

TỔNG CTCP XUẤT NHẬP KHẨU VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HSX: VCG)



DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG NHỜ VIỆC TRÚNG THẦU CÁC DỰ ÁN CAO TỐC BẮC - NAM

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP:

- VCG là doanh nghiệp xây dựng giàu truyền thống được thành lập từ năm 1988. Sau giai đoạn cổ phần hóa, trong những năm gần đây, doanh nghiệp nổi tiếng với việc tham gia xây dựng các dự án cao tốc và nâng cấp công suất các sân bay như sân bay Cát Bi, sân bay Phú Bài, v.v...
- Bên cạnh mảng xây dựng, Vinaconex cũng đẩy mạnh phát triển mảng bất động sản, với một số dự án nổi bật bao gồm Cát Bà Amatina, condotel resort tại Phú Yên, dự án khu đô thị Đại lộ Hòa Bình, v.v...

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- VCG nằm trong top các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trúng nhiều dự án thành phần nhất của toàn tuyến cao tốc Bắc – Nam. Cụ thể, Vinaconex và liên danh đã chính thức trúng thầu các tuyến Bãi Vọt – Hàm Nghi, Bùng – Vạn Ninh và Quy Nhơn – Chí Thạnh với giá trị trúng thầu đạt lần lượt 5.232; 5.300 và 3.055 tỷ đồng.
- Các động thái gần đây của Chính phủ được kỳ vọng giúp thị trường bất động sản dần khởi sắc từ cuối năm 2023. Điều này dự kiến sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho công tác bán hàng của Vinaconex tại dự án Cát Bà Amatina – dự án trọng tâm trong mảng bất động sản của doanh nghiệp với tổng mức đầu tư dự kiến gần 11.000 tỷ đồng.
- Mảng năng lượng tái tạo tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định trong hoạt động kinh doanh của Vinaconex. Trong những năm gần đây, mảng năng lượng tái tạo luôn duy trì doanh thu đều đặn khoảng 950 tỷ đồng cho Vinaconex. Chúng tôi kỳ vọng con số này sẽ tăng lên khoảng 1.200 tỷ đồng trong năm 2023 khi nhà máy thủy điện ĐắkBa tại Quảng Ngãi do Vinaconex là chủ đầu tư chính thức hòa vào hệ thống điện quốc gia từ tháng 1/2023.

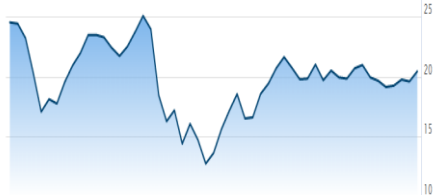
RỦI RO:

- Hoạt động thi công các dự án thuộc cao tốc Bắc – Nam diễn ra cùng thời điểm, khiến nhu cầu xây dựng tăng mạnh, làm giá cả nguyên vật liệu xây dựng tăng đột biến ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của công ty.
- Công tác giải phóng mặt bằng tại các dự án VCG trúng thầu gặp khó khăn, ảnh hưởng đến tiến độ thi công của dự án.
- Pháp lý các dự án bất động sản nhiều thủ tục phức tạp, ảnh hưởng đến tiến độ xây dựng và bàn giao các sản phẩm VCG đang triển khai.

ĐỊNH GIÁ:

- Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp định giá là P/E, P/B và RNAV với trọng số tương đương nhau. Giá trị cổ phiếu VCG được xác định ở mức 24,600 đồng/cổ phần.

1 ngày 1 Tháng 3 Tháng 6 Tháng 1 Năm 3 Năm Tất cả



Đồ thị giá 52 tuần của VCG
Nguồn: CafeF tổng hợp

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	9.508	5.552	5.751	8.453	14.879
LN gộp	1.311	836	829	917	1.343
LN ròng	787	1.690	520	931	862
Tổng tài sản	19.318	19.610	30.969	31.999	33.722
Vốn CSH	7.738	7.163	7.628	9.931	10.589
EPS cuối kỳ (VNĐ/CP)	1.462	3.667	950	1.607	1.774
Giá trị sổ sách	18.927	17.523	17.257	20.424	22.042

Chỉ số tài chính	2019	2020	2021	2022	2023F
% Doanh thu	-2%	-42%	4%	47%	76%
% LNST	23%	21%	-69%	79%	-7%
Tỷ suất LN gộp	14%	15%	14%	11%	9%
ROA	4%	9%	2%	3%	3%
ROE	10%	24%	7%	9%	8%
PE	18,40	12,57	47,34	10,66	15
PB	1,42	2,63	2,61	0,85	1,06

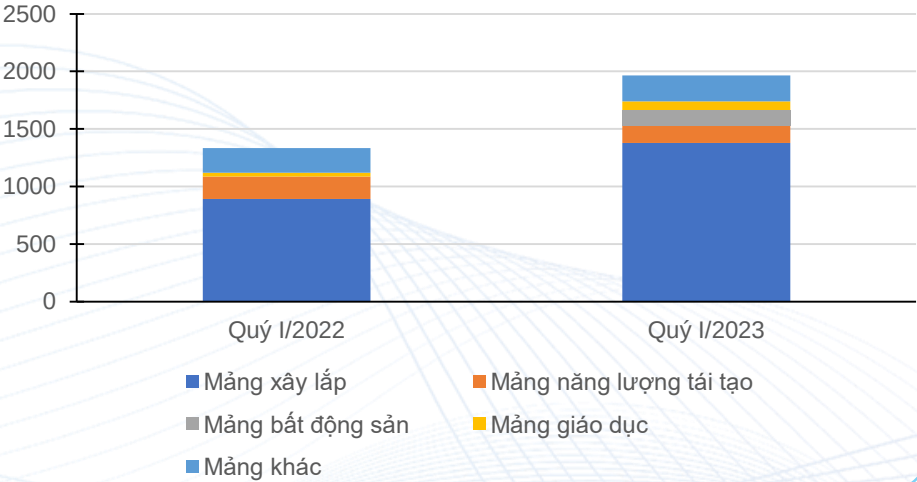
Khuyến nghị*	MUA
Giá đóng cửa (26/06/2023):	21.700
Giá mục tiêu*	24.600
Upside	13%
Ngành	Xây dựng
Vốn hóa thị trường	10.019 tỷ đồng
Biến động giá 52T	-16%
Khối lượng GDBQN	8,04 triệu
Giá trị GDBQN	
KLCP đang lưu hành	485,9 triệu
Tỷ lệ free-float	48%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở nước ngoài	6%

* Cập nhật: 30/05/2023

Cập nhật kết quả kinh doanh quý I/2023

- **Quý I/2023, VCG ghi nhận doanh thu tăng 47% so với cùng kỳ, đạt 1,965 tỷ đồng.** Hoạt động xây lắp tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu và ghi nhận tăng 55% so với quý I/2023, đạt 1,377 tỷ đồng. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng ghi nhận 139 tỷ đồng doanh thu từ mảng bất động sản.
- **Biên lợi nhuận gộp ghi nhận sự cải thiện đáng kể, đạt 16% trong quý I/2023 trước xu hướng hạ nhiệt của giá vật liệu xây dựng và sự đóng góp của mảng bất động sản vào cơ cấu doanh thu.**
- **Tuy vậy, doanh thu tài chính lại ghi nhận sụt giảm mạnh, đạt giá trị gần 93 tỷ đồng.** Nguyên nhân do trong kỳ doanh nghiệp không ghi nhận khoản lãi mua rẻ công ty con, trong khi cùng kỳ khoản này lên đến 598 tỷ đồng. **Kết thúc quý I, VCG báo lãi sau thuế gần 19 tỷ đồng, giảm mạnh gần 98% so với cùng kỳ năm trước.**

Cơ cấu doanh thu VCG so với cùng kỳ



Bảng 1: So sánh một số chỉ tiêu kết quả kinh doanh VCG theo quý

Chỉ tiêu	Quý I/2022	Quý II/2022	Quý III/2022	Quý IV/2022	Quý I/2023
Doanh thu (tỷ đồng)	1,333	2,173	3,174	1,929	1,965
Biên LN gộp (%)	12%	14%	9%	19%	16%
LNST	780	172	249	80	19

Nguồn: BCTC VCG, CTS tổng hợp

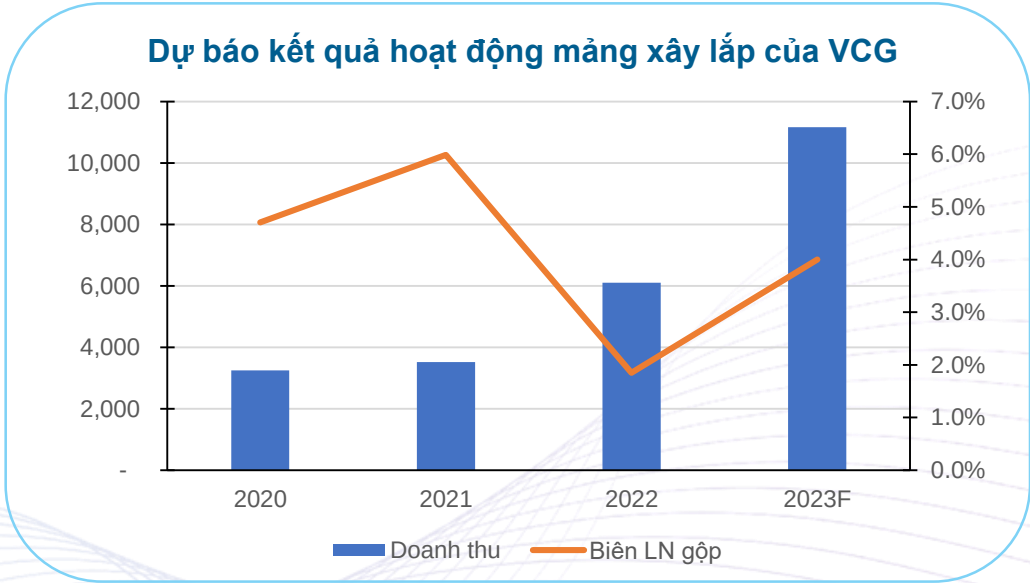
Nguồn: BCTC VCG, CTS tổng hợp

Mảng xây dựng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng từ việc trúng thầu các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc - Nam

- Trong năm 2022, tổng giá trị trúng thầu của VCG là trên 11.000 tỷ đồng (trong đó công ty mẹ là trên 9.700 tỷ đồng). Một số dự án tiêu biểu bao gồm dự án xây dựng cơ sở hạ tầng Khu công nghiệp sạch tỉnh Hưng Yên; hạ tầng và kiến trúc dự án Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 2; một số gói thầu dự án thành phần thuộc dự án đầu tư công đường cao tốc Bắc – Nam (Gói thầu số 11-XL thuộc dự án thành phần Bãi Vọt - Hàm Nghi; Gói thầu số XL 02 thuộc dự án thành phần Vân Phong - Nha Trang; Gói thầu Thi công xây lắp dự án thành phần 1, đoạn Km11+240 - Km26+500 dự án hoàn thiện đường ven biển 129 Võ Chí Công (Quảng Nam);...
- Theo đó, trong năm 2023, mảng xây lắp của VCG dự kiến mang lại doanh thu 11,165 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 83% so với cùng kỳ. Với sự hạ nhiệt của giá vật liệu xây dựng, biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp dự kiến đạt 4% trong năm 2023, cải thiện đáng kể so với mức 2% vào năm 2022.

Bảng 2: Cập nhật thông tin các dự án VCG trúng thầu tính đến tháng 4/2023

Dự án	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Thời gian thi công
Cát Bà Amatina	2,271	2020 - 2025
Mai Sơn – Quốc lộ 45	2,898	2020 – 2023
Bãi Vọt – Hàm Nghi	1,778	2023 – 2025
Vũng Áng - Bùng	1,800	2023 - 2025
Nhà ga hành khách cảng hàng không Phú Bài	1,546	2019 – 2023
Nút giao Phú Thứ và tuyến đường kết nối	1,400	2023 – 2025
Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	1,100	2023 - 2025



Nguồn: BCTC VCG, CTS tổng hợp

Nguồn: BCTN VCG, CTS tổng hợp

Mảng bất động sản ghi nhận tăng trưởng đột biến trong năm 2023 từ việc bàn giao dự án tại Quảng Ninh và Green Diamond Láng Hạ

- Theo dự kiến, trong năm 2023 VCG sẽ tiến hành bàn giao và ghi nhận doanh thu tại dự án khu dân cư đô thị tại phường Hải Yên, thành phố Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh. Tính đến cuối năm 2022, Tổng công ty đã hoàn thành nộp tiền sử dụng đất và nhận bàn giao đất; đầu tư thi công hạ tầng kỹ thuật; đã hoàn thiện thủ tục bán hàng, cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho từng lô đất (đất nền).
- Ngoài ra, trong quý III/2023 VCG dự kiến cũng sẽ bàn giao dự án chung cư cao cấp Green Diamond Láng Hạ. Dự án thuộc phân khúc cao cấp với quy mô 324 căn hộ, trong đó có 206 căn shophouse. Với giá bán trung bình là 80 triệu đồng/m2 (theo số liệu cập nhật bởi Bộ Xây dựng), việc bàn giao dự án sẽ mang lại doanh thu khoảng 1,100 tỷ đồng cho VCG trong năm 2023.

Bảng 3: Cập nhật thông tin các dự án bất động sản của VCG tính đến cuối năm 2022

Dự án	Tình trạng pháp lý	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm bàn giao dự kiến
Cát Bà Amatina	Hoàn thành	10,941	Giai đoạn 1: 2023, phần còn lại 2025
Condotel Resort tại Phú Yên	Đang xin giấy phép từ UBND Thành phố Tuy Hòa	N/a	N/a
Khu đô thị Đại Lộ Hòa Bình	N/a	2,256	N/a
Khu thương mại dịch vụ Kim Văn – Kim Lũ	Hoàn thành	N/a	Bắt đầu khởi công năm 2022
Dự án tại KCNC Hòa Lạc	Hoàn thành	1,580	N/a
Green Diamond Láng Hạ	Hoàn thành	1,861	Quý III/2023

Nguồn: BCTN và tài liệu ĐHCĐ VCG, CTS tổng hợp

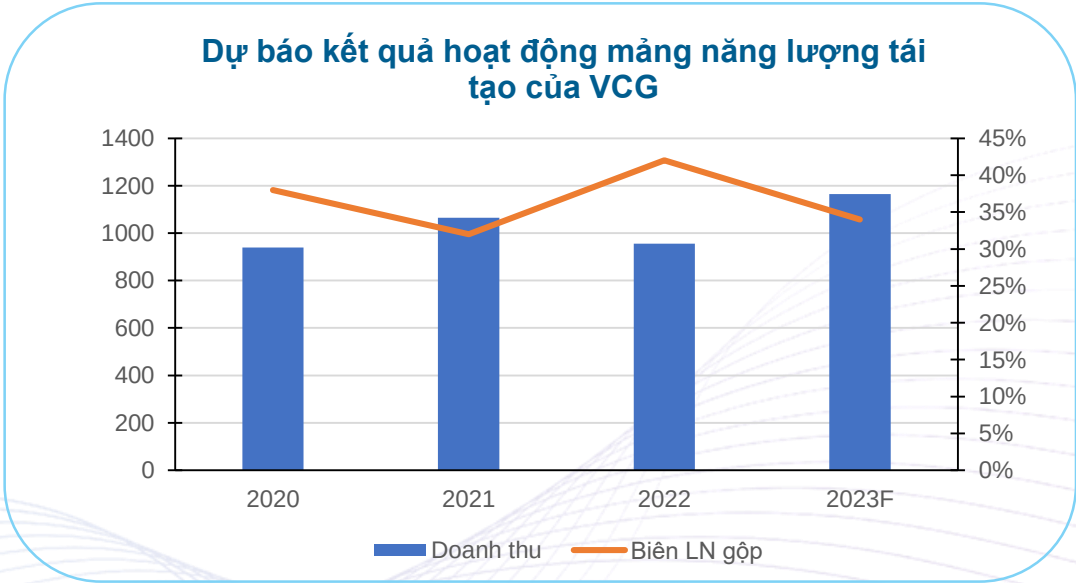
Nhà máy thủy điện ĐắkBa chính thức đi vào hoạt động tạo động lực tăng trưởng mới cho mảng năng lượng tái tạo

- Nhà máy thủy điện ĐắkBa nằm tại huyện Sơn Tây, tỉnh Quảng Ngãi do CTCP Bách Thiên Lộc (VCG góp 100% vốn) là chủ đầu tư, VCG làm tổng thầu thi công. **Bắt chấp điều kiện thi công khó khăn do triển khai tại khu vực vùng sâu vùng xa, dự án đã chính thức hoàn thành và đi vào phát điện ổn định kể từ đầu tháng 1/2023.**
- Trong những năm gần đây, mảng năng lượng tái tạo luôn mang về doanh thu ổn định khoảng 950 tỷ đồng/năm cho Vinaconex. **Với việc nhà máy thủy điện Đắkba chính thức đi vào vận hành, con số này dự kiến sẽ tăng lên khoảng 1,200 tỷ đồng từ năm 2023 và tạo ra động lực tăng trưởng mới cho mảng năng lượng tái tạo của doanh nghiệp.**

Hình ảnh thực tế nhà máy thủy điện ĐắkBa



Nguồn: trang chủ VCG, CTS tổng hợp



Nguồn: BCTC VCG, CTS dự báo/tổng hợp

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2023 và định giá cổ phiếu

Công ty đặt kế hoạch năm 2023 với doanh thu 16,340 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 860 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng doanh thu thực tế sẽ thấp hơn kế hoạch do tiến độ thực hiện các dự án đầu tư công tính đến tháng 4/2023 đang chậm hơn kế hoạch. Tuy vậy, lợi nhuận sau thuế dự kiến hợp nhất sẽ vẫn đạt kế hoạch năm nhờ biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng được cải thiện trước xu hướng hạ nhiệt của giá vật liệu xây dựng khi thị trường bất động sản vẫn đang trong giai đoạn trầm lắng.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế dự báo lần lượt đạt 14.789 tỷ đồng và 862 tỷ đồng, bằng 176% và 93% của năm 2022. Thu nhập trên một cổ phần đạt 1.774 đồng/cổ phần.

Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp định giá là P/E, P/B và RNAV với trọng số tương đương nhau. Giá trị cổ phiếu VCG được xác định ở mức 23,400 đồng/cổ phần.

Bảng 4: Kết quả định giá cổ phiếu VCG theo 3 phương pháp P/E, P/B và RNAV

Mô hình định giá	Trọng số	Giá	Giá hiện tại	Premium
P/E	34%	26.600	21.450	24%
P/B	33%	23.100	21.450	8%
RNAV	33%	24.000	21.450	12%
Giá mục tiêu bình quân (đồng/cp)		24.600	21.450	15%

Bảng 5: Dự báo kết quả kinh doanh VCG năm 2023

KẾT QUẢ KINH DOANH	TH	Dự báo	
	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	8,453	14,789	17,166
Giá vốn bán hàng	(7,536)	(13,447)	(15,830)
Lợi nhuận gộp	917	1,343	1,336
Thu nhập tài chính	1,080	587	648
Chi phí tài chính	(765)	(638)	(497)
Chi phí bán hàng	(58)	(74)	(86)
Chi phí quản lý DN	(223)	(296)	(309)
Lãi/Lỗ từ hoạt động kinh doanh	951	922	1,093
Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	(27)	0	0
Thu nhập/Chi phí khác	61	15	15
Lãi/Lỗ ròng trước thuế	985	937	1,108
Chi phí thuế TNDN	(54)	(75)	(89)
Lãi/Lỗ ròng sau thuế	931	862	1,020
+ Trong đó: Lợi ích của cổ đông thiểu số	149	138	204
+ Lãi/(Lỗ) thuần của cổ đông công ty mẹ)	782	724	816
EPS (VNĐ/cp)	1,607	1,774	1,908
Tăng trưởng EPS	103%	10%	8%

Bảng KQKD	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	5,552	5,751	8,453	14,789
Giá vốn bán hàng	(4,715)	(4,921)	(7,536)	(13,447)
Lợi nhuận gộp	837	830	917	1,343
Thu nhập tài chính	3,046	527	1,080	587
Chi phí tài chính	(277)	(499)	(765)	(638)
Chi phí bán hàng	(62)	(36)	(58)	(74)
Chi phí quản lý DN	(1,507)	(138)	(223)	(296)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	2,037	684	951	922
Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	7	23	(27)	0
Lợi nhuận khác	83	12	61	15
Lợi nhuận trước thuế	2,127	719	985	937
Chi phí thuế TNDN	(437)	(199)	(54)	(75)
Lợi nhuận sau thuế	1,690	520	931	862
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	1,605	394	782	724
Lợi ích của cổ đông thiểu số	85	126	149	138

Lưu chuyển tiền tệ	2020	2021	2022	2023F
Lợi nhuận trước thuế	2,127	719	985	937
Chi phí khấu hao	(252)	(256)	(225)	(225)
Lãi/Lỗ từ hoạt động đầu tư	(3,102)	(543)	530	(466)
Chi phí lãi vay	(255)	(506)	(757)	(618)
Thay đổi vốn lưu động:	5,736	(1,630)	(904)	(837)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động KD	(25)	394	533	1,409
Mua sắm TSCĐ mới	(205)	(1,407)	(103)	(103)
Đầu tư khác	(2,927)	(4,965)	(1,008)	(788)
Lợi nhuận từ cổ tức, lãi tiền gửi, cho vay	142	297	144	(262)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	2,864	(6,075)	(967)	(1,153)
Thay đổi nợ vay	372	1,834	515	515
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(2,186)	6,494	269	403
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	653	813	(165)	(1,231)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,342	1,995	1,710	1,710
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,995	2,812	1,545	479

Bảng CĐKT	2020	2021	2022	2023F
Tài sản ngắn hạn	13,397	21,296	19,975	22,005
Tiền và tương đương tiền	1,995	2,812	1,710	479
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,551	3,870	1,616	2,810
Các khoản phải thu ngắn hạn	7,468	10,856	9,059	10,057
Hàng tồn kho	2,220	3,466	7,081	8,068
Tài sản ngắn hạn khác	162	292	509	592
Tài sản dài hạn	6,213	9,673	12,024	11,717
Các khoản phải thu dài hạn	210	2,380	172	192
Tài sản cố định	2,582	2,564	2,684	2,562
Bất động sản đầu tư	800	746	245	245
Tài sản dở dang dài hạn	850	2,046	7,486	7,342
Đầu tư tài chính dài hạn	1,062	1,469	1,124	1,035
Tài sản dài hạn khác	708	468	313	340
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	19,610	30,969	31,999	33,722
Nợ ngắn hạn	8,992	15,470	12,763	13,359
Vay và nợ ngắn hạn	2,141	5,047	5,345	5,452
Các khoản phải trả ngắn hạn	5,799	2,771	3,516	3,455
Nợ ngắn hạn khác	1,000	7,579	3,833	1,923
Quỹ khen thưởng phúc lợi	52	73	69	74
Nợ dài hạn	3,454	7,871	9,305	9,774
Vay và nợ dài hạn	2,146	6,632	8,168	8,576
Các khoản phải trả dài hạn	3	28	3	3
Nợ dài hạn khác	1,305	1,211	1,134	1,195
Vốn chủ sở hữu	7,053	7,628	9,931	10,589
Vốn góp của chủ sở hữu	4,417	4,417	4,859	5,345
Thặng dư vốn cổ phần	355	16	16	16
Vốn khác của chủ sở hữu	74	156	160	160
Cổ phiếu quỹ	(1,644)	0	0	0
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Quỹ khác	893	193	137	137
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2,157	1,838	1,684	1,856
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	801	1,008	3,075	3,075

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2023 thuộc về tác giả. Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và tác giả không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của nhà đầu tư. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của tác giả.

LÂM GIA KHANG
Chuyên viên phân tích

 36 Đoàn Trần Nghiệp, Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội

 khanglg@cts.vn

 +84-968-22-88-09