

Động lực quan trọng cho tăng trưởng 2025

- Chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn giải ngân đầu tư công (ĐTTC) có thể tăng trưởng 18% svck lên mức 743,330 tỷ VNĐ nhờ các dự án chiến lược như Cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành.
- Các điểm nghẽn đối với quá trình triển khai dự án như các vấn đề pháp lý (quy trình đền bù, giải phóng mặt bằng hay thẩm quyền các địa phương) và thiếu hụt nguyên vật liệu (cát, đá XD) sẽ được tháo gỡ nhờ Luật Đầu tư công và Luật PPP.
- Chúng tôi lựa chọn **VCG, HPG** nhờ (1) hưởng lợi từ giai đoạn phục hồi ngành; (2) backlog dự án và LN ròng tăng trưởng mạnh mẽ và (3) định giá hấp dẫn.

Tăng trưởng đầu tư công có thể đạt 18% svck trong năm 2025

Tính đến cuối năm 2024, nợ công/GDP của Việt Nam đạt mức 37% (thấp hơn mức trần nợ công 60% mà Quốc hội đưa ra). Hơn nữa, so với các nước đang và đã phát triển như Mỹ, Thái Lan tỷ lệ nợ công/GDP cũng thấp hơn nhiều. Với mục tiêu tăng trưởng GDP khoảng 8% đầy thách thức, ĐTTC có thể trở thành trụ cột quan trọng với ước tính đóng góp khoảng 1.1% cho tăng trưởng. Bên cạnh đó, năm 2025 với thời điểm cuối chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021 - 2025, nguồn vốn giải ngân sẽ được đẩy mạnh tương tự năm 2020, do đó mức tăng trưởng 18% svck và hoàn thành 90% kế hoạch là hoàn toàn khả thi.

Chúng tôi đánh giá những vướng mắc liên quan đến pháp lý đặc biệt là quy trình đền bù, giải phóng mặt bằng (GPMB) sẽ phần nào được giải quyết nhờ Luật Đầu tư công (sửa đổi) khi những điểm mới có thể giảm bớt thủ tục pháp lý và đẩy nhanh quá trình triển khai dự án. Đối với vấn đề thiếu vật liệu xây dựng như cát, đá xây dựng, 1 số biện pháp khắc phục đã được thông qua như sử dụng cát biển thay thế cát sông hay cấp phép cho 1 số mỏ mới hoạt động và điều này góp phần giải quyết vấn đề thiếu nguyên vật liệu hiện nay. Tổng hợp lại, chúng tôi dự báo năm 2025 dự kiến trở thành trọng điểm của ngành đầu tư công với nguồn vốn giải ngân có thể tăng trưởng 18% svck. Động lực giải ngân sẽ đến từ các dự án trọng điểm có kế hoạch hoàn thành trong năm nay như Cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành.

Ngành xây dựng và VLXD dự kiến được hưởng lợi nhờ xu hướng đẩy mạnh ĐTTC

Đối với các DN xây lắp, đẩy nhanh tiến độ các dự án sẽ tác động tích cực tới doanh thu khi 1 số công trình như cao tốc Bắc – Nam sẽ về đích năm nay. Bên cạnh đó, backlog trường dự kiến tăng trưởng với chiến lược tăng cường triển khai các dự án mới như đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng hay đường sắt cao tốc Bắc - Nam sau năm 2027. Đối với các DN vận hành BOT, việc kết nối các cao tốc dự kiến tác động tích cực tới lưu lượng xe qua trạm BOT trong bối cảnh hạ tầng giao thông được nâng cao.

Bên cạnh đó, các DN cung cấp vật liệu xây dựng có tỷ trọng cao trong ngành ĐTTC như cát, đá xây dựng (20%), thép (25%), nhựa đường (15%) và xi măng (15%) sẽ được hưởng lợi nhờ nhu cầu tăng trưởng mạnh. Chúng tôi đánh giá cao các DN đầu ngành như HPG, VLB, KSB, DHA, PLC và HT1 khi sản lượng có triển vọng tăng, một số doanh nghiệp có lợi thế về chi phí vận chuyển thấp.

Chúng tôi lựa chọn VCG, HPG

Chúng tôi ưu tiên VCG và HPG dựa trên các lý do sau: 1) Hưởng lợi nhờ giai đoạn phục hồi của chu kỳ; 2) Biên LN gộp sẽ tăng nhờ giá bán tăng cao hơn giá đầu vào; 3) định giá PB hiện tại thấp hơn chu kỳ trước.

Analyst

Lê Hải Thành

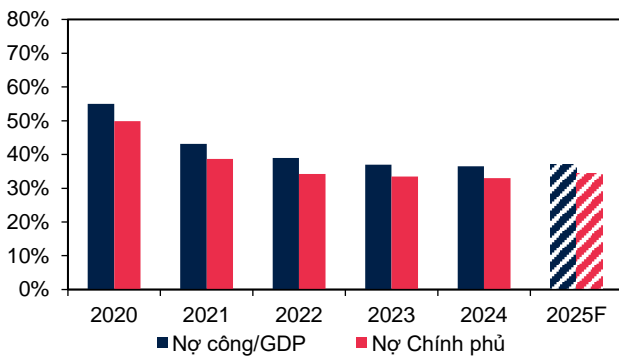
Thanh.LeHai@mbs.com.vn

Tăng trưởng đầu tư công có thể đạt 18% svck trong năm 2025

Các yếu tố vĩ mô đang hỗ trợ cho tăng trưởng đầu tư công

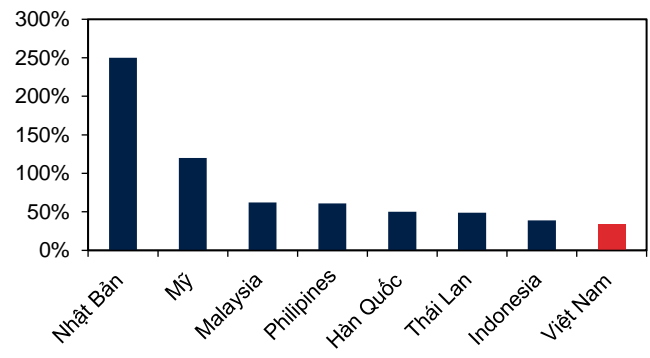
Trong giai đoạn 2020 – 2024, nợ công/GDP của Việt Nam giảm mạnh về mức 37% (từ mức 55% của năm 2020) và tính đến cuối năm 2024 vẫn thấp hơn mức trần quy định của Quốc hội khoảng 50%. Tương tự với nợ công, nợ chính phủ/GDP trong giai đoạn này suy giảm đáng kể xuống mức 33% (từ mức đỉnh 50% vào năm 2020). Hơn nữa, so với các quốc gia đang phát triển trong khu vực Asean như Thái Lan, Indonesia hay Malaysia, nợ công của VN hiện tại đang ở mức thấp hơn đáng kể (34% so với khoảng 50% của các quốc gia trong khu vực). Do đó, chúng tôi đánh giá hiện tại nợ công của Việt Nam đang ở mức độ an toàn trong bối cảnh GDP dự kiến có thể tăng trưởng trên 8% trong năm nay. Hơn nữa, theo kế hoạch của Chính phủ tỷ lệ nợ công/GDP dự kiến đạt mức 37% nhằm hướng tới các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025 – 2030, do đó chúng tôi đánh giá VN có nhiều cơ hội nhằm đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công trong 5 năm tới. Với tỷ lệ nợ công/GDP đang ở mức dưới trần quy định của Quốc hội, Chính phủ sẽ có thêm nhiều dự địa nhằm đẩy mạnh chi cho xây dựng hạ tầng thông qua chi ngân sách cũng như phát hành trái phiếu.

Hình 1: Tỷ lệ nợ công và Nợ Chính Phủ/GDP của Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

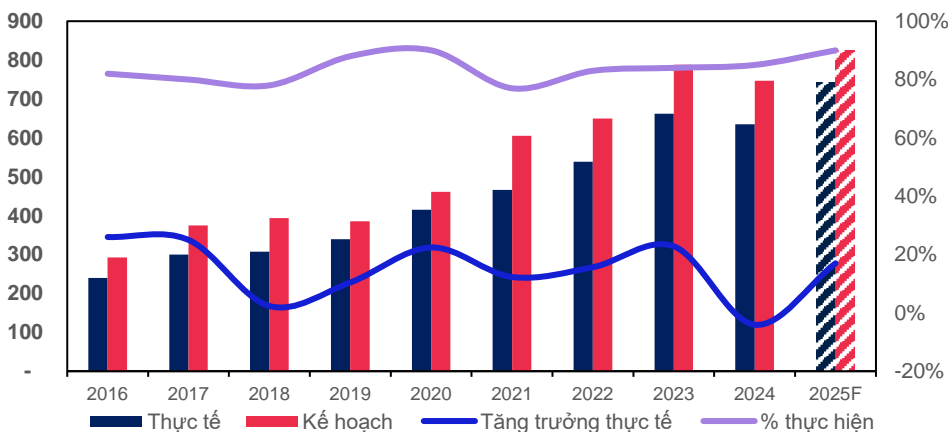
Hình 2: So sánh với các quốc gia đã và đang phát triển



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hơn nữa, theo đánh giá của chúng tôi, vốn đầu tư công có khả năng sẽ được đẩy mạnh trong những năm cuối của chu kỳ đầu tư công trung hạn. Trong chu kỳ 2016 – 2020, năm 2020 đạt mức tăng trưởng thực tế mạnh mẽ nhất với mức tăng 22% svck và đạt 90% kế hoạch (cao hơn so với mức 80% trong 4 năm trước đó). Do đó, chúng tôi đánh giá năm 2025 hiện nay giống với 2020 khi đều là giai đoạn cuối của chu kỳ đầu tư công trung hạn và giải ngân đầu tư công có thể đạt mức tăng trưởng 18% svck với tỷ lệ thực hiện đạt mức cao khoảng 90% - 95%.

Hình 3: Giải ngân DTC giai đoạn 2016 - 2025 (Đơn vị: Nghìn tỷ VND)



Nguồn: BTC, MBS Research

Wướng mắc về pháp lý và thiếu hụt nguyên vật liệu đang được giải quyết và sẽ hỗ trợ tăng trưởng đầu tư công trong năm 2025

Đẩy nhanh quá trình giải ngân, đền bù và GPMB nhờ luật Đầu tư công (sửa đổi) và Luật đối tác thông tư (PPP)

Chúng tôi đánh giá, khi Luật Đầu tư công (sửa đổi) có hiệu lực từ T1/2025 có thể tạo điều kiện nhằm đẩy nhanh quá trình giải ngân vốn đầu tư công. Các điều chỉnh của Luật hướng tới việc đẩy nhanh quá trình thực hiện vốn đầu tư công tại các Bộ ngành và địa phương. Những thay đổi này dự kiến có thể góp phần rút ngắn thời gian triển khai các dự án đầu tư khi phân quyền cho các địa phương và Bộ ngành có thể giải quyết các bước quan trọng trong việc xây dựng dự án như Chủ trương đầu tư, thu xếp vốn... Theo điều chỉnh tại điều 7 (khoản 1) và điều 18 (khoản 4), cho phép người đứng đầu địa phương hoặc các Bộ ngành có thể quyết định chủ trương đầu tư các dự án có vốn đầu tư dưới 10,000 tỷ VNĐ nhằm đẩy nhanh quá trình triển khai dự án khi giảm bớt áp lực cho các cơ quan trung ương. Hơn nữa việc cho phép tách quá trình đền bù và giải phóng mặt bằng (GPMB) thành dự án độc lập quy định tại điều 17 (khoản 11) có thể giảm bớt áp lực về vốn cho chủ đầu tư, bên cạnh đó rút ngắn thời gian triển khai GPMB cho dự án. Hơn nữa, việc quy định cụ thể về thời gian trong quá trình kéo dài thu xếp vốn trong Điều 57 (khoản 2) dự kiến sẽ giảm bớt tình trạng kéo dài thời gian thực hiện gây chậm tiến độ dự án.

Hình 4: Các điểm mới trong Luật Đầu tư công (sửa đổi)

Điều khoản	Nội dung chính	Tác động
Điều 7 (Khoản 1): Tiêu chí phân loại các dự án quan trọng quốc gia	Nâng mức vốn đầu tư của dự án trọng điểm quốc lên 30.000 tỷ VNĐ (từ 10.000 tỷ VNĐ)	- "Tinh có thể phê duyệt chủ trương đầu tư của dự án có mức phát triển vốn dưới 10.000 tỷ VNĐ." - Giảm thiểu thủ pháp lý và rút ngắn thời gian thực hiện dự án khi thực hiện phân quyền cho các địa phương làm chủ đầu tư
Điều 5 (Khoản 7): Đối tượng thực hiện ĐTC	Sắp xếp vốn ngân sách địa phương để thực hiện các chính sách tín dụng ưu đãi thông qua các chi nhánh Ngân hàng Chính sách Xã hội	- Giảm thiểu thời gian thu xếp vốn cho dự án khi các địa phương có thể sử dụng vốn ngân sách. - Rút ngắn thời gian triển khai dự án
Điều 18 (Khoản 4): Thẩm quyền quyết định về chính sách đầu tư cho các dự án	Người đứng đầu Bộ, cơ quan trung ương quyết định chủ trương đầu tư dự án nhóm A, nhóm B, nhóm C do cơ quan, tổ chức mình quản lý	- Phân quyền triển khai dự án cho các Bộ và cơ quan trung ương nhằm đẩy nhanh quá trình phê duyệt đầu tư
Điều 17, Khoản 11: Cho phép tách rời các quy trình bồi thường và giải phóng mặt bằng thành các dự án độc lập	Trong trường hợp thật sự cần thiết, cơ quan có thẩm quyền có thể tách riêng công tác bồi thường, hỗ trợ và tái định cư thành một dự án độc lập khi phê duyệt chính sách đầu tư dự án và sẽ hoàn toàn chịu trách nhiệm về tính khả thi và hiệu quả thực hiện dự án	- "Công tác giải phóng mặt bằng có thể được thực hiện trước khi có quy hoạch hạ tầng tổng thể." - Giảm bớt áp lực về vốn cho DN khi có thể triển khai thành 2 giai đoạn mà không ảnh hưởng tiến độ.
Điều 57, Khoản 2: Thời gian thực hiện đầu tư dự án	- Thời gian sắp xếp vốn để thực hiện các dự án nhóm A không quá 06 năm, nhóm B không quá 04 năm, nhóm C không quá 03 năm - Quyết định gia hạn thời gian sắp xếp vốn để thực hiện các dự án nhóm A, nhóm B, nhóm C không quá 01 năm trừ dự án nhóm A có vốn đầu tư trên 10,000 tỷ VNĐ	- Xây dựng tiêu chí thực hiện thời gian triển khai dự án - Nâng cao quy định trong điều kiện gia hạn thu xếp vốn. Quy định thời gian nhằm tránh tình trạng quá hạn khi thực hiện dự án

Nguồn: GSO, MBS Research

Bên cạnh Luật Đầu tư công (sửa đổi), Quốc hội thông qua Luật sửa đổi, bổ sung một số điều chỉnh của Luật Đầu tư theo phương thức đối tác thông tư (PPP) với mục tiêu chính nhằm khuyến khích nguồn vốn tư nhân tham gia đầu tư triển khai các dự án công. Theo Luật sửa đổi 1 số rào cản đã được tháo gỡ như xoá bỏ hạn chế các lĩnh vực đầu tư theo hình thức PPP nhằm mở rộng các lĩnh vực đầu tư. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá việc tăng tỷ lệ vốn tham gia của nhà nước từ 50% lên mức 70% dự kiến góp phần giảm bớt áp lực tài chính cho các nhà đầu tư đặc biệt trong các giai đoạn đầu của dự án như đền bù và GPMB. Do đó, nhờ bổ sung cũng như quy định cụ thể hơn trong việc tham gia đầu tư theo hình thức PPP có thể tác động tích cực tới quá trình huy động vốn và đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án.

Hình 5: Các điểm mới trong Luật PPP

STT	Nội dung	Tác động
1	Xoá bỏ hạn chế về lĩnh vực đầu tư khi mở rộng các ngành khác thay vì 5 ngành như trước đây	Mở rộng phạm vi cho các dự án đầu tư theo hình thức đối tác thông tư
2	Xoá bỏ mức vốn tối thiểu của dự án PPP (từ mức 100 - 200 tỷ như trước đây)	Tạo điều kiện cho các dự án nhỏ hoàn toàn có thể tiếp cận đầu tư
3	Tăng tỷ lệ vốn tham gia của Nhà nước lên đến 70% từ mức 50%	giảm bớt gánh nặng tài chính cho nhà đầu tư đặc biệt trong giai đoạn GPMB và khuyến khích tham gia vào các dự án.
4	Cho phép triển khai dự án BT từ T7/25 sau 3 năm ngừng triển khai	Mở rộng hình thức đầu tư nhằm thúc đẩy đầu tư công tuy nhiên quy định cụ thể hơn về cái điều kiện giao đất
5	Điều chỉnh quy trình và thẩm quyền quyết định chủ trương đầu tư	Quy định cụ thể về điều kiện lựa chọn dự án PPP bao gồm sự cần thiết, phù hợp với ngành cũng như có lợi thế so với dự án khác. Phân quyền cho các địa phương trong các bước như phê duyệt chủ trương đầu tư và nghiên cứu khả thi

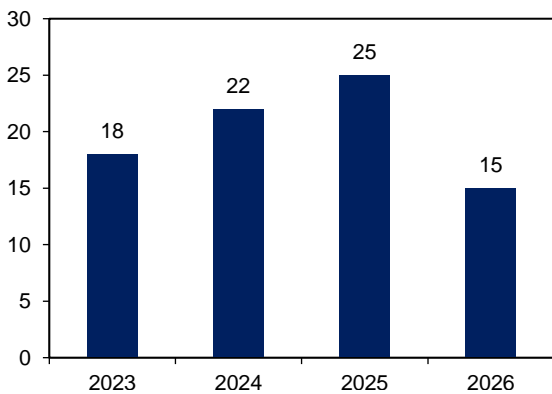
Nhờ Luật Đầu tư công (sửa đổi) và Luật sửa đổi bổ sung của Luật PPP, những vướng mắc lớn nhất trong quá trình triển khai các dự án đầu tư công như đền bù, GPMB và huy động vốn có thể phần nào được giải quyết. Bên cạnh đó, các vấn đề liên quan đến chủ trương đầu tư hay quy hoạch dự kiến sẽ được tháo gỡ nhanh hơn nhờ việc phân quyền đối với các địa phương và Bộ ngành trong khi triển khai xây dựng.

Thiếu hụt nguyên vật liệu có thể được giải quyết nhờ các biện pháp của Chính phủ

Năm 2024, một số dự án quan trọng đã bị chậm tiến độ do tình trạng thiếu cát xây dựng. Việc thiếu hụt vật liệu đã trở thành một vấn đề nghiêm trọng đối với các nhà phát triển, đặc biệt là trong công tác giải phóng mặt bằng và san lấp nền. Vấn đề này càng trầm trọng hơn tại các dự án thành phần phía Nam của tuyến cao tốc Bắc – Nam, do các mỏ cát chiến lược tại Hậu Giang, Đồng Tháp, Vĩnh Long đang dần cạn kiệt và không thể duy trì sản lượng.

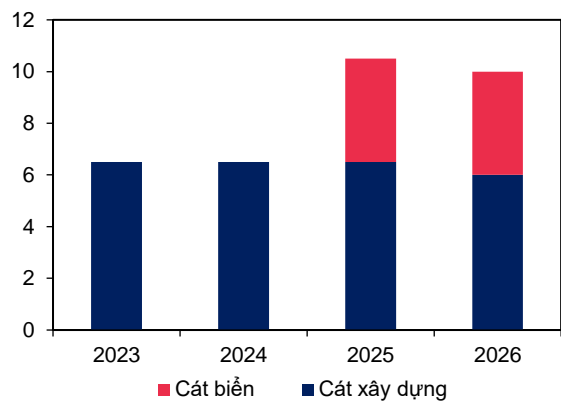
Theo Bộ Giao thông Vận tải, các dự án như Vành đai 3 TP.HCM và cao tốc Cần Thơ – Cà Mau đã bị chậm tiến độ từ 5% - 15% so với kế hoạch ban đầu. Theo số liệu thống kê của Bộ Tài nguyên và Môi trường, nhu cầu cát tự nhiên tại Đồng bằng sông Cửu Long trong giai đoạn 2023 – 2026 được dự báo sẽ đạt 80 triệu m³, tập trung cao nhất vào năm 2025 để phục vụ công tác san lấp nền cho tuyến cao tốc Bắc – Nam. Trong khi đó, nguồn cung được cấp phép khai thác chỉ giới hạn ở mức 26 triệu m³. Điều này có nghĩa là nguồn cung chỉ đáp ứng khoảng 30% tổng nhu cầu, dẫn đến việc chậm tiến độ ở một số hạng mục xây dựng như giải phóng mặt bằng.

Hình 6: Nhu cầu cát xây dựng tại đồng bằng sông Cửu Long (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Hình 7: Nguồn cung dự kiến được bổ sung trong năm 2025 (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: MBS Research

Theo Bộ Giao thông Vận tải, tại một số khu vực, các nhà thầu được phép thay thế cát tự nhiên bằng cát biển để giải quyết tình trạng thiếu hụt. Nhờ bổ sung thêm nguồn cung cát biển, tổng lượng cát dự kiến sẽ tăng 60% so với cùng kỳ năm trước, đạt gần

11 triệu m³, đáp ứng khoảng 45% nhu cầu của các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long. Do đó, từ năm 2025, chúng tôi kỳ vọng vấn đề thiếu hụt nguyên vật liệu sẽ được giải quyết nhờ sự gia tăng nguồn cung. Nhờ vậy, các dự án như Vành đai 3, cao tốc Cần Thơ – Cà Mau có thể hoàn thành giải phóng mặt bằng và tuân thủ tiến độ.

Các dự án chiến lược đóng góp lớn vào giải ngân vốn đầu tư công trong giai đoạn tới

Hình 8: Minh họa các dự án đầu tư công



*Chú thích: Chữ đỏ (Hoàn thành KLXD <70%), Chữ xanh (Hoàn thành KLXD >70%)

Nguồn: Bộ GTVT, MBS Research

Chúng tôi nhấn mạnh rằng năm 2025 trở thành năm chiến lược để hoàn thành dự án đầu tư công trong giai đoạn 2025 - 2027. Nguồn vốn giải ngân đầu tư công dự kiến tăng trưởng 18% svck lên mức 743,330 tỷ VNĐ (tương đương 90% mục tiêu của Chính phủ) với 2 yếu tố hỗ trợ quan trọng đến từ (1) các dự án chiến lược có thể hoàn tất trong năm nay và (2) vướng mắc liên quan đến đền bù, GPMB và vấn đề thiếu nguyên vật liệu có thể được giải quyết. Theo kế hoạch của Chính phủ, trong năm nay các mục tiêu quan trọng sẽ hoàn thành như 3,000 km cao tốc Bắc – Nam và vận hành sân bay Long Thành (GD1) và điều này tác động tích cực đến tiến độ giải ngân và xây dựng tại các dự án thành phần. Về tiến độ các dự án hiện nay, cao tốc Bắc – Nam khả năng cao sẽ hoàn tất và đi vào vận hành toàn bộ vào năm 2025 trong bối cảnh trung bình đã hoàn tất khoảng trên 70% khối lượng xây dựng với 1 số các dự án đạt tiến độ xây dựng cao như Hàm Nghi – Vũng Áng (84%) hay Vũng Áng Bùng (83%). Hiện tại, trong bối cảnh những vướng mắc liên quan đến đền bù và giải phóng mặt bằng đã được giải quyết khi tỷ lệ bàn giao mặt bằng tại địa phương đã đạt 100%, các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam có thể vận hành toàn bộ trong Q4/25. Đối với sân bay Long Thành, hiện tại đang trong quá trình xây dựng và trang thiết bị và phân mái cho nhà ga T3, dự kiến đây sẽ trở thành nhà ga vận hành thương mại đầu tiên vào Q2/25.

Hình 9: Các dự án thành phần tại cao tốc Bắc - Nam năm 2025

STT	Các dự án thành phần	Quy mô	Tổng mức đầu tư	Hoàn thành khối lượng thi công	Dự kiến hoàn thành	Nhà thầu chính
1	Bai Vot - Ham Nghi	36	7,403	69%	2025	Liên danh nhà thầu Vinaconex - Tổng công ty 319 Bộ Quốc phòng
2	Ham Nghi - Vung ang	54	10,185	80%	2025	Liên danh nhà thầu Doanh nghiệp Xây dựng Xuân Trường - Công ty CP 471 - Công ty TNHH Xây dựng Tự Lập
3	Vung Ang - Bung	58	11,785	90%	2025	Liên danh Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng giao thông Phương Thành - Công ty Cổ phần Lizen
4	Bung - Van Ninh	51	10,526	71%	2025	Liên danh Công ty Cổ phần Tập đoàn Cienco4 - Tổng công ty 36 - Công ty Cổ phần đầu tư xây dựng Trường Sơn - Công ty Cổ phần 471
5	Van Ninh - Cam Lo	68	10,591	70%	2025	Liên danh Công ty CP Tập đoàn Trường Thịnh, Tổng Công ty XD Trường Sơn và Công ty Cổ phần xây lắp 368
6	Quang Ngai - Hoai Nhon	88	20,898	55%	2025	Liên danh Công ty CP Đầu tư Hạ tầng giao thông Đèo Cả (HHV) - Công ty CP Tập đoàn Đèo Cả (DCG) - Công ty CP Xây dựng Đèo Cả (DCC) - Công ty CP Trường Long
7	Hoai Nhon - Quy Nhon	69	12,544	53%	2025	Tổng công ty Xây dựng Trường Sơn- liên doanh các nhà thầu Công ty TNHH Tập đoàn Sơn Hải, Công ty cổ phần Tập đoàn Phúc Lộc, Cienco 8, Công ty cổ phần Tập đoàn Trường Thịnh
8	Quy Nhon - Chi Thanh	62	12,298	50%	2025	Liên danh gói thầu 12-XL gồm: Công ty cổ phần Tập đoàn Xây dựng 168 Việt Nam, Công ty cổ phần Xây dựng Trung Nam 18 E&C, Công ty cổ phần Tập đoàn Thuận An, Công ty cổ phần Xây dựng dịch vụ và thương mại 68, Công ty cổ phần Hải Đăng
9	Chi Thanh - Van Phong	51	10,601	72%	2025	Liên danh Công ty CP Tập đoàn Đèo Cả - Tổng công ty Thăng Long - CTCP - Tổng công ty Xây dựng Lũng Lô - Công ty CP Tập đoàn Phúc Lộc - Công ty CP Xây dựng Dịch vụ và Thương mại
10	Van Phong - Nha Trang	83	12,906	90%	2025	Công ty TNHH Tập đoàn Sơn Hải; Tổng công ty Cổ phần xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam - Vinaconex và Công ty Cổ phần Lizen
11	Can Thơ - Hậu Giang	37	9,768	62%	2025	Liên danh Tổng công ty Xây dựng Trường Sơn - Tổng công ty 36 CTCP Tổng công ty Xây dựng số 1 CTCP - Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng và Kỹ thuật VNCN E&C - Công ty Cổ phần Xây dựng Tân Nam
12	Hậu Giang - Cà Mau	72	17,485	56%	2025	Liên danh Công ty CP Xây dựng và Lắp máy Trung Nam - Công ty CP Tập đoàn Cienco4 - Tổng công ty Xây dựng Trường Sơn - Công ty CP Xây dựng Tân Nam

Nguồn: Bộ GTVT, MBS Research

Hình 10: Các dự án đầu tư công chiến lược giai đoạn 2024 - 2030

STT	Dự án	Độ dài (km)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ VND)	Thời gian thi công					
				2024	2025	2026	2027	2028	Sau 2028
1	Cao tốc Bắc - Nam (Giai đoạn 2)	729	146,990						
2	Đường Vành đai 4 (HN)	36	85,813						
3	Sân bay Long Thành (GD1)	2668	109,000						
4	Đường Vành đai 3 (HCM)	76	75,400						
5	Đường sắt cao tốc Bắc Nam	1,541	1,713,548						
6	Đường sắt Hà Nội - Lào Cai - Hải Phòng	390	203,300						

Nguồn: Bộ GTVT, MBS Research

Trong giai đoạn 2025 -27 các dự án chiến lược, có vốn đầu tư lớn nhằm nâng cao hạ tầng giao thông có thể đẩy mạnh triển khai như cao tốc Bắc - Nam GD2 (146,990 tỷ VND), sân bay Long Thành GD1 (109,000 tỷ VND) và đường Vành đai 4 (85,000 tỷ VND). Sau năm 2027, dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam (1.7 triệu tỷ VND) và đường sắt cao tốc Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng kì vọng có thể khởi công và trở thành động lực tăng trưởng mới đối với giải ngân ĐTC giai đoạn sau 2027. Bên cạnh các dự án chiến lược kết nối các trục giao thông huyết mạch, Chính phủ cũng thực

hiện các dự án nhằm kết nối các tỉnh như Hữu Nghị - Chi Lăng nhằm kết nối các tỉnh tới của khẩu Hữu Nghị hay cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu nhằm phát triển trục giao thông Tp.HCM và Vũng Tàu.

Chúng tôi đánh giá, đẩy mạnh giải ngân ĐTC nhằm nâng cao hạ tầng giao thông tại các địa phương với mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng ngành logistic trong bối cảnh nguồn vốn FDI dự kiến tiếp tục tăng trưởng 8% vào năm 2025 nhờ xu hướng “Trung Quốc +1”. Bên cạnh đó, thúc đẩy đầu tư hạ tầng dự kiến tác động tích cực tới các ngành cung cấp nguyên vật liệu cho quá trình xây dựng như đá xây dựng, cát và thép.

Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công có thể tác động tích cực tới nhóm ngành xây dựng và nguyên vật liệu

Nhóm xây dựng dự kiến được hưởng lợi lớn nhất nhờ xu hướng đẩy mạnh giải ngân ĐTC

Trong năm 2025, với kì vọng giải ngân đầu tư công dự kiến tăng trưởng 14% với mục tiêu trở thành trụ cột thúc đẩy GDP, các doanh nghiệp xây dựng các dự án đầu tư có thể được hưởng lợi đặc biệt với những doanh nghiệp trúng thầu tại các dự án trọng điểm về đích trong năm 2025 như Cao tốc Bắc – Nam hay sân bay Long Thành.

- Với nhóm ngành xây dựng: Việc thúc đẩy tiến độ tại các dự án trọng điểm có thể tác động tích cực tới các doanh nghiệp xây lắp khi các công ty có thể đẩy nhanh tiến độ hoàn thành dự án và ghi nhận doanh thu. Bên cạnh đó, chiến lược triển khai thêm 1 số cao tốc kết nối các khu vực phát triển kinh tế trong giai đoạn 2025 - 2028 như Hữu Nghị - Chi Lăng hay mở rộng các tuyến cao tốc như TP. HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận có thể tạo điều kiện thuận lợi tăng trưởng backlog đối với các doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp xây dựng niêm yết, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp có kinh nghiệm triển khai và backlog xây dựng lớn nhằm hưởng lợi tại các dự án trọng điểm, bên cạnh đó, kinh nghiệm triển khai có thể tác động tích cực trong quá trình đấu thầu để tăng trưởng backlog. Chúng tôi đánh giá cao các DN có dự án tại khu vực phía Bắc và Trung do đang duy trì đúng tiến độ trong khi khu vực phía Nam chỉ hoàn thành khoảng 80% tiến độ do tình trạng thiếu hụt nguyên vật liệu.
- Đối với nhóm DN vận hành BOT như CII hay HHV, việc đẩy nhanh các dự án giao thông sẽ kết nối các tuyến cao tốc nhằm gia tăng lưu lượng xe tại các tuyến BOT đang khai thác. Điển hình như BOT Trung Lương – Mỹ Thuận, lưu lượng xe đã tăng 12% svck khi kết nối cùng tuyến Mỹ Thuận – Cần Thơ. Do đó, Luật PPP mở ra cơ hội trong vấn đề đấu thầu và dự án cũng như tác động tích cực tới cả BOT hiện hữu của DN.

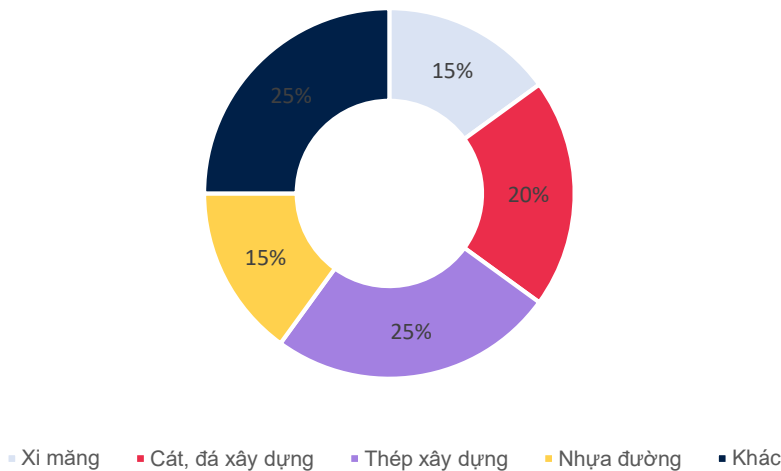
Hình 11: Các DN niêm yết và dự án trọng điểm

Doanh nghiệp	Backlog (Tỷ VNĐ)	Các dự án đầu tư trọng điểm
Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)	18,200	Vũng Áng - Bùng, Bãi Vọt - Hàm Nghi, nhà ga T3 sân bay Long Thành và Biên Hoà - Vũng Tàu
CTCP Tập đoàn Đèo Cả (HHV)	6,800	Cao tốc Cam Lâm - Vĩnh Hảo, Quảng Ngãi - Hoài Nhơn và Đồng Đăng - Trà Lĩnh
CTCP Tập đoàn Cienco (C4G)	7,200	Cao tốc Hậu Giang - Cà Mau, Vành đai 3 (HCM) và sân bay Long Thành.
CTCP Lizen (LCG)	6,500	Cao tốc Vũng Áng - Bùng, Nha Trang - Vân Phong và Biên Hoà - Vũng tàu.
CTCP Fecon (FCN)	5,000	Nhà máy Nhơn Trạch 3&4, sân bay Long Thành, Cảng Vũng Áng
CTCP Cotectcons (CTD)	1,300	Sân bay Long Thành

Nguồn: BCTN các DN, MBS Research

Các DN cung cấp nguyên vật liệu như đá xây dựng, thép dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ

Hình 12: Tỷ trọng NVL trong chi phí xây dựng



Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Đối với nhóm ngành nguyên vật liệu: Theo thống kê của Bộ Xây dựng, tỷ trọng các nguyên vật liệu chiếm khoảng 70% trên tổng chi phí triển khai dự án đối với các dự án ĐTC như cầu, đường,... Trong đó, các vật liệu chiếm tỷ trọng cao bao gồm cát, đá xây dựng (20%), thép xây dựng (25%) hay nhựa đường (15%)

- Đối với nhu cầu cát, đá xây dựng tăng trưởng khoảng 7% svck trong năm 2025, chúng tôi đánh giá cao các DN có mỏ đá còn nhiều trữ lượng và vị trí nằm gần các dự án trọng điểm sẽ có lợi thế cạnh tranh do chi phí thấp. Với việc đẩy nhanh tiến độ tại các dự án trọng điểm phía Nam như Đường Vành đai 3 (HCM), sân bay Long Thành hay cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu,..các mỏ đá có vị trí thuận lợi như cụm mỏ Tân Cang (DHA), Tân Mỹ (KSB) và Thạnh Phú – Thiện Tân (VLB) có thể được hưởng lợi nhờ xu hướng này. Do đó, chúng tôi đánh giá cao các DN có công suất sản xuất cao như **KSB (5 triệu m3)**, **DHA (2.4 triệu m3)** và **VLB (5.1 triệu m3)**.
- Đối với thép xây dựng, trong bối cảnh tiêu thụ thép xây dựng dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ trong năm nay nhờ 2 động lực tăng trưởng chính đến từ nguồn cung BĐS (+25% svck) và giải ngân đầu tư công (+14%). Hơn nữa, chúng tôi dự báo giá thép có thể cải thiện khoảng 7% svck trong năm 2025 nhờ áp lực đến từ thép TQ hạ nhiệt. Do đó, với thị phần thép xây dựng lớn nhất, **HPG** sẽ là DN được hưởng lợi nhờ xu hướng này.
- Theo dự báo của Bộ Xây dựng, nhu cầu nhựa đường trong giai đoạn 2025 – 2030 có thể tăng trưởng với mức CAGR khoảng 8% mỗi năm nhờ chiến lược hoàn thành 5,000 km cao tốc của Chính phủ. Đặc biệt tại khu vực phía Nam với các dự án đang được đẩy nhanh tiến độ như Trung Lương – Mỹ Thuận hay TP.HCM – Cần Thơ. Do đó chúng tôi đánh giá **PLC** có thể hưởng lợi nhờ xu hướng này.
- Đối với nhóm ngành xi măng, chúng tôi đánh giá nhu cầu sẽ cải thiện mạnh mẽ trong bối cảnh các dự án giao thông được đẩy nhanh tiến độ. Hơn nữa, 1 số đề xuất liên quan đến việc xây dựng cầu cạn thay cho nền đường trong bối cảnh nguồn cung cát tại khu vực phía Nam chưa có dấu hiệu phục hồi. Hơn nữa, Bộ Xây dựng đã đề xuất giảm thuế xuất khẩu đối với các doanh nghiệp xi măng và được Bộ Tài Chính báo cáo Thủ tướng trong T2/25, chúng

tôi đánh giá đề xuất này có thể được thông qua trong bối cảnh sản lượng xuất khẩu đã giảm liên tiếp 4 năm gần đây. Trong trường hợp được triển khai, 2 đề xuất này có thể tác động tích cực tới sản lượng tiêu thụ năm 2025. Do đó, chúng tôi đánh giá HT1 với lợi thế là DN đầu ngành (công suất 800,000 tấn/năm) và mạng lưới phân phối rộng tại khu vực phía Nam sẽ được hưởng lợi.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích VCG, HPG

Hình 13: Chúng tôi ưa thích VCG và HPG

Cổ phiếu	Đánh giá	Giá mục tiêu (VND/CP)	Luận điểm đầu tư
VCG	Khả quan	24,500	<ul style="list-style-type: none"> VCG được hưởng lợi trong bối cảnh 70% backlog xây dựng của doanh nghiệp đến từ các dự án đầu tư công trọng điểm trong năm 2025 như Nhà ga T3 – sân bay Long Thành hay các dự án thành phần của cao tốc Bắc - Nam. Backlog của DN dự kiến tăng trưởng 7% svck nhờ các dự án mới như thủy điện Bắc Ái. Mảng BĐS của DN có thể cải thiện trong năm 2025 khi pre -sale dự kiến đạt 1,200 tỷ VNĐ nhờ mở bán khoảng 100 căn tại dự án Cát bà Amatina. DN đang có mức định giá hấp dẫn khi chiết khấu khoảng 25% so với giá mục tiêu theo phương pháp RNAV.
HPG	Khả quan	33,500	<ul style="list-style-type: none"> HPG là công ty hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi nhờ nhu cầu mạnh mẽ trong các phân khúc thép xây dựng (rebar) và thép cán nóng (HRC). Giai đoạn tăng trưởng dự kiến sẽ bắt đầu từ năm 2025 với sự đóng góp từ tín hiệu tích cực của ngành xây dựng. Sự gia tăng cung cấp nhà ở và đầu tư công sẽ mang lại tác động tích cực đến doanh số bán thép cuộn. Về khối lượng thép cán nóng, chúng tôi dự báo nhờ vào thuế chống bán phá giá (AD) và dự án Khu phức hợp Dung Quất 2, khối lượng có thể tăng 40% svck, đạt 4,4 triệu tấn. Kết quả của việc giảm áp lực từ xuất khẩu của Trung Quốc và nhu cầu mạnh mẽ trong nước, giá thép cuộn và thép cán nóng sẽ phục hồi 7%/6% vào năm 2025. Nhờ vào sự tăng trưởng của giá cao hơn chi phí nguyên liệu, tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) dự báo sẽ cải thiện 1 điểm phần trăm lên 15,2%. Vì vậy, lợi nhuận ròng (NP) có thể đạt 17.995 tỷ VNĐ (+39% svck). HPG hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 1,6 và 9,2 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 2,2 và 12,5).
PLC	NA	NA	<ul style="list-style-type: none"> PLC được hưởng lợi trong bối cảnh tiêu thụ nhựa đường ở mức cao nhằm phục vụ cho mục tiêu 5,000 km cao tốc của Chính phủ vào năm 2030. Nhờ đó sản lượng tiêu thụ của PLC dự kiến có thể tăng trưởng 15% svck vào năm 2025. Backlog các dự án của DN đã tăng trưởng 11% nhờ đóng góp đến từ các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam như Hoài Nhơn – Quy Nhơn, Quy Nhơn – Chí Thạnh, nhờ đó LN ròng có thể cải thiện 20% svck. Định giá của DN ở mức hấp dẫn: P/B hiện tại ở mức 1.6 (thấp hơn mức trung bình 3 năm khoảng 1.6).
KSB	NA	NA	<ul style="list-style-type: none"> KSB dự kiến được hưởng lợi nhờ nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng tăng mạnh trong giai đoạn 2025 – 2030 với đóng góp đến từ các dự án đầu tư công tại khu vực phía Nam. Do đó, sản lượng tiêu thụ của DN có thể tăng trưởng 17% svck trong năm 2025. Việc sở hữu 3 mỏ đá Tân Mỹ, Thiện Tân 7 và Tân Lập 3 với vị trí tại Đồng Nai và Bình Dương giúp KSB có lợi thế cung cấp vật liệu cho sân bay Long Thành và cao tốc Bắc – Nam. Ln ròng của DN dự kiến tăng trưởng 25% svck. Định giá của DN ở mức hấp dẫn: P/B hiện tại ở mức 0.9 (thấp hơn mức trung bình 3 năm khoảng 1.2).

Cổ phiếu	Đánh giá	Giá mục tiêu (VND/CP)	Luận điểm đầu tư
HT1	NA	NA	<ul style="list-style-type: none"> Được hưởng lợi với vị thế là DN đầu ngành xi măng với công suất khoảng 800,000 tấn/năm và mạng lưới phân phối rộng khắp tại khu vực phía Nam. Trong bối cảnh 1 số đề xuất liên quan đến việc xây dựng cầu cạn, trong trường hợp được thông qua, nhu cầu tiêu thụ có thể tăng trưởng 7-8% svck nhờ tăng trưởng giải ngân vốn đầu tư công. Định giá của DN đang ở mức thấp: PB đạt mức 1.0 (thấp hơn mức trung bình 3 năm khoảng 1.2)

Dự báo KQKD của các doanh nghiệp giai đoạn 2024 - 2026

Hình 14: Dự báo KQKD của các DN

Tỷ VND	VCG			HPG		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ VND)	12,872	13,576	13,609	138,855	172,053	225,524
% Tăng trưởng	1.3%	5.5%	0.2%	17.0%	24.0%	31.0%
LN gộp	1,996	2,235	2,341	18,479	26,184	34,317
Biên LN gộp (%)	15.5%	16.5%	17.2%	13.3%	15.2%	15.2%
EBITDA	1,958	2,157	2,246	21,950	30,527	36,657
Biên EBITDA (%)	15.2%	15.9%	16.5%	16.0%	18.0%	16.0%
Lợi nhuận ròng	945	1,128	1,275	12,020	17,995	26,528
% Tăng trưởng	133.3%	19.4%	13.0%	77.0%	50.0%	47.0%
EPS (VND/CP)	1,580	1,886	2,132	1879	2,816	3,749
BVPS (VND/CP)	13,595	14,256	15,246	17,924	18,150	18,465
Tiền mặt ròng/CP	-1,297	-1,418	-1,423	-12,458	-12,780	-13,587
D/E	75.9%	76.3%	76.1%	95.8%	94.8%	93.5%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	2.2%	2.5%
ROAE (%)	8.5%	10.1%	11.5%	10.5%	14.1%	19.6%
ROAA (%)	3.2%	3.9%	4.4%	5.4%	7.0%	9.5%

Nguồn: BCTC các DN, MBS Research

Hình 15: So sánh với các DN trong ngành

Công ty	Mã cổ phiếu Bloomberg	Giá hiện tại VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Khuyến nghị	Vốn hoá Tỷ VND	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)	
						2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Doanh nghiệp xây dựng													
CTCP XNK và Xây dựng VN	VCG VN	21,450	24,500	KHÁ QUAN	12,890	13.5	12.5	1.1	1.1	3.2%	4.2%	8.5%	9.3%
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	HHV VN	12,950	NA	KKN	5,600	13.7	12.9	0.9	0.8	1.5%	2.5%	4.2%	4.8%
CTCP Cienco	C4G VN	9,100	NA	KKN	3,250	12.5	12.2	0.8	0.8	1.6%	1.8%	4.8%	5.2%
CTCP Lizen	LCG VN	10,950	NA	KKN	2,120	16.2	15.8	0.8	0.7	2.2%	2.5%	5.2%	5.4%
CTCP Fecon	FCN VN	16,200	NA	KKN	2,650	40.1	38.2	0.7	0.6	0.2%	1.6%	0.9%	2.2%
CTCP Cotecccons	CTD VN	95,000	NA	KKN	9,480	22.1	18.1	1.0	0.9	0.9%	1.4%	1.2%	1.9%
Trung bình					5,998	19.7	18.3	0.9	0.8	1.6%	2.3%	4.1%	4.8%
Doanh nghiệp nguyên vật liệu													
CTCP Tập đoàn Hoà Phát	HPG VN	27,700	33,500	KHÁ QUAN	177,880	12.4	9.9	1.6	1.5	5.40%	7.60%	10.20%	14.50%
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	17,900	24,800	KHÁ QUAN	11,991	14.2	12.8	1.3	1.2	2.60%	3.40%	4.70%	7.20%
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	14,400	24,600	KHÁ QUAN	6,400	15.1	14.1	1.1	1.0	3.60%	5.20%	9.50%	10.30%
CTCP Ông thép Việt-Đức	VGS VN	30,500	N/A	KKN	1,700	29.3	27.5	1.9	1.7	2.40%	4.20%	4.1%	5.50%
CTCP Tôn Đông Á	GDA VN	24,500	N/A	KKN	2,800	7.3	6.5	0.9	0.8	5.40%	6.20%	7.1%	8.50%
CTCP Khoáng sản và XD Bình Dương	KSB VN	20,000	N/A	KKN	2,300	17.4	16.5	0.8	0.7	1.2%	1.7%	2.3%	2.6%
CTCP Đá Hoá An	DHA VN	41,200	N/A	KKN	610	16.4	15.6	1.4	1.3	11.1%	12.3%	12.5%	13.1%
CTCP VLXD Biên Hoà	VLB VN	44,500	N/A	KKN	2,100	16.1	15.5	3.1	2.8	23.9%	24.5%	34.4%	35.6%
CTCP Hoá dầu Petrolimex	PLC VN	25,900	N/A	KKN	2,090	15.4	14.8	1.7	1.6	1.1%	1.3%	3.4%	3.9%
CTCP Xi măng Vicem Hà Tiên	HT1 VN	12,900	N/A	KKN	4,922	75.0	61.2	1.0	0.9	0.8%	1.5%	2.9%	3.2%
Trung bình					23,097	16.0	14.8	1.5	1.4	6.3%	7.4%	11.0%	11.2%

Nguồn: BCTC của DN, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Nguyễn Đức Hải

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Trợ lý phân tích

Nguyễn Phương Anh