

THEO DÕI

Giá mục tiêu: 30.900 VND

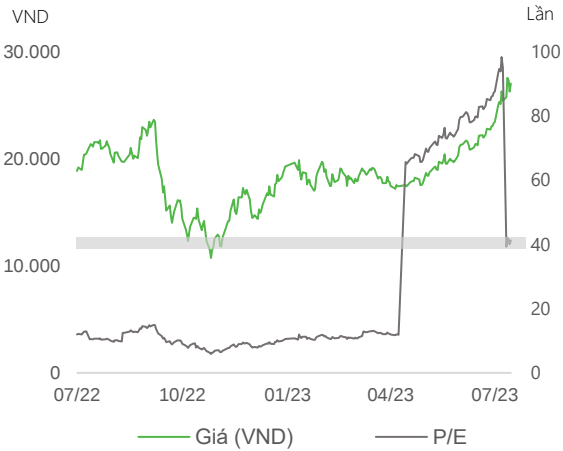
Cập nhật: 07/08/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Với lượng backlog tính tới cuối giữa năm 2023 khoảng 20.000 tỷ, VCG sẽ hưởng lợi khi Chính phủ đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công.

Tiêu cực: Tình hình thị trường BĐS vẫn âm ỉ khiến các dự án BĐS của VCG vẫn chưa hoặc được bàn giao chậm, chưa triển khai mạnh.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi P/E của doanh nghiệp ở quanh mức 40 – 41 lần, tương đương với vùng giá khoảng 24.700 – 26.000 VND/cp.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Xây dựng đầu tư công
Giá hiện tại (VND/cp)	26.500
Vốn hóa (Tỷ VND)	14.163
Số lượng CPLH (triệu cp)	534,4
EPS 4 quý gần nhất	640
P/B	1.46
Cao nhất 52 tuần	28.100
Thấp nhất 52 tuần	10.000



Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam



TỔNG QUAN

VCG là doanh nghiệp xây dựng hàng đầu Việt Nam với quy mô tài sản lớn nhất ngành và nằm trong top 4 nhà thầu xây dựng uy tín nhất Việt nam. VCG có thế mạnh trong lĩnh vực xây dựng các công trình hạ tầng giao thông, xây dựng công nghiệp và dân dụng. Doanh nghiệp đã và đang tham gia nhiều dự án, công trình đầu tư công trọng điểm quốc gia như Vành đai 4 Hà Nội, cao tốc Bắc Nam đoạn Bãi Vọt – Hàm Nghi, Vũng Áng – Bùng, Vân Phòng – Nha Trang... Bên cạnh xây dựng, VCG hiện sở hữu quỹ đất khoảng 2.000 ha và tập trung đẩy mạnh đầu tư các dự án bất động sản dân cư và du lịch, trong đó nổi bật có dự án Cát Bà Amatina tại Hải Phòng với quy mô 172ha.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

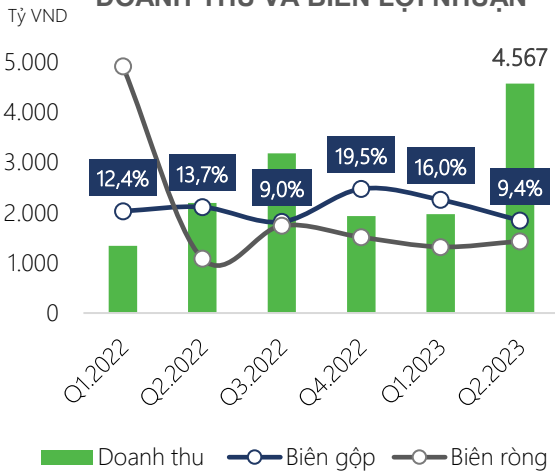
Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công được đẩy mạnh

Ước tính tới cuối T6.2023, VCG đang sở hữu lượng backlog các dự án xây dựng đầu tư công đạt khoảng 20.000 tỷ. Trong khi đó, tốc độ giải ngân vốn đầu tư công cả nước nói chung và của Bộ GTVT nói riêng đang ở mức khá tốt, lần lượt đạt 37,85% và 44,4%. DSC cho rằng với vị thế là doanh nghiệp xây dựng hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư công, sở hữu lượng backlog lớn cùng năng lực thi công ổn định, VCG sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi lớn khi Chính phủ đẩy nhanh tiến độ giải ngân trong nửa cuối năm nhằm tạo động lực phát triển kinh tế.

Mảng BĐS sẽ là động lực tăng trưởng chính cho VCG

Với hàng loạt các dự án đã hoàn thành và đủ điều kiện để ghi nhận doanh thu trong năm 2023 như chung cư Green Diamond, dự án Cát Bà – Amatina, khu đô thị phường Hải Yên (Móng Cái), DSC cho rằng khoảng cuối năm 2023 khi thị trường BĐS dần ấm lên sẽ là thời điểm phù hợp để VCG bàn giao nhà và ghi nhận doanh thu tại các dự án này. Với định hướng đẩy mạnh phát triển sang mảng BĐS, DSC kỳ vọng đây sẽ là mảng kinh doanh chính giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi gộp trong bối cảnh mảng xây dựng mặc dù có doanh thu lớn nhưng biên lợi nhuận thì khá mỏng (chỉ từ 2-3%).

DOANH THU VÀ BIÊN LỢI NHUẬN

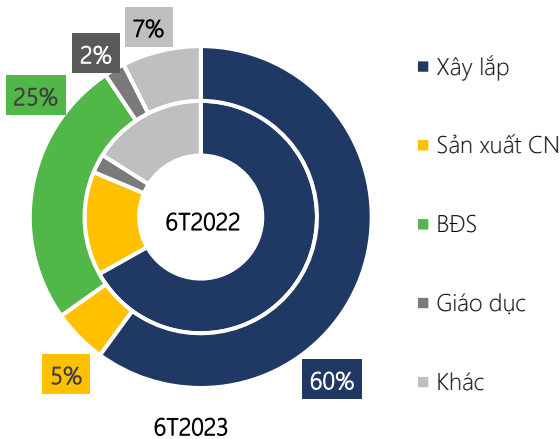


KẾT QUẢ KINH DOANH

Kinh doanh khởi sắc nhưng biên gộp suy giảm

Trong Q2.2023, VCG ghi nhận mức doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 4.567 tỷ (+108% YoY) và 130 tỷ (-24,4%). Động lực tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp phần lớn đến từ mảng xây lắp khi mảng này ghi nhận doanh thu gấp tới 4,4 lần so với cùng kỳ năm 2022. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của VCG trong quý này lần lượt đạt 9,4% và 2,8%, chứng kiến sự sụt giảm đáng kể về biên lợi nhuận gộp so với mức 16% trong Q1.2023, chủ yếu đến từ sự sụt giảm về biên gộp trong mảng xây dựng.

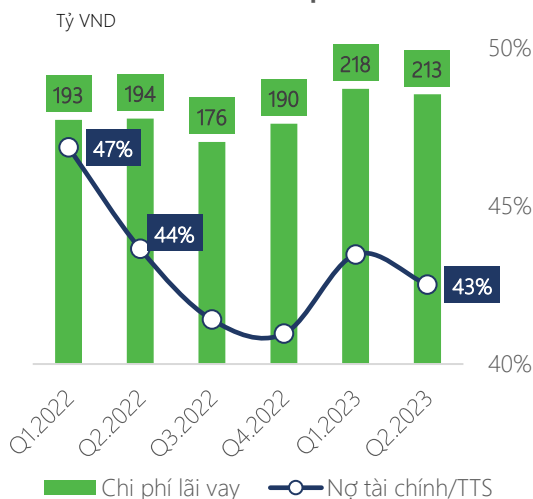
CƠ CẤU DOANH THU



Mảng xây lắp được hưởng lợi khi tốc độ giải ngân vốn đầu tư công được đẩy mạnh, BĐS dần hồi phục

Lũy kế 6T2023, VCG ghi nhận tổng mức doanh thu 6.532 tỷ, trong đó mảng xây lắp đã chiếm tỷ trọng lớn nhất với 60%, đạt 3.922 tỷ (+339% YoY). Với lượng backlog các dự án đầu tư công ước tính đến giữa năm 2023 đạt khoảng 20.000 tỷ, VCG là doanh nghiệp được hưởng lợi lớn từ việc tốc độ giải ngân vốn đầu tư công trên cả nước nói chung và Bộ GTVT nói riêng được đẩy mạnh, đặc biệt là trong nửa cuối năm nay. Trong khi đó, mảng BĐS ghi nhận mức doanh thu đạt 1.659 tỷ, chiếm 25,4%, trái ngược hẳn với việc không ghi nhận doanh thu từ mảng này trong cùng kỳ năm ngoái do đây là thời điểm thị trường BĐS suy giảm nặng nề.

TÌNH HÌNH NỢ VAY



Tỷ lệ nợ vay giảm nhưng chi phí lãi vay vẫn lớn

Tính tới hết Q2.2023, nợ tài chính của VCG đạt 13.351 tỷ, tỷ lệ Nợ tài chính/Tổng tài sản của doanh nghiệp đạt 43%, giảm nhẹ so với Q1.2023 sau khi doanh nghiệp tiếp tục đẩy mạnh mua lại trái phiếu trước hạn. VCG đã tích cực giảm tỷ lệ nợ vay của mình kể từ đầu năm 2022 nhằm cải thiện sức khỏe tài chính, đáp ứng các yêu cầu ngày càng khắt khe đối với các nhà thầu xây dựng các dự án đầu tư công. Tuy nhiên chi phí lãi vay của VCG vẫn duy trì ở mức khá cao, chỉ riêng trong Q2.2023 doanh nghiệp đã phải trả tới 213 tỷ lãi vay. Đây là chi phí lớn nhất của doanh nghiệp bên cạnh chi phí giá vốn hàng bán, khiến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp bị bào mòn đáng kể.

Một số dự án VCG đang triển khai			
Gói thầu dự án	Giá trị (Tỷ VND)	Dự kiến hoàn thành	Nhà thầu
Cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2			
Gói thầu 11-XL đoạn Bãi Vọt – Hàm Nghi	5.323	T11.2025	VCG, TCT 319 Bộ Quốc Phòng
Gói thầu XL-01 đoạn Vũng Áng – Bùng	4.766	T1.2025	VCG, Tập đoàn Sơn Hải, CTCP 484, CTCP Xây lắp 368
Gói thầu XL-02 đoạn Vân Phòng – Nha Trang	3.314	T11.2025	VCG, Tập đoàn Sơn Hải
Cảng hàng không quốc tế Long Thành			
Gói thầu 4.6	8.100	N/A	VCG, C4G và các nhà thầu khác
Gói thầu 3.4	4.412	N/A	VCG và các nhà thầu khác
Gói thầu 5.6	471	N/A	VCG và các nhà thầu khác
Các gói thầu khác			
Gói thầu 09 – Vành đai 4 Hà Nội	1.818	2026	VCG
Cung thiếu nhi Hà Nội	1.300	2024	VCG
Cầu Vĩnh Tuy 2 – Hà Nội	1.255	T9.2023	VCG

VCG xuất hiện ở hầu hết các dự án trọng điểm Quốc gia, có thể kể đến như Cao tốc Bắc-Nam giải đoạn 1, 2, Đường vành đai 4 Hà Nội, cầu Vĩnh Tuy, Cung thiếu nhi Hà Nội... Đáng chú nhất là đại dự án xây dựng Cảng hàng không quốc tế Long Thành, hiện nay VCG cùng liên danh các nhà thầu khác đã trúng được 1 số gói thầu như 4.6, 3.4 hay 5.6 với tổng giá trị ước tính khoảng 13.000 tỷ. Bên cạnh đó, VCG thuộc liên danh VIETUR là đơn vị duy nhất vượt qua vòng chấm kỹ thuật khi đấu thầu gói thầu 5.10 thuộc dự án xây dựng cảng hàng không Long Thành, ước tính giá trị gói thầu lên tới hơn 35.200 tỷ. Mặc dù chưa có kết quả cuối cùng về đơn vị trúng thầu nhưng xác suất trúng thầu của liên danh VIETUR là khá lớn, DSC kỳ vọng đây sẽ là cú hích mới cho sự tăng trưởng trong mảng xây dựng, đầu tư công của VCG.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

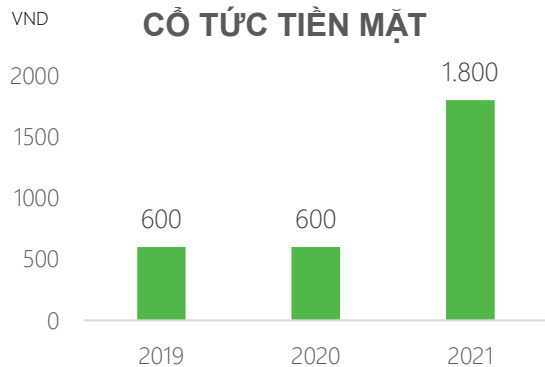
Trong giai đoạn 2019 - 2020, VCG duy trì mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 6%. Nổi bật có năm 2021 doanh nghiệp chi trả mức cổ tức 18% trong khi năm 2022 không trả cổ tức bằng tiền, mà chỉ trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, tập trung cho các dự án lớn trong bối cảnh dòng tiền còn gặp nhiều khó khăn do chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh.

Định giá

P/E của VCG tại giá đóng cửa 07/08/2023 đạt 41,7 lần, cao hơn đáng kể so với mức P/E trung bình 5 năm là 18,6 lần và cao hơn mức trung bình của các doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng đầu tư công là 34,6 lần.

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận của VCG trong năm 2023 đạt lần lượt 13.350 tỷ (+58% YoY) và 815 tỷ (-12,4% YoY). Với mức dự phóng như trên, DSC ước tính EPS của VCG trong năm 2023 đạt 1.524 VND/cp, tương ứng với mức P/E forward 2023 đạt 17,7 lần. Bằng việc kết hợp phương pháp định giá P/E và DCF, DSC thận trọng đưa ra mức định giá cho VCG ở mức 30.900 VNĐ/cp, upside 16,6% so với mức giá đóng cửa ngày 07/08/2023.



(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu	5.751	8.453	13.350
Tăng trưởng DT	3,6%	47%	58%
Lợi nhuận gộp	829	917	1630
Lợi nhuận sau thuế	520	931	815
Tăng trưởng LNST	-69,2%	79%	-12,4%



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn