

VCG – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 16/03/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	19.900
KLGD TB 10 ngày	5.265.700
Vốn hoá (tỷ đồng)	9.596
Số lượng CPLH	485.879.878

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Hồng Quân

phquan@vcbs.com.vn

+84-4 3936 6990 ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

DẪN KHÔI PHỤC VỊ THẾ TRONG NGÀNH XÂY DỰNG

- **Dẫn khôi phục vị thế ông lớn trong lĩnh vực xây dựng:** Sau khi hoàn thành thoái vốn nhà nước và ổn định bộ máy, VCG đã thúc đẩy mạnh mẽ trở lại lĩnh vực xây dựng với việc trúng thầu nhiều dự án quy mô lớn.
- **Động lực lớn từ các dự án hạ tầng giao thông:** Giai đoạn 2023-2024 dự kiến là trọng điểm giải ngân trong chu kỳ đầu tư công khi nhiều dự án hạ tầng giao thông quan trọng được khởi công. Với việc được lựa chọn làm nhà thầu cho 4 gói thầu cao tốc lớn và năng lực vượt trội trong khai thác hiệu quả kinh tế từ các gói thầu, VCG sở hữu động lực tăng trưởng dồi dào trong 1-2 năm tới.
- **Mảng BĐS có thể chậm lại trong 1-2 năm tới:** Trong năm 2023 VCG sẽ ghi nhận doanh thu khá tích cực nhờ bàn giao các sản phẩm đã được đặt mua tại dự án Green Diamond và Amatia Cát Bà. Tuy vậy tiến độ đầu tư và mở bán tại các dự án trọng điểm có thể sẽ chậm lại đáng kể trong 1-2 năm tới do sự trầm lắng của thị trường BĐS và hạn chế trong nguồn lực tài chính.

Đánh giá: Trong năm 2023, doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi của VCG kỳ vọng sẽ có mức tăng trưởng tích cực nhờ các gói thầu hạ tầng giao thông lớn và hoạt động bàn giao BĐS. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao triển vọng của doanh nghiệp trong việc tái khẳng định vị thế trong lĩnh vực xây lắp – phát triển hạ tầng và tham vọng phát triển các dự án BĐS quy mô lớn.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2023 của VCG đạt **12.684 tỷ đồng (+46,9% yoy)**. Do không còn ghi nhận doanh thu tài chính đột biến từ đánh giá lại khoản đầu tư, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **748 tỷ đồng (-15,6% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.535 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VCG với mức định giá hợp lý là **23.731 VNĐ/ cổ phiếu**.

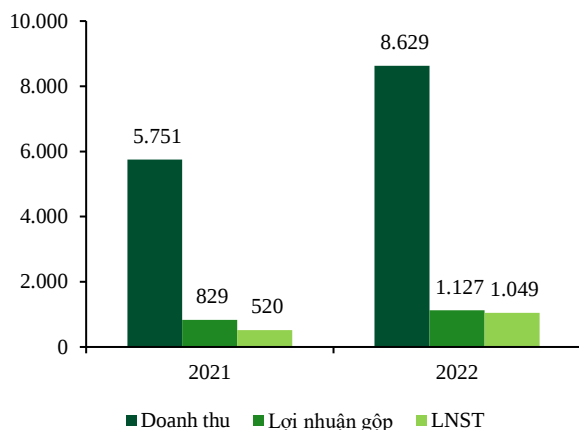
Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	5.751	8.629	12.684	14.107
+/- yoy (%)	3,59%	50,06%	46,99%	11,22%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	679	803	1.554	1.627
+/- yoy (%)	-193,61%	18,39%	93,47%	4,65%
LN thuộc về cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	394	886	748	674
+/- yoy (%)	-75,43%	124,77%	-15,57%	-9,93%
TS LN gộp (%)	14,42%	13,05%	15,11%	14,28%
TS LN ròng (%)	6,86%	10,27%	5,90%	4,78%
EPS - TTM (đồng)	950	1.824	1.535	1.383

CẬP NHẬT KQKD

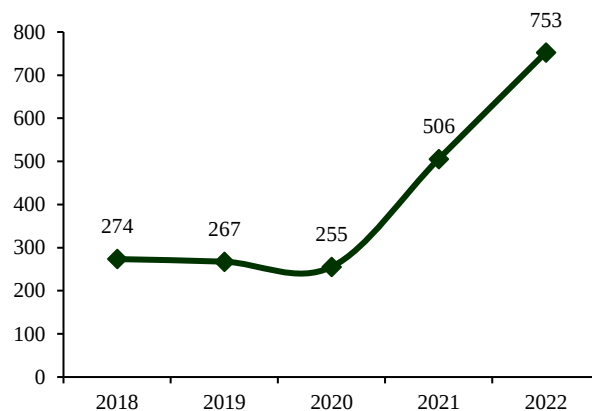
Trong năm 2022, doanh thu thuần ghi nhận mức tăng trưởng 50,1% và đạt 8.629 tỷ đồng, chủ yếu đến từ sự bùng nổ của lĩnh vực xây lắp khi các dự án hạ tầng giao thông lớn mà VCG tham gia được đẩy mạnh tiến độ thi công, đặc biệt các gói thầu thuộc dự án Cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 1. Đồng thời, doanh thu mảng BĐS hồi phục đáng kể nhờ: (1) Bắt đầu ghi nhận doanh thu từ các sản phẩm đất nền tại dự án Hải Yên (Móng Cái); (2) KĐT Amatia Cát Bà hoàn thiện và bàn giao khu biệt thự Tùng Thu cho khách hàng (đã được bán hàng trong giai đoạn 2009-2010).

LNST đạt 1.049 tỷ đồng, tăng mạnh so với năm 2021 (520 tỷ đồng). Lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi của VCG gặp áp lực nhất định đến từ: (1) Biên LN gộp có xu hướng sụt giảm do gia tăng mức đóng góp của mảng xây dựng có biên lợi nhuận thấp; (2) Chi phí lãi vay tăng mạnh. Tuy vậy, trong kì VCG đã ghi nhận 660 tỷ đồng lợi nhuận tài chính từ đánh giá lại khoản đầu tư vào Vinaconex ITC (VCR) và thúc đẩy mạnh mẽ lợi nhuận.

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của VCG (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Chi phí lãi vay của VCG (đv: tỷ đồng)



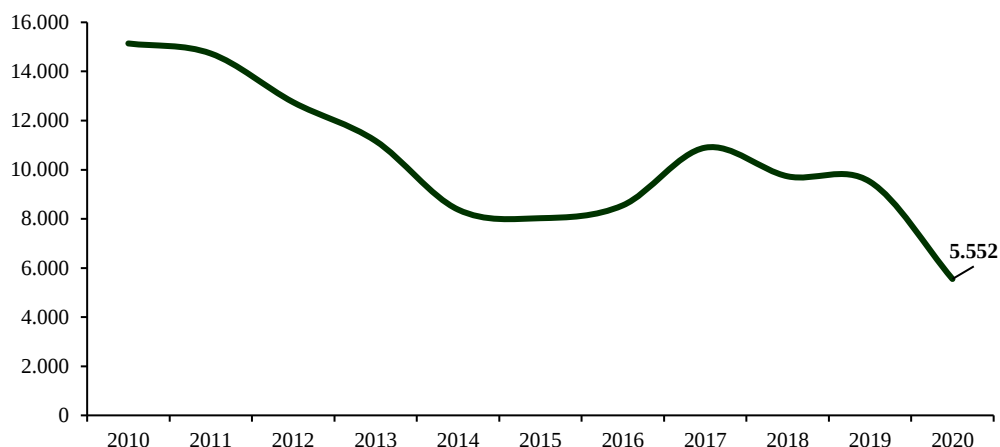
Nguồn: VCG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Dần khôi phục vị thế ông lớn trong lĩnh vực xây dựng

Tiền thân là doanh nghiệp nhà nước quy mô lớn trực thuộc Bộ Xây dựng, VCG từng giữ vị thế là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng – đầu tư phát triển hạ tầng, bất động sản với việc tham gia vào nhiều dự án trọng điểm như KĐT Trung Hòa Nhân Chính, KĐT mới N05 Đông Nam Trần Duy Hưng, Khu CNC Hòa Lạc, Nhà máy xi măng Cẩm Phả,... Tuy vậy từ giai đoạn 2010-2011, vị thế của VCG đã suy giảm đáng kể.

Hình 3: Doanh thu của VCG trong giai đoạn 2010-2020 (đv: tỷ đồng)



Nguồn: VCG, VCBS tổng hợp

Sau khi Bộ Xây dựng hoàn thành thoái vốn và tranh chấp giữa các nhóm cổ đông được giải quyết, từ năm 2020 An Quý Hưng về cơ bản đã ổn định quyền quản lý tại VCG và các đơn vị thành viên. Theo đó, doanh nghiệp dần tái khởi động các dự án đầu tư và tích cực tham gia đấu thầu các hợp đồng xây dựng.

VCBS đánh giá cao hiệu quả của VCG trong việc gia tăng hiện diện và dần khẳng định lại vị thế ông lớn trong lĩnh vực xây dựng với việc trúng thầu nhiều dự án quy mô lớn, thậm chí các dự án có yêu cầu cao về kỹ thuật và tiến độ thi công.

Bảng 1: Các gói thầu xây lắp tiêu biểu mà VCG tham gia trong giai đoạn 2020-2023

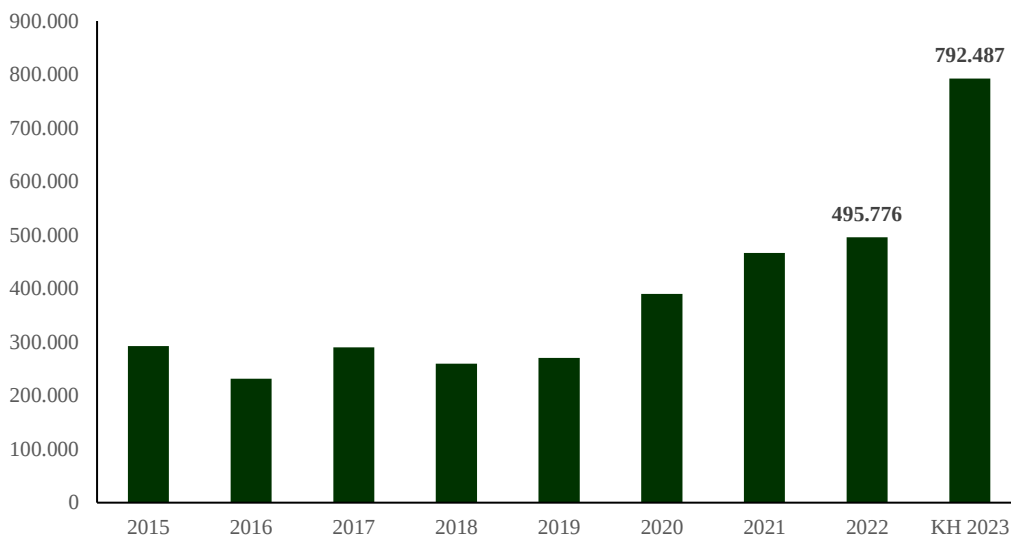
Gói thầu	Địa điểm	Tổng giá trị gói thầu (tỷ đồng)
Gói 12XL Cao tốc Quy Nhơn – Chí Thạnh	Phú Yên	3.055
Gói XL01 Cao tốc Vũng Áng – Bùn	Quảng Bình	5.300
Gói XL02 Cao tốc Vân Phong – Nha Trang	Khánh Hòa	3.549
Gói 11-XL Cao tốc Bãi Vọt – Hàm Nghi	Hà Tĩnh	5.232
Gói 3XL Cao tốc Phan Thiết – Dầu Giây	Đồng Nai	2.300
Gói XL04 Cao tốc Vĩnh Hảo – Phan Thiết	Bình Thuận	3.225
Gói 14-XL Cao tốc Mai Sơn – QL45	Ninh Bình	2500
Gói XL03 Cao tốc QL45 - Nghi Sơn	Thanh Hóa	1.144
Gói XL03 Cao tốc Nghi Sơn – Diễn Châu	Nghệ An	1.266
Gói thầu số 3,4,5,6 CHK Long Thành gd1	Đồng Nai	1.195
Nhà ga T2 CHK Phú Bài	Huế	1.546
Gói 01 & 05/VT2-XL Cầu Vĩnh Tuy 2	Hà Nội	422
Mikazuki Spa & Hotel Resort	Đà Nẵng	1.010

Nguồn: VCG, Bộ GTVT, VCBS tổng hợp

Động lực lớn từ các dự án hạ tầng giao thông

Lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông được định hướng là trọng tâm phát triển của VCG trong 2-3 năm tới xét đến: (1) Sự trầm lắng của thị trường BĐS và nhu cầu xây dựng dân dụng; (2) Giai đoạn 2023-2024 dự kiến là các năm trọng điểm giải ngân trong chu kỳ đầu tư công 2021-2025 với việc bắt đầu triển khai nhiều dự án hạ tầng giao thông quy mô lớn.

Hình 4: Khối lượng giải ngân vốn đầu tư NSNN (đv: tỷ đồng)



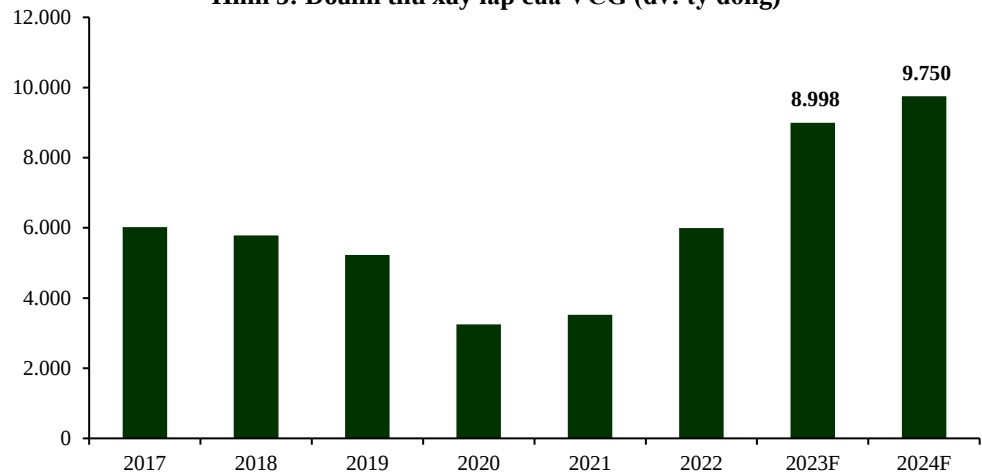
Nguồn: Bộ Tài chính, VCBS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng VCG sở hữu lợi thế cạnh tranh lớn trong đấu thầu dự án và là một trong các doanh nghiệp dẫn đầu về hiệu quả kinh tế trên từng gói thầu hạ tầng giao thông. Cụ thể:

- Với quy mô lớn và tự chủ một phần nguồn vật liệu xây dựng, kết cấu xây dựng công trình, VCG có khả năng: (1) Thu được nhiều lợi ích hơn trên các dự án thi công; (2) Duy trì hiệu quả lợi nhuận, dòng tiền và tiến độ thi công ngay cả khi thị trường biến động và giá vật liệu tăng cao.
- Dòng tiền dồi dào từ các hoạt động khai thác hạ tầng điện, nước sạch và cho thuê mang đến cho VCG nguồn lực lớn để mở rộng quy mô tham gia các gói thầu xây dựng (có đặc điểm thâm hụt dòng tiền).
- Mô hình phát triển chuỗi giá trị đầy đủ trên một tuyến hạ tầng giao thông (cung cấp VLXD – Xây lắp – Đầu tư hạ tầng – Bất động sản) được VCG thực hiện khá thành công tại dự án cao tốc Vân Đồn – Móng Cái. VCG dự kiến sẽ nhân rộng mô hình trên và giúp doanh nghiệp sở hữu năng lực vượt trội trong khai thác dòng tiền và tối ưu lợi ích kinh tế trên các gói thầu xây dựng.

Đối với dự án Cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2 (được đồng loạt khởi công đầu năm 2023), VCG cùng liên doanh được lựa chọn làm nhà thầu tại 4 gói thầu với tổng mức đầu tư hơn 17.000 tỷ đồng, kỳ vọng là động lực quan trọng đến KQKD của doanh nghiệp trong 1-2 năm tới. Đồng thời, điều này giúp chứng minh năng lực của VCG khi có thể tham gia các gói thầu quy mô lên đến 5.000 tỷ đồng (so với các gói thầu trước kia thường dưới 2.000 tỷ đồng).

Hình 5: Doanh thu xây lắp của VCG (đv: tỷ đồng)



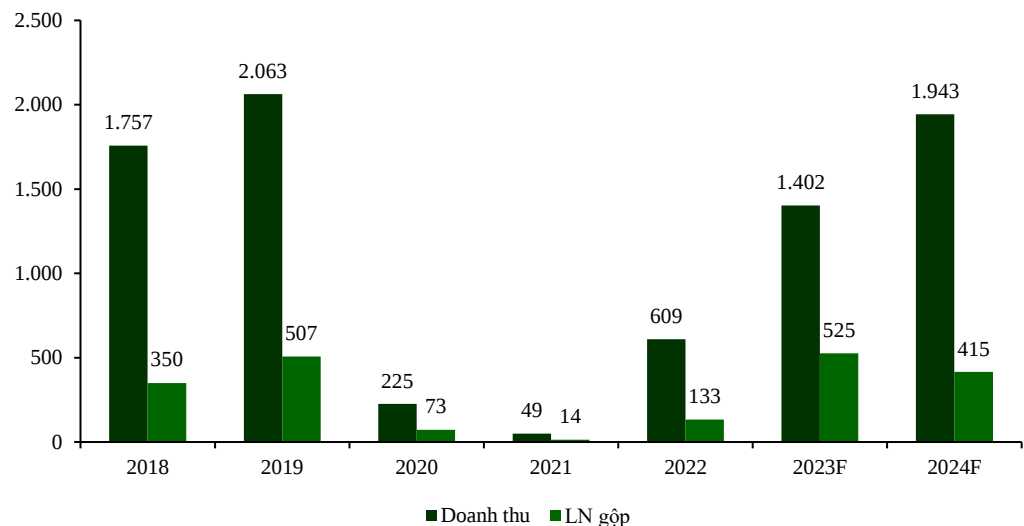
Nguồn: VCG, VCBS

Mảng BĐS có thể chậm lại trong 1-2 năm tới

Mảng BĐS sẽ được VCG đẩy mạnh trong các năm tiếp theo nhằm tận dụng các lợi thế: (1) Quỹ đất lớn và vị thế cao trong đấu thầu phát triển dự án, bao gồm các dự án tại vùng lõi đô thị; (2) Kinh nghiệm phát triển BĐS của nhóm cổ đông lớn. Mặc dù thị trường BĐS gặp nhiều khó khăn, chúng tôi cho rằng trong năm 2023 VCG vẫn sẽ ghi nhận doanh thu khá tích cực nhờ bàn giao các sản phẩm đã được đặt mua và phục vụ nhu cầu ở thực của người dân. Cụ thể:

- **Dự án chung cư cao cấp Green Diamond (93 Láng Hạ, Hà Nội):** Dự kiến sẽ bàn giao căn hộ cho cư dân từ Q2.2023 sau khi hoàn thành công tác nghiệm thu. Với vị trí nằm tại khu vực trung tâm và có mức giá bán cao (75-80 triệu đồng/m²), dự án kỳ vọng giúp VCG ghi nhận khoảng 2.000 tỷ đồng doanh thu.
- **KĐT Amatia Cát Bà (Hải Phòng):** Trong 2 năm tới VCG sẽ tiếp tục hoàn thiện và bàn giao các phân khu đã được khách hàng đặt mua trong giai đoạn 2010-2012 (Khu biệt thự B2, B3 và một phần khu liền kề A3). Tuy vậy biên lợi nhuận dự kiến sẽ không cao do giá bán đất nền trước kia khá thấp và chi phí xây dựng nhà thô chiếm phần lớn tỷ trọng doanh thu ghi nhận.

Hình 6: KQKD mảng bất động sản của VCG (đv: tỷ đồng)



Nguồn: VCG, VCBS

Tuy vậy, KQKD mảng BĐS về cơ bản chưa tương xứng với quy mô đầu tư và kế hoạch tài chính của doanh nghiệp. VCBS đánh giá tiến độ đầu tư và mở bán tại dự án trọng điểm Amatia Cát Bà sẽ chậm lại trong 1-2 năm tới khi:

- Thị trường BĐS trầm lắng và mặt bằng lãi suất neo cao ảnh hưởng lớn đến triển vọng bán hàng, đặc biệt khi sản phẩm tại dự án bao gồm các BĐS nghỉ dưỡng với giá thành cao – vốn thu hút nhiều nhu cầu đầu tư và nhạy cảm với môi trường tiền tệ.
- Hiệu quả khai thác cho thuê thấp do: (1) Thị trường du lịch chưa phục hồi, đặc biệt đối với khách quốc tế; (2) Giá thành sản phẩm cao; (3) Việc chưa có đường kết nối sang Cát Bà ảnh hưởng đến tính hấp dẫn của dự án, trong khi nhiều địa điểm du lịch biển trong khu vực (Hạ Long, Đồ Sơn, Hải Tiến và Sầm Sơn) đã cải thiện mạnh về hạ tầng kết nối và tiện ích du lịch.
- Hạn chế trong khả năng phát hành trái phiếu mới và nhu cầu vốn cho hoạt động xây dựng ảnh hưởng đến nguồn lực tài chính phân bổ cho hoạt động đầu tư hạ tầng tại dự án.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong năm 2023, doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi của VCG kỳ vọng sẽ có mức tăng trưởng tích cực nhờ các gói thầu hạ tầng giao thông lớn và hoạt động bàn giao BĐS. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao triển vọng của doanh nghiệp trong việc tái khẳng định vị thế trong lĩnh vực xây lắp – phát triển hạ tầng và tham vọng phát triển các dự án BĐS quy mô lớn.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2023 của VCG đạt **12.684 tỷ đồng (+46,9% yoy)**. Do không còn ghi nhận doanh thu tài chính đột biến từ đánh giá lại khoản đầu tư, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **748 tỷ đồng (-15,6% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.535 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VCG với mức định giá hợp lý là **23.731 VNĐ/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc

Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng

Phân tích Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân

Chuyên viên cao cấp

Phân tích Doanh nghiệp

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK