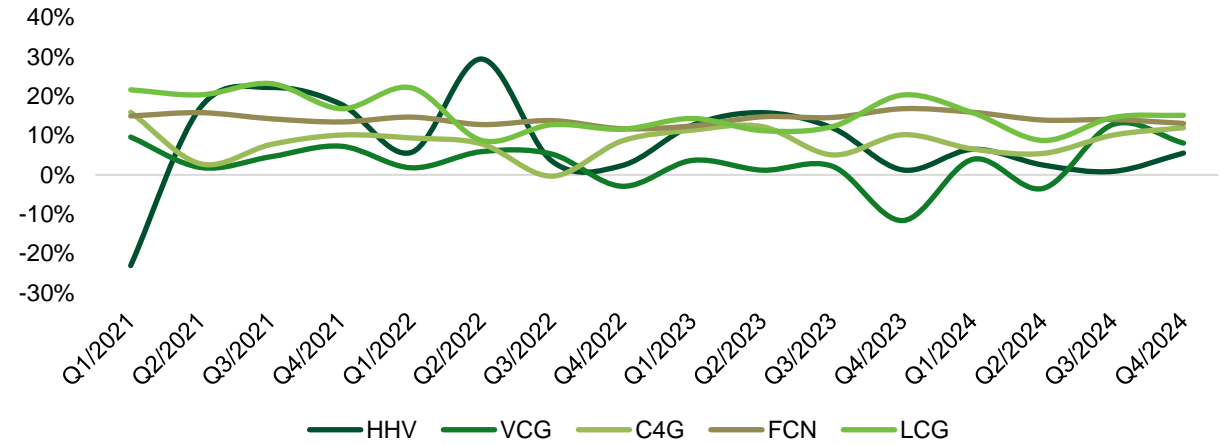
Mặt bằng biên lợi nhuận gộp có xu hướng cải thiện

- Biên độ biến động giá của các nhóm vật liệu xây dựng tương đối đa dạng trong năm 2024. Giá bán nhóm cát xây dựng tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung, trong khi đó, giá đất đắp và thép đi ngang → **Hiệu quả lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào đặc điểm từng gói thầu.**
- Tuy nhiên, nhìn chung giá vật liệu xây dựng đã hạ nhiệt đáng kể so với cùng kỳ nhờ sự thâm thấu từ các cơ chế đặc thù, giúp nâng dần mặt bằng biên lợi nhuận cho các nhà thầu.

Giá nguyên vật liệu xây dựng tại Hà Nội
(Đv: VND/ kg)



Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng



Tần suất hiện diện của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng trong các gói thầu hạ tầng gia tăng

Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt và mức biên lợi nhuận thấp từ các gói thầu xây dựng dân dụng, các doanh nghiệp trong lĩnh vực này vẫn tìm cách gia tăng tần suất tham gia vào các gói thầu hạ tầng thông qua các hợp đồng hợp tác kinh doanh. Điển hình trong năm 2024, CTD đã tham gia dự án đường Lương Hòa - Bình Chánh, dự án đường Thùy Vân tại Vũng Tàu.

Tuy nhiên, các gói thầu hạ tầng có yêu cầu chuyên môn cao và thường gắn liền với nguồn vốn ngân sách nhà nước, đòi hỏi nhà thầu phải sở hữu hồ sơ năng lực dày dặn cùng mối quan hệ chặt chẽ với các cơ quan quản lý. Do đó, để có được vị thế vững chắc trong lĩnh vực này, các doanh nghiệp xây dựng dân dụng sẽ cần một khoảng thời gian đáng kể để tích lũy kinh nghiệm và khẳng định năng lực.

Năm 2024 đánh dấu nhiều thay đổi quan trọng trong khung pháp lý đối với lĩnh vực đầu tư công & xây dựng hạ tầng, thể hiện nỗ lực của Chính phủ trong việc tạo một hành lang pháp lý thông thoáng hơn. Những điều chỉnh đáng chú ý bao gồm:

Luật đầu tư công sửa đổi (có hiệu lực từ 01/01/2025)

- Thay đổi thẩm quyền quyết định đầu tư nhóm C và nhóm B.
- Tách công tác đền bù, tái định cư thành dự án độc lập.
- Cho phép điều chỉnh vốn giữa các bộ, cơ quan trung ương và địa phương.

=> Các điều chỉnh đều hướng tới việc đơn giản hóa quá trình phê duyệt, đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng, tăng tính linh hoạt trong việc điều chuyển vốn, đảm bảo tính hiệu quả trong việc sử dụng vốn.

Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) sửa đổi (có hiệu lực từ 15/01/2025)

- Bỏ hạn mức tối thiểu cho dự án PPP.
- Nâng tỷ lệ góp vốn nhà nước từ 50% lên 70% tổng mức đầu tư dự án.
- Bổ sung trở lại hình thức hợp đồng BT vào phương thức PPP sau 3 năm dừng triển khai, quy định rõ ràng về thẩm quyền định giá đất thuộc Sở Tài Nguyên Môi Trường.
- Cho phép áp dụng Luật PPP cho các hợp đồng BOT, BT ký trước khi Luật có hiệu lực, nếu chưa có quy định điều chỉnh các vấn đề phát sinh

→ Các sửa đổi tạo điều kiện thuận lợi hơn cho khu vực tư nhân tham gia đầu tư vào các dự án hạ tầng thiết yếu, giảm gánh nặng tài chính cho ngân sách nhà nước, hướng tới việc linh hoạt hơn trong cơ chế chia sẻ rủi ro giữa nhà nước và nhà đầu tư, thu hút nguồn vốn tư nhân và nâng cao tính khả thi của các dự án PPP.

Các dự án BOT được hỗ trợ vốn NSNN

Dự án	Công ty	Phương án
BOT cầu Thái Hà	CTCP đầu tư BOT Thái Hà	Bổ sung vốn
BOT cầu Việt Trì - Ba Vi	BOT Phú Hà	Bổ sung vốn
BOT hầm đường bộ qua Đèo Cả	HHV	Bổ sung vốn
Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	CTCP Bắc Giang - Lạng Sơn	Bổ sung vốn
BOT xây dựng cầu An Hải	CTCP Xây dựng và Kinh doanh địa ốc Hòa Bình.	Bổ sung vốn
Cải tạo, nâng cấp luồng sông Sài Gòn	Liên danh GUD - STD	Bổ sung vốn
BOT cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 39B	CTCP Tasco	Bổ sung vốn
BOT Quốc lộ 1 đoạn tránh TP. Thanh Hóa	CTCP Đường Thanh Hóa BOT tránh	Chấm dứt hợp đồng
BOT nâng cấp và cải tạo quốc lộ 91	CTCP Đầu tư QL91	Chấm dứt hợp đồng
BOT đường Thái Nguyên - Chợ Mới	VDTC	Chấm dứt hợp đồng
nâng cấp mở rộng QL4 (đoạn Km1738+148 - Km1763+610)	Liên danh CT Kinh doanh hàng XNK Quang Đức	Chấm dứt hợp đồng

Nguồn cung nhà ở thương mại bắt đầu hồi phục tích cực

Thị trường xây dựng dân dụng ghi nhận mức phục hồi đáng kể từ năm 2024 cùng với nguồn cung nhà ở thương mại. Các doanh nghiệp phát triển BĐS nối lại hoạt động triển khai dự án sau khi các vấn đề pháp lý được tạo điều kiện tháo gỡ và tăng khả năng tiếp cận vốn nhờ mặt bằng lãi suất thấp & các chính sách hỗ trợ:

- Thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại trên đất khác gỡ vướng pháp lý cho nhiều dự án khu vực trung tâm.
- Bảng giá mới sát với giá thị trường rút ngắn thời gian giải phóng mặt bằng.
- Các chính quyền địa phương và cơ quan chuyên ngành nối lại hoạt động phê duyệt dự án sau một thời gian có xu hướng tạm hoãn trong giai đoạn điều chỉnh pháp luật và lo ngại trách nhiệm pháp lý từ các sai phạm trước đó.

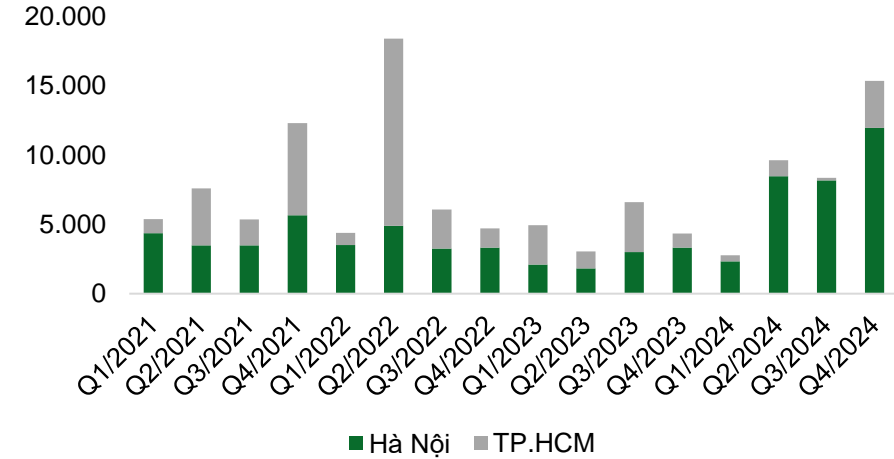
NOXH: mục tiêu 1 triệu căn nhà ở xã hội năm 2030 sẽ khó hoàn thành

Nguồn việc từ xây dựng NOXH ghi nhận mức tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2023 - 2024 nhờ thúc đẩy của chính phủ thông qua gói tín dụng 120.000 tỷ đồng.

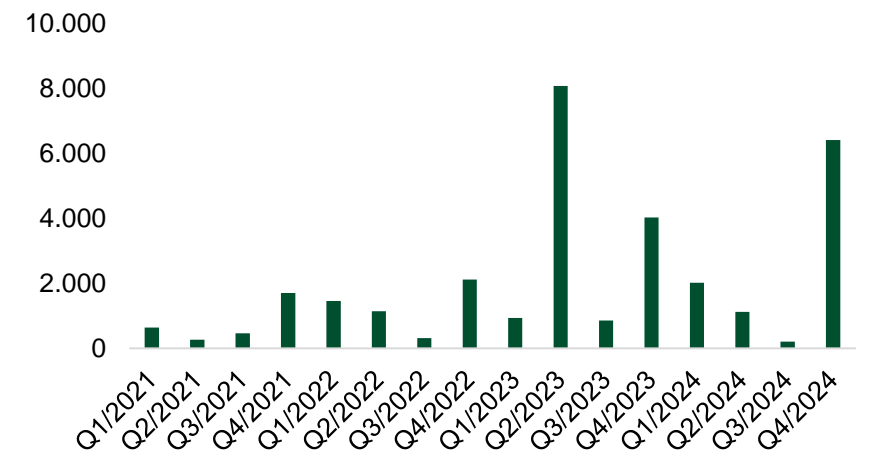
Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tiến độ triển khai vẫn còn chậm so với mục tiêu xây dựng 1 triệu căn nhà ở xã hội đến năm 2030 do một số khó khăn:

- Nguồn vốn: Ngân sách Trung ương chưa bố trí đầy đủ vốn ưu đãi.
- Quỹ đất: Nhiều địa phương đề xuất không bố trí quỹ đất 20% do không phù hợp quy hoạch, nhưng chưa có cơ sở pháp lý rõ ràng, dẫn đến đùn đẩy trách nhiệm.
- Thủ tục pháp lý: Phức tạp hơn so với nhà ở thương mại.
- Lợi nhuận định mức thấp: Giới hạn 10% tổng chi phí đầu tư với NOXH bán và 15% với NOXH cho thuê, làm giảm động lực đầu tư.

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM



Số căn NOXH đã hoàn thành giai đoạn 2021-2024



Giá vật liệu xây dựng hỗ trợ biên lợi nhuận gộp:

- Mặt bằng giá thép xây dựng duy trì neo tại mức thấp do chịu áp lực từ cuộc khủng hoảng thép Trung Quốc và nhu cầu tiêu thụ chưa cho thấy sự bứt phá.
- Giá xi măng dao động tại vùng giá thấp do nhu cầu tiêu thụ yếu, dẫn đến tình trạng tồn kho gia tăng và áp lực cạnh tranh gay gắt.

→ Thúc đẩy tích cực biên LN gộp của các gói thầu BĐS dân dụng (có thép và xi măng chiếm tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu chi phí vật liệu).

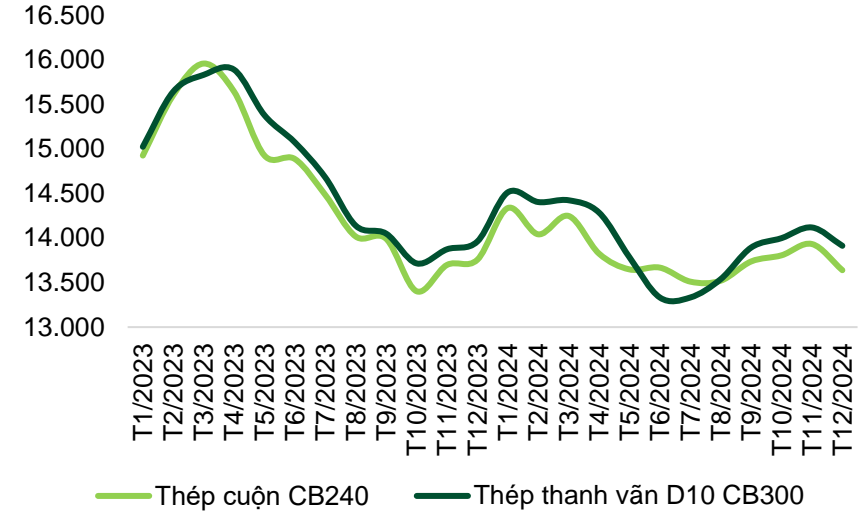
Áp lực trích lập dự phòng nợ xấu giảm thiểu

Chất lượng các khoản phải thu (chủ yếu tại các dự án BĐS) đang có dấu hiệu cải thiện khi:

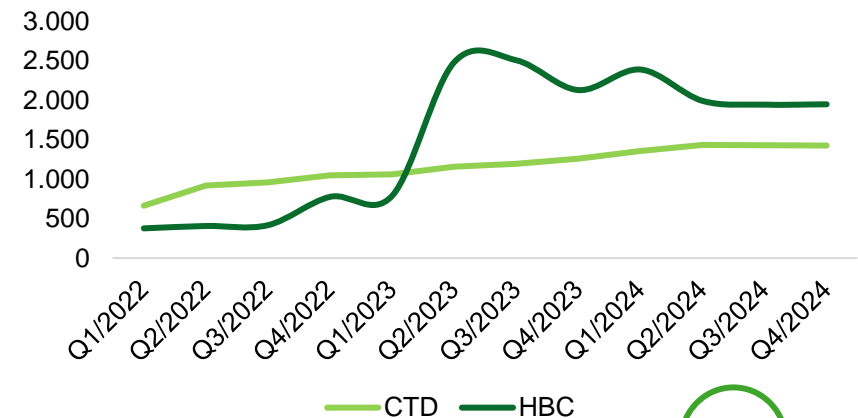
- Thị trường bất động sản phục hồi giúp gia tăng tỷ lệ hấp thụ tại các đợt mở bán và cải thiện dòng tiền chủ đầu tư, nâng cao khả năng thanh toán công nợ đối với các nhà thầu xây dựng.
- Nhiều chủ đầu tư BĐS tiếp cận lại được nguồn vốn huy động tín dụng khi các điều kiện pháp lý của dự án dần hoàn thiện.
- Một số nhà thầu đẩy mạnh tham gia các gói thầu xây dựng công nghiệp (thời gian thi công ngắn và hiệu quả dòng tiền tốt hơn các gói thầu dân dụng).

→ Giảm áp lực trích lập nợ xấu (thậm chí là ghi nhận hoàn nhập dự phòng) và cải thiện mặt bằng lợi nhuận cho các nhà thầu.

Giá thép xây dựng trong nước



Dự phòng phải thu ngắn hạn CTD và HBC từ 2022-2024



Điểm sáng về khối lượng backlog

Trong bối cảnh ngành xây dựng tiếp tục đối mặt với những biến động từ thị trường dân dụng, lĩnh vực xây dựng công nghiệp dần trở thành một động lực tăng trưởng quan trọng của ngành xây dựng (ước tính chiếm 30% giá trị toàn ngành năm 2024).

Giá trị xây lắp công nghiệp ghi nhận xu hướng tăng mạnh qua các năm cùng với xu hướng công nghiệp hóa và hưởng lợi từ dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) liên tục gia tăng.

Xu hướng gia tăng gói thầu công nghiệp của các nhà thầu dân dụng vẫn diễn ra mạnh mẽ

Trong bối cảnh thị trường xây dựng dân dụng chưa khởi sắc và áp lực cạnh tranh gay gắt, nhiều nhà thầu đã đẩy mạnh chiến lược gia tăng tỷ trọng mảng công nghiệp trong danh mục dự án của mình. Xu hướng này không chỉ giúp các doanh nghiệp tối ưu hóa nguồn lực mà còn mang lại lợi ích tài chính đáng kể nhờ:

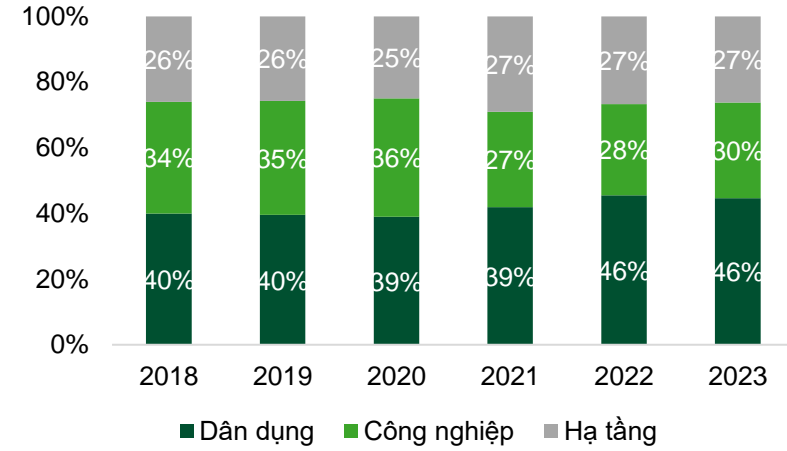
- Chu kỳ xây dựng ngắn, giúp đẩy nhanh tiến độ thu hồi vốn và nâng cao hiệu quả dòng tiền.
- Biên lợi nhuận cao hơn so với các dự án dân dụng có quy mô vừa và nhỏ.
- Nhu cầu xây dựng từ các nhà đầu tư nước ngoài duy trì xu hướng tăng tốt qua các năm.

Xu hướng phát triển dự án xanh đẩy cao tiêu chí lựa chọn nhà thầu

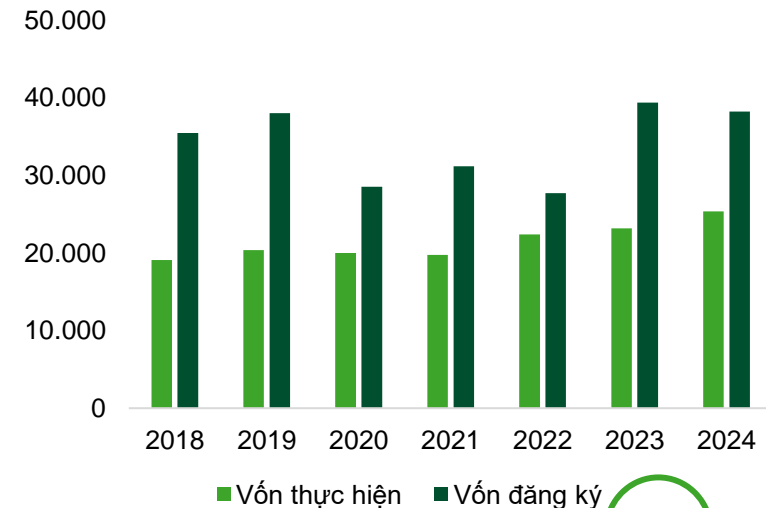
Yếu tố ESG ngày càng được chú trọng nhằm thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao nhằm: (1) Tạo lợi thế khi xuất khẩu vào các thị trường phương Tây (đặc biệt khối EU), (2) Phù hợp với cam kết "Net Zero" vào năm 2050 của Việt Nam.

→ Tiêu chí lựa chọn nhà thầu khắt khe hơn, đặc biệt khi yếu tố ESG lâu nay chưa được chú trọng bởi các nhà thầu Việt Nam. Tuy vậy, lợi thế thuộc về các doanh nghiệp có kinh nghiệm triển khai các dự án đạt chuẩn ESG.

Cơ cấu giá trị ngành xây dựng



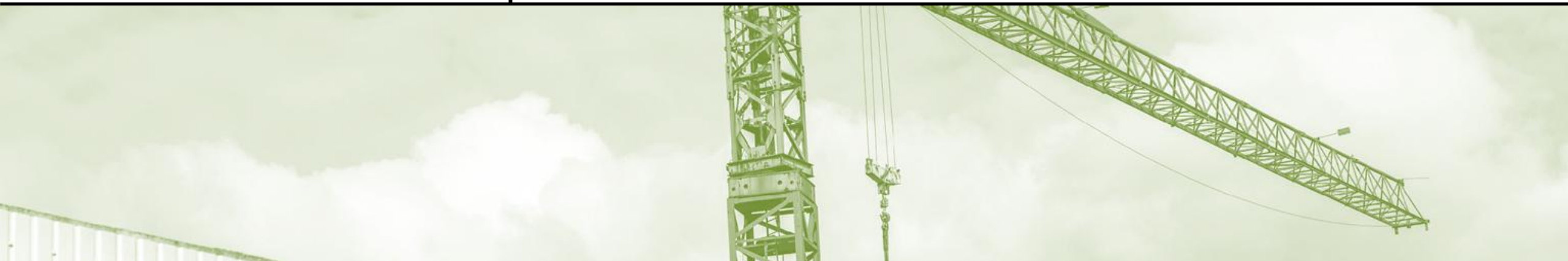
Vốn FDI tại Việt Nam 2018-2024





02

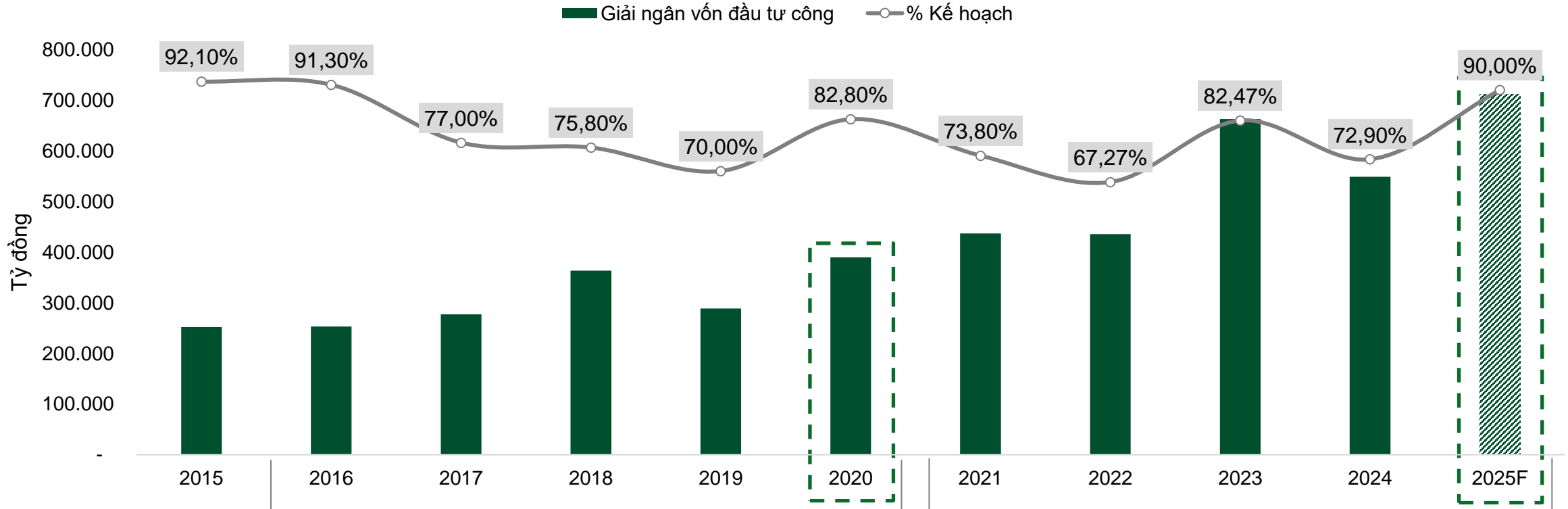
TRIỂN VỌNG NĂM 2025



VCBS cho rằng giá trị giải ngân đầu tư công trong năm 2025 sẽ ghi nhận mức tăng mạnh:

- Là năm cuối cùng trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021 – 2025 (thường ghi nhận mức giải ngân cao hơn đáng kể để hoàn thành các mục tiêu quan trọng).
- Nguồn vốn đầu tư công được xác định là động lực quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng trong năm 2025.
- Áp dụng các biện pháp giám sát chặt chẽ hơn về tiến độ đã được đề ra, trong đó có việc công khai kết quả giải ngân vốn đầu tư công hàng tháng trên Cổng Thông tin điện tử Chính phủ và nâng cao trách nhiệm giải trình của các cơ quan liên quan.

Giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2015 - 2025



Chuyển biến tích cực không chỉ tại khối lượng công việc...



Yếu tố then chốt đạt mục tiêu tăng trưởng GDP cao

Theo Nghị quyết số 192/2025/QH15, Quốc hội đã thông qua kế hoạch điều chỉnh **tăng vốn đầu tư công trong năm 2025 từ 6% GDP lên 7% GDP**. Tổng vốn đầu tư công năm 2025 được nâng lên 36 tỷ USD, tăng gần 40% so với năm 2024.

Trong bối cảnh tiêu dùng nội địa và đầu tư tư nhân chưa có sự bứt phá mạnh mẽ, đầu tư công đóng vai trò là **động lực chính cho tăng trưởng kinh tế**. Việc đẩy mạnh giải ngân không chỉ giúp kích thích tổng cầu mà còn hỗ trợ các ngành công nghiệp phụ trợ, tạo ra hiệu ứng lan tỏa đối với nền kinh tế.



Nâng cấp cơ sở hạ tầng là vấn đề cấp thiết để tăng năng lực cạnh tranh trong việc thu hút vốn đầu tư

Giai đoạn 2025-2030 là giai đoạn trọng điểm trong việc hoàn thành cơ sở hạ tầng thúc đẩy hệ thống logistic, đảm bảo kết nối chặt chẽ giữa khu vực sản xuất, thị trường tiêu thụ và các đầu mối xuất khẩu quốc tế thông qua các dự án lớn: đường sắt cao tốc Bắc – Nam, sân bay quốc tế Long Thành, cảng quốc tế Cần Giờ.

... mà còn tại hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp



Thúc đẩy trở lại hình thức hợp đồng BT

Chính phủ đang xem xét thay đổi toàn diện cách thức thực hiện hợp đồng BT thông qua việc tăng cường tính chặt chẽ trong xét duyệt mức đầu tư, cơ chế thanh toán và tổ chức đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư.

Hợp đồng BT có ưu thế hơn trong việc rút ngắn thời gian thanh toán của nhà nước đối với doanh nghiệp. Tuy nhiên, hợp đồng BT thường có chu kỳ vốn dài, **yêu cầu nguồn vốn tự có vững vàng từ doanh nghiệp**.

Vì vậy, chúng tôi đánh giá đây là cơ hội cho những doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy an toàn, khả năng huy động vốn linh hoạt và hồ sơ thi công các dự án hạ tầng nhà nước dày dặn.



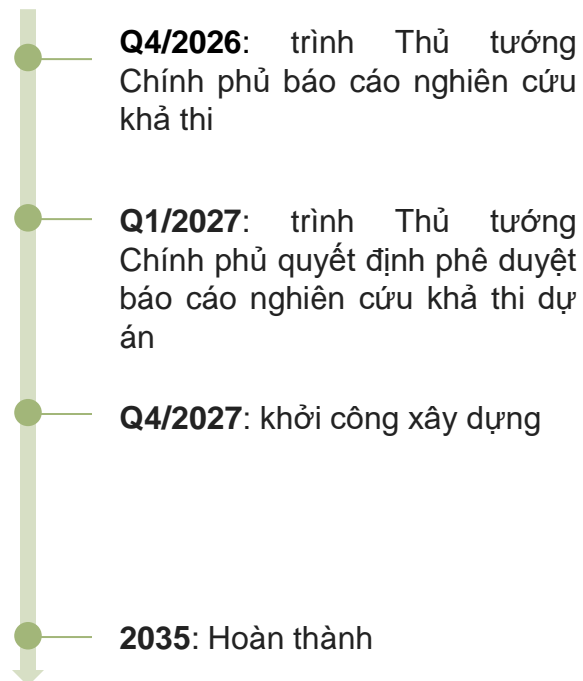
Gia tăng tỷ lệ tham gia vốn NSNN

Hiệu quả kinh doanh tại các dự án hạ tầng được kỳ vọng được thúc đẩy đáng kể với sự gia tăng mức đóng góp từ NSNN: (1) Nâng tỷ lệ vốn ngân sách tham gia vào các dự án PPP lên đến 50% giá trị đầu tư, thậm chí 70% với dự án đặc thù; (2) Hỗ trợ đền bù vốn trực tiếp với các dự án BOT vỡ phương án tài chính.



Tổng vốn đầu tư
67 tỷ USD

Chiều dài tuyến
1.541 km



Cấu trúc của dự án bao gồm 60% tuyến đường là kết cấu cầu, 30% nền đất và 10% hầm, kỳ vọng **đem lại nguồn việc lớn cho các doanh nghiệp xây dựng trong giai đoạn từ 2027-2035.**

Bộ Xây dựng hiện đang nghiên cứu dự thảo Luật Đường sắt sửa đổi, hướng tới việc hoàn thiện hành lang pháp lý nhằm thu hút các doanh nghiệp tham gia đầu tư vào dự án đường sắt. Các chính sách ưu đãi đang được xây dựng bao gồm:

- Miễn thuế nhập khẩu đối với vật tư, thiết bị máy móc chủ yếu dùng cho thi công.
- Hỗ trợ chi phí thuê đất đối với các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giao thông.
- Tăng cường cơ chế hợp tác công - tư (PPP) để thu hút khu vực tư nhân tham gia dự án.

Dựa trên tính chất đặc thù của gói thầu, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bao gồm:

- Có kinh nghiệm chuyên môn trong các mảng như hạ tầng nền móng.
- Các đơn vị đã tham gia vào các gói thầu hạ tầng trọng điểm trong cao tốc bắc nam, tích lũy được nguồn lực vững chắc về máy móc, thiết bị và đội ngũ nhân sự dày dặn kinh nghiệm.

VCBS kỳ vọng giai đoạn 2025-2026 sẽ là giai đoạn trọng điểm trong việc giải ngân vốn đầu tư dự án. Mặc dù Chính phủ đặt mục tiêu hoàn thành dự án vào cuối năm 2025, chúng tôi đánh giá việc hoàn thành dự án nhiều khả năng sẽ lùi lại vào năm 2026 do:

- Việc triển khai đồng loạt nhiều dự án quy mô lớn ở Đồng Nai và TP.HCM đang gây ra tình trạng khan hiếm nguyên vật liệu xây dựng.
- Mùa mưa kéo dài từ cuối tháng 5 đến hết tháng 10 gây ảnh hưởng đến tiến độ thi công.

Gói thầu	Giá trị	DN niêm yết trúng thầu	Thời gian hoàn thành dự kiến
3.4: San nền và thoát nước, Khảo sát, thiết kế bản vẽ thi công	4.412	VCG	
5.10: Xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình Nhà ga hành khách	35.234	Liên danh VIETUR: VCG, PHC, HAN, DHA, VLB	31/11/2026
7.8: Xây dựng, lắp đặt thiết bị công trình nhà ga hàng hóa số 1	4.120	Chưa có kết quả đấu thầu	31/8/2026
4.6: Xây dựng, lắp đặt thiết bị đường cất hạ cánh, đường lăn, sân đỗ tàu bay	8.136	VCG, C4G	31/07/2025
4.7: xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình sân đỗ tàu bay và các công trình khác	6.507	VCG, C4G	31/8/2026
4.8: xây dựng, lắp đặt thiết bị, lập thiết kế bản vẽ thi công công trình giao thông nội cảng và hạ tầng kỹ thuật	7.819		30/09/2026
6.12: xây dựng hệ thống giao thông kết nối tuyến số 1 và tuyến số 2	2.785	HHV. TTL	31/12/2025
11.5: xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình nhà để xe	3.144	FCN, CTD	31/8/2026

Tiến độ thực hiện giai đoạn 2 cho thấy sự cải thiện đáng kể so với giai đoạn 1. Tính đến hết tháng 12/2024, tổng sản lượng thi công các dự án đạt khoảng 58.721 tỷ đồng (tương đương 60,8% giá trị hợp đồng), hoàn thành giải phóng và bàn giao mặt bằng đáp ứng điều kiện thi công trên khoảng 720,94/721,25 km (đạt tỷ lệ 99,96%).

Với tiến độ như hiện tại, giai đoạn 2 dự kiến có thể hoàn thành và thông xe toàn tuyến vào cuối quý II/2025.

Dự án	Giá trị đầu tư	Nhà thầu	Sản lượng thi công (% giá trị gói thầu)	Đánh giá
Bãi Vọt - Hàm Nghi	7.643	VCG	87%	Đúng tiến độ
Hàm Nghi - Vũng Áng	9.734		75%	Đúng tiến độ
Vũng Áng - Bùng	12.547	LCG, VCG	83%	Đúng tiến độ
Bùng - Vạn Ninh	9.361	C4G	72%	Đúng tiến độ
Vạn Ninh - Cam Lộ	9.919		70%	Chậm tiến độ do GPMB
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20.469	HHV	55%	Vượt tiến độ 8 tháng
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12.401		63%	Đúng tiến độ
Quy Nhơn - Chí Thạnh	14.802	RCC, CC1, SDT, TTL	63%	Đúng tiến độ
Chí Thạnh - Vân Phong	10.773	VCG, LCG	65%	Đúng tiến độ
Vân Phong - Nha Trang	11.808	VCG, LCG	82%	Nhanh hơn tiến độ
Cần Thơ - Hậu Giang	10.370	G36, CC1	64%	Chậm tiến độ do thiếu cát
Hậu Giang - Cà Mau	17.152	C4G	53%	Chậm tiến độ do thiếu cát

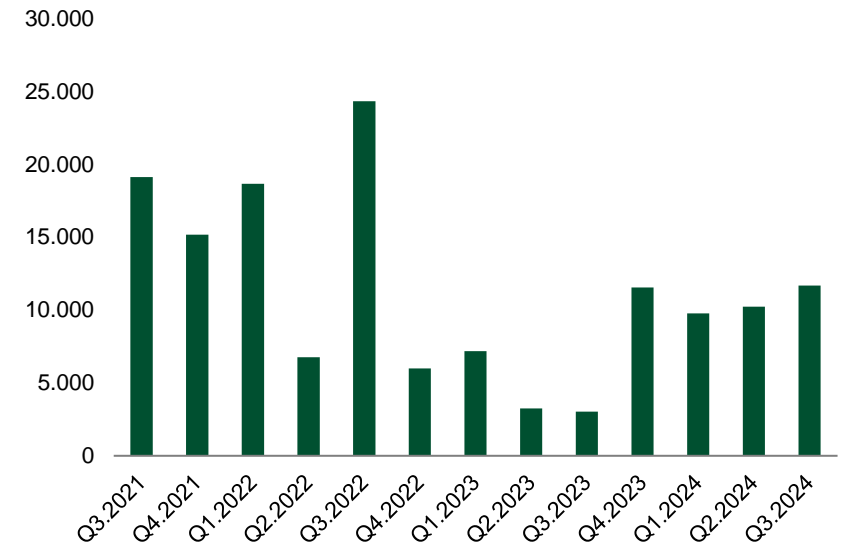
VCBS đánh giá thị trường xây dựng dân dụng được hỗ trợ tích cực khi thị trường bất động sản đã qua giai đoạn khó khăn nhất và dần bước vào chu kỳ mới:

- **Khung pháp lý hoàn thiện:** quy định pháp lý được hoàn thiện và đã áp dụng vào thực tiễn trong một thời gian nhất định, và sẽ dần thể hiện hiệu quả rõ ràng hơn từ năm 2025. Điều này giúp cải thiện tốc độ cấp phép dự án, giảm bớt những vướng mắc hành chính và góp phần thúc đẩy niềm tin vào thị trường bất động sản.
- **Năng lực tài chính của doanh nghiệp phát triển bất động sản được cải thiện:** Sau giai đoạn tái cấu trúc, nhiều doanh nghiệp đã cải thiện đáng kể tình hình tài chính, thu được dòng tiền ổn định từ các dự án mở bán mới. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất hợp lý và tình trạng pháp lý của dự án dần hoàn thiện giúp duy trì khả năng tiếp cận tín dụng, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tiếp tục đầu tư phát triển.
- **Tâm lý người mua nhà tích cực hơn:** Trong bối cảnh nhu cầu an cư cao, người mua nhà đã dần thích nghi và chấp nhận mặt bằng giá hiện tại.

Tuy nhiên, việc áp dụng bảng giá đất mới và đơn giá tiền sử dụng đất tăng mạnh sẽ gia tăng đáng kể chi phí vốn đối với chủ đầu tư BĐS. Ngoài ra, yêu cầu khắt khe về tình trạng pháp lý dự án và chỉ số tài chính khi huy động vốn từ tín dụng sẽ tạo ra rào cản đối với nhiều doanh nghiệp chưa có nền tảng tài chính vững chắc.

Do đó, mặc dù nguồn cung NOTM có dấu hiệu phục hồi, **sự gia tăng sẽ không diễn ra một cách ồ ạt**. Thị trường chủ yếu chứng kiến sự dẫn dắt của các doanh nghiệp bất động sản sở hữu quỹ đất đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính hoặc có dòng tiền ổn định. Điều này đồng nghĩa với việc **mức độ cạnh tranh cao giữa các nhà thầu xây dựng dân dụng sẽ tiếp tục được duy trì**, đòi hỏi các doanh nghiệp phải có chiến lược phát triển bền vững để thích nghi với bối cảnh mới.

Số căn NOTM được cấp phép mới (đv: căn)



Nhu cầu an cư còn rất lớn

Việt Nam đã tăng trưởng vượt trội trong thập kỷ qua và đặt mục tiêu trở thành quốc gia thu nhập cao vào năm 2045, thúc đẩy đô thị hóa và nhu cầu nhà ở, đặc biệt tại các đô thị trung tâm. **Từ năm 2025, thị trường BĐS dự báo sẽ được thúc đẩy mạnh nhờ yếu tố nhân khẩu học**, khi thế hệ sinh quanh năm 1990 – nhóm dân số bùng nổ mạnh nhất và chiếm tỷ trọng lớn trong tầng lớp trung lưu – bước vào giai đoạn tăng tốc mua nhà.

Chương trình phát triển nhà ở xã hội (NOXH) đến năm 2030

Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu xây dựng 1 triệu căn nhà ở xã hội (NOXH) vào năm 2030 để đáp ứng nhu cầu cấp thiết của người lao động thu nhập thấp. Dù tiến độ chưa đạt kỳ vọng, NOXH vẫn có tiềm năng phát triển ổn định do mất cân đối cung – cầu trong phân khúc nhà ở giá rẻ. Đặc biệt, với **các doanh nghiệp xây dựng nhỏ, tham gia dự án NOXH giúp duy trì bộ máy hoạt động trong bối cảnh cạnh tranh**.

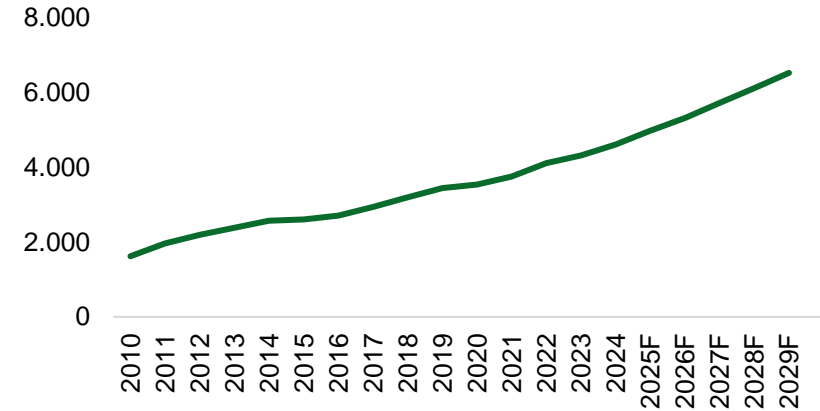
Thị trường bất động sản nghỉ dưỡng kỳ vọng phục hồi trong các năm tới

- Theo Quyết định 147/QĐ-TTg, du lịch được xác định là ngành kinh tế mũi nhọn, tạo động lực để các doanh nghiệp bất động sản đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án, gia tăng nguồn cung.
- Nghị định 10/2023/NĐ-CP đã tháo gỡ vướng mắc trong việc cấp sổ hồng cho condotel, officitel.
- Quy mô xây dựng và chất lượng các dự án bất động sản nghỉ dưỡng gia tăng theo sự phát triển của ngành du lịch.

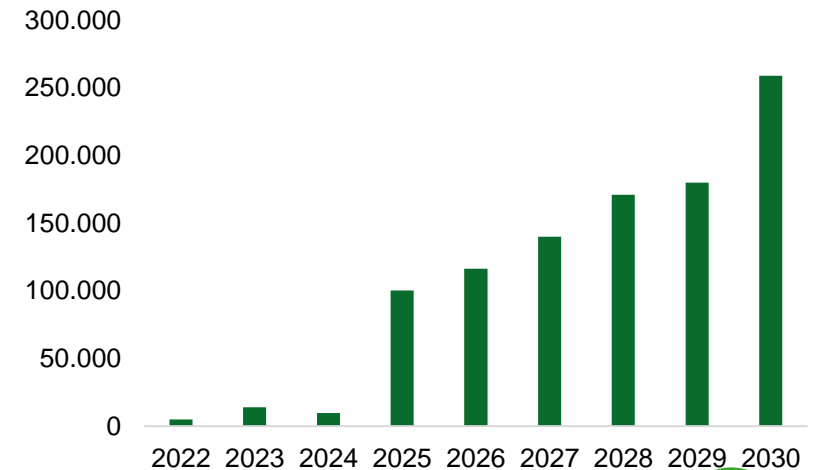
Trong bối cảnh thị trường bất động sản mới bước giai đoạn hồi phục đầu tiên, và lượng tồn kho trong phân khúc nghỉ dưỡng vẫn đang ở mức cao, chúng tôi đánh giá sẽ cần thêm một khoảng thời gian để phân khúc này quay trở lại mạnh mẽ.

→ Trong dài hạn, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về nguồn việc của ngành xây dựng dân dụng. Để củng cố vị thế trong ngành, các doanh nghiệp **cần tập trung vào khả năng tối ưu hóa chi phí, nâng cao hiệu quả thực hiện trên từng gói thầu và cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp**.

Thu nhập bình quân đầu người Việt Nam 2010-2029



Kế hoạch xây dựng nhà ở xã hội giai đoạn 2025 - 2030



Thị trường bất động sản khu công nghiệp ghi nhận sự gia nhập của nhiều doanh nghiệp mới như DIC Holdings, Phát Đạt, Khang Điền, Hà Đô Group... Tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ của phân khúc BĐS KCN trong thời gian tới kỳ vọng được duy trì nhờ:

Duy trì nhiều lợi thế thu hút vốn đầu tư nước ngoài

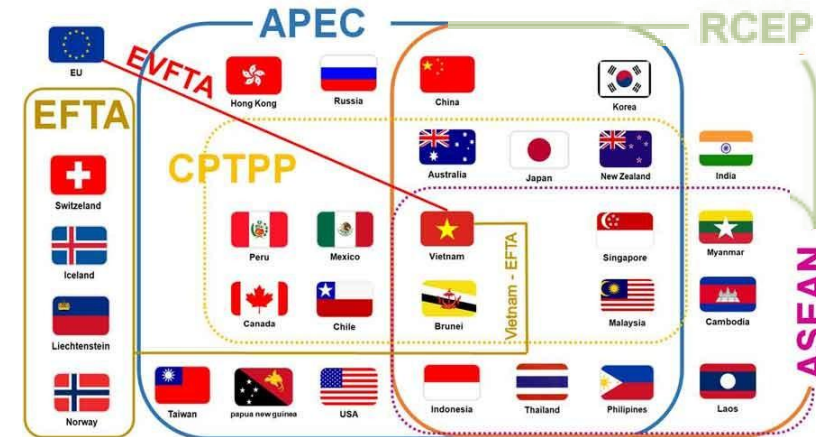
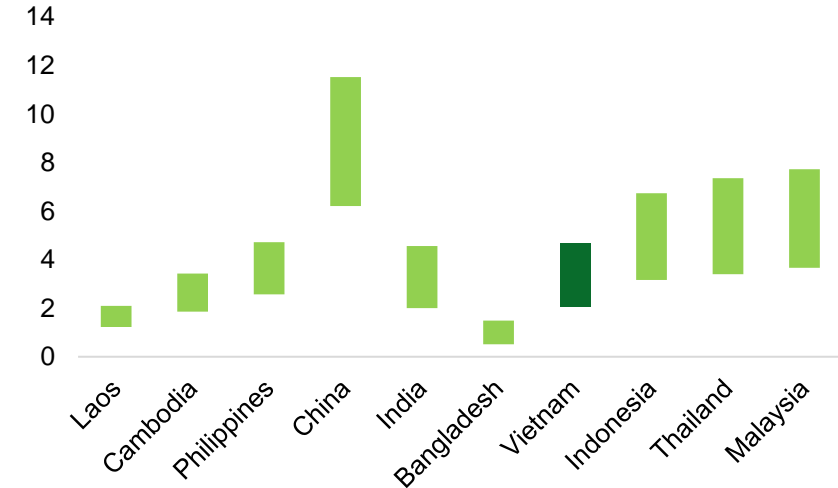
- **Vị trí địa lý chiến lược** gần Trung Quốc, tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình dịch chuyển chuỗi cung ứng, trong bối cảnh Trung Quốc đang dần mất lợi thế cạnh tranh do những căng thẳng thương mại kéo dài với Hoa Kỳ.
- **Chi phí lao động chưa quá cao** so với những ưu thế về địa chính trị và địa lý.
- **Mạng lưới hiệp định thương mại tự do (FTAs) rộng lớn**, có khả năng kết nối hiệu quả với nhiều thị trường xuất nhập khẩu, trở thành lựa chọn ưu tiên cho các doanh nghiệp nước ngoài.

Việc phát triển nguồn cung đất khu công nghiệp đang được tạo điều kiện thuận lợi

- Quyết định số 227/QĐ-TTg về **điều chỉnh chỉ tiêu sử dụng đất tại 63 tỉnh/thành phố đến năm 2025** đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc phê duyệt các dự án khu công nghiệp mới. Đồng thời, quy hoạch sử dụng đất giai đoạn 2021-2030 của nhiều địa phương cũng được hoàn thiện, đảm bảo tính đồng bộ với quy hoạch chung của quốc gia.
- Theo Nghị quyết 39/2021/QH15, Chính phủ đã **xác định quỹ đất dành cho phát triển công nghiệp lên tới 210.000 ha**. Các khu vực trọng điểm bao gồm: Đồng bằng sông Hồng, TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Đồng bằng sông Cửu Long.

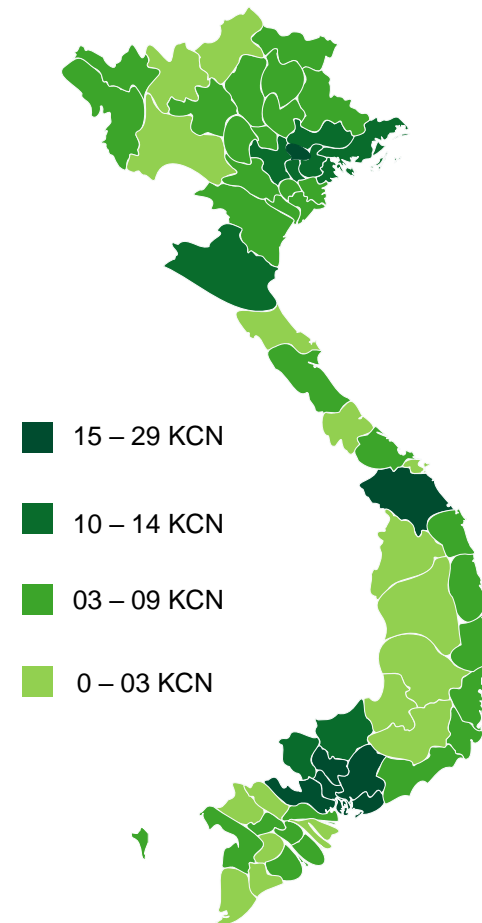
→ Trong giai đoạn 2025-2030, xu hướng phát triển khu công nghiệp xanh sẽ được đẩy mạnh, đi kèm với các yêu cầu xây dựng ngày càng nghiêm ngặt. Điều này mở ra **cơ hội đáng kể cho các doanh nghiệp xây dựng có kinh nghiệm triển khai các công trình đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế như LEED và EDGE.**

Giá thuê nhân công các quốc gia năm 2024 (USD/giờ)



Tỉnh	Số lượng KCN quy hoạch phát triển mới giai đoạn 2021-2030	Tổng diện tích (ha)
Quảng Ninh	16	11.974,64
Hải Phòng	20	7.034,12
Quảng Nam	15	6.557,03
Hưng Yên	13	4.788,10
Bình Định	8	4.344,77
Bắc Giang	20	3.789,00
Thanh Hóa	11	2.853,49
Đồng Nai	10	2.840,40
Thừa Thiên Huế	3	2.640,00
TP. Hồ Chí Minh	10	2.465,00
Hòa Bình	8	2.139,00
Bình Thuận	4	1.954,57
Hà Nam	6	1.915,00
Đồng Tháp	3	1.800,00
Hậu Giang	7	1.741,00
Vĩnh Phúc	12	1.652,34
Thái Nguyên	4	1.599,00
Hà Nội	5	1.517,00
Lào Cai	4	1.207,00
Đà Nẵng	4	1.151,97
Yên Bái	4	1.025,00
Phú Yên	5	1.019,00
Bến Tre	4	853,20
Nam Định	7	836,80
Ninh Thuận	1	827,20
Gia Lai	4	651,00
Thái Bình	2	630,37
Cao Bằng	3	450,00
Cà Mau	1	343,00
Kon Tum	1	218,24
Tuyên Quang	6	150,00
Tổng cộng	221	72.967,24

Mật độ khu công nghiệp đang hoạt động tại Việt Nam





03

CỔ PHIẾU ĐÁNG CHÚ Ý

VCG: MUA (+ 17,0%)
HHV: MUA (+ 25,8%)

DPG: MUA (+ 19,7%)
CTD: TRUNG LẬP (+ 7,2%)

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	24.689
Tiềm năng tăng giá	17,0%

DIỄN BIẾN GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (24/03/2025)	21.100 VND
Biến động 1 năm (VND)	16.400 – 23.102
KLGD bình quân 52T	4.888.934
Vốn hóa (Tỷ đồng)	12.630
P/E	12,37
P/B	1,14
%NN sở hữu	6,28%

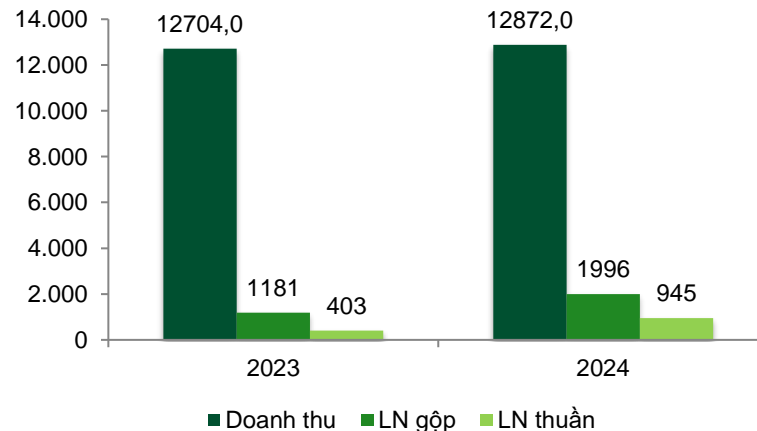
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

📌 **Hoạt động kinh doanh:** VCG là một trong những doanh nghiệp lâu đời và có quy mô lớn trong lĩnh vực xây lắp và cung cấp vật liệu xây dựng. Ngoài ra, VCG sở hữu danh mục hạ tầng các nhà máy điện, nước và cho thuê văn phòng, sàn thương mại. Sau khi hoàn tất thoái vốn nhà nước, VCG tích cực đẩy mạnh phát triển mảng đầu tư bất động sản với dự án trọng điểm Cát Bà Amatia (Hải Phòng) và sắp tới là KCN Đông Anh.

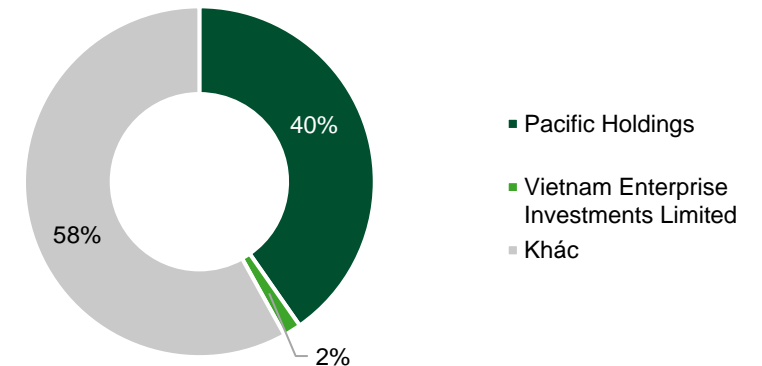
📌 KQKD 2024:

- **Doanh thu thuần đạt 12.874 tỷ đồng (1,32% yoy)**, hoàn thành % kế hoạch doanh thu. Doanh thu năm 2024 được đóng góp chủ yếu bởi mảng xây dựng nhờ việc VCG trúng thầu nhiều dự án hạ tầng đầu tư công lớn, đem về khối lượng backlog cao (ước tính khoảng 28 nghìn tỷ trong giai đoạn năm 2025-2027).
- **Lợi nhuận thuần đạt 945 tỷ đồng (134,49% yoy)**. Biên lợi nhuận thuần đạt 7%, tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái (3%) nhờ chi phí lãi vay giảm đáng kể (-48% yoy).

KQKD hợp nhất của VCG (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của VCG



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

▼ **Mảng xây dựng: Đẩy mạnh đầu tư công hỗ trợ tích cực cho khối lượng backlog**

Trong tương lai, VCBS đánh giá tiềm năng tăng trưởng khối lượng backlog của VCG là rất lớn, xét đến: (1) VCG sở hữu tỷ lệ trúng thầu các gói thầu hạ tầng giao thông của Chính phủ vượt trội, (2) Phát triển cơ sở hạ tầng là một trong những mục tiêu trọng yếu của Chính phủ trong giai đoạn 2025-2030, (3) VCG đã thành lập Trung tâm đào tạo VINACONEX nhằm chuẩn bị sẵn sàng nguồn nhân lực đạt tiêu chuẩn phục vụ cho dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam.

▼ **Mảng Bất động sản: kỳ vọng chuyển biến mới tại Cát Bà Amatina**

Thị trường BĐS Cát Bà gần đây ghi nhận những tín hiệu sôi động hơn sau khi Sun Group ra mắt dự án Thành phố Vịnh trung tâm Xanh Island. Theo đó, VCBS kỳ vọng VCG sẽ tái khởi động dự án Cát Bà Amatina bằng cách mở bán lô lớn trong năm 2025. Mặt bằng giá bán kỳ vọng được hỗ trợ tích cực nhờ động lực từ dự án Sun Cát Bà với mức giá bán tương đối cao, khoảng 100 triệu đồng/m².

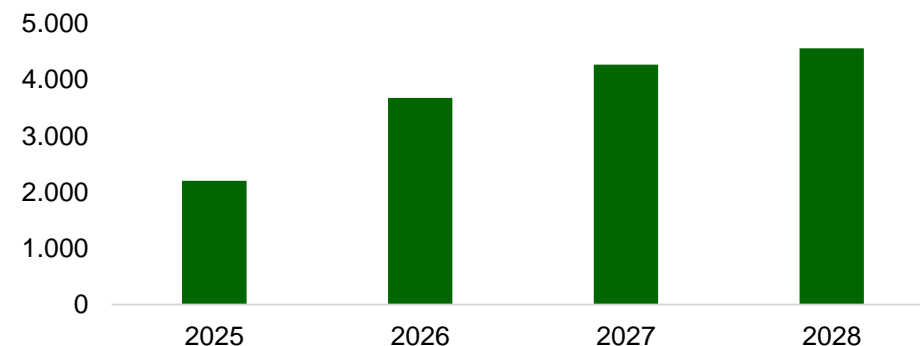
Sau khi đưa vào kinh doanh, dự án Cát Bà Amatina dự kiến sẽ đem về 14.000 tỷ đồng doanh số bán hàng cho VCG trong giai đoạn 2025 – 2028.

▼ **Triển vọng dài hạn từ BĐS khu công nghiệp**

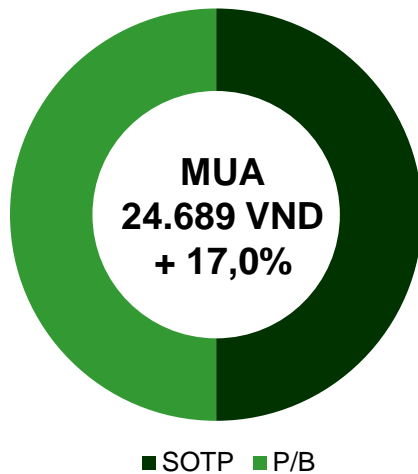
CCN Sơn Đông đã được khởi công xây dựng vào tháng 10/2024. Việc 100% diện tích cho thuê đã được đặt trước tại CCN Sơn Đông cho thấy tỷ lệ hấp thụ tốt tại khu vực Hà Nội. Chúng tôi kỳ vọng CCN Sơn Đông và KCN Đông Anh sẽ đem lại dòng tiền tích cực cho doanh nghiệp khi được đưa vào kinh doanh vào cuối năm 2025 và đầu năm 2026.

Dự án	Tổng VNĐ	Ngày hoàn thành dự kiến
Gói 5.10: Sân bay Long Thành	3.924	11/2026
11 XL: Cao tốc Bắc-Nam GD 2: Bãi Vọt Hàm Nghi	3.035	10/2025
09/TP2-XL: Vành đai 4 Hà Nội	1.818	06/2026
XL01: Đường cao tốc Bắc-Nam GD2: Đoạn Vũng Áng - Bùng	1.439	12/2025
Gói 4.6: Sân bay Long Thành	1.415	08/2025
Gói 3.4: Sân bay Long Thành	1.235	03/2025
10,11,12: Đường cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng giai đoạn 1	1.104	11/2027

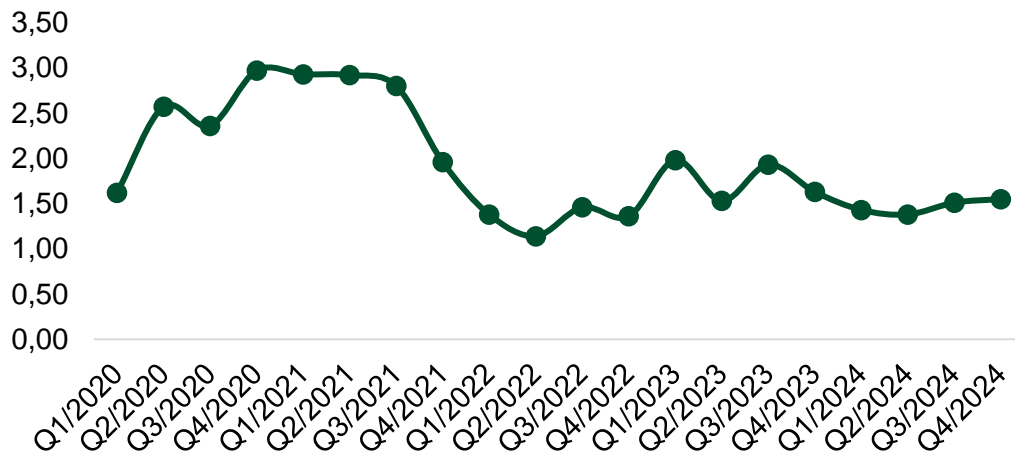
Doanh số bán hàng dự kiến của dự án Cát Bà Amatina



ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu	12.872	14.468	15.596
+/- yoy (%)	1,32%^	+7,79%	+7,80%
Lợi nhuận thuần	945	1.045	1.235
+/- yoy (%)	134,49%	10,58%	18,18%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.579	1.735	2.311

Một số giả định trong dự báo

- Biên LN góp mãng xây lắp hồi phục dần về mức trung bình trong giai đoạn 2025 – 2026.

Một số rủi ro

- Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến.
- Thị trường bất động sản nghỉ dưỡng ảm đạm gây trì hoãn dòng tiền từ dự án Cát Bà Amatina.

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	15.537
Tiềm năng tăng giá	25,8%

DIỄN BIẾN GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (24/03/2025)	12.350 VND
Biến động 1 năm	10.000 – 14.934
KLGD bình quân 52T	5.290.843
Vốn hóa (Tỷ đồng)	5.338
P/E	16,94
P/B	0,78
%NN sở hữu	7,08%

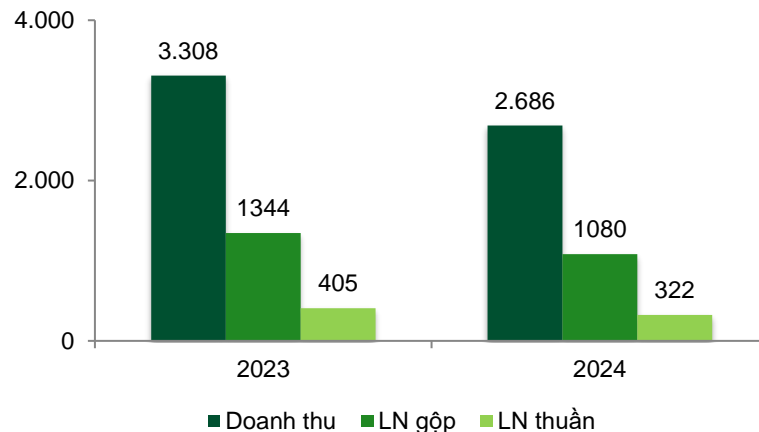
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

📌 **Hoạt động kinh doanh:** HHV là thành viên quan trọng thuộc hệ thống Tập đoàn Đèo Cả - một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư thi công các dự án hạ tầng giao thông. Hiện tại, HHV hoạt động trên một số lĩnh vực chính: (1) Đầu tư, khai thác dự án BOT, (2) Duy tu, bảo dưỡng và quản lý vận hành hạ tầng giao thông, (3) Xây lắp công trình giao thông.

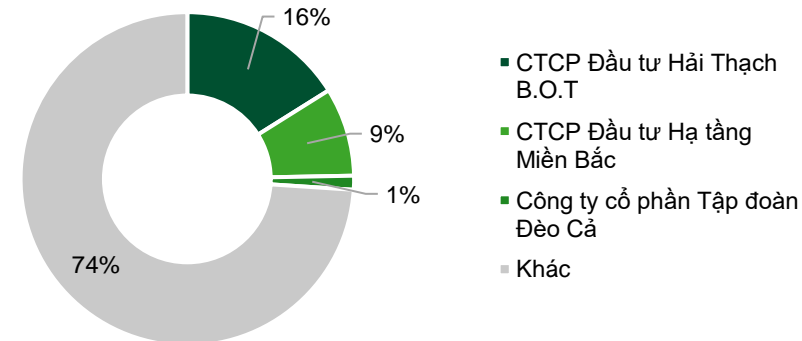
📌 KQKD 2024:

- **Doanh thu thuần đạt 3.308 tỷ đồng (+23% yoy), hoàn thành 105% kế hoạch năm.** Mức tăng trưởng tích cực đến từ hoạt động thu phí BOT do lưu lượng xe cải thiện và mảng xây lắp từ dự án như cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn và đường ven biển nối cảng Liên Chiểu.
- **Lợi nhuận sau thuế đạt 473 tỷ đồng (+30% yoy), hoàn thành 117% kế hoạch năm.** Biên lợi nhuận đạt 14,3%, tăng nhẹ so với cùng kỳ (13,5%).

KQKD hợp nhất của HHV (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của HHV



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

♥ Hưởng lợi từ xu hướng tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm 2025

VCBS đánh giá quy mô vốn giải ngân đầu tư công và việc triển khai các dự án hạ tầng sẽ đặc biệt được đẩy mạnh trong năm 2025 để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng trong bối cảnh: (1) Hỗ trợ bằng chính sách tiền tệ không còn nhiều dư địa, (2) Cầu tiêu dùng nội địa vẫn hạn chế.

Ngoài ra, các dự án cao tốc do Đèo Cả là chủ đầu tư PPP hoặc tổng thầu thi công sẽ **tiếp tục đóng góp nguồn việc quan trọng** cho HHV trong thời gian tới.

♥ Cải thiện hiệu quả kinh doanh tại các dự án BOT

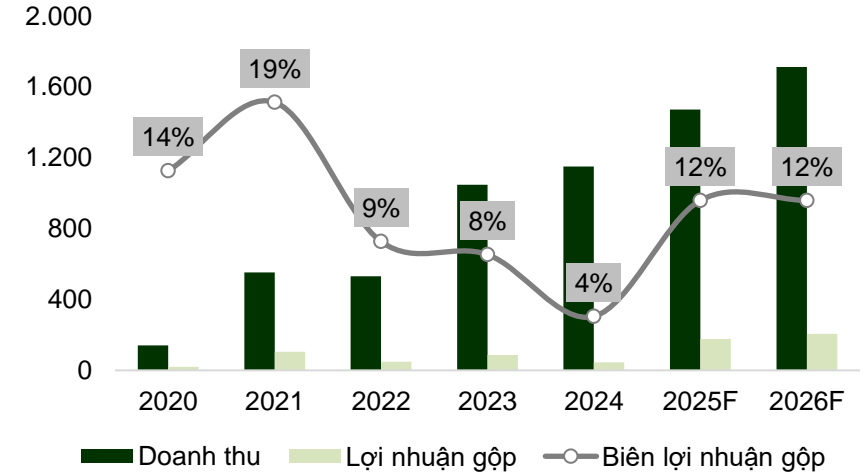
Trong giai đoạn 2025 - 2027, VCBS dự báo lưu lượng xe qua hệ thống trạm thu phí của HHV sẽ **ghi nhận mức tăng trưởng trung bình 8 – 10%/ năm** nhờ hệ thống hạ tầng giao thông hoàn thiện.

Ngoài ra, hiệu quả tài chính tại các dự án BOT của HHV sẽ được cải thiện đáng kể thông qua các khoản hỗ trợ từ ngân sách nhà nước (NSNN) bao gồm: (1) Khoản 2.280 tỷ đồng hỗ trợ cho việc sụt giảm doanh thu tại trạm Bắc Hải Vân, (2) Khoản 4.600 tỷ đồng hỗ trợ cho việc sụt giảm doanh thu từ dự án Bắc Giang – Lạng Sơn do chưa thông tuyến đến cửa khẩu Hữu Nghị.

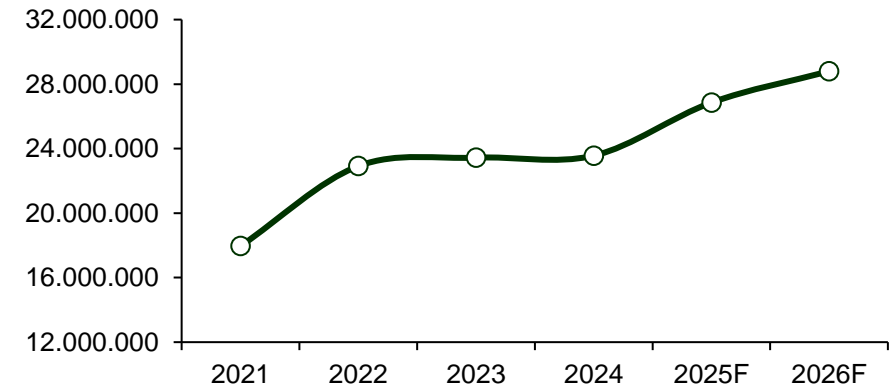
♥ Gia tăng tỷ lệ lợi ích tại các dự án PPP mới

So với các dự án Chuối hầm Đèo Cả và CT Bắc Giang – Lạng Sơn, hiệu quả đầu tư và tính khả thi của việc đảm bảo phương án tài chính (PATC) sẽ được nâng lên đáng kể tại các dự án PPP mới do: (1) Gia tăng tỷ lệ vốn ngân sách tham gia vào các dự án PPP (lên đến 50% giá trị đầu tư, thậm chí 70% với dự án đặc thù như tuyến cao tốc Đồng Đăng – Trà Lĩnh), (2) áp lực chi phí tài chính giảm bớt nhờ việc linh hoạt hơn trong việc huy động vốn tham gia các dự án mới.

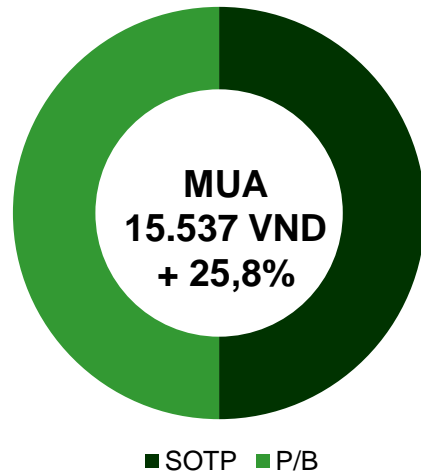
KQKD mảng xây lắp của HHV (đv: tỷ đồng)



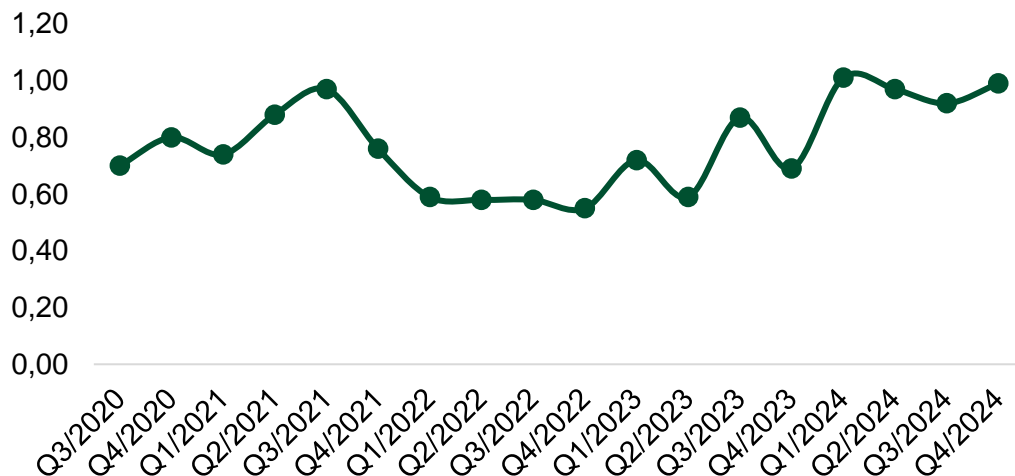
Lưu lượng xe qua các trạm thu phí của HHV (đv: lượt xe)



ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.686	3.149	3.536
+/- yoy (%)	28,21%	17,25%	12,29%
Lợi nhuận thuần	322	424	466
+/- yoy (%)	21,99%	31,67%	9,95%
EPS (VND/cổ phiếu)	978	982	1.079

Giả định trong dự báo

Biên lợi nhuận hồi phục về mức trung bình năm 2021-2023 nhờ (1) gia tăng tỷ trọng đóng góp từ mảng vận hành trạm thu phí và (2) hoàn thành dự án biên lợi nhuận thấp (Quảng Ngãi – Hoài Nhơn).

Một số rủi ro

Tiến độ thi công chậm hơn dự kiến do ảnh hưởng của thời tiết mưa nhiều.

Việc giải ngân vốn ngân sách nhà nước hỗ trợ cho dự án BOT Bắc Giang – Lạng Sơn và trạm Bắc Hải Vân chậm hơn dự kiến.

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **60.921 VND**
Tiềm năng tăng giá 19,7%

DIỄN BIẾN GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (24/03/2025)	50.900 VND
Biến động 1 năm	41.774 – 62.000
KLGD bình quân 52T	876.634
Vốn hóa (Tỷ đồng)	3.121
P/E	13,88
P/B	1,18
%NN sở hữu	6,46%

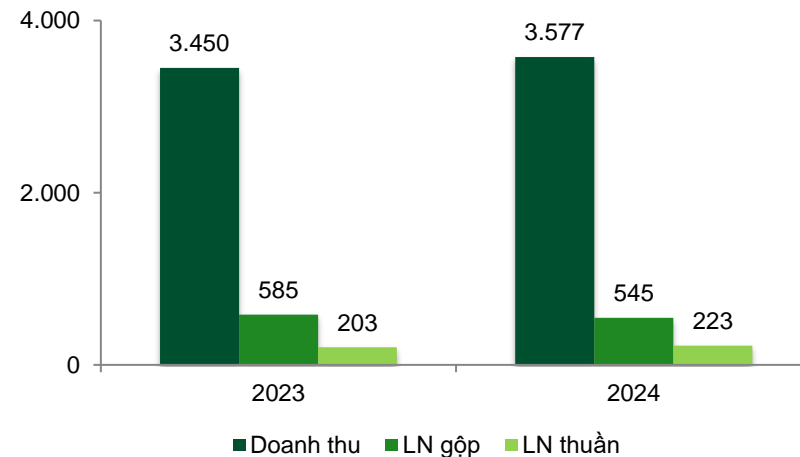
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

▼ **Hoạt động kinh doanh:** DPG là một doanh nghiệp có danh tiếng trong lĩnh vực xây lắp các công trình giao thông và thủy điện, với địa bàn kinh doanh chủ yếu ở Miền Trung. Trong các năm vừa qua, DPG đã dần mở rộng lĩnh vực kinh doanh và hiện đã trở thành một doanh nghiệp lớn trong khu vực, hoạt động trên 3 lĩnh vực chính: (1) Phát triển BĐS với thương hiệu Casamia, (2) Đầu tư, vận hành nhà máy thủy điện, (3) Xây lắp.

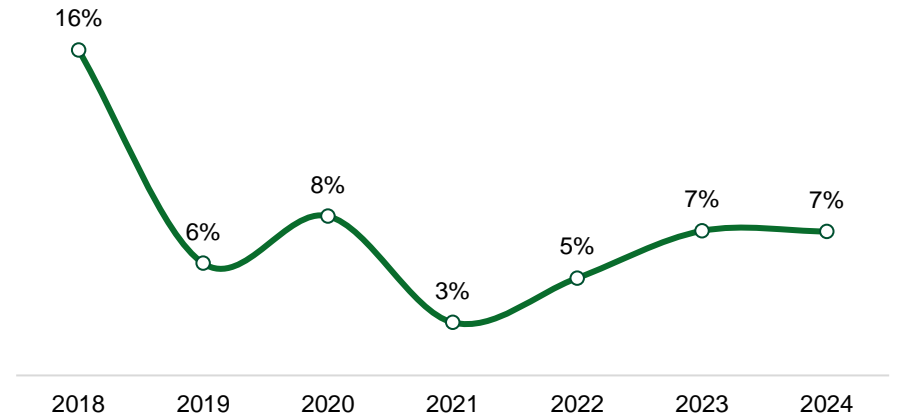
▼ KQKD 2024:

- **Doanh thu thuần đạt 3.577 tỷ đồng (+3,7% yoy), hoàn thành 78% kế hoạch năm.** Mức tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ mảng xây lắp với doanh thu đạt 3.035 tỷ đồng (+5% yoy).
- **Lợi nhuận sau thuế đạt 223 tỷ đồng (+10% yoy), hoàn thành 90% kế hoạch năm.** Biên lợi nhuận đạt 6,2%, tăng nhẹ so với cùng kỳ (5,9%) nhờ tiết giảm đáng kể chi phí lãi vay, đạt 113 tỷ đồng (-37% yoy).

KQKD hợp nhất của DPG (đv: Tỷ đồng)



Biên lợi nhuận mảng xây lắp DPG 2018-2024



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

▼ **Năm 2025 - Điểm rơi doanh thu mảng xây lắp**

- Doanh thu mảng xây lắp của DPG sẽ ghi nhận mức tăng mạnh trong năm 2025 do đây là giai đoạn nghiệm thu của phần lớn các gói thầu năm 2023 – 2024 (giai đoạn bùng nổ giá trị backlog kí mới của doanh nghiệp).
- Việc tập trung vào các công trình đặc thù (cầu đường, cầu máng) kỳ vọng giúp DPG duy trì được nguồn việc trong tương lai nhờ: (1) Hạn chế áp lực cạnh tranh về giá bỏ thầu, (2) Tương đối dễ dàng hơn trong hoạt động quyết toán chi phí do phần lớn vật liệu (thép, xi măng) có tính chuẩn hóa cao.

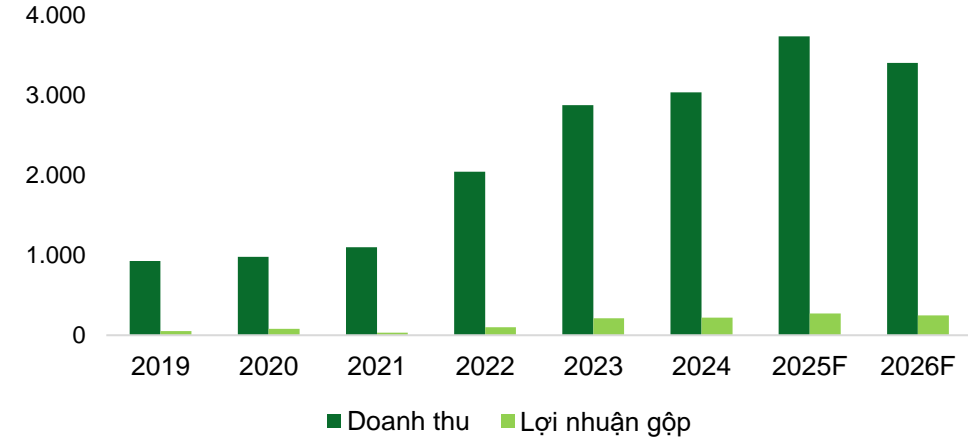
▼ **Kỳ vọng những chuyển biến mới về tiến độ pháp lý tại Casamia Balanca**

Ngày 24/12/2024, chủ trương đầu tư điều chỉnh lần thứ 5 của dự án được phê duyệt, và được bàn giao đất vào ngày 31/12/2024. Dự án đã hoàn thành một phần đáng kể mặt bằng và hạ tầng kĩ thuật, hoàn thiện xây thô một số lô LK đầu tiên, việc hoàn thiện bàn giao và ghi nhận doanh thu có thể được diễn ra khá nhanh sau khi dự án đủ điều kiện mở bán. Kỳ vọng dự án sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính cho doanh nghiệp giai đoạn năm 2026-2027 với dòng tiền ước tính đạt khoảng 4.200 tỷ đồng.

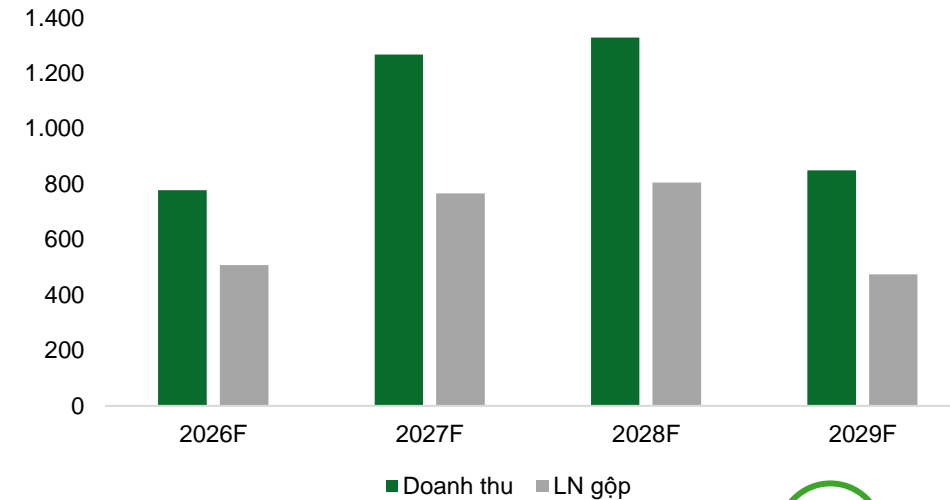
▼ **Mảng thủy điện: phục hồi từ mức nền thấp năm 2024**

Dự báo hiện tượng thời tiết La Nina sẽ kéo dài hết Q2/2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng huy động thủy điện sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực so với năm 2024 (với pha El Nino chiếm chủ đạo).

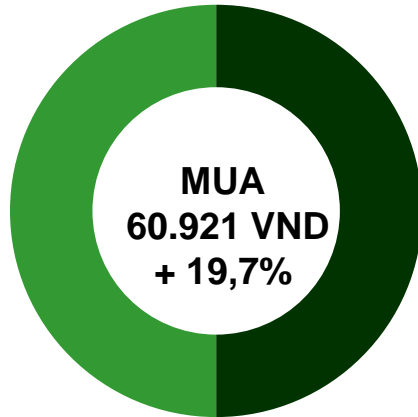
KQKD mảng xây dựng DPG 2019-2026F



KQKD dự án Casamia Balanca

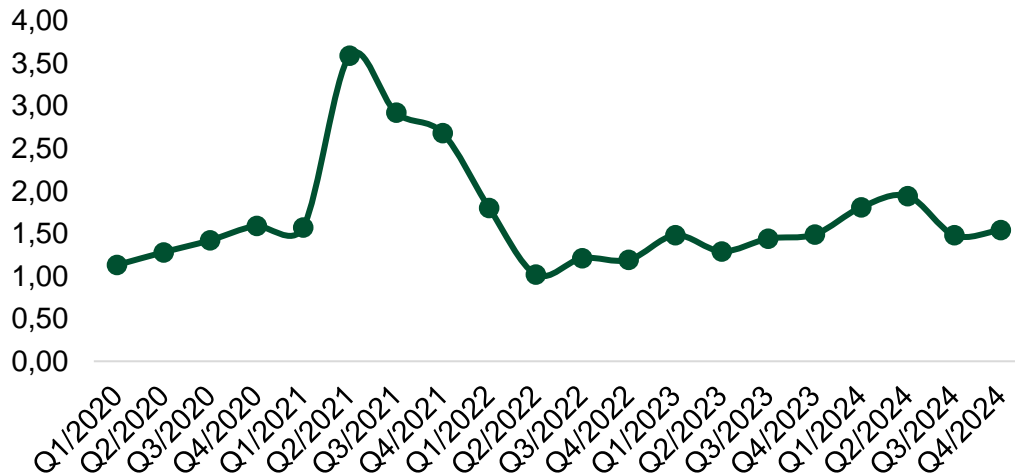


ĐỊNH GIÁ



■ SOTP ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2025F
Doanh thu	3.577	4.309	4.816
+/- yoy (%)	4%	20%	12%
Lợi nhuận thuần	223	242	580
+/- yoy (%)	10%	8%	126%
EPS (VND/cổ phiếu)	3.545	4.060	8.187

Một số giả định trong dự báo

- KĐT Casamia Balanca bắt đầu bán hàng và dần thực hiện bàn giao trong năm 2026.
- Chưa đưa các dự án BĐS mới trúng thầu (KĐT Nam Phú Hải, CCN Điền Lộc) vào mô hình định giá.

Một số rủi ro

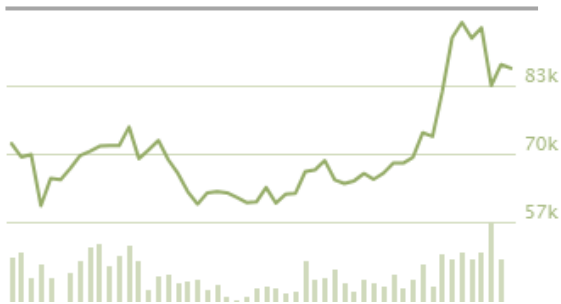
- Chậm tiến độ hoàn thành điều kiện pháp lý và đưa vào kinh doanh dự án Casamia Balanca.
- Việc lựa chọn chủ đầu tư cho dự án KĐT Bình Dương (Nam Hội An) tiếp tục đình trệ kéo dài, khiến DPG chậm được hoàn trả khoản chi phí đã giải ngân phục vụ GPMB trước đó (ước khoảng 250 tỷ đồng).
- Việc đầu tư nhà máy kính siêu trắng làm thâm hụt dòng tiền trong giai đoạn đầu phát triển.

KHUYẾN NGHỊ

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	92.422 VND
Tiềm năng tăng giá	7,2%

DIỄN BIẾN GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (24/03/2025)	86.200 VND
Biến động 1 năm	58.126 – 96.000
KLGD bình quân 52T	1.055.847
Vốn hóa (Tỷ đồng)	8.623
P/E	23,96
P/B	1,04
%NN sở hữu	49%

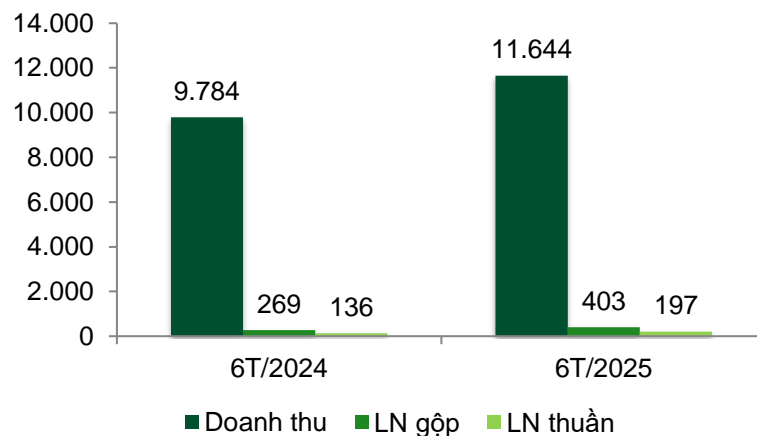
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

📌 **Hoạt động kinh doanh:** CTD hoạt động trong lĩnh vực thi công, xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp và cơ sở hạ tầng. CTD đã khẳng định vị thế vững vàng khi tham gia những dự án lớn, phức tạp và đạt được hiệu quả cao như: Landmark 81, nhà máy Vinfast, nhà máy Hòa Phát - Dung Quất.

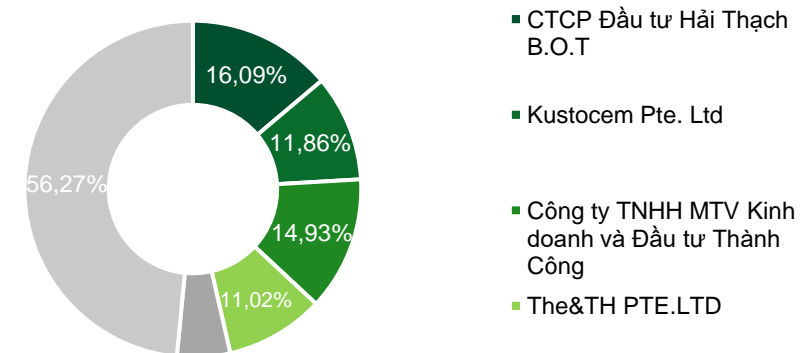
📌 **KQKD năm tài chính 6T/2025:**

- **Doanh thu thuần đạt 11.644 tỷ đồng (+19,01% yoy).** Kết quả kinh doanh ghi nhận mức tăng trưởng rõ rệt nhờ CTD tích cực gia tăng khối lượng backlog (đạt gần 30.000 tỷ đồng cho năm tài chính 2025), thông qua các hợp đồng “repeat sale”, điển hình như chuỗi các dự án đến từ Sun Group: Sun Urban City, Sun Cát Hải, Sunset Village Phú Quốc.
- **Lợi nhuận sau thuế đạt 198 tỷ đồng (+45,58% yoy).** Biên lợi nhuận sau thuế đạt 1,7%, tăng nhẹ so với cùng kỳ nhờ ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng nợ phải thu khó đòi 12 tỷ đồng.

KQKD hợp nhất của CTD (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của CTD



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

▼ Duy trì vị thế dẫn đầu ngành xây dựng dân dụng

Chúng tôi cho rằng lĩnh vực xây dựng dân dụng vẫn sẽ là mảng kinh doanh quan trọng của CTD và sở hữu nhiều tiềm năng tăng trưởng, xét đến: (1) Các bộ luật sửa đổi mới cung cấp một khung pháp lý rõ ràng, kỳ vọng khơi thông quá trình phê duyệt dự án, (2) Khu vực vùng ven đô thị lớn (Hà Nội & TP.HCM) còn nhiều dự địa phát triển các KĐT tích hợp quy mô lớn.

▼ Mảng xây lắp công nghiệp & hạ tầng dẫn dắt đà tăng trưởng

Trong giai đoạn 2025-2027, CTD dự kiến sẽ ghi nhận phần lớn doanh thu từ các gói thầu lớn khởi công trong năm 2024 như: nhà máy Suntory Pepsico, nhà máy Pandora, dự án Logos Yên Phong IIA.

Với mảng xây dựng hạ tầng, trong năm 2024, CTD đã tham gia một số gói thầu hạ tầng như: dự án đường Lương Hòa - Bình Chánh, dự án đường Thùy Vân tại Vũng Tàu. Mặc dù giá trị các gói thầu không quá lớn, tuy nhiên VCBS đánh giá đây sẽ là tiền đề để CTD tích lũy kinh nghiệm và lấn sâu hơn nữa vào mảng xây dựng hạ tầng.

▼ Chuyển biến mới tại dự án The Emerald 68

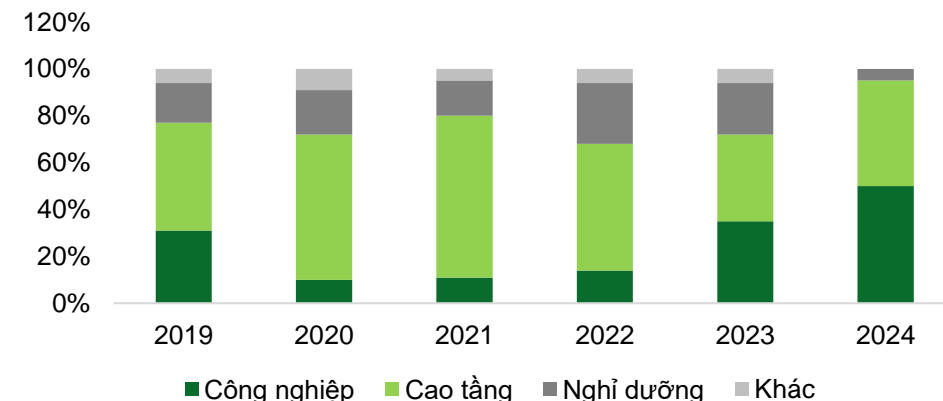
The Emerald 68 là dự án CTD đóng vai trò là tổng thầu xây dựng, đồng thời là chủ đầu tư, hợp tác với tập đoàn Lê Phong. T1/2025, dự án đã chính thức ra mắt và ghi nhận lượng giao dịch tích cực.

Với quy mô sản phẩm bao gồm 770 căn hộ, giá bán ước tính khoảng 45-50 triệu đồng/m², dự án kỳ vọng sẽ đem lại dòng tiền khoảng 2.285 nghìn tỷ đồng. Với mức góp vốn 49%, kỳ vọng CTD sẽ ghi nhận khoảng 450 tỷ đồng lợi nhuận tài chính trong giai đoạn 2026-2027.

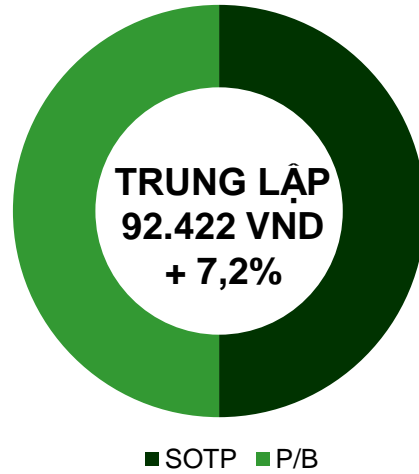
Một số dự án tiêu biểu CTD trúng thầu năm 2024

Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Đơn vị thi công	VĐT (tỷ đồng)
CaraWorld	Cam Ranh	Vietnam Land và Công ty TNHH KN Cam Ranh	Unicons	46.371
Kiss Bridge & Show Vortex	Phú Quốc	Sun group	Unicons	7.000
Sunset Village	Phú Quốc	Sun group	Unicons	50.000
Sun Urban City	Hà Nam	Sun group	Coteccons	35.000
Sun Cát Hải	Hải Phòng	Sun group	Coteccons	12.495

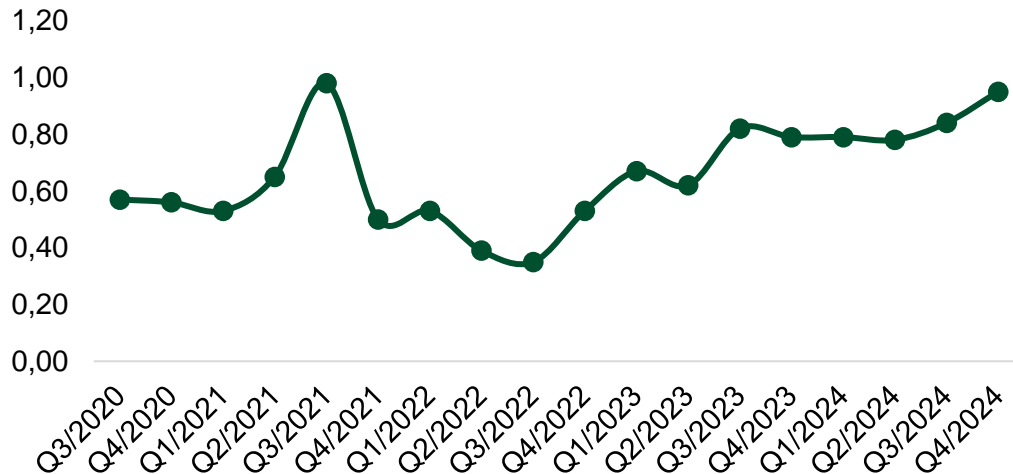
Tỷ trọng backlog CTD 2019 - 2023



ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu	21.045	24.531	25.783
+/- yoy (%)	30,8%	16,6%	5,1%
Lợi nhuận thuần	309	531	575
+/- yoy (%)	458,5%	2,2%	2,2%
EPS (VND/cổ phiếu)	3.320	5.126	5.547

Giả định trong dự báo

- Ghi nhận lợi nhuận tài chính từ việc mở bán Emerald 68 trong năm 2025.
- Không trích lập thêm dự phòng rủi ro nợ xấu, đồng thời ghi nhận khoản nhập dự phòng từ một phần khoản nợ xấu.

Một số rủi ro

- Tiến độ bàn giao Emerald 68 chậm hơn dự kiến.
- Khả năng hấp thụ của thị trường BDS hồi phục chậm hơn dự kiến, giảm động lực tăng trưởng khối lượng backlog.

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc

Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên cao cấp

Phân tích Nghiên cứu

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Vân Trang

Chuyên viên

Phân tích Nghiên cứu

pvtrang@vcbs.com.vn