

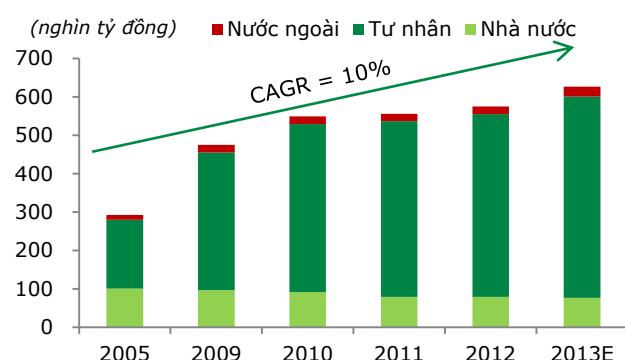
NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM

Tháng 8 năm 2014

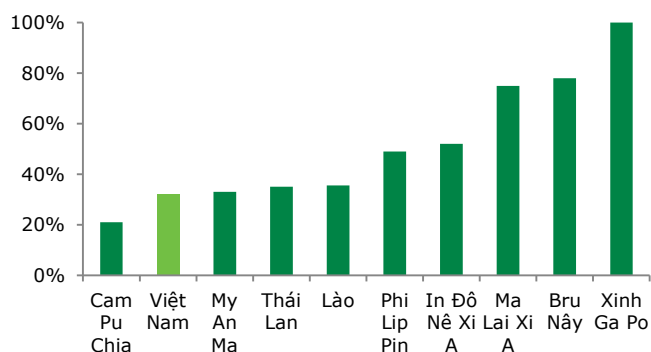
BÁO CÁO NGÀNH LẦN ĐẦU



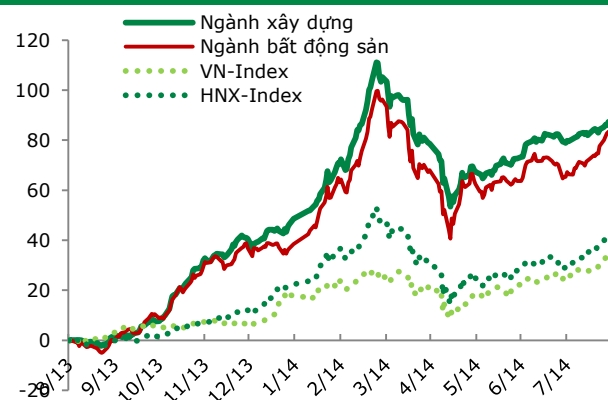
Giá trị sản xuất của ngành xây dựng



Tỷ lệ đô thị hóa của các nước Đông Nam Á



Chỉ số giá cổ phiếu ngành xây dựng



Thị trường xây dựng Việt Nam có một số lợi thế hơn so với các thị trường khác trong khu vực, nhờ chi phí xây dựng và chi phí nhân công thấp hơn. Trình độ công nghệ kỹ thuật của nhà thầu trong nước đã có sự cải thiện đáng kể so với giai đoạn trước khi hội nhập. Tuy nhiên, ngành xây dựng Việt Nam cũng còn gặp nhiều khó khăn mà cả Chính phủ và khu vực tư nhân phải cùng nhau cải thiện và khắc phục như: 1) Sự sụt giảm năng suất lao động trong những năm gần đây; 2) Hạn chế về mặt tài chính nên nhà thầu trong nước vẫn thường chỉ đảm nhận vai trò thầu phụ cho các nhà thầu quốc tế ngay tại thị trường nội địa; 3) Nhiều vật liệu, thiết bị máy móc xây dựng phải phụ thuộc vào nhập khẩu; 4) Việt Nam đang thiếu hụt vốn đầu tư cơ sở hạ tầng và khu vực tư nhân chưa hào hứng tham gia vào phân khúc này khi chưa có khung pháp lý hoàn chỉnh cho mô hình hợp tác đầu tư công-tư (PPP); 5) Tỷ lệ nợ xấu còn cao sẽ làm nguồn vốn tín dụng vào ngành xây dựng thận trọng hơn.

Triển vọng ngắn hạn: Điều kiện kinh tế vĩ mô được cải thiện giúp duy trì nhu cầu đầu tư vào nhà xưởng-công nghiệp-kho chứa và thị trường bất động sản đã dần ấm lên mặc dù vẫn còn nhiều khó khăn. Những nỗ lực của Chính phủ nhằm khôi phục sản xuất kinh doanh và thu hút đầu tư sẽ kích thích giá trị ngành xây dựng 2014 tăng trưởng khả quan hơn năm trước. Lãi suất cho vay giảm và giá vật liệu xây dựng ổn định sẽ giúp các nhà thầu cải thiện biên lợi nhuận. Những doanh nghiệp có uy tín về tiến độ thi công, chất lượng xây dựng tốt, tình hình tài chính lành mạnh sẽ tiếp tục ký kết được nhiều hợp đồng.

Triển vọng dài hạn: Chúng tôi kì vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi khi nợ xấu dần dần được giải quyết và hàng tồn kho tiếp tục giảm sẽ khuyến khích chủ đầu tư mạnh dạn triển khai các dự án mới. Các chính sách của Chính phủ nhằm tăng cường thu hút vốn đầu tư cho các dự án phát triển cơ sở hạ tầng quy mô lớn từ nay đến 2020 giúp cơ sở hạ tầng Việt Nam cải thiện hơn. Nguồn vốn huy động cho ngành từ khu vực tư nhân được gia tăng khi khung pháp lý cho mô hình hợp tác đầu tư công-tư (PPP) được hoàn thiện và kỳ vọng đàm phán TPP kết thúc trong thời gian tới giúp tăng giá trị xây dựng trong lĩnh vực hạ tầng và công nghiệp. Bên cạnh đó, tỷ lệ đô thị hóa vẫn còn thấp cùng với tốc độ tăng trưởng dân số 1,2%-1,5% mỗi năm sẽ tạo động lực cho ngành xây dựng Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng trong dài hạn.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

NỘI DUNG

NGÀNH XÂY DỰNG THẾ GIỚI3

NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM.....8

 CÁC ĐẶC ĐIỂM CHÍNH CỦA NGÀNH.....8

 NHÂN TỔ TÁC ĐỘNG ĐẾN LỰC CẦU 12

 NHÂN TỔ TÁC ĐỘNG ĐẾN NGUỒN CUNG 14

 KHUNG PHÁP LÝ..... 17

TRIỂN VỌNG NGÀNH 18

KẾT LUẬN25

CỔ PHIẾU NGÀNH XÂY DỰNG ĐANG NIÊM YẾT.....26

NGÀNH XÂY DỰNG THẾ GIỚI

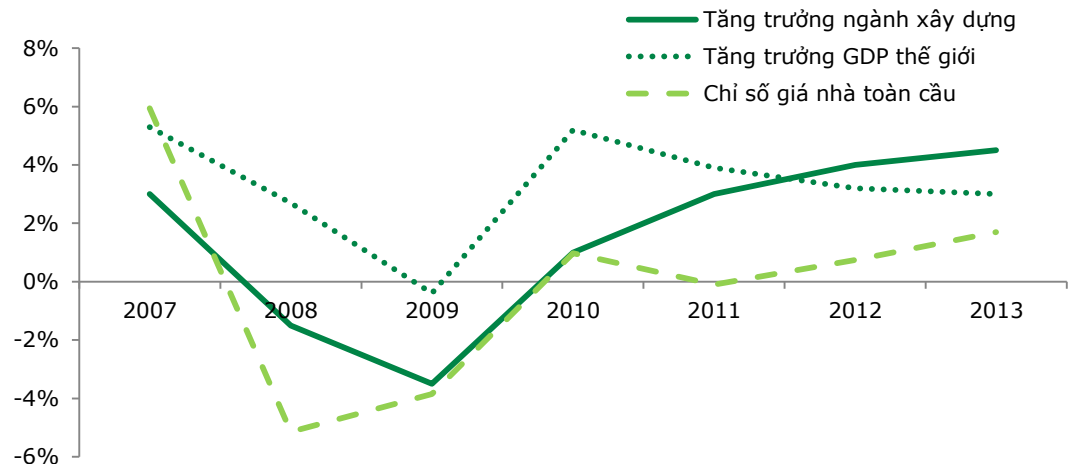
Ngành xây dựng thế giới biến động cùng chiều với tăng trưởng kinh tế.

Ngành xây dựng đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Theo báo cáo "The Global Construction 2025" ước tính giá trị sản xuất ngành xây dựng toàn cầu đạt khoảng 9 nghìn tỷ USD chiếm khoảng 12% GDP toàn cầu năm 2013.

Giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2009, tăng trưởng ngành xây dựng thế giới sụt giảm theo đà sụt giảm của nền kinh tế toàn cầu và tăng trở lại khi kinh tế thế giới lấy lại đà tăng trở lại vào năm 2010.

Trong hai năm gần đây, ngành xây dựng cho thấy tốc độ tăng trưởng nhanh hơn tăng trưởng kinh tế thế giới do sự đóng góp chủ yếu của khu vực Châu Á. Điển hình là năm 2013 ngành xây dựng tăng trưởng 4,5% trong khi nền kinh tế thế giới tăng 3,0%.

Tăng trưởng ngành xây dựng, GDP và chỉ số giá nhà toàn cầu



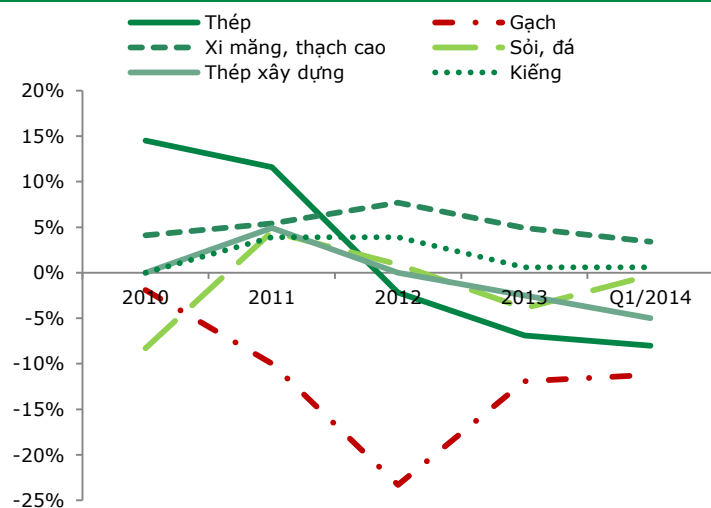
Nguồn: IMF, Báo cáo Global construction trends & forecasts 2013

Chi phí xây dựng trực tiếp giảm trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2013 và dự báo sẽ ổn định trong vài năm tới.

Giá vật liệu xây dựng thế giới được dự báo sẽ tăng chậm trong vài năm tới do hàng tồn kho còn cao. Trong năm 2010 và 2011, giá vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, gạch, sỏi, đá, kiếng xây dựng tăng cao. Tuy nhiên, từ giữa năm 2012, giá cả vật liệu xây dựng bắt đầu giảm và tiếp tục đi ngang cho đến nay. Chi phí máy móc và thiết bị cũng tương đối ổn định do nhiều nhà máy vẫn hoạt động dưới công suất khá nhiều. Chi phí nhân công và năng lượng có tăng nhưng chưa đủ làm tăng chi phí xây dựng trong ngắn hạn.

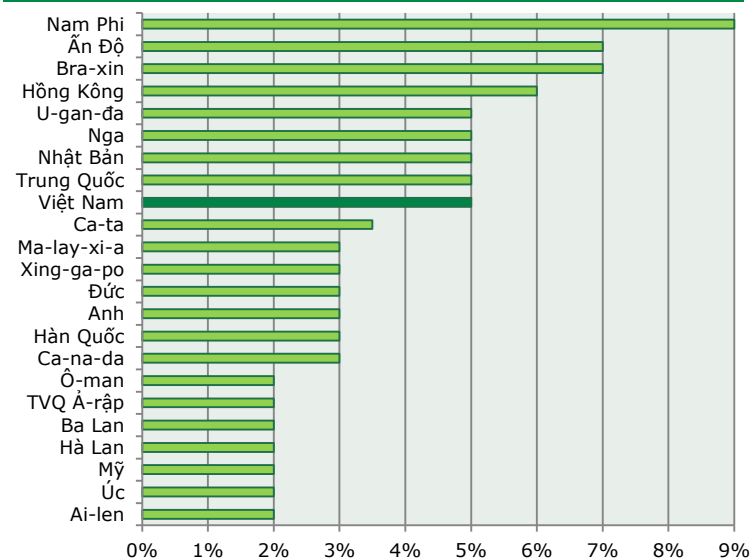
Turner & Townsend (một trong những công ty hàng đầu thế giới về tư vấn quản lý dự án bất động sản và xây dựng) dự báo chi phí xây dựng bình quân tại hầu hết các thị trường sẽ tăng trưởng nhẹ ở mức 2%-5% trong năm 2014, chủ yếu do lạm phát và biến động tỷ giá.

Chỉ số giá vật liệu xây dựng thế giới (năm gốc 2009)



Nguồn: VPBS tổng hợp

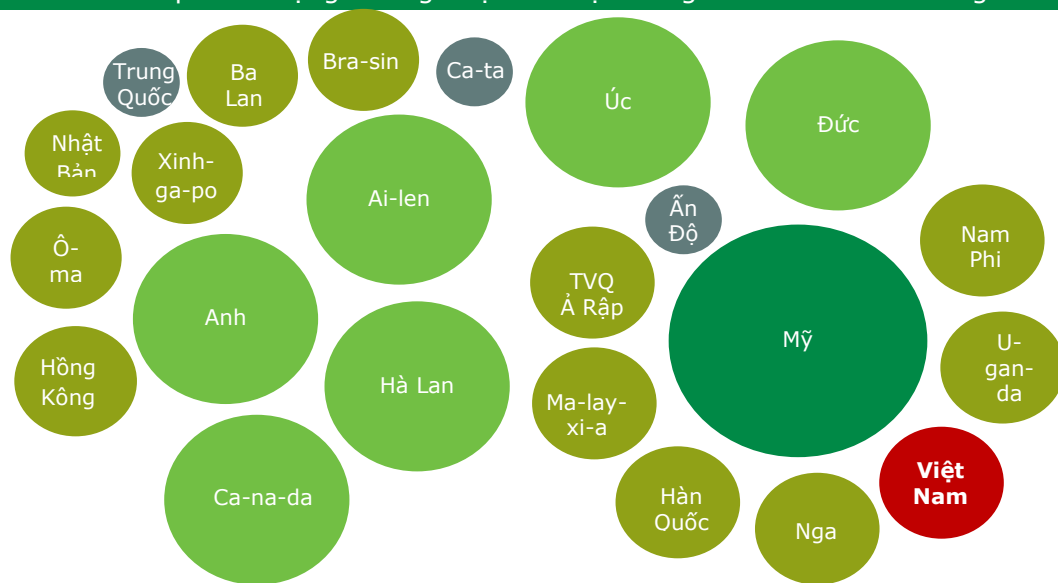
Mức tăng chi phí xây dựng một số nước năm 2013



Nguồn: Turner & Townsend 2013

Chi phí lao động trong ngành xây dựng tại các nền kinh tế phát triển thay đổi rất ít kể từ khi cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, và dự kiến vẫn tiếp tục ổn định trong vài năm tới do mặt bằng tương đối cao so với các quốc gia khác, đặc biệt là tại Mỹ. Trong khi đó, chi phí lao động tại các nước đang phát triển như Trung Quốc, Ấn Độ, Nam Phi và Việt Nam sẽ tăng cao hơn do có mặt bằng thấp hơn.

So sánh chi phí lao động theo giờ tại các thị trường khác nhau trên thế giới



Nguồn: Turner & Townsend 2013 (vòng tròn nhỏ hơn tương ứng chi phí thấp hơn)

Tỷ suất lợi nhuận mảng xây dựng dân dụng sụt giảm liên tục trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2012 do giá đấu thầu giảm và đang có dấu hiệu hồi phục nhẹ trở lại.

Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 đã tác động mạnh đến tỷ suất lợi nhuận của các nhà thầu phân khúc xây dựng dân dụng. Điều này thể hiện qua chỉ số giá đấu thầu mảng này (tại các nước phát triển) liên tục giảm trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2010, và đã tăng nhẹ trở lại trong năm 2013 nhờ kinh tế thế giới có sự cải thiện. Trong khi đó, chỉ số giá đấu thầu đối với phân khúc xây dựng hạ tầng không bị ảnh hưởng nhiều và vẫn duy trì mức tăng trung bình 2% mỗi năm. Sang năm 2014, Turner & Townsend dự báo giá đấu thầu ở các phân khúc sẽ tiếp tục hồi phục nhẹ.

Chỉ số giá đấu thầu toàn cầu theo phân khúc xây dựng		
Năm	Xây dựng dân dụng	Cơ sở hạ tầng
2008	-1,0%	2,0%
2009	-8,0%	0,0%
2010	-3,0%	1,0%
2011	1,0%	2,0%
2012	-0,4%	2,2%
2013	1,2%	3,1%
2014F	2,5%	3,7%

Nguồn: Turner & Townsend 2013

Tùy theo tình hình kinh tế của mỗi nước và cung cầu sản phẩm trên thị trường mà mức lợi nhuận của chủ thầu sẽ khác nhau. Theo nghiên cứu thị trường của Turner & Townsend trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2013, mức lợi nhuận bình quân của phân khúc xây dựng cao ốc văn phòng tại hầu hết các thị trường khảo sát đều đi ngang hoặc giảm nhẹ, nhưng tại thị trường Đức, Nga và Việt Nam có sự sụt giảm khá mạnh. Sự sụt giảm tại Đức do kinh tế Châu Âu sụt giảm mạnh và liên tiếp từ năm 2012 đến năm 2013. Trong khi tại Việt Nam là tình trạng cung vượt cầu của phân khúc văn phòng và nợ xấu bất động sản tăng cao. Tại Ấn Độ, năm 2012 nhu cầu văn phòng cho thuê tại bảy thành phố lớn của nước này đột nhiên tăng cao (trong đó: Mumbai tăng 117%, Bangalore tăng 67%) đã làm lợi nhuận của các nhà thầu phân khúc này tăng mạnh theo.

Kết quả đánh giá gần đây cho thấy thị trường xây dựng thế giới đã khởi sắc trở lại. Nhìn chung mức giá đấu thầu đang hồi phục nhẹ trong năm 2013 và 2014 nhưng chưa thể tăng trở lại mức giá trước khủng hoảng trong ngắn hạn. Trong hai phần ba thị trường được khảo sát, mức độ cạnh tranh trong hồ sơ dự thầu ở mức khá cao do khối lượng công việc còn ít; một phần ba thị trường còn lại có mức cạnh tranh vừa phải.

Biên lợi nhuận lĩnh vực xây dựng văn phòng

Năm	2011	2012	2013
Đức	14%	12%	5%
Việt Nam	10%	5%	5%
Nga	15%	10%	□10%
Ấn Độ	7%	16%	16%
Úc	4%	3%	4%
Ca-na-da	3%	3%	2%
Anh	4%	4%	4%
Hà Lan	5%	5%	5%
Ma-lai-xi-a	8%	8%	8%
Trung Quốc	6%	6%	6%
Nhật Bản	7%	7%	6%
Xinh-ga-po	8%	8%	8%
Tiểu vương quốc Ả-Rập	7%	7%	8%
Ai-len	1%	1%	2%
Mỹ	3%	4%	4%
Hàn Quốc	2%	3%	3%

Nguồn: Turner & Townsend 2013

Mức độ cạnh tranh đầu thầu tại một số nước

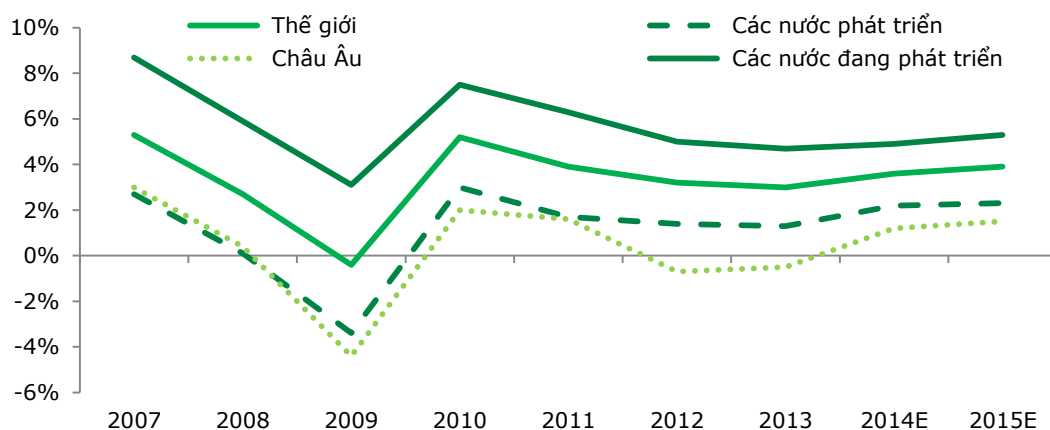
Cạnh tranh khốc liệt	Cạnh tranh cao	Cạnh tranh vừa phải
Mức lợi nhuận thấp	Mức LN trung bình	Mức lợi nhuận tốt
Ai-len	Úc	Ấn Độ
Hà Lan	Ca-na-da	Hồng Kông
Hàn Quốc	Trung Quốc	Nhật Bản
	Đức	Ba Lan
	Ma-lai-xi-a	Nga
	Ô-man	Ca-ta
	Xinh-ga-po	Bra-xin
	Nam Phi	
	Tiểu vương quốc Ả-rập	
	U-gan-đa	
	Anh	
	Mỹ	
	Việt Nam	

Nguồn: Turner & Townsend 2013

Ngành xây dựng thế giới dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 4% trong năm 2014 cùng với sự phát triển của nền kinh tế.

Báo cáo World Economic Outlook (WEO) của IMF vào tháng 4 năm 2014 dự báo kinh tế thế giới sẽ đạt mức tăng trưởng 3,6% trong năm nay, so với mức 3% của năm 2013. Kết quả khảo sát gần đây của Turner & Townsend cũng cho thấy nhiều dự án bị hoãn trong các năm trước đang được tái khởi động, góp phần cho sự tăng trưởng của ngành xây dựng.

Dự báo tăng trưởng kinh tế



Nguồn: WEO T4/2014

Khảo sát thị trường của Turner & Townsend thực hiện đối với 23 quốc gia tại các châu lục khác nhau cho thấy thị trường xây dựng năm 2014 của 13 quốc gia sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt hơn năm trước, và bốn thị trường tiếp tục duy trì ổn định (trong đó có Việt Nam).

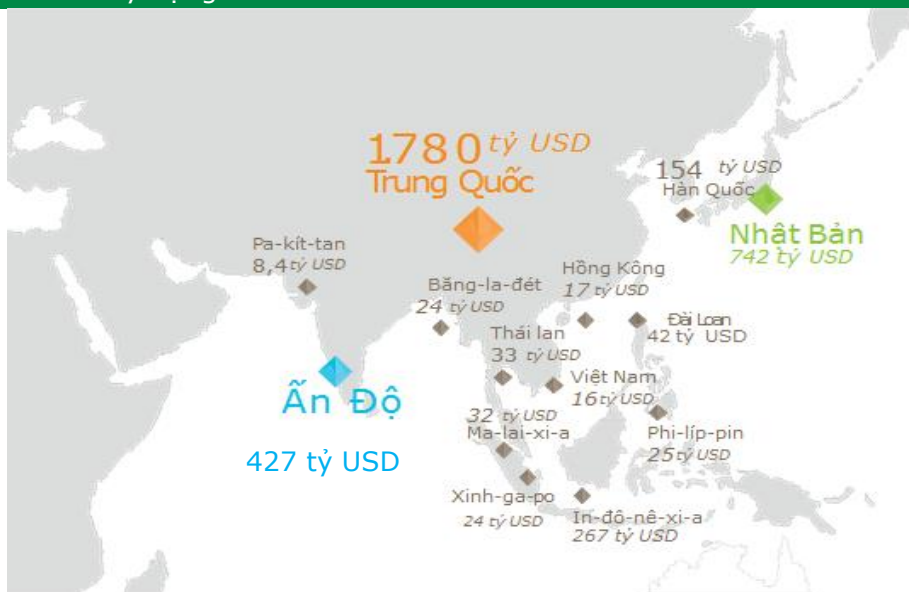
Nhóm tăng chậm lại	Nhóm duy trì ổn định	Nhóm tăng trưởng tốt hơn	
Trung Quốc	Úc	Bra-xin	Nga
Ấn Độ	Hồng Kông	Ca-na-đa	Xinh-ga-po
Hà Lan	Ai-len	Đức	Tiểu vương quốc Ả-rập
Phần Lan	Việt Nam	Nhật Bản	U-gan-đa
Nam Phi		Ma-lai-xi-a	Anh
Hàn Quốc		Ô-man	Mỹ
		Ca-ta	

Nguồn: Turner & Townsend 2013

Thị trường xây dựng Châu Á là thị trường lớn nhất.

Theo đánh giá của tổ chức IHS Global, Châu Á hiện chiếm trên 40% GDP toàn cầu và là khu vực phát triển nhanh nhất trên thế giới. Theo đó, thị trường xây dựng Châu Á cũng là thị trường lớn nhất, chiếm 44% tổng chi tiêu xây dựng toàn cầu năm 2013 (năm 2012 chiếm 40%), và có mức tăng 28% so với năm 2012. Trung Quốc, Nhật Bản và In-đô-nê-xi-a là những quốc gia tăng chi tiêu xây dựng nhiều nhất tại khu vực Châu Á. Chi tiêu xây dựng của Trung Quốc đạt gần 1.780 tỷ USD vào năm 2013, tăng 43% so với năm trước, trở thành thị trường lớn nhất trên thế giới, lớn hơn cả Hoa Kỳ và Nhật Bản.

Chi tiêu xây dựng của các nước năm 2013



Nguồn: IHS Global Insight 2013

Trọng tâm chi tiêu đầu tư xây dựng tại khu vực Châu Á là thuộc lĩnh vực cơ sở hạ tầng (chiếm 37%), tiếp theo là lĩnh vực nhà ở (chiếm 34%), và công trình không để ở (chiếm 29%). Tổ chức IHS Global Insight dự báo Trung Quốc, Ấn Độ, Việt Nam, Băng-la-đét và In-đô-nê-xi-a sẽ có tốc độ tăng trưởng trong chi tiêu đầu tư vào xây dựng cao hơn trung bình khu vực trong các năm tới. Điều này cho thấy tiềm năng tăng trưởng trung và dài hạn của các quốc gia này.

Lĩnh vực cơ sở hạ tầng được đánh giá là lĩnh vực được đầu tư nhiều nhất và có độ mở cửa cao nhất đối với các nhà đầu tư nước ngoài trong vài năm tới. Trong khi đó lĩnh vực nhà ở cũng được đầu tư mạnh hơn so với lĩnh vực nhà không để ở.

NGÀNH XÂY DỰNG VIỆT NAM

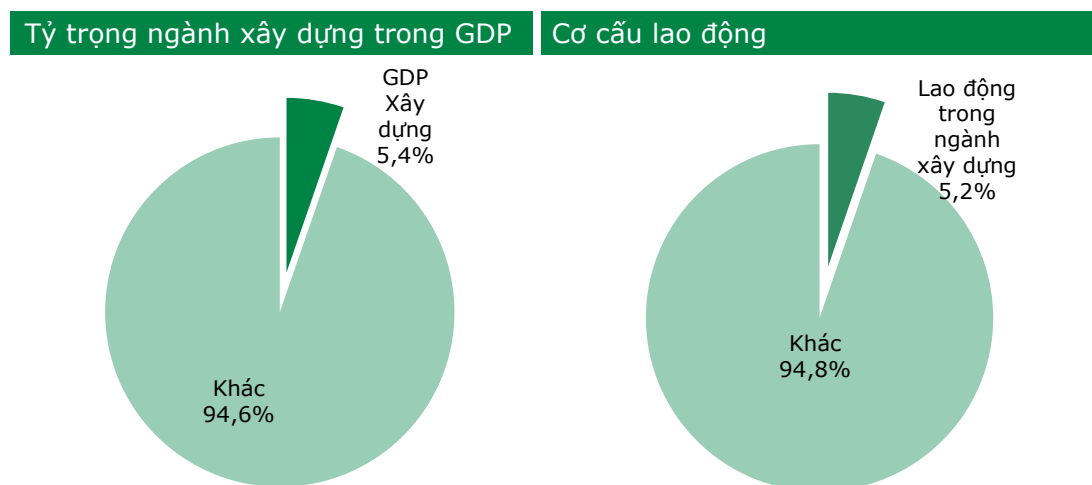
CÁC ĐẶC ĐIỂM CHÍNH CỦA NGÀNH

Ngành xây dựng đóng góp khá lớn vào tăng trưởng kinh tế.

Theo số liệu sơ bộ năm 2013 của Tổng cục Thống kê (GSO), ngành xây dựng đã trực tiếp và gián tiếp tạo việc làm cho trên 3,4 triệu lao động (chiếm 5,2% lực lượng lao động cả nước); và đóng góp 5,4% vào tổng sản phẩm nội địa (GDP), đứng thứ năm (sau ngành nông nghiệp, sản xuất, thương mại và khoáng sản).

Giá trị sản xuất ngành xây dựng tăng trưởng liên tục.

Theo số liệu của Tổng cục thống kê (GSO), giá trị sản xuất ngành xây dựng đạt 770,4 nghìn tỷ đồng (36,6 tỷ USD) trong năm 2013, ghi nhận tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2013 là 10%.



Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

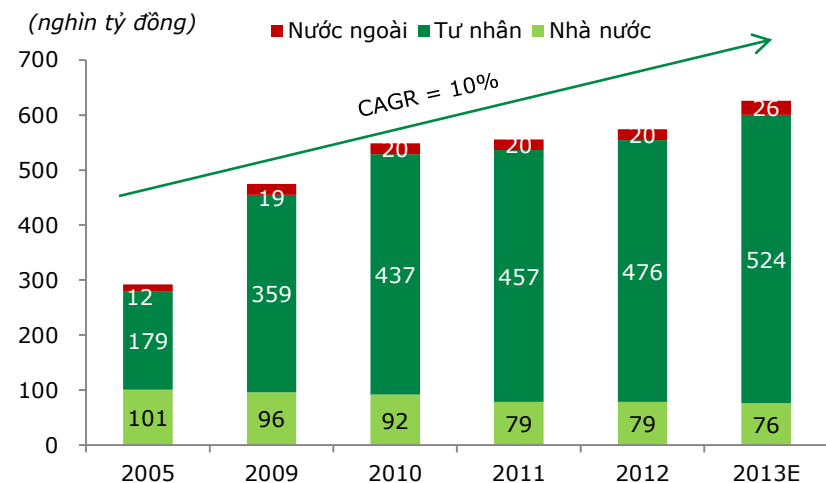
Khu vực tư nhân đóng vai trò chủ yếu thúc đẩy tăng trưởng của ngành.

Khu vực tư nhân chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá trị sản xuất ngành xây dựng với mức 84% trong năm 2013. Do khu vực tư nhân không chỉ đầu tư xây dựng ở phân khúc xây dựng dân dụng mà còn tham gia vào phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng thông qua hình thức hợp đồng xây dựng - chuyển giao (BT), hoặc xây dựng - kinh doanh - chuyển giao (BOT). Ngoài ra, trong những năm mà thị trường bất động sản sụt giảm và kinh tế thế giới gặp khó khăn thì khu vực tư nhân và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài vẫn được khuyến khích đầu tư vào cơ sở hạ tầng và các công trình phúc lợi.

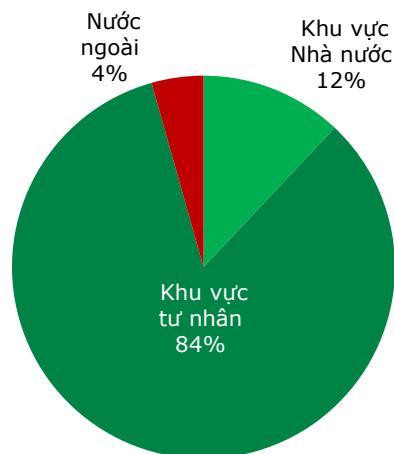
Giá trị sản xuất của khu vực Nhà nước trong giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2013 sụt giảm với tốc độ CAGR là âm 3,5%, do chính sách cắt giảm đầu tư công và thắt chặt tiền tệ của Chính phủ kể khi khủng hoảng tài chính năm 2008 và nợ công tăng. Khu vực tư nhân có sự chứng lại trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2012 do thị trường nhà ở bị đóng băng nhưng vẫn tăng trưởng đạt tốc độ CAGR là 14,4%. Khu vực nước ngoài tăng trưởng đều đặn mỗi năm với tốc độ CAGR đạt 9,7% do Nhà Nước có nhiều chính sách ưu đãi cho khu vực này.

Giá trị sản xuất của ngành xây dựng

Cơ cấu giá trị sản xuất xây dựng theo thành phần kinh tế năm 2013



Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

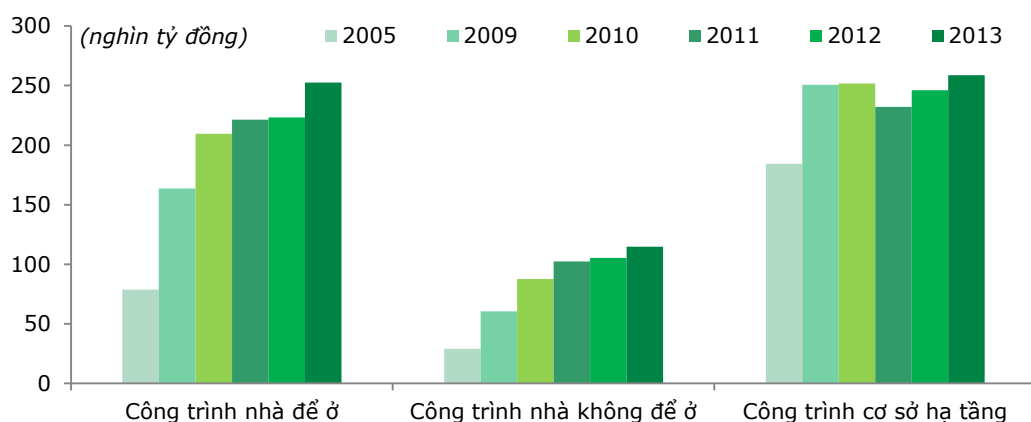


Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

Giá trị sản xuất trong lĩnh vực hạ tầng và dân dụng chiếm tỷ trọng lớn.

Lĩnh vực nhà ở có sự tăng trưởng mạnh mẽ, với tỷ trọng đóng góp trong giá trị sản xuất xây dựng tăng từ mức 27% năm 2005 lên mức 40% trong năm 2013, do khu vực tư nhân đẩy mạnh đầu tư vào phân khúc này. Lĩnh vực cơ sở hạ tầng chiếm tỷ trọng cao nhất với 63% năm 2005 nhưng hầu như không có sự tăng trưởng đáng kể khi khu vực Nhà Nước giảm đầu tư công nên tỷ trọng giảm còn 41% trong năm 2013. Lĩnh vực công trình nhà không để ở có sự tăng trưởng khá ổn định và hiện chiếm tỷ trọng 18,4% (năm 2005 chiếm 10%).

Giá trị sản xuất xây dựng theo công trình xây dựng

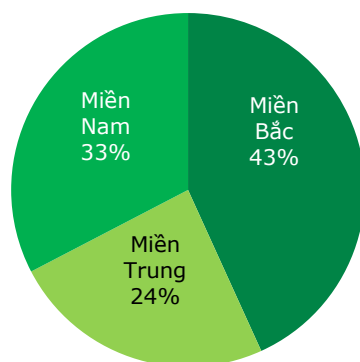


Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

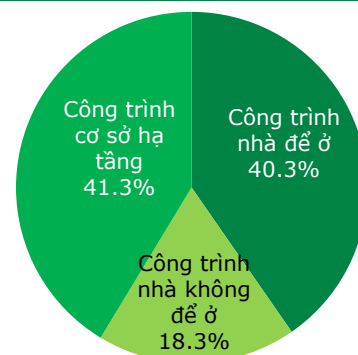
Khu vực miền Bắc được đầu tư xây dựng nhiều nhất.

Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh là hai đầu tàu kinh tế của cả nước do đó hai khu vực này thu hút được nhiều dự án đầu tư xây dựng nhất. Phân loại giá trị sản xuất theo khu vực địa lý cho thấy Miền Bắc là khu vực chiếm tỷ trọng cao nhất với 43%, tiếp theo là miền Nam đạt 33% và miền Trung đạt 24%.

Cơ cấu giá trị sản xuất xây dựng cả nước theo khu vực năm 2013



Cơ cấu giá trị sản xuất cả nước theo công trình cả nước năm 2013



Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

Trình độ công nghệ kỹ thuật đã có sự cải thiện đáng kể.

Nhìn chung, sau 25 năm hội nhập, nhà thầu trong nước đã có những bước tiến lớn về năng lực, cả về tài chính, công nghệ - kỹ thuật và nhân lực. Nhiều nhà thầu trong nước đã chứng minh điều này bằng việc thực hiện thành công các gói tổng thầu EPC lớn (bao gồm thiết kế, cung cấp thiết bị công nghệ và thi công xây dựng công trình), tạo được niềm tin cho các chủ đầu tư trong và ngoài nước.

Trong khối doanh nghiệp Nhà nước điển hình là các thương hiệu nhà thầu lớn như LICOGI, VINACONEX, COFICO, Sông Đà, đã từng bước vươn lên rất nhanh, cả trong lĩnh vực xây dựng dân dụng, công nghiệp và giao thông. Khu vực tư nhân nổi bật là CTCP Xây dựng Cotec (CTD), CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hòa Bình (HBC), Thái Sơn Group, Tasco, đã có đủ năng lực để cạnh tranh với nhà thầu quốc tế.

Lấy ví dụ trước đây để xây một chung cư chừng 15 - 20 tầng với 1 đến 2 tầng hầm thì các nhà thầu Việt Nam rất lúng túng. Nhưng bây giờ một tòa nhà 40-45 tầng, các nhà thầu Việt Nam, nhất là các nhà thầu hàng đầu trong nước như CTD, HBC, đã có thể tự thi công được những công trình này (không kể đến những dự án đòi hỏi kỹ thuật và máy móc chuyên biệt mà doanh nghiệp Việt Nam chưa có và cần phải có sự tham gia của nhà thầu nước ngoài).

Các nhà thầu trong nước trước đây không thi công được các công trình cầu đường nhưng nay đã hoàn thành được các công trình cầu lớn như: cầu Bãi Cháy, cầu Mỹ Thuận và nhiều công trình đường sắt, đường bộ, các cảng và sân bay. Đối với các công trình công nghiệp lớn như Nhà máy Xi măng Bỉm Sơn, Thủy điện Sông Đà, nhà máy nhiệt điện từ 750 - 1.200 MW, công trình lọc hóa dầu, Việt Nam đã thuê hàng nghìn chuyên gia nước ngoài sang hướng dẫn cả về quản lý, thực hành và công nghệ; từ đó từng bước đảm nhận và làm chủ công nghệ.

Nhà thầu trong nước thường chỉ đảm nhận vai trò thầu phụ cho các nhà thầu quốc tế.

Theo đánh giá của Hiệp hội Nhà thầu xây dựng Việt Nam (VACC), mặc dù nhiều dự án lớn nhà thầu trong nước có đủ khả năng đáp ứng về công nghệ kỹ thuật

nhưng do hạn chế về tài chính nên không thắng được thầu tại những dự án đòi hỏi vốn lớn. Các nhà thầu tư nhân thường có nguồn vốn hạn chế. Các nhà thầu lớn có đủ năng lực tài chính nhưng lại do Nhà nước nắm giữ phần chi phối, khiến việc sử dụng nguồn vốn cần phải được sự phê chuẩn của rất nhiều bước nên mất nhiều thời gian. Ngoài ra, một số chính sách thuế, tín dụng của Việt Nam chưa thật sự ưu đãi đối với chủ đầu tư và nhà thầu trong nước; trong khi một số nhà thầu nước ngoài được hưởng ưu đãi về xúc tiến đầu tư, chính sách thuế, chính sách tín dụng, tỷ giá ngoại tệ; đã tạo nên sự không bình đẳng trong tham gia đấu thầu.

Nhà thầu trong nước không được tham gia làm thầu chính tại các dự án ODA lớn.

Nguồn vốn ODA đang ngày càng đóng vai trò quan trọng trong phát triển cơ sở hạ tầng của Việt Nam. Tuy nhiên, nguyên tắc của các dự án ODA là quốc gia nào tài trợ thì nhà thầu của họ phải làm chủ thầu còn doanh nghiệp Việt Nam chỉ được làm thầu phụ. Đây là điều kiện ràng buộc từ đầu để được vay vốn.

Có thể điểm mặt hàng loạt các dự án đường cao tốc thời gian qua “văng mắt” các nhà thầu nội, hoặc các nhà thầu trong nước chỉ đi làm thầu phụ cho nhà thầu ngoại như: tuyến Nội Bài- Lào Cai, dự án này có 8 gói thầu xây lắp thì các nhà thầu Hàn Quốc chiếm đến 6 gói; đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng, TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây; gần như tất cả các gói thầu xây lắp chính đều do nhà thầu nước ngoài đảm nhận. Ngoài các tuyến cao tốc, nhiều dự án ODA lớn khác cũng chủ yếu do các nhà thầu quốc tế làm nhà thầu chính như: cầu Nhật Tân, Cần Thơ, Thanh Trì, nâng cao an toàn cầu đường sắt Hà Nội - TP.HCM, đường vành đai III giai đoạn 2, v.v.

Hiệu suất lao động trong ngành không có cải thiện đáng kể từ năm 2005.

Nếu tính theo giá so sánh 2010 (loại bỏ lạm phát), chúng ta có thể thấy hiệu suất lao động trong ngành xây dựng từ năm 2005 đến 2013 hầu như không biến động và có sự sụt giảm trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2012, đặc biệt là năm 2011 khi giá trị GDP xây dựng giảm nhưng số lao động tăng lên.

Năm	GDP xây dựng (giá so sánh 2010)	Lao động ngành xây dựng (nghìn người)	Năng suất lao động	Chỉ số năng suất lao động
2005	91.523	1.980	46,23	100,0%
2009	106.441	2.594	48,74	105,4%
2010	139.162	3.108	44,78	96,9%
2011	138.305	3.221	42,94	92,9%
2012	142.800	3.272	43,65	94,4%
2013	151.125	3.258	46,38	100,3%

Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

Chi phí xây dựng tại Việt Nam thấp hơn các nước trong khu vực.

Kết quả khảo sát thống kê cho các thị trường xây dựng tại Đông Nam Á của Davis Langdon & Seah, công ty hàng đầu về tư vấn chi phí trong ngành xây dựng của Xinh-ga-po, cho thấy chi phí xây dựng bình quân năm 2013 cho các loại công trình tại Việt Nam nhìn chung thấp hơn hầu hết các nước Đông Nam Á và gần tương đương với In-đô-nê-xi-a.

So sánh chi phí xây dựng tại Việt Nam và các nước trong khu vực

USD/m ²	Việt Nam	Ma-lay-xi-a	Thái lan	In-đô-nê-xi-a	Phi-líp-pin	Trung Quốc
Phân khúc căn hộ						
Căn hộ trung bình	640	510	789	680	910	703
Căn hộ cao cấp	810	1.078	1.105	940	1.225	1.763
Nhà liên phố	415	348	568	390	660	530
Biệt thự	505	1.063	947	1.020	1.355	775
Văn phòng/TTTM						
Văn phòng trung cấp	750	828	742	665	865	1.143
Văn phòng cao cấp	925	1.303	1.010	985	1.335	1.468
Trung tâm bán lẻ, trung cấp	550	755	764	570	815	858
Trung tâm bán lẻ, cao cấp	750	970	900	625	1.120	1.550
Khách sạn						
Khách sạn bình dân - 3 sao	1.150	1.530	1.262	1.200	1.275	1.183
Khách sạn trung cấp - 4 sao	1.400	2.398	1.626	1.600	1.343	2.040
Khách sạn cao cấp - 5 sao	1.775	2.665	1.830	1.700	1.635	2.610
Công nghiệp						
Nhà máy đơn tầng (kết cấu thép)	405	463	576	305	450	613
Nhà máy công nghiệp nhẹ	405	583	na	335	500	na
Khác						
Tầng hầm để xe (< 3 tầng)	630	543	663	500	525	775
Tầng để xe trên không (<4 tầng)	363	310	253	305	475	450

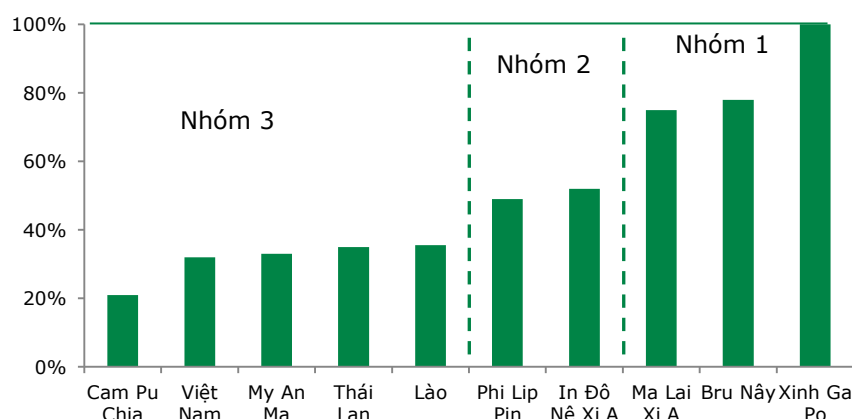
Ghi chú: Các chi phí cho mỗi mét vuông xây dựng được dựa trên tổng diện tích sàn xây dựng
 Nguồn: Davis Langdon & Seah Vietnam 2013

NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN LỰC CẦU

Nhu cầu đầu tư cho cơ sở hạ tầng

Tỷ lệ đô thị hóa vẫn còn thấp thúc đẩy Chính phủ tăng cường thu hút vốn đầu tư vào ngành. Việt Nam đang đứng thứ 9 trong 10 nước ASEAN về mức độ đô thị hóa, chỉ cao hơn Campuchia. Theo Ngân hàng Thế giới (WB), tỷ lệ đô thị hóa bình quân thế giới năm 2013 là 52%, tại Việt Nam tỷ lệ này chỉ mới đạt 33%. Mục tiêu của Việt Nam đến 2020 phấn đấu đạt 45%, vẫn thấp hơn tỷ lệ hiện tại của Phi-líp-pin (49%) và In-đô-nê-xi-a (52%). Điều này cũng đồng nghĩa với tiềm năng tăng trưởng của ngành trong tương lai là rất lớn và phụ thuộc khá nhiều vào các chính sách thu hút vốn đầu tư của Chính phủ.

Tỷ lệ đô thị hóa của các nước trong khu vực

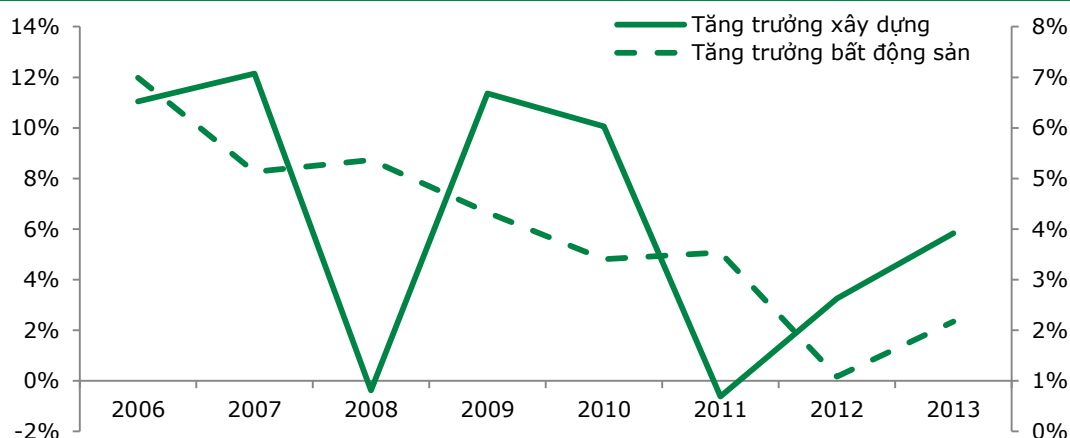


Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Nhu cầu xây dựng dân dụng thúc đẩy phát triển kinh tế

Tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng có sự tương quan cao với tình hình thị trường bất động sản cũng như sức khỏe của nền kinh tế, đầu tư công và mức tăng trưởng tín dụng. Những nhân tố này ảnh hưởng đến mức độ đầu tư vào ngành, cung cầu xây dựng và chi phí xây dựng.

Tăng trưởng GDP ngành xây dựng và bất động sản



Nguồn: GSO

Ngành bất động sản liên tục sụt giảm từ 2008 đến cuối năm 2012 đã tác động mạnh đến ngành xây dựng, đặc biệt là vào cuối năm 2008 và 2011 là những năm khởi đầu cho khủng hoảng tín dụng tại Mỹ và khủng hoảng nợ công tại khu vực Châu Âu. Chúng tôi quan sát thấy rằng tăng trưởng ngành xây dựng thường bị ảnh hưởng ngay lập tức khi có dấu hiệu bất ổn hoặc hồi phục của nền kinh tế, sau đó mới đến ngành bất động sản (có độ trễ thường là 6 tháng đến 1 năm).

Chúng ta có thể thấy mức độ ảnh hưởng của thị trường bất động sản qua diễn biến của ngành xây dựng giai đoạn 2006 đến nay:

Giai đoạn (năm)	Nhân tố tác động đến ngành
2006 và 2007 tăng trưởng mạnh 11%-12%	Giá cả nhà đất, căn hộ tăng mạnh thúc đẩy nhu cầu xây dựng nhà ở, chung cư tăng cao. Trong giai đoạn này khu vực Nhà nước, tư nhân, nước ngoài đều tăng đầu tư vào lĩnh vực này. Tăng trưởng tín dụng giai đoạn này rất cao đạt 25% (năm 2006) và 49% (năm 2007) đã góp phần tăng trưởng ngành xây dựng.
2008 sụt giảm -0,4%	Khủng hoảng tín dụng tại Mỹ cuối năm 2007 dẫn đến nhu cầu đầu tư vào tài sản cố định sụt giảm mạnh, đặc biệt là khu vực nước ngoài và tư nhân. Tín dụng ngưng trệ làm giá trị ngành giảm theo.
2009 tăng trưởng 1,4%	Khu vực tư nhân và nước ngoài đẩy mạnh đầu tư trở lại với kì vọng nền kinh tế sẽ hồi phục trở lại trong năm 2009. Khu vực Nhà nước cũng tăng cường đầu tư nhằm khôi phục nền kinh tế. Nhiều công trình trọng điểm đã được Chính phủ tập trung chỉ đạo quyết liệt, đẩy nhanh tiến độ.
2010 tăng trưởng 0,1%	Từ giữa năm 2010, khủng hoảng Châu Âu bắt đầu lan rộng, rủi ro đầu tư tăng. Chính phủ thực hiện một loạt biện pháp nhằm ổn định kinh tế, kiểm chế lạm phát, cắt giảm đầu tư công (thu hẹp cung tiền M2) và tăng lãi suất. Tuy nhiên, khu vực tư nhân vẫn tiếp tục đầu tư trong bối cảnh lãi suất tăng cao.

2011 sụt giảm 0,6%	Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh cắt giảm đầu tư công. Thị trường bất động sản sụt giảm mạnh, lãi suất cao, giá vật liệu xây dựng năm 2011 tăng mạnh (chủ yếu là xi măng, đá, kính) làm cho chi phí xây dựng tăng. Khó khăn chồng chất dẫn đến việc nhiều chủ đầu tư dừng triển khai dự án mới, các dự án đang triển khai cũng tạm thời phải dừng lại.
2012 tăng nhẹ 3,3%	Thị trường bất động sản vẫn trầm lắng, nhiều dự án tiếp tục phải dừng thi công hoặc giãn tiến độ. Chính phủ vẫn tiếp tục thắt chặt đầu tư công, lãi suất bắt đầu được điều chỉnh giảm nhưng các doanh nghiệp xây dựng vẫn gặp khó khăn trong tiếp cận vốn vay để thi công các công trình trong khi chủ đầu tư lại chậm trễ trong thanh toán cho nhà thầu xây dựng.
2013 tăng trưởng 5,8%	Năm 2013, ngành xây dựng Việt Nam đã có những dấu hiệu hồi phục với tốc độ vừa phải. Lãi suất tiếp tục giảm mạnh, nhiều gói tín dụng hỗ trợ cho thị trường bất động sản được công bố, Công ty Quản lý tài sản (VAMC) được thành lập hứa hẹn sẽ cải thiện tình hình nợ xấu. Đầu tư của khu vực nước ngoài tăng mạnh, khu vực tư nhân cũng tăng cao trong khi khu vực Nhà nước vẫn tiếp tục sụt giảm.
6T2014 tăng trưởng 4,6%	Khu vực nước ngoài tiếp tục tăng mạnh, điển hình là vốn FDI trong 6 tháng đầu năm đăng ký vào ngành xây dựng tăng 120% so với cùng kì năm trước, chủ yếu là vào đầu tư mở rộng nhà máy, điển hình dự án nhà máy 1 tỷ USD của Samsung. Bên cạnh đó, vốn FDI vào bất động sản cũng tăng 64% so với cùng kì cho thấy khu vực này bắt đầu đầu tư trở lại với kì vọng thị trường bất động sản sẽ khởi sắc hơn trong thời gian tới. Tuy nhiên, tín dụng trong 6 tháng năm 2014 chỉ tăng 2,3% cho thấy khu vực tư nhân chưa đẩy mạnh triển khai các dự án mới, chủ yếu là hoàn thành các dự án tạm hoãn của các năm trước. Khu vực Nhà Nước vẫn tiếp tục giảm đầu tư xây dựng.

NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN NGUỒN CUNG

Yếu tố vốn

Việt Nam đang thiếu hụt vốn đầu tư cơ sở hạ tầng do khu vực tư nhân chưa hào hứng tham gia vào phân khúc này.

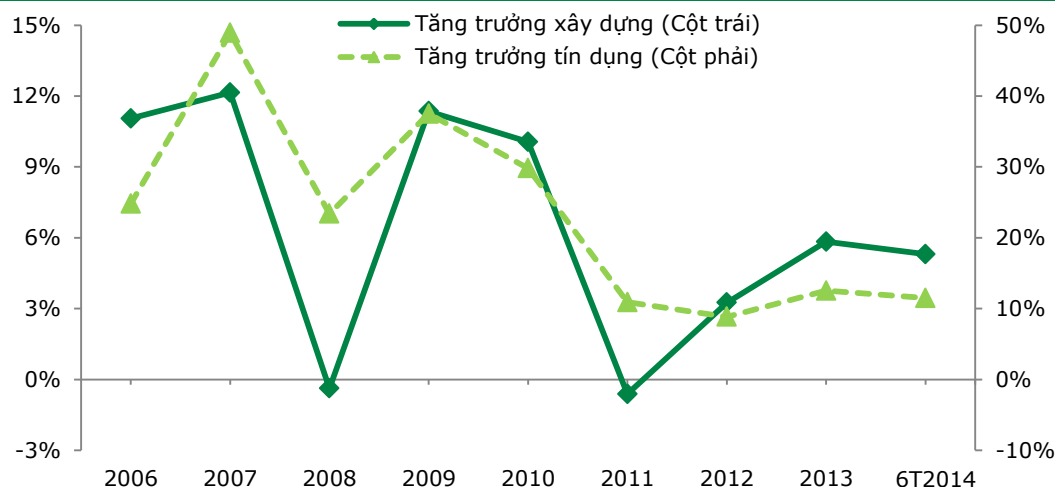
Ngân hàng Thế giới (WB) vừa công bố báo cáo "Đánh giá khung tài trợ cho cơ sở hạ tầng địa phương tại Việt Nam". Với mục tiêu GDP đạt 300 tỷ USD đến năm 2020 và vốn cho phát triển cơ sở hạ tầng nên chiếm 10%-11% GDP, thì ước tính mỗi năm Việt Nam cần khoảng 30 tỷ USD để đầu tư vào cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội. Báo cáo cũng cho biết, các nguồn vốn như ngân sách Nhà nước, doanh nghiệp Nhà nước, vốn ODA, trái phiếu Chính phủ chỉ có thể đáp ứng 50%-60% nhu cầu vốn cho cơ sở hạ tầng. Bên cạnh đó, những nguồn vốn này thường bị hạn chế bởi mức trần thâm hụt ngân sách và giới hạn nợ công quốc gia.

Do đó, Chính phủ đang nỗ lực tạo môi trường thuận lợi nhằm thu hút vốn của khu vực tư nhân tham gia hơn nữa vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Trong các mô hình thu hút vốn đầu tư hiện nay, mô hình hợp tác đầu tư công tư (PPP) được xem là đòn bẩy đối với các nguồn lực tài chính và chuyên môn từ khu vực tư nhân nhằm cải thiện chất lượng và mở rộng độ bao phủ của các dịch vụ cơ sở hạ tầng. Một số hình thức của PPP đã được áp dụng tại Việt Nam (như BT, BOT, BTO) từ 2005. Tuy nhiên, cho đến nay Chính phủ chỉ dừng lại ở việc ban hành quy chế thí điểm thực hiện PPP. Nghị định về PPP hiện vẫn đang trong giai đoạn dự thảo, sau khi có nghị định phải chờ thông tư hướng dẫn cụ thể. Nhiều khả năng sang 2015 mới có khung pháp lý chính thức về hình thức đầu tư này.

Nguồn vốn tín dụng vào ngành xây dựng thận trọng hơn.

Nguồn vốn vay thường chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu vốn của dự án xây dựng hạ tầng, dân dụng và công nghiệp. Do đó, các chính sách thắt chặt tín dụng (tăng lãi suất, tăng dự trữ bắt buộc) của Chính phủ tác động rất lớn đến tăng trưởng của ngành xây dựng. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu còn cao sẽ làm nguồn vốn tín dụng vào ngành xây dựng thận trọng hơn.

Tăng trưởng GDP ngành xây dựng và tăng trưởng tín dụng

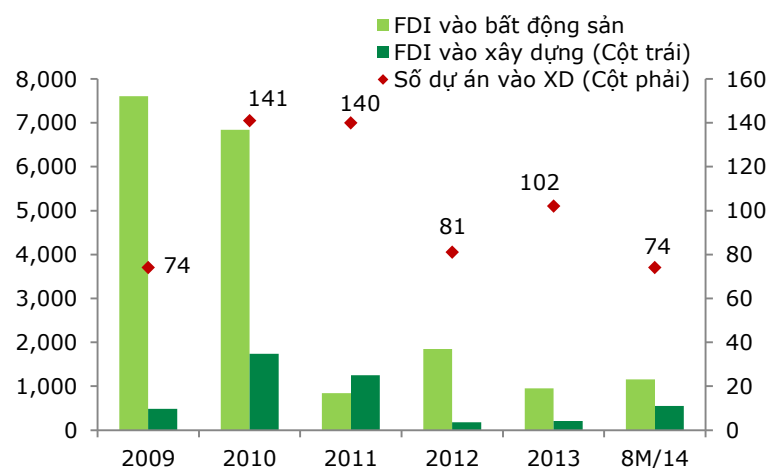


Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Tổng cục thống kê (GSO)

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào ngành xây dựng và bất động sản đang tăng trở lại.

Nhà đầu tư nước ngoài đang quan tâm trở lại đối với thị trường xây dựng Việt Nam sau giai đoạn sụt giảm từ năm 2011 đến năm 2013. Trong 8 tháng đầu năm 2014, lượng vốn FDI đăng ký mới vào ngành xây dựng đạt 553 triệu USD, tăng 330% so với cùng kỳ năm 2013.

Vốn FDI vào ngành bất động sản và xây dựng (triệu USD)



Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

10 đối tác nước ngoài đầu tư tại Việt nam lũy kế đến ngày 20/8/2014

Đối tác đầu tư	Số dự án	Tổng vốn đăng ký (triệu USD)
Nhật Bản	2.381	36.202
Hàn Quốc	3.930	32.845
Xinh-ga-po	1.300	30.805
Đài Loan	2.325	27.907
Vương quốc Anh	541	17.727
Hồng Kông	838	13.633
Hoa Kỳ	703	10.736
Ma-lai-xi-a	470	10.596
Trung Quốc	1.056	7.884
Thái Lan	361	6.527

Nguồn: Bộ Kế Hoạch Và Đầu Tư

Yếu tố chi phí

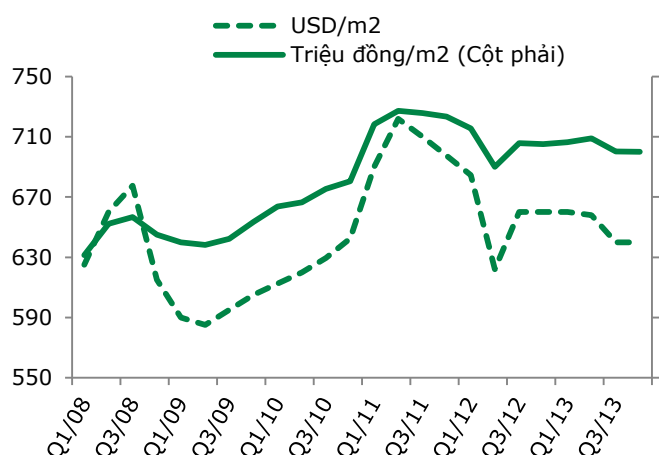
Chi phí xây dựng tại Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2013 tăng bình quân 5% mỗi năm và sẽ duy trì đà tăng trong những năm tới.

Theo thống kê của Davis Langdon & Seah, nếu tính theo đơn vị USD, chi phí xây dựng bình quân của phân khúc nhà ở (căn hộ trung cấp) tăng từ 625 USD/m² năm 2008 lên mức 640 USD/m² thời điểm cuối năm 2013. Nếu tính theo Việt Nam đồng thì chi phí xây dựng tăng 5% mỗi năm; trong đó năm 2011 tăng cao nhất chủ yếu do điều chỉnh tỷ giá làm tăng chi phí đầu vào như giá vật liệu xây dựng.

Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, theo số liệu của Sở xây dựng Hà Nội, hầu hết chi phí vật liệu xây dựng đều tăng, và có sự biến động mạnh trong năm 2011 và 2012. Tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 3% đối với giá thép xây dựng, cát tăng 6%, đá xây dựng tăng 10%, xi măng tăng 6%.

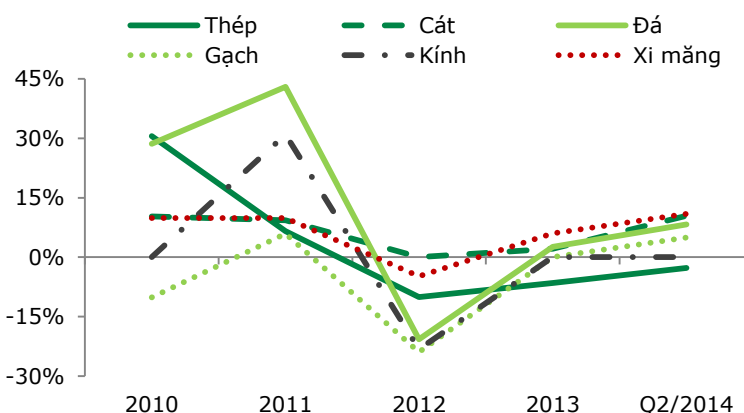
Turner & Townsend dự báo chi phí xây dựng bình quân tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng khoảng 5% trong năm 2014, chủ yếu do lạm phát và biến động tỷ giá.

Chi phí xây dựng căn hộ trung cấp theo quý



Nguồn: Davis Langdon & Seah Vietnam

Chỉ số giá các vật liệu xây dựng chủ yếu



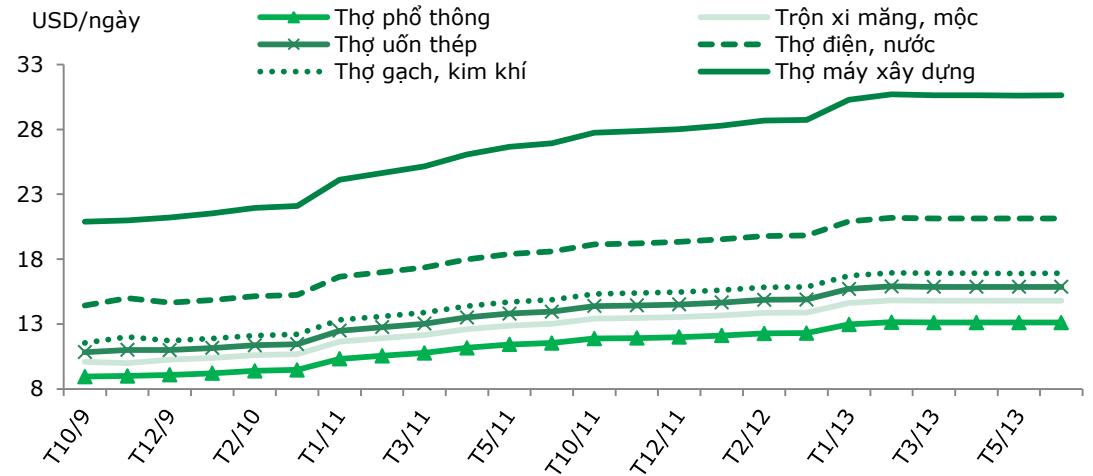
Nguồn: Sở xây dựng Hà Nội, VPBS tính toán

Yếu tố lợi nhuận

Tỷ suất lợi nhuận giảm do các chi phí đều tăng nhanh hơn mức tăng giá thầu.

Chi phí nguyên vật liệu tăng 5% trong khi mức giá chào thầu không tăng tương ứng và chỉ ở mức tăng 2%-3%. Mặc dù sự biến động giá nguyên vật liệu được hạn chế phần nào thông qua các điều khoản trượt giá trong hợp đồng, nhưng mức dao động này chỉ thường khoảng từ 3% đến 5%. Bên cạnh đó, tiền công trung bình hàng ngày đối với nhân công trong khu vực tư nhân tăng 10% mỗi năm từ năm 2009. Điều này lý giải cho tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng giảm đi trong thời gian vừa qua.

Chi phí nhân công theo ngày của ngành xây dựng



Nguồn: Davis Langdon & Seah Vietnam

KHUNG PHÁP LÝ

Các chính sách của ngành bất động sản tác động đến ngành xây dựng.

Ngành bất động sản được xem là ngành tạo cầu cho ngành xây dựng. Do đó, những chính sách của Chính Phủ đối với lĩnh vực bất động sản sẽ ảnh hưởng mạnh đến lĩnh vực xây dựng, cụ thể là nghị định 69, 71 và thông tư 13, 19. Các chính sách này bao gồm những quy định về việc áp giá đền bù, tiền thuế sử dụng đất theo giá thị trường và nâng hệ số rủi ro cho vay đầu tư bất động sản lên 250%. Điều này làm cho các doanh nghiệp bất động sản phải tạm dừng các dự án đang triển khai và rất thận trọng khi triển khai dự án mới; gây đình trệ trong lĩnh vực xây dựng trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2012, đặc biệt là năm 2011.

Hiện nay, hầu như các chính sách của Chính phủ đều có xu hướng kiểm soát chặt chẽ thị trường bất động sản do tỷ lệ nợ xấu trong lĩnh vực này đang ở mức cao và Công ty Quản lý tài sản (VAMC) chỉ mới trong giai đoạn đầu xử lý nợ xấu. Như vậy, trong ngắn hạn và trung hạn, chúng tôi cho rằng các chính sách của Chính phủ đối với lĩnh vực bất động sản sẽ tiếp tục xu hướng thận trọng, ít nhất là cho đến khi nợ xấu được giải quyết.

Luật đấu thầu 2013 và Nghị định 63/2014/NĐ-CP giúp cải thiện khả năng cạnh tranh của nhà thầu trong nước cũng như tăng tính minh bạch trong đấu thầu dự án.

Nhìn chung, các công trình trọng điểm thường thuộc về đơn vị quốc tế, nhà thầu Việt Nam thường bị lép vế trên sân nhà. Ngoài những hạn chế về tài chính và công nghệ, nhà thầu nước ngoài được hưởng ưu đãi về xúc tiến đầu tư, chính sách thuế, chính sách tín dụng, tỷ giá ngoại tệ... đã tạo nên sự không bình đẳng trong tham gia đấu thầu. Bên cạnh đó, sự thiếu minh bạch và thủ tục rườm rà phức tạp trong quá trình mời thầu góp phần tạo nên sự cạnh tranh không lành mạnh giữa các đơn vị tham gia đấu thầu (bao gồm cả nhà thầu trong nước và quốc tế).

Nghị định 63/2014/NĐ-CP “Hướng dẫn Luật Đấu thầu về lựa chọn nhà thầu” được ban hành ngày 26/6/2014 và có hiệu lực từ ngày 15/8/2014. Theo đánh giá của ông Lê Văn Tăng, Cục trưởng Cục quản lý Đấu thầu, nghị định mới này sẽ giúp hàng hóa và nhà thầu trong nước sẽ được hưởng lợi thế hơn so với hàng hóa nhập khẩu và nhà thầu nước ngoài, ưu đãi cho nhà thầu trong nước khi tham dự đấu thầu quốc tế, hạn chế được tối đa tình trạng nhà thầu Việt Nam thua trên “sân nhà”. Tư cách của các nhà thầu ngoại khi tham gia đấu thầu quốc tế tại Việt Nam được quy định chặt chẽ hơn, gói thầu tư vấn, xây lắp, hỗn hợp phải liên doanh hoặc ký hợp đồng với nhà thầu phụ Việt Nam nhưng không thấp hơn 30% giá trị gói thầu. Nhà thầu nước ngoài chỉ được phép sử dụng lao động nước ngoài khi lao động trong nước không đủ khả năng thực hiện và đáp ứng yêu cầu của gói thầu.

Luật đấu thầu 2013 giúp tăng tính minh bạch trong việc đấu thầu bằng cách đơn giản hóa quá trình đăng ký đấu thầu một cách thuận lợi nhất cho các công ty và khắc phục hoàn toàn việc chông chéo trong công tác đấu thầu giữa các văn bản. Việc phân cấp trong đấu thầu về cơ bản vẫn giống như Luật Đấu thầu 2005, nhưng trước đây là phân cấp khép kín và “bí mật,” không ai được tham gia trong suốt thời gian từ lúc phát hành hồ sơ mời thầu đến khi có kết quả lựa chọn nhà thầu. Nhưng bây giờ thì chỉ “bí mật” đối với những người không liên quan, còn đối với cơ quan cấp trên, cơ quan quản lý về đấu thầu, v.v. có trách nhiệm, kiểm tra, cử người giám sát quá trình đấu thầu của chủ đầu tư để đảm bảo cho cuộc đấu thầu được minh bạch và hiệu quả hơn.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

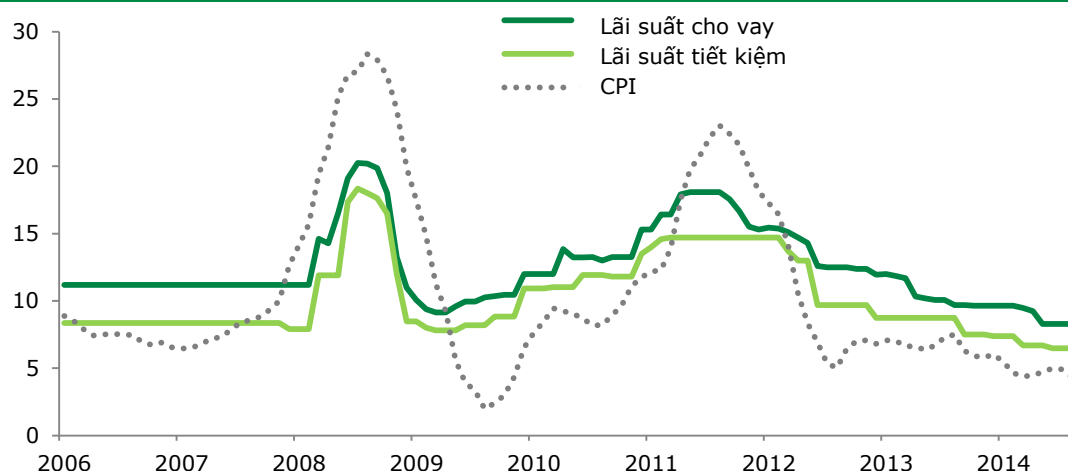
Điều kiện tiền tệ thuận lợi hơn.

Nền kinh tế toàn cầu nói chung và Việt Nam đang có những dấu hiệu hồi phục sau giai đoạn khủng hoảng từ năm 2008. Sự tăng trưởng gần đây đang được hỗ trợ bởi việc cắt giảm lãi suất và cải thiện nhu cầu xuất khẩu.

Lãi suất tiết kiệm cũng như lãi suất cho vay đã điều chỉnh giảm xuống mức thấp nhất trong những năm vừa qua. Lạm phát được kiểm soát ở mức thấp và ổn định nên lãi suất cho vay có thể được linh hoạt hạ thấp thêm 1% trong thời gian tới. Điều này tạo thuận lợi cho các hoạt động xây dựng do được hưởng lợi từ chi phí vốn thấp.

Ảnh hưởng từ các chính sách nới lỏng tiền tệ thường có độ trễ, do đó những tác động tích cực của việc nới lỏng này có thể diễn ra vào cuối năm 2014 hoặc sang năm 2015. Đây là thời điểm để các chủ đầu tư xem xét triển khai các dự án mới hoặc các công trình xây dựng sử dụng nhiều vốn.

Lãi suất và lạm phát (%)



Nguồn: IMF, Bloomberg, Ngân hàng Nhà nước

Tuy nhiên, nền kinh tế vẫn còn nhiều thử thách trước mắt, đặc biệt là vấn đề xử lý nợ xấu. Tính đến tháng 6 năm 2014, hơn 50.000 tỷ đồng nợ xấu đã được Công ty Quản lý tài sản (VAMC) mua cùng với lượng trích lập dự phòng cao nhưng tình hình nợ xấu tại các ngân hàng vẫn không giảm. Phó Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) Nguyễn Thị Hồng gần đây cho biết con số nợ xấu chung của toàn hệ thống tính cuối tháng 6/2014 ở mức 4,17%, cao hơn mức 3,61% cuối năm 2013. Điều này đang gây áp lực đối với mục tiêu tăng trưởng tín dụng của NNHN trong năm nay, đồng thời tác động đến nguồn vốn đầu tư cho ngành xây dựng và bất động sản.

Nhu cầu xây mới và cải thiện cơ sở hạ tầng là rất lớn.

Theo đánh giá của Ngân hàng thế giới (WB), chất lượng hạ tầng giao thông của Việt Nam vẫn còn yếu và thiếu. Mặc dù đã có sự cải thiện so với năm 2012 nhưng xếp hạng của Việt Nam vẫn khá thấp (đứng vị trí 110 trong số 148 nước được đánh giá). Nếu không cải thiện đồng bộ cơ sở hạ tầng, giảm bớt những khâu chi phí không chính đáng trong quá trình lưu thông hàng hóa, Việt Nam sẽ khó có thể cải thiện tốc độ tăng trưởng kinh tế và nguy cơ giảm sức cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

Trong lĩnh vực hạ tầng giao thông, ngành cầu đường dẫn đầu chiếm 50% tổng giá trị xây dựng hạ tầng giao thông trong năm 2013. Nhưng chất lượng cầu đường còn nhiều hạn chế, khoảng 40% các tuyến đường đang trong tình trạng xuống cấp và đòi hỏi phải đầu tư đáng kể để khôi phục lại.

Xếp hạng chất lượng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam

Năm	2009	2010	2011	2012	2013
Chất lượng đường bộ	102	117	123	120	102
Chất lượng đường sắt	58	□59	71	68	58
Chất lượng cảng biển	99	97	111	113	98
Chất lượng cảng hàng không	84	88	□95	94	92
Chất lượng hạ tầng chung	111/133	123/139	123/142	119/144	110/148

Nguồn: Ngân hàng thế giới (WB)

Bên cạnh đó, Bộ Giao thông Vận tải đang lên kế hoạch cải tạo triển khai mạng lưới giao thông đường bộ với nhiều tuyến đường mới. Đây là một hỗ trợ tích cực cho ngành trong hiện tại và tương lai.

Chính phủ tăng cường thu hút vốn đầu tư cho các dự án phát triển cơ sở hạ tầng quy mô lớn từ nay đến 2020.

Đầu tháng 5/2014, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành danh mục dự án quốc gia kêu gọi đầu tư nước ngoài đến năm 2020, các dự án này sẽ cần khoảng 58,1 tỷ USD vốn đầu tư nước ngoài. Theo đó, có tổng cộng 127 dự án, được chia thành 5 nhóm, gồm: kết cấu hạ tầng kỹ thuật; kết cấu hạ tầng xã hội; nông nghiệp; bảo quản chế biến; các lĩnh vực sản xuất - dịch vụ. Các dự án nói trên dự kiến được Chính phủ chấp thuận đầu tư dưới hình thức PPP, BOT, ODA, 100% vốn ngoại hoặc liên doanh với nhà đầu tư nước ngoài.

Nhu cầu vốn đầu tư cần huy động theo lĩnh vực			Các dự án lớn kêu gọi đầu tư nước ngoài		
Lĩnh vực	Số dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ USD)	Dự án	Nhu cầu vốn (triệu USD)	Hình thức vốn
Kết cấu hạ tầng kỹ thuật	51	41,9	Đường cao tốc Bắc Nam	1.867	PPP
Kết cấu hạ tầng xã hội	20	5,1	Đường cao tốc Nội Bài-Hạ Long	1.762	PPP
Nông nghiệp	44	2,2	Đường cao tốc Dầu Giây-Liên Khương	3.520	PPP
Bảo quản chế biến	8	0,3	Đường sắt Biên Hòa Vũng Tàu	5.000	BOT
Các lĩnh vực sản xuất - dịch vụ	4	8,6	Cảng hàng không Long Thành	5.020	BOT, PPP
Tổng cộng	127	58,1	Trung tâm điện lực Bình Định	4.000	PPP
			Tuyến đường sắt trên cao 1, 2, 3, 6	3.711	BOT
			Nhà máy nước Sông Hậu II	1.000	PPP
			Khu lọc dầu Nam Vân Phong	8.000	Liên doanh 75%

Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư

Thị trường bất động sản tuy còn khó khăn nhưng thực tế thị trường đang ấm dần lên.

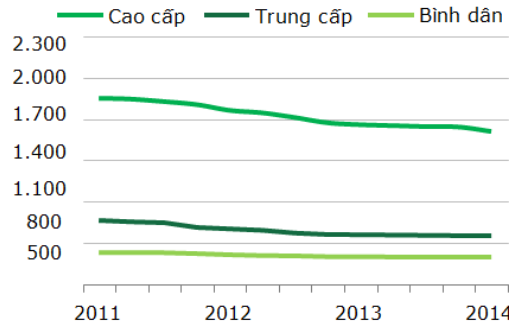
Thống kê của CBRE cho thấy, trong quý 2/2014, tại TP.HCM có khoảng 3.210 căn hộ được chào bán, tăng 70% so với quý trước, các giao dịch thành công chủ yếu là loại căn hộ dưới 15 triệu đồng/m². Tại Hà Nội, số lượng giao dịch tăng ổn định với khoảng 2.500 căn hộ được bán, tăng khoảng 60% so với quý trước.

Báo cáo mới đây của Bộ Xây dựng đã khẳng định thị trường bất động sản đã có những chuyển biến tích cực so với cách đây một năm, giao dịch tăng đặc biệt đối với phân khúc nhà ở có quy mô nhỏ và trung bình, giá bán thấp hơn và phù hợp với nhu cầu của đại đa số người dân, chứ không phải rót tiền vào những căn hộ cao cấp như trước đây.

Bên cạnh đó, Chính phủ có kế hoạch tăng nguồn cung nhà ở xã hội (NOXH) cho nhóm có thu nhập thấp và trung bình bằng việc chuyển đổi các dự án bất động sản thương mại sang nhà ở xã hội. Trong quý 2/2014, Bộ Xây dựng cho biết cả nước đã hoàn thành việc đầu tư xây dựng 98 dự án NOXH; và đang tiếp tục triển khai 129 dự án NOXH, gồm 90 dự án dành cho người thu nhập thấp, quy mô xây dựng khoảng 55.000 căn hộ với tổng mức đầu tư khoảng 27.560 tỷ đồng, và 39 dự án cho công nhân khu công nghiệp (27.000 căn hộ, tổng mức đầu tư khoảng 6.850 tỷ đồng).

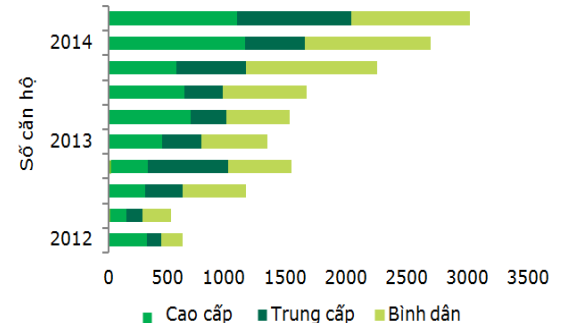
Ngoài ra, hiện nay có nhiều chủ đầu tư chủ tiếp tục xin chuyển đổi dự án để được hưởng lãi suất ưu đãi (5%) của gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng (cho đến nay mới giải ngân được 6,5%).

Giá chào bán sơ cấp (USD/m²) ở TP.HCM



Nguồn: CBRE Việt Nam

Số căn hộ bán được (căn) ở TP.HCM



Nguồn: CBRE Việt Nam

Tính đến cuối tháng 5 năm 2014, Bộ Xây dựng cho biết tổng giá trị tồn kho bất động sản (chỉ tính căn hộ đã hoàn thành) cả nước còn khoảng 83.519 tỷ đồng, giảm tương đương 35% so với quý 1/2013. Tại Hà Nội, bất động sản tồn kho khoảng gần 11.000 tỷ đồng, giảm 36% so với quý 1/2013; tại TP.HCM tồn kho khoảng 15.804 tỷ đồng, giảm 45%. Nhà thấp tầng tồn kho giảm không nhiều, lượng tồn kho chủ yếu là các dự án xa trung tâm, chưa hoàn thành đầu tư, chưa có hạ tầng kỹ thuật và hạ tầng xã hội.

Có thể thấy thị trường bất động sản đang có dấu hiệu đầu tiên của sự hồi phục. Mặc dù lĩnh vực này vẫn còn dư thừa nguồn cung đáng kể nhưng hàng tồn kho vẫn đang tiếp tục giảm, giá căn hộ cũng giảm về gần giá vốn và đang tăng trở lại ở một số dự án có vị trí đẹp, tiện ích tốt và đã hoàn thành. Nhìn chung, giá bất động sản đã chấm dứt xu hướng giảm và có thể thấy nhu cầu căn hộ đang tăng trở lại. Tuy nhiên, các chủ đầu tư vẫn thận trọng trong việc triển khai dự án mới, họ thường giới thiệu các dự án từ một đến hai tháng trước khi chào bán chính thức. Động thái này nhằm mục đích tiếp thị và thăm dò phản ứng của thị trường trước khi quyết định triển khai thực sự.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sẽ tập trung vào việc hoàn thiện các dự án đang triển khai dở dang của các năm trước (bao gồm cả việc chuyển đổi sang nhà xã hội) và việc đầu tư xây dựng mới sẽ diễn ra ở mức độ vừa phải.

Nhu cầu nhà ở tăng trưởng từ quá trình đô thị hóa.

Theo thống kê của Bộ Xây dựng năm 2013, diện tích nhà ở bình quân là 19,6 m²/người cả nước, và 23,1 m²/người tại khu vực đô thị. Theo Quy hoạch phát triển đô thị quốc gia trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2020, diện tích nhà ở bình quân tại khu vực đô thị năm 2015 sẽ đạt khoảng 26 m²/người, năm 2020 là khoảng 29 m²/người. Tổng diện tích sàn nhà ở xây mới năm 2013 đạt khoảng 79 triệu m²; trong đó, tại khu đô thị khoảng 36,5 triệu m², tại nông thôn khoảng 42,5 triệu m²; nhà ở xã hội khoảng 1 triệu m² (tương đương với khoảng 20.000 căn hộ).

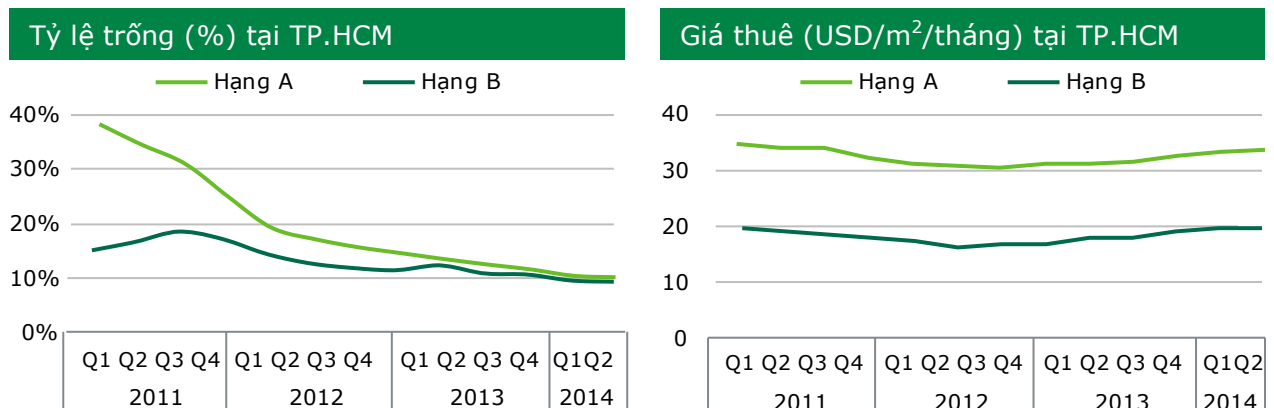
Năm	2013	2015	2020
Tỷ lệ đô thị hóa cả nước	33,5%	38%	45%
Diện tích sàn nhà bình quân ở đô thị	23,1 m ² /người	26 m ² /người	29 m ² /người
Tỷ lệ nhà kiên cố	60%	65%	75%

Nguồn: Chương trình phát triển đô thị quốc gia giai đoạn 2012 – 2020, Báo cáo Bộ Xây dựng

Với tốc độ tăng dân số bình quân 1,2%-1,5%/năm cùng với tốc độ đô thị hóa tăng từ 33,5% (năm 2013) lên 38% năm 2015, sẽ làm tăng nhu cầu nhà ở. Điều này sẽ kích thích tăng chi tiêu cho xây dựng nhà ở trong thời gian tới.

Nhu cầu xây dựng cao ốc văn phòng mới đang hồi phục nhưng ở mức độ vừa phải do nguồn cung hiện tại vẫn đủ đáp ứng nhu cầu của thị trường.

Theo thống kê của CBRE, trong quý 2/2014, giá thuê văn phòng trung bình tại TP.HCM tiếp tục tăng nhẹ (quý thứ bảy tăng liên tiếp), trong đó văn phòng hạng A và B tăng lần lượt 7,7% và 5,5% so với quý 2/2013. Tỷ lệ trống ở phân khúc hạng A và B vẫn tiếp tục duy trì xu hướng giảm (quý giảm thứ 11 liên tiếp). 60% khách thuê là những doanh nghiệp mới thành lập hoặc có nhu cầu mở rộng diện tích thuê. Số liệu này cao hơn nhiều so với quý 2/2013, khi chỉ có 37% khách có nhu cầu thuê là một trong hai đối tượng trên. Điều này kích thích đầu tư xây dựng trở lại đối phân khúc này trong thời gian tới nhưng ở mức độ vừa phải do nguồn cung hiện tại vẫn đủ đáp ứng nhu cầu của thị trường.



Nguồn: CBRE Việt Nam

Các dự án văn phòng lớn tại TP.HCM đang triển khai	Vị trí	Dự kiến hoàn thành	Diện tích sàn (m ²)
Vietcombank Tower	Quận 1	2014	27.000
Itower	Quận 1	2014	8.800
Bảo Minh Tower	Quận 3	2014	3.100
Nam Giao	Quận 1	2014	3.000
Invesco Babylon	Tân Phú	2014	2.240
SSG Tower	Bình Thạnh	2015	42.000
Vietbank office	Quận 3	2015	14.500
Delta River Tower	Quận 1	2015	8.822

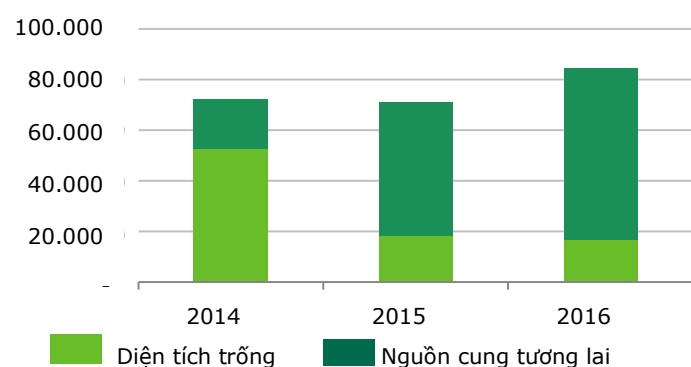
Nguồn: Savills

Nguồn cung trung tâm bán lẻ nhìn chung hiện vẫn cao hơn nhu cầu nhưng sẽ hồi phục lại trong thời gian tới khi các nhà bán lẻ tiếp tục tăng cường mở rộng và củng cố thương hiệu.

Theo báo cáo của CBRE, Việt Nam xếp hạng thứ hai trong 10 nước hấp dẫn nhất đối với các nhà bán lẻ Châu Á trong năm 2014. Một khảo sát khác thực hiện bởi CBRE cũng cho thấy Hà Nội và TP.HCM nằm trong danh sách 10 thành phố tại châu Á Thái Bình Dương được lựa chọn để mở cửa hàng năm 2014.

Tại TP.HCM, tỷ lệ lấp đầy hiện tại không cao như giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2010 (95%-98%) nhưng vẫn duy trì ở mức 88% trong hai năm trở lại đây với diện tích thực thuê hằng năm tăng thêm khoảng 54.000 m². Cũng theo ước tính của CBRE, nguồn cung mới (của 7 dự án mới) tại TP.HCM tính đến năm 2016 đạt khoảng 120.000 m². Điều này cho thấy thị trường vẫn có khả năng hấp thụ nguồn cung mới và tạo động lực duy trì mức độ đầu tư xây dựng mới trong thời gian tới.

Diện tích bán lẻ còn trống và nguồn cung tương lai (NLA, m²) tại TP.HCM



Nguồn: CBRE Việt Nam

Các dự án trung tâm thương mại lớn tại TP.HCM đang triển khai:	Vị trí	Dự kiến hoàn thành	Diện tích sàn (m ²)
Saigon Mall	Gò Vấp	2014	7.400
Central Plaza	Tân Bình	2014	5.000
Bảy Hiền Tower	Tân Bình	2014	7.000
CT Plaza	Quận 3	2015	4.275
Saigon Airport Plaza	Tân Bình	2015	7.623
Thảo Điền Pearl	Quận 2	2015	18.500
Cộng Hòa Garden	Tân Bình	2015	12.000
SSG	Bình Thạnh	2015	20.000
SC VivoCity	Quận 7	2015	72.000
Sunrise City GD2	Quận 7	2015	70.000
Saigon Center GD2	Quận 1	2015	50.000
Riviera Point	Quận 7	2016	103.000

Nguồn: Savills

Nhu cầu xây dựng nhà xưởng, kho chứa từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng trưởng tốt

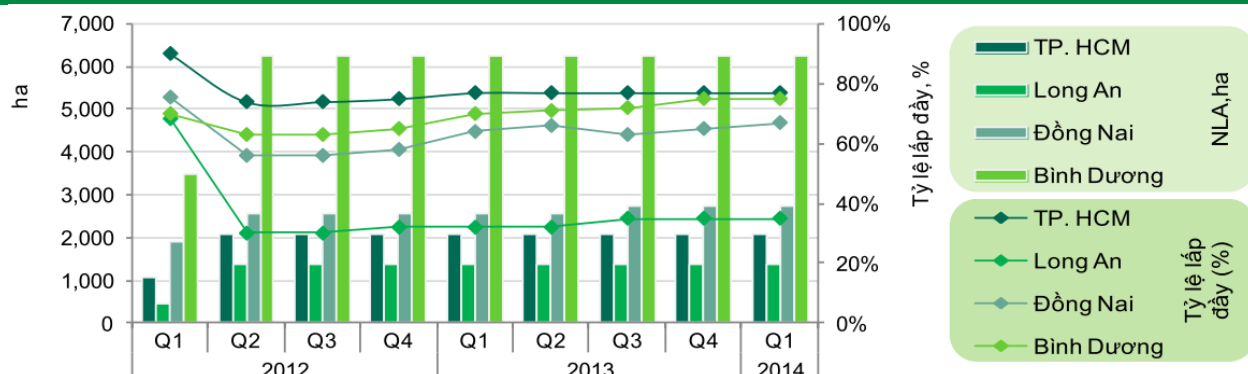
Sự dịch chuyển từ xây dựng dân cư sang công nghiệp đang trở thành xu hướng chung của nhiều doanh nghiệp xây dựng trong hai năm gần đây. Điều này cũng thể hiện qua số liệu đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), trong đó ngành sản xuất và công nghiệp chế biến luôn là nhóm ngành có số lượng dự án đăng ký nhiều nhất và thu hút được lượng vốn đầu tư lớn nhất (chiếm 70% vốn đăng ký trong 8 tháng đầu năm 2014 tương đương với 7,0 tỷ USD). Mặc dù có sự sụt giảm trong số vốn FDI đăng ký mới nhưng số vốn giải ngân trong 8 tháng năm 2014 ước đạt 7,9 tỷ USD, tăng 4,5% so với cùng kỳ. Theo đánh giá của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nguyên nhân sụt giảm vốn đăng ký là do Chính phủ đang thay đổi chính sách trong thu hút vốn FDI, không tiếp nhận những dự án FDI đăng ký "ảo" với số vốn hàng tỷ USD nhưng thực sự không triển khai.

Dự án FDI vào ngành sản xuất và công nghiệp	8T2012	8T2013	8T2014
Số dự án	281	370	492
Giá trị vốn đăng ký	5,7	10,8	7,0
% tổng vốn đăng ký	68%	86%	68%

Nguồn: Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư

Cả nước hiện có 289 khu công nghiệp, trong đó có 184 khu đã đi vào hoạt động, còn lại đang xây dựng kết cấu hạ tầng. Theo thống kê của CBRE, tỷ lệ lấp đầy của các khu công nghiệp tại miền Nam tăng trở lại từ quý 2/2012 dẫn đến tăng nhu cầu đầu tư xây dựng khu công nghiệp tại khu vực này. Tính đến quý 1/2014, tại TP.HCM tỷ lệ lấp đầy tăng lên 79% (so với 73% vào quý 2/2012). Tại khu vực Bình Dương tăng mạnh nhất lên 78% (so với 65% vào quý 2/2012) do cơ sở hạ tầng có sự cải thiện đáng kể. Tại khu vực Đồng Nai, tỷ lệ lấp đầy tăng lên 65% (so với 60% vào quý 2/2012), trong khi đó tại Long An tỷ lệ lấp đầy không tăng.

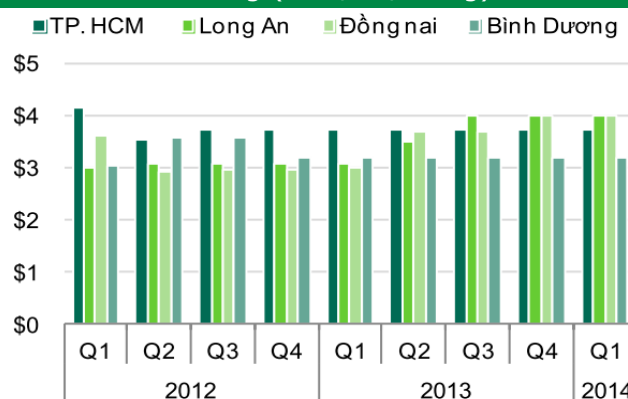
Tỷ lệ lấp đầy của các khu công nghiệp tại khu vực miền Nam



Nguồn: CBRE Việt Nam

Mức giá thuê của phân khúc nhà xưởng, kho chứa vẫn duy trì ổn định trong khi các phân khúc khác như nhà ở, khách sạn, văn phòng, bán lẻ đều trượt giảm; khuyến khích chủ đầu tư gia tăng đầu tư xây dựng vào phân khúc này.

Giá thuê kho xưởng (USD/m²/tháng)



Nguồn: CBRE Việt Nam

KẾT LUẬN

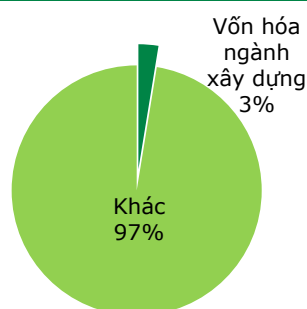
Chúng tôi nhận thấy ba đặc điểm nổi bật của ngành xây dựng thế giới sẽ có ảnh hưởng tới ngành xây dựng của Việt Nam như sau: 1) dòng tiền đầu tư vào tài sản cố định và sản xuất đang dần hồi phục trở lại và điều này sẽ kích thích các nguồn vốn trở lại các thị trường mới nổi; 2) chi phí xây dựng tiếp tục duy trì ổn định trong ngắn hạn giúp nhà thầu cải thiện được biên lợi nhuận (do nhiều nguyên vật liệu xây dựng và máy móc xây dựng Việt Nam phải nhập khẩu); 3) xây dựng cơ sở hạ tầng vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt tại thị trường Châu Á trong khi xây dựng dân dụng đang có cải thiện hơn.

Thị trường xây dựng Việt Nam có một số lợi thế hơn so với các thị trường khác trong khu vực, nhờ chi phí xây dựng và chi phí nhân công thấp hơn. Trình độ công nghệ kỹ thuật của nhà thầu trong nước đã có sự cải thiện đáng kể so với giai đoạn trước khi hội nhập. Tuy nhiên, ngành xây dựng Việt Nam cũng còn gặp nhiều khó khăn mà cả Chính phủ và khu vực tư nhân phải cùng nhau cải thiện và khắc phục như: 1) sự sụt giảm năng suất lao động trong những năm gần đây; 2) hạn chế về mặt tài chính nên nhà thầu trong nước vẫn thường chỉ đảm nhận vai trò thầu phụ cho các nhà thầu quốc tế ngay tại thị trường nội địa; 3) nhiều vật liệu, thiết bị máy móc xây dựng phải phụ thuộc vào nhập khẩu. Tuy nhiên cũng do chính nhà thầu trong nước không biết hợp tác với nhau để hình thành các tổ hợp như nhà thầu nước ngoài; 4) Việt Nam đang thiếu hụt vốn đầu tư cơ sở hạ tầng và khu vực tư nhân chưa hào hứng tham gia vào phân khúc này khi chưa có khung pháp lý hoàn chỉnh cho mô hình hợp tác đầu tư công-tư (PPP); 5) tỷ lệ nợ xấu còn cao sẽ làm nguồn vốn tín dụng vào ngành xây dựng thận trọng hơn.

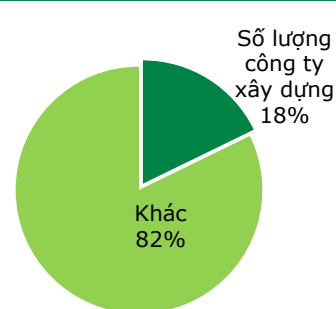
CỔ PHIẾU NGÀNH XÂY DỰNG ĐANG NIÊM YẾT

Hiện có trên 100 doanh nghiệp niêm yết có hoạt động kinh doanh chính thuộc ngành xây dựng (chiếm 17,8% số lượng công ty đang niêm yết trên hai sàn). Đa phần các công ty xây dựng đang niêm yết có quy mô nhỏ nên mức vốn hóa của ngành xây dựng trên thị trường chứng khoán Việt Nam không đáng kể. Theo số liệu giao dịch tại ngày 28 tháng 8 năm 2014, giá trị vốn hóa thị trường của các công ty này đạt 28 nghìn tỷ đồng, chiếm 2,5% tổng vốn hóa của thị trường chứng khoán (bao gồm HSX và HNX).

Tỷ lệ vốn hóa ngành xây dựng



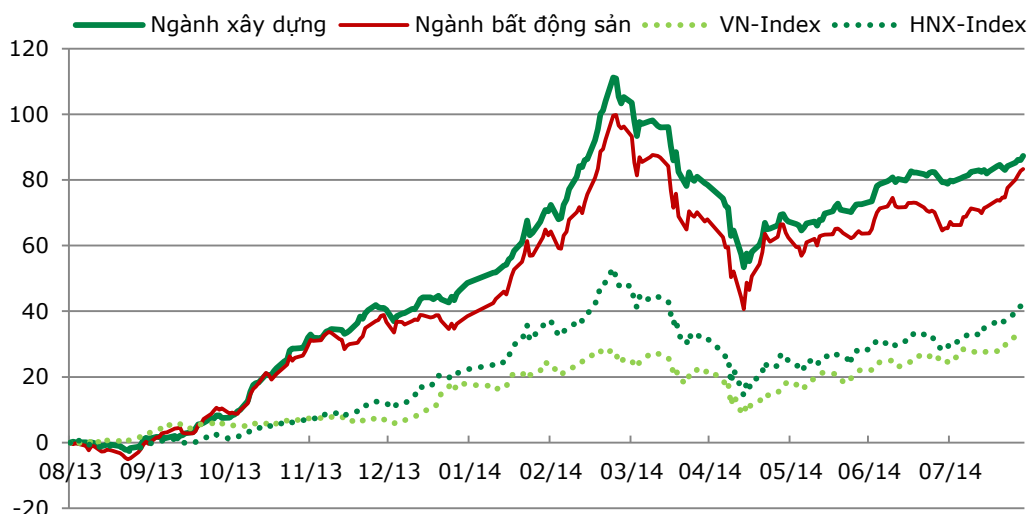
Số lượng công ty niêm yết



Nguồn: Bloomberg, HSX, HNX

Trong 12 tháng gần đây, các cổ phiếu ngành xây dựng có mức giao dịch trung bình khoảng 100.000 cổ phiếu mỗi phiên. Chỉ số giá cổ phiếu ngành xây dựng (phương pháp trọng số đều) đã tăng trưởng 87,3%, trong khi chỉ số VN-Index, HNX-Index và ngành bất động sản tăng lần lượt là 33,5%, 43,0% and 76,8%. Chỉ số giá cổ phiếu ngành xây dựng thường biến động cùng với cổ phiếu bất động sản do hai ngành này có mối quan hệ mật thiết với nhau.

Chỉ số giá cổ phiếu ngành xây dựng và ngành bất động sản



Chỉ số ngành theo phương pháp trọng số đều. Nguồn: Bloomberg. Dữ liệu giá ngày 28/8/2014

Các công ty xây dựng đang niêm yết được chia thành hai nhóm: nhóm các doanh nghiệp Nhà Nước thuộc Bộ Xây dựng quản lý như họ Licogi, Cienco, Sông Đà, Vinaconex, Lilama, Idico, và các công ty xây dựng thuộc các tập đoàn kinh tế Nhà Nước như PVN, EVN, Becamex (chủ yếu xây dựng các công trình hạ tầng, công nghiệp); và nhóm các doanh nghiệp tư nhân (bao gồm các doanh nghiệp mà Nhà nước nắm giữ ít hơn 20%) như CTD, HBC, SC5, v.v. (chủ yếu xây dựng công trình dân dụng).

Các công ty xây dựng có vốn hóa lớn (> 300 tỷ đồng)

Nhìn chung, tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng trong năm 2013 có cải thiện hơn so với năm trước. Cụ thể, năm 2013 có khoảng 60% doanh nghiệp xây dựng ghi nhận tăng trưởng doanh thu (năm 2012 có 40% doanh nghiệp tăng trưởng doanh thu). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp ở hầu hết các công ty trong ngành đều giảm so với năm 2012 do giá thầu không tăng nhưng chi phí nhân công, nguyên vật liệu đều tăng.

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng. Những công ty có tình hình tài chính tốt và cải thiện hơn sẽ nhận được nhiều gói thầu hơn, trong khi các doanh nghiệp có nợ vay cao gặp khó khăn đẩy nhanh tiến độ dự án mới. Nhìn chung trong hai năm trở lại đây, hầu hết các công ty trong ngành đều có xu hướng giảm tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu.

Trong 6 tháng đầu năm 2014, các doanh nghiệp xây dựng cho thấy sự tăng trưởng lợi nhuận (chủ yếu là do chi phí lãi vay giảm mạnh, đồng thời chi phí bán hàng và quản lý cũng được kiểm soát tốt hơn). Tuy nhiên, phần lớn các doanh nghiệp đều sụt giảm về doanh thu (chủ yếu thuộc phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng do giảm đầu tư công).

Mã cp	Vốn hóa (tỷ đồng)	% Sở hữu nước ngoài	KLGD bình quân 1 năm	Thay đổi giá trong 1 năm	Chỉ số P/E trượt	Chỉ số P/B trượt	Năm 2013		6T2014						
							ROE	ROA	Doanh thu thuần	% Tăng cùng kỳ	Lợi nhuận ròng	% Tăng cùng kỳ	Biên LN gộp	Biên LN ròng	Nợ vay/ VCSH
Hạ tầng			nghìn cp			tỷ đồng			tỷ đồng						
FCN	1.088	31,9%	812	79,3%	5,2	1,6	23,3%	8,1%	470	-22%	49	-23%	21,0%	10,4%	0,8
CII	2.507	38,0%	733	34,8%	17,3	1,5	5,2%	1,1%	1.420	727%	174	n/m	18,0%	12,2%	3,4
VCG	6.449	10,0%	2.297	39,0%	13,8	1,2	10,3%	2,2%	3.157	-45%	116	20%	14,1%	3,7%	1,0
HUT	999	9,0%	1.022	93,4%	53,9	1,0	1,9%	0,3%	350	-62%	4	-10%	15,3%	1,2%	3,1
Trung vị					15,6	1,3	7,8%	1,6%		-33%		-10%	16,7%	7,1%	2,1
Dân dụng															
SC5	367	4,3%	7	40,8%	5,7	1,1	16,5%	2,4%	667	9%	17	210%	7,2%	2,5%	1,3
CTD	2.612	49,0%	31	71,3%	9,4	1,1	11,8%	6,4%	2.849	26%	145	18%	7,9%	5,1%	0,0
HBC	811	32,6%	347	16,0%	21,2	0,9	6,3%	1,2%	1.410	-29%	9	-58%	10,6%	0,7%	1,5
Trung vị					9,4	1,1	11,8%	2,4%		9%		18%	7,9%	2,5%	1,3
Công nghiệp															
SD6	518	4,8%	180	81,7%	6,2	1,1	11,8%	3,6%	554	9%	35	79%	17,0%	6,3%	0,9
BCE	327	4,1%	96	39,7%	6,5	0,9	13,6%	6,8%	193	-35%	12	3%	10,0%	6,2%	0,4
SDT	623	7,1%	194	35,2%	5,0	0,8	13,8%	3,8%	547	-12%	46	24%	25,0%	8,4%	1,1
SD9	458	3,9%	187	85,2%	6,2	0,7	10,9%	2,7%	592	11%	32	73%	20,6%	5,4%	1,7
VNE	472	6,2%	1.018	81,0%	n/a	0,7	1,3%	0,5%	309	-4%	(48)	n/m	14,4%	-15,6%	0,9
LCG	467	19,3%	1.290	69,4%	n/a	0,6	n/m	n/a	436	430%	13	n/m	14,7%	3,0%	0,6
MCG	380	0,1%	1.095	87,2%	n/a	0,7	n/m	n/a	416	-17%	33	4246%	7,0%	8,0%	1,9
Trung vị					6,2	0,7	11,8%	3,6%		-4%		73%	14,7%	6,2%	0,9

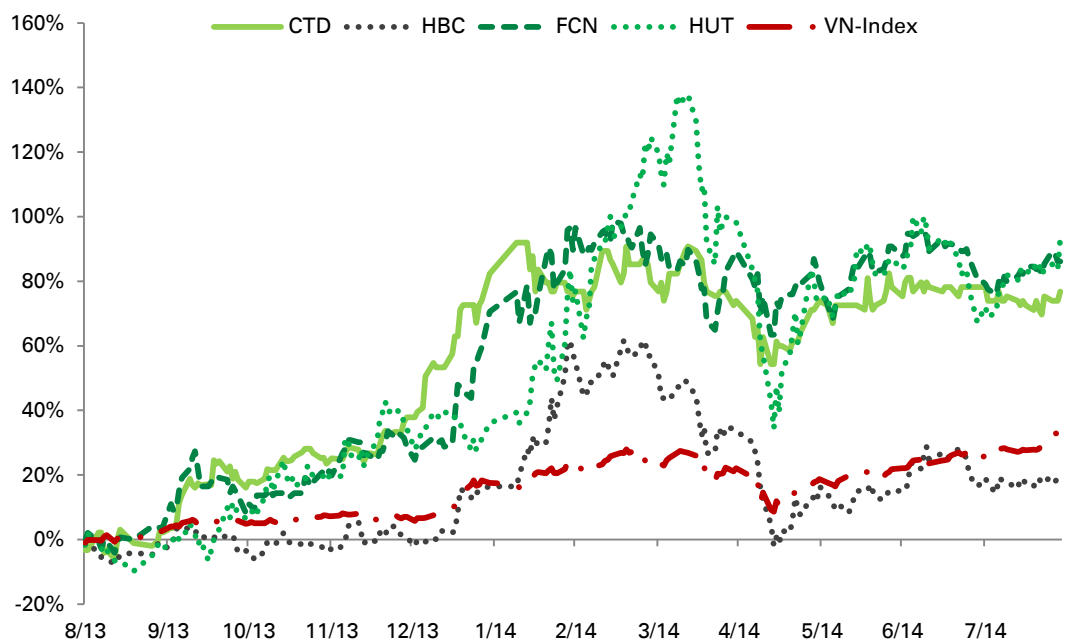
Nguồn: Bloomberg, báo cáo tài chính của công ty. Dữ liệu tại ngày 28/8/2014

MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU TRONG NGÀNH XÂY DỰNG

Trong báo cáo này, chúng tôi xin giới thiệu sơ lược một vài cổ phiếu tiêu biểu trong ngành xây dựng theo tiêu chí vốn hóa lớn như CTD, HBC, HUT và FCN. Nguyên nhân chúng tôi không đưa ra nhận định đối với VCG vì hiện nay Nhà Nước còn sở hữu gần 80% và hoạt động xây dựng không đóng góp nhiều lợi nhuận cho công ty. Đối với CII, phần lớn lợi nhuận của công ty đến từ hoạt động đầu tư tài chính nên chúng tôi cũng không đề cập cổ phiếu này trong báo cáo.

Năng lực tài chính và chất lượng thi công công trình là những yếu tố quyết định đến khả năng ký kết hợp đồng của nhà thầu xây dựng, cũng như tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của công ty. Trong các doanh nghiệp xây dựng đang niêm yết, CTD được xem là nổi bật nhất ở hai yếu tố trên, tuy nhiên thanh khoản thấp là trở ngại khi lựa chọn đầu tư ngắn hạn vào cổ phiếu này. HBC cũng được đánh giá là một trong những công ty có năng lực thi công hàng đầu tại Việt Nam tuy nhiên gần đây công ty không đạt được kết quả kinh doanh tốt do chi phí lãi vay lớn. Tính thanh khoản của HBC khá tốt, do đó trong bối cảnh thị trường thuận lợi, HBC thường thu hút được dòng tiền đầu tư ngắn hạn. FCN với kết quả kinh doanh tốt và phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng có nhiều tiềm năng nên đang được xem là cổ phiếu đang có sức hút nổi bật trong ngành đối với nhà đầu tư ngắn hạn lẫn dài hạn. HUT có sự tăng giá và thanh khoản khá tốt trong 1 năm qua cũng như triển vọng tăng trưởng của phân khúc xây dựng hạ tầng nhưng rủi ro nợ vay làm nhà đầu tư dài hạn e ngại khi đầu tư vào cổ phiếu này.

Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp xây dựng có vốn hóa lớn (% thay đổi trong 1 năm)



Nguồn: Bloomberg, VPBS tính toán. Dữ liệu tại ngày 28/8/2014

CTCP XÂY DỰNG COTEC (CTD): NHÀ TỔNG THẦU (EPC) HÀNG ĐẦU VIỆT NAM

CTD là nhà thầu có khả năng thực hiện các loại công trình hiện đại và quy mô lớn trên cả nước hiện nay. Công ty có hệ thống quản lý và nhân sự tốt, ổn định và đang trên đà phát triển mạnh. Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, mặc dù là khoảng thời gian khó khăn của ngành xây dựng Việt Nam, nhưng doanh thu của công ty đã đạt tốc độ CAGR ấn tượng 33%. Lợi nhuận không đạt được tốc độ tăng trưởng cao nhưng có sự ổn định và cải thiện dần qua các năm.

Việc CTD tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Xây dựng Unicons lên 51% và tiến hành hợp nhất Unicons từ tháng 5/2013 đã giúp CTD tăng trưởng về mặt doanh thu và lợi nhuận, và cải thiện năng lực cạnh tranh, mở rộng thị phần qua phân khúc xây dựng công nghiệp nhiều tiềm năng.

(tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR	6T2014	So với cùng kỳ
Doanh thu	1.962	3.304	4.510	4.477	6.190	33%	2.849	26%
Lợi nhuận gộp	271	282	347	323	464	14%	224	21%
Lợi nhuận ròng	228	240	211	219	257	3%	145	18%

Tập trung hơn vào mảng xây dựng công nghiệp. Từ năm 2013 đến nay, lượng vốn FDI giải ngân vào lĩnh vực xây dựng và bất động sản vẫn giữ ở mức cao, giúp cho phân khúc xây dựng nhà xưởng có nhiều thuận lợi. CTD đã nắm bắt cơ hội này để tăng nhanh tỷ trọng doanh thu các dự án công nghiệp và tạm thời giảm tỷ trọng phân khúc dân dụng và khách sạn. Tình hình thị trường bất động sản trầm lắng nên việc giảm tỷ trọng doanh thu các dự án dân dụng giúp công ty quản lý tốt hơn dòng tiền cho hoạt động kinh doanh. Năm 2013, doanh thu từ mảng công nghiệp chiếm tỷ trọng cao nhất 39%. Các dự án lớn điển hình như nhà máy Coca-Cola, nhà máy kính Essilor, nhà máy tôn Phương Nam, nhà máy sợi màu Brotex, v.v.

Từng bước mở rộng sang mảng xây dựng công trình hạ tầng dân dụng. Cơ sở hạ tầng là lĩnh vực chiếm tỷ trọng rất lớn trong ngành xây dựng Việt Nam và đang rất cần khu vực tư nhân tham gia đầu tư. Để nắm bắt thời cơ trong lĩnh vực này khi khung pháp lý về PPP được hoàn thiện, CTD đã ký kết hợp tác với Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao Thông 1 (Cienco 1) và CTCP Nền móng và Công trình ngầm Fecon (FCN) để thành lập công ty chuyên về xây dựng các công trình hạ tầng.

Tình hình tài chính lành mạnh. Công ty không có nợ vay ngắn hạn và dài hạn mà chỉ có các khoản phải trả cho nhà cung cấp. Do đó, CTD không có áp lực lớn về thanh khoản khi tình hình thị trường diễn biến xấu.

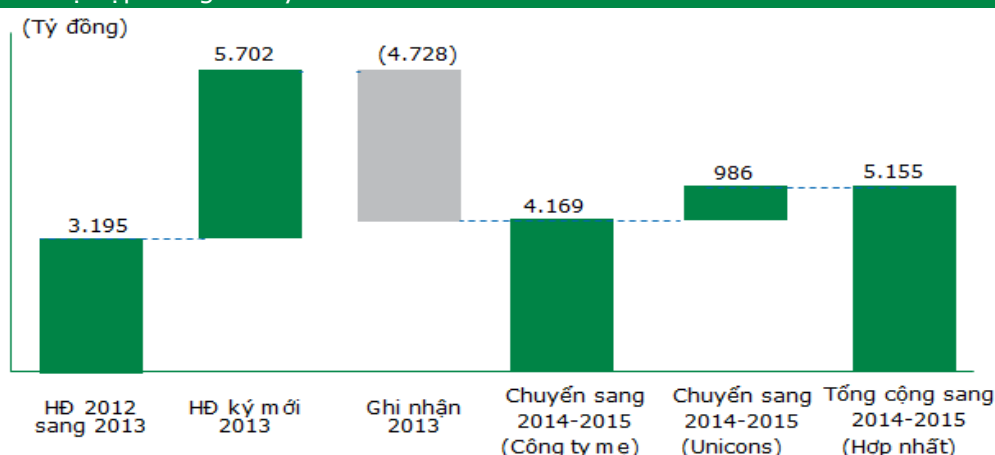
Mở rộng thị phần sang khu vực Đông Nam Á. CTD đã thi công công trình nhà máy ESSILOR tại Lào. Công ty Unicons đã thành lập văn phòng đại diện tại Campuchia và đang xúc tiến các thủ tục để thành lập văn phòng đại diện tại My-an-ma.

Hợp đồng năm 2013 chuyển sang năm 2014 và 2015. Tổng doanh thu hợp nhất chuyển sang năm 2014 và 2015 ước tính đạt khoảng 5.155 tỷ đồng, trong đó chủ yếu đến từ các dự án nhà xưởng và thương mại.

Ký mới trong quý 1/2014 đạt trên 3.500 tỷ đồng. Trong đó, đáng chú ý là dự án Metropolis tại quận 2 có tổng vốn đầu tư trên 3.000 tỷ đồng với 3.200 căn hộ. Ngoài ra, CTD đã trúng thầu khoảng 10 công trình nhưng không công bố chi tiết do chủ đầu tư yêu cầu bảo mật.

Với giá trị hợp đồng đã ký kết và kết quả kinh doanh khả quan trong 6T2014, chúng tôi cho rằng CTD có khả năng đạt được kế hoạch kinh doanh năm 2014, với doanh thu 7.400 tỷ đồng (tăng 20% so với năm trước) và lợi nhuận sau thuế 300 tỷ đồng (tăng 17% so với năm trước). Trong 6T2014, CTD hoàn thành 39% kế hoạch doanh thu và 52% lợi nhuận sau thuế.

Giá trị hợp đồng đã ký



Nguồn: Báo cáo thường niên 2013

CTCP XÂY DỰNG VÀ KINH DOANH ĐỊA ỐC HOÀ BÌNH (HBC): NHÀ THẦU TỔNG HỢP HÀNG ĐẦU VIỆT NAM

HBC là nhà thầu có hơn 25 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực thi công các công trình xây dựng dân dụng và công nghiệp. Mặc dù, phân khúc xây dựng dân dụng gặp nhiều khó khăn trong những năm vừa qua đã ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của công ty, nhưng trong dài hạn chúng tôi vẫn đánh giá HBC là nhà thầu có uy tín và năng lực thi công hàng đầu Việt Nam.

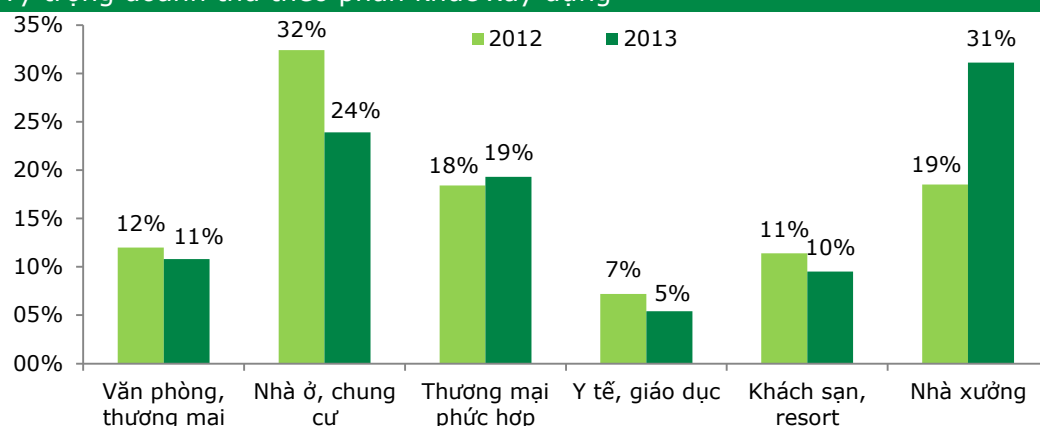
(tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR	6T2014	So với cùng kỳ
Doanh thu	1.763	1.768	3.055	4.065	3.432	18%	1.410	-29%
Lợi nhuận gộp	113	295	420	378	313	29%	150	-13%
Lợi nhuận ròng	48	139	149	132	26	-14%	9	-58%

Tăng trích lập dự phòng làm suy giảm lợi nhuận. Công ty trích lập dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi là 132,6 tỷ đồng tại thời điểm 30/6/2014, tăng từ mức 71,2 tỷ đồng cuối năm 2013 và 53,7 tỷ đồng năm 2012. Các khoản trích lập phần lớn đến từ những dự án nhà ở bị tạm dừng như Era Town, Kenton, v.v. Trong ngắn hạn, các khoản trích lập này có thể tăng thêm do chưa có thông tin khi nào các dự án này sẽ tái khởi động trở lại.

Cơ cấu doanh thu đang dần chuyển sang phân khúc xây dựng công nghiệp, văn phòng, trung tâm thương mại. Với những khó khăn ở mảng xây dựng nhà ở, HBC cũng đã chuyển hướng hoạt động xây dựng sang lĩnh vực xây dựng thương mại, văn phòng và nhà xưởng. Tỷ trọng doanh thu phân khúc

công nghiệp năm 2013 đạt 31,3%, tăng mạnh so với mức 18,5% của năm 2012. Trong khi đó, phân khúc nhà ở giảm từ mức 32,4% xuống còn 23,9%. Tuy nhiên, việc chuyển dịch cơ cấu này chưa mang lại hiệu quả trong ngắn hạn.

Tỷ trọng doanh thu theo phân khúc xây dựng



Nguồn: Báo cáo thường niên 2013

Các dự án bất động sản. Bên cạnh mảng xây dựng, HBC còn đầu tư một số dự án bất động sản như dự án nhà ở xã hội Long Thới (Nhà Bè) 3 ha, dự án nhà ở thấp tầng Phước Lộc Thọ (Nhà Bè) 4,5 ha, dự án căn hộ diện tích nhỏ Bình An (quận 8) 2,3 ha. Hầu hết các dự án này đều đang trong giai đoạn điều chỉnh thiết kế. Trong ngắn hạn các dự án này chưa đóng góp vào doanh thu lợi nhuận cho công ty.

Hệ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu cao. Các khoản vay của công ty chủ yếu sử dụng cho vốn lưu động khi thực hiện công trình. Chính sách công nợ thuận lợi cho khách hàng có thể giúp công ty có lợi thế hơn trong việc ký kết hợp đồng; nhưng việc sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao cũng làm cho hoạt động kinh doanh của HBC rủi ro hơn. Chi phí lãi vay lớn gần như đã ăn mòn lợi nhuận trong những năm vừa qua mặc dù tổng giá trị hợp đồng của HBC cũng gần tương đương với CTD.

Chiến lược tổng thầu. HBC cũng đang từng bước tiến tới mô hình tổng thầu. Đây là mô hình quản lý của các tập đoàn xây dựng lớn trên thế giới khi công ty mẹ tham gia đấu thầu dự án sau đó sẽ bàn giao cho các thầu phụ và các công ty con thi công. Ưu điểm của mô hình kinh doanh này là tỷ suất lợi nhuận sẽ được duy trì ổn, tiết giảm nhiều chi phí liên quan đến nguyên vật liệu cũng như chi phí quản lý. Tuy nhiên, việc tham gia tổng thầu có sự cạnh tranh mạnh từ CTD và các nhà thầu nước ngoài.

Khó hoàn thành kế hoạch năm 2014. Công ty đặt kế hoạch doanh thu 5.000 tỷ đồng (tăng 46% so với năm trước) và lợi nhuận sau thuế 175 tỷ đồng (tăng 640% so với năm trước). HBC cho biết cơ sở hoàn thành kế hoạch trên dựa vào giá trị hợp đồng đã ký của năm 2013 và giá trị hợp đồng đã ký và đang đàm phán trong năm 2014. Tuy nhiên, số liệu kết quả kinh doanh 6T2014 của HBC cho thấy việc hoàn thành kế hoạch trên là khá khó khăn. Theo đó, 6T2014 hoàn thành 28% kế hoạch doanh thu và 5% lợi nhuận sau thuế hợp nhất.

CTCP KỸ THUẬT NỀN MÓNG VÀ CÔNG TRÌNH NGẦM FECON (FCN)

Công ty hoạt động trong phân khúc xây lắp khá đặc thù là thiết kế, thi công xử lý nền đất yếu sử dụng công nghệ cố kết chân không. Ngoài ra, FCN được xem là đơn vị đầu tiên và duy nhất của Việt Nam sản xuất thành công sản phẩm cọc bê tông ly tâm dự ứng Mac 800 đạt tiêu chuẩn quốc tế.

Năm 2013, FCN đã đạt được những kết quả khả quan về lĩnh vực thi công cọc và nền móng. Doanh thu từ các dự án có vốn FDI chiếm 52% tổng doanh thu năm 2013 (năm 2012 chiếm 34%). Các dự án điển hình cung cấp và thi công cọc cho hạng mục nền móng công trình như Nhà máy gang thép FORMOSA Hà Tĩnh và Nhà máy điện tử Sam Sung Thái Nguyên, LG Hải Phòng. Đây là những dự án FDI lớn giúp khẳng định và nâng tầm thương hiệu FECON. Ngoài ra, FCN đã mở rộng hợp tác với các công ty hàng đầu của Nhật Bản về thi công nền móng và công trình ngầm như Raito Kyoto và OYO.

(tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR	6T2014	So với cùng kỳ
Doanh thu	245	359	914	1.008	1.205	49%	470	-22%
Lợi nhuận gộp	64	99	221	262	204	34%	99	-3%
Lợi nhuận ròng	34	50	87	95	102	32%	49	-23%

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu thấp. Mức độ đòn bẩy tài chính hiện tại của FCN không cao và dòng tiền ổn định hơn nhiều so với các công ty trong ngành xây dựng và cơ sở hạ tầng. Trong tháng 6/2014, FCN đã phát hành 195 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi (trong tổng số 500 tỷ đồng) cho Quỹ Phát triển Đông Nam Á Nhật Bản (DBJ). Việc phát hành thành công cho thấy đối tác Nhật đánh giá cao tiềm năng phát triển của trong tương lai của FCN. Dự kiến, nguồn vốn thu được từ đợt phát hành được sử dụng vào việc tăng cường máy móc thiết bị, nâng cao năng lực thi công, phục vụ cho các dự án lớn đang triển khai như dự án Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn, dự án Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 1, dự án Đường cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi, dự án Nhà máy thép Kyoei Steel Ninh Bình và nhiều dự án khác trong thời gian tới.

Mở rộng thêm hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng. Với ưu thế sẵn có trong lĩnh vực nền móng, FCN đã hợp tác với Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao Thông 1 (Cienco 1) và CTCP Xây dựng Conteccons (CTD) để thành lập công ty chuyên về xây dựng hạ tầng. Ngoài ra, FCN đang nắm giữ 10% cổ phần tại Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao Thông 1 (Cienco 1) và 5% cổ phần tại Tổng Công ty Tư vấn và Thiết kế Giao thông Vận tải (Tedi), từ đó tạo cơ hội tiếp cận các dự án hạ tầng giao thông theo hình thức BOT trong thời gian tới.

Kế hoạch 2014. Công ty đặt kế hoạch doanh thu 1.500 tỷ đồng (tăng 25% so với năm trước) và lợi nhuận sau thuế 148 tỷ đồng (tăng 27%). Trong 6T2014, FCN hoàn thành 31% kế hoạch doanh thu lẫn lợi nhuận sau thuế. Mặc dù, điểm rơi doanh thu của các doanh nghiệp xây lắp thường vào quý 4 của năm nhưng chúng tôi cho rằng việc hoàn thành kế hoạch năm nay là một thách thức không nhỏ đối với công ty.

CTCP TASCO (HUT)

HUT hoạt động trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng (chủ yếu là công trình hạ tầng giao thông và thủy lợi) tại các tỉnh phía Bắc. Ngoài ra, công ty cũng đang từng bước tham gia đầu tư vào các công trình hạ tầng giao thông theo phương thức BT và BOT.

Lợi nhuận sau thuế năm 2013 sụt giảm mạnh so với năm trước do dự án đầu tư xây dựng tuyến đường bộ mới Phủ Lý – Mỹ Lộc theo hình thức BT mặc dù đã hoàn thành nhưng chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu và lợi nhuận.

(tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR	6T2014	So với cùng kỳ
Doanh thu	472	838	1.486	2.076	1.776	39%	350	-62%
Lợi nhuận gộp	50	104	166	97	83	13%	54	39%
Lợi nhuận ròng	15	67	87	37	12	-5%	4	-9%

Rủi ro nợ vay khá cao. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu là 3,1 lần. Tốc độ quay vòng vốn của dự án chậm do tình hình tài chính của chủ đầu tư khó khăn làm công ty phải duy trì tỷ lệ nợ khá cao, và điều này đã tác động nặng nề đến hiệu quả kinh doanh của công ty.

Kế hoạch năm 2014 khá thách thức. Công ty đặt mục tiêu doanh thu 2.000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 135 tỷ đồng, trong khi đó 6T2014 chỉ thực hiện được 18% kế hoạch doanh thu và 3% lợi nhuận sau thuế.

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Quang Minh

Chuyên viên phân tích
minhnhq@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gần với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418