Báo cáo phân tích VCG
VCG – TRIỂN VỌNG LẠC QUAN 2022

VCG (HOSE)

Giá Hợp Lý (VND)	**[62,300]**
Giá Hiện Tại (VND)	**[43.200]**
Upside	**44.2%**
Khuyến nghị	**MUA**

NGÀNH XÂY DỰNG

Biểu đồ giá cổ phiếu

Các dữ liệu quan trọng

Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	**18,861 tỷ**
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	**477,9**
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	**56,000**
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	**39,600**
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	**8.835.912**
Giá trị giao dịch trung bình 3 tháng	**433.398 trđ**
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	**2.01%**
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-
Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%)	**n/a**

Về VCG

Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam tiền thân là Công ty Dịch vụ và Xây dựng nước ngoài, được thành lập ngày 27/09/1988. Ngày 5/9/2008 Cổ phiếu Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Lĩnh vực kinh doanh chính: xây lắp công trình hạ tầng; kinh doanh bất động sản và các một vài lĩnh vực khác.

NGUYỄN PHƯƠNG LINH
Chuyên viên phân tích Ngành & Doanh nghiệp
linhnp@vncsi.com.vn

Chúng tôi đánh giá **TÍCH CỰC** dành cho VCG cho năm 2022 với **1)** Quỹ đất lớn tại nhiều vị trí thuận lợi tạo nền tảng phát triển dài hạn với triển vọng khởi đầu là dự án Cát Bà Amantina dự kiến đem lại cho VCG tổng giá trị tăng thêm lên tới 1600 tỷ đồng; **2)** Chính sách tăng tốc đầu tư công của Chính phủ trong những năm tới làm đẩy nhanh hơn tiến độ thực hiện những dự án có giá trị cao với tổng giá trị đạt trên 10.000 tỷ đồng **3)** Mảng đầu tư tài chính đem lại dòng tiền ổn định.

Trong 5 năm tới, VCG đặt mục tiêu LNST tăng gấp đôi lên 2.000 tỷ đồng với kế hoạch chuyển ngành kinh doanh chính từ xây dựng sang bất động sản với tỷ trọng doanh thu bất động sản tăng từ 20% lên 60-70% và phần còn lại là xây dựng và các mảng kinh doanh khác. Cát Bà Amantina sẽ là dự án khởi đầu cho năm 2022 khi có những dấu hiệu tái khởi động vào quý 4/2021. Chúng tôi kỳ vọng VCG đạt kế hoạch hoàn thành 99 căn biệt thự thuộc lô BT4 trong Q1/2022. Sự phục hồi của ngành du lịch sau ''cơn bão dịch'' vừa qua sẽ càng tăng thêm sức hấp dẫn của dự án. **Chúng tôi tin rằng, nếu những rủi ro về dịch bệnh không còn quá lớn, Thiên thời - địa lợi - nhân hòa chính là câu nói dành cho đại dự án Cát Bà Amantina - chuỗi BĐS nghỉ dưỡng cao cấp mang thương hiệu VINACONEX khởi sinh trong 2022, đem lại cho VCG tổng giá trị tăng thêm lên tới 1600 tỷ đồng (theo ước tính của CSI).**

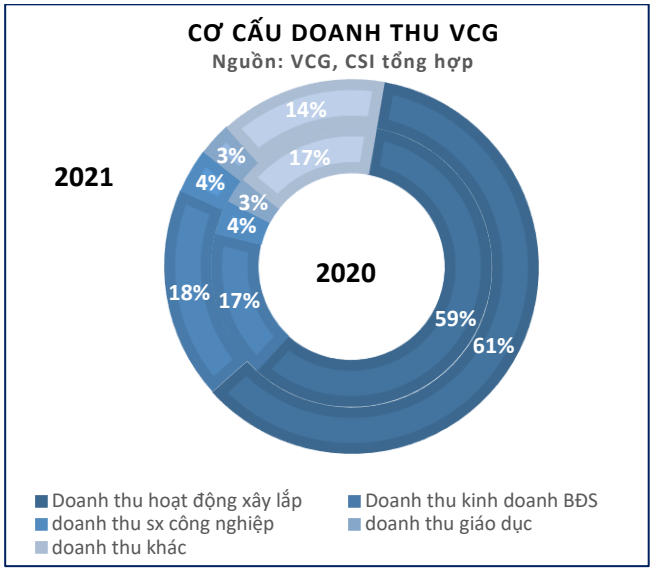
CSI cho rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 sẽ tăng 10% - 15% so với giải ngân thực tế năm 2021. Việc hàng loạt các dự án cao tốc sẽ được đẩy mạnh triển khai trong giai đoạn 2022-2025 sẽ mở ra cơ hội bứt phá lợi nhuận cho nhóm các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giao thông. Từ đó với nội lực sẵn có cùng với những dự án quan trọng, mang giá trị lớn đã được đấu thầu thành công, VCG sẽ là 1 trong những doanh nghiệp ngành hạ tầng được hưởng lợi trực tiếp từ việc nhu cầu đầu tư công được thúc đẩy mạnh mẽ trong 2022.

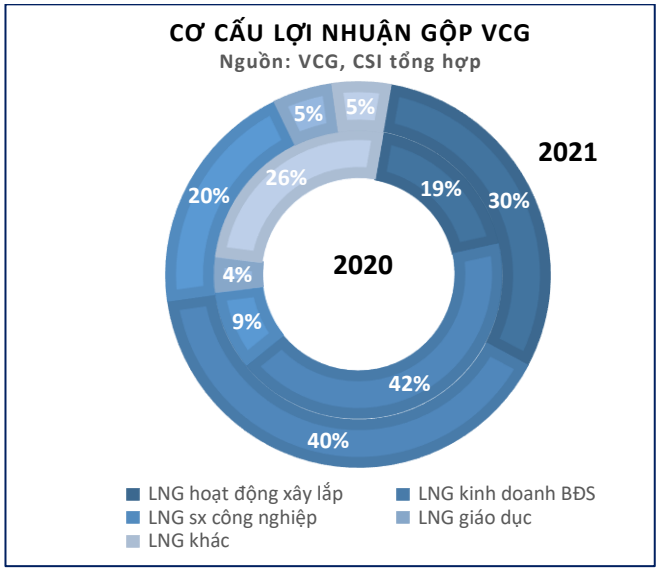
Định giá

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của VCG sẽ bứt phá trong năm 2022 so với nền tảng thấp của 2021, đạt 9.7 nghìn tỷ (+69.9%) LNST dự kiến đạt 1.081 tỷ đồng (+103.6%), EPS đạt 2,262 đồng/cp. Chúng tôi ước tính giá trị thực của VCG đạt **62,300 đồng/cp** trong năm 2022, **cao hơn 44.2%** so với thị giá đóng cửa ngày 28.02.2022. Từ đó, với những triển vọng khả quan ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng VCG là một trong những lựa chọn đầu tư tiềm năng cho năm mới 2022.

Vinaconex là công ty nhà nước được thành lập vào năm 1988 và hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Vào cuối năm 2019, SCIC đã bán toàn bộ cổ phần tại VCG và An Quý Hưng đã mua đấu giá 255 triệu cổ phiếu VCG với giá 28.900 đ/cp và kiểm soát công ty với tỷ lệ sở hữu là 57,71%. Chủ sở hữu mới cởi mở hơn với các cổ đông nhỏ lẻ và có chiến lược rõ ràng hơn so với chủ sở hữu cũ, cụ thể là tích cực thoái vốn các công ty thành viên không có cùng hoạt động kinh doanh chính với công ty mẹ và các công ty hoạt động kém hiệu quả. Nhờ vậy, VCG ghi nhận LNST năm 2019 tăng 23% lên 787 tỷ đồng và LNST cả năm 2020 đã vượt mục tiêu lợi nhuận kế hoạch đề ra 106% với LNST đạt 1.690 tỷ đồng (+115% yoy) chủ yếu nhờ lợi nhuận tài chính từ việc thoái vốn. Đáng chú ý là công ty thu về gần 2.200 tỷ đồng lợi nhuận tài chính từ việc chuyển nhượng 50% cổ phần trong liên doanh CTCP An Khánh trong Q3/2020. **Theo chúng tôi đánh giá đây là những bước đầu khá tích cực trong việc tái cơ cấu của VCG.**

Xây dựng và bất động sản hiện chiếm lần lượt 60% và 20% tổng doanh thu và phần còn lại đến từ sản xuất công nghiệp, giáo dục, dịch vụ và các ngành khác… Mảng BĐS mang lại cho VCG mức biên gộp cao nhất là trên 30% trong khi biên gộp của mảng xây dựng chỉ dao động quanh mức 5% - 7%, do đó BĐS vẫn chiếm tỉ trọng chủ yếu, dao động quanh mức 40% trong tổng lợi nhuận gộp của VCG.





Về hoạt động xây dựng

Trước đây, VCG là tổng thầu và giao việc xây dựng cho các công ty con và chỉ thu phí quản lý. Tuy nhiên, gần đây công ty mẹ trực tiếp xây dựng và quản lý các dự án. Biên lợi nhuận gộp thông thường của hoạt động xây dựng là 3-5% và có thể tăng lên 8-12% đối với một số dự án đặc biệt. So với Coteccons (HSX: CTD) và Hòa Bình (HSX: HBC) có phân khúc chính là xây dựng dân dụng thì Vinaconex có các hợp đồng thi công đa dạng hơn từ nhà ở đến công nghiệp và hạ tầng. Công ty cũng có lịch sử lâu đời hơn, các dự án trúng thầu lớn hơn và có nhiều nhân viên hơn. Tuy nhiên ảnh hưởng của dịch bệnh

giai đoạn 2020- 2021 đã trì hoãn tiến độ thi công nhiều dự án trọng điểm, từ đó làm suy giảm hiệu quả mảng kinh doanh cốt lõi, DTT mảng xây dựng năm 2020 đạt 3.251 tỷ đồng, giảm 38% so với cùng kỳ 2019, DTT có cải thiện trong 2021 đạt 3.477 tỷ đồng, tăng 7% so với 2020 tuy nhiên cũng chưa hồi phục đến con số hơn 5.000 tỷ như những năm trước đó, 1 điểm sáng của mảng xây dựng trong hai năm gần đây là biên lợi nhuận gộp đã cải thiện so với giai đoạn trước đó, điều này được chúng tôi cho rằng bởi những năm gần đây (1) giá nguyên vật liệu (giá thép) giảm và (2) áp dụng công nghệ BIM đẩy nhanh tiến độ thi công, giúp tiết giảm chi phí & (3) VCG nhận được những dự án quan trọng với biên lợi nhuận cao hơn, đến chủ yếu từ các dự án được ký mới trong cuối năm 2020, với tổng giá trị đạt tới 10.000 tỷ đồng, hai dự án Vĩnh Hảo – Phan Thiết và Phan Thiết – Dầu Giây là 2 trong 3 dự án có giá trị thi công cao nhất đang được VCG đẩy nhanh tiến độ từ năm 2021.

Bảng: Dự án VCG đang triển khai (nguồn: VCG)

Dự án	Gói thầu	Thời gian thi công	Giá trị gói thầu (tỷ đồng)
Mai Sơn - QL45	XL - 14	2020 - 2022	**2498**
QL45-Nghi Sơn	XL-03	2021 - 2023	**1100**
Nghi Sơn-Diễn Châu	XL-03	2021 - 2023	**1266**
Vĩnh Hảo - Phan Thiết	XL-04	2020 - 2023	**3225**
Phan Thiết - Dầu Giây	XL-03	2020 - 2023	**2299**
Cầu Vĩnh Tuy 2	01/VT2- XL	2020 - 2022	**1154**
Cầu Vĩnh Tuy 2	05/VT2- XL	2020 - 2022	**101**
Sân bay Long Thành	Gói thầu số 2.4	2022 -2025	**24.185 (dự kiến)**

Nguồn: Nghị quyết số 29/2021/QH15, CSI tổng hợp

Về hoạt động BĐS

Đối với hoạt động BĐS, Vinaconex định hướng khai thác BĐS ở các thành phố Hà Nội, Hải Phòng, Quảng Ninh và Quảng Nam với 3 phân khúc bất động sản chính là nhà ở, công nghiệp và nghỉ dưỡng. Mảng BĐS mang lại cho VCG mức lợi nhuận tích cực do biên gộp của mảng này rất cao và đang có xu hướng tăng đáng kể (trên 30%) trong các năm gần đây, tuy nhiên trong 2021 biên gộp của mảng BĐS đã suy giảm do ảnh hưởng của dịch bệnh làm giảm tiến độ hoàn thiện dự án, biên gộp suy giảm từ mức 37.9% trong 2020 xuống còn 30.8% trong 2021, nguyên nhân chính theo chúng tôi dự đoán là do các dự án quá lâu không được thực hiện, làm tăng chi phí lãi vay vốn hóa, hơn nữa những dự án BĐS mà VCG thực hiện trong năm nay như Chung cư Green Builing 93 Láng Hạ, 10 sàn văn phòng tại TTTM Chợ Mơ… đều có mức biên gộp không quá hấp dẫn như những dự án trước kia do đó làm giảm hiệu quả kinh doanh của nhà thầu. Trong 2022, CSI kỳ vọng nhiều hơn vào sự tái khởi động của dự án bất động sản lớn nhất của VCG là Cát Bà Amantina tại Hải Phòng với tổng diện tích 173,2ha, tổng vốn đầu tư 11,000 tỷ đồng, phát triển trong giai đoạn 2020-2025. Đây là dự án khu đô thị nghỉ dưỡng được phát triển theo 3 giai đoạn. Dự án đã có quy hoạch 1/500 và đầy đủ pháp lý để thực thi. VCG dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu của Cát Bà Amantina từ năm 2022.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá **TÍCH CỰC** dành cho VCG cho năm 2022 với **1)** Quỹ đất lớn tại nhiều vị trí thuận lợi tạo nền tảng phát triển dài hạn với triển vọng khởi đầu là dự án Cát Bà Amantina dự kiến mang lại hơn 1,000 tỷ cho VCG ; **2)** Chính sách tăng tốc đầu tư công của Chính phủ trong những năm tới làm đẩy nhanh tiến độ hơn thực hiện những dự án có giá trị cao với tổng giá trị đạt trên 10.000 tỷ đồng **3)** Mảng đầu tư tài chính đem lại dòng tiền ổn định

1) Quỹ đất lớn tại nhiều vị trí thuận lợi tạo nền tảng phát triển dài hạn với triển vọng khởi đầu là dự án Cát Bà Amantina dự kiến mang lại hơn 1.000 tỷ giá trị tăng thêm cho VCG

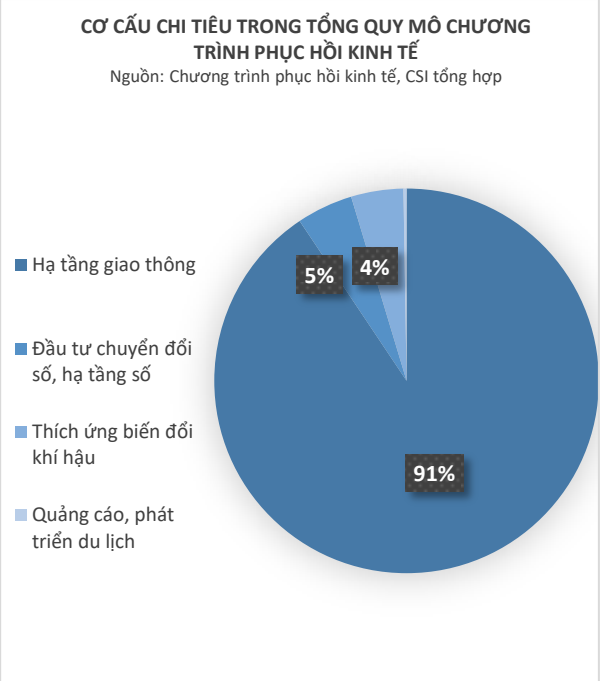
Trong tương lai, VCG đặt mục tiêu LNST tăng gấp đôi lên 2.000 tỷ đồng trong 5 năm tới với kế hoạch chuyển ngành kinh doanh chính từ xây dựng sang bất động sản với tỷ trọng doanh thu bất động sản tăng từ 20% lên 60-70% và phần còn lại là xây dựng và các mảng kinh doanh khác. Cát Bà Amantina sẽ là dự án khởi đầu cho năm 2022 khi có những dấu hiệu tái khởi động vào quý 4/2021. Chúng tôi kỳ vọng VCG đạt kế hoạch hoàn thành 99 căn biệt thự thuộc lô BT4 trong Q1/2022. Sự phục hồi của ngành du lịch sau ''cơn bão dịch'' vừa qua sẽ càng tăng thêm sức hấp dẫn của dự án. Chúng tôi tin rằng, nếu những rủi ro về dịch bệnh không còn quá lớn, Thiên thời - địa lợi - nhân hòa chính là câu nó dành cho đại dự án Cát Bà Amantina - chuỗi BĐS nghỉ dưỡng cao cấp mang thương hiệu VINACONEX khởi sinh trong 2022, đem lại cho VCG tổng giá trị tăng thêm lên tới 1.600 tỷ đồng (theo ước tính của CSI).

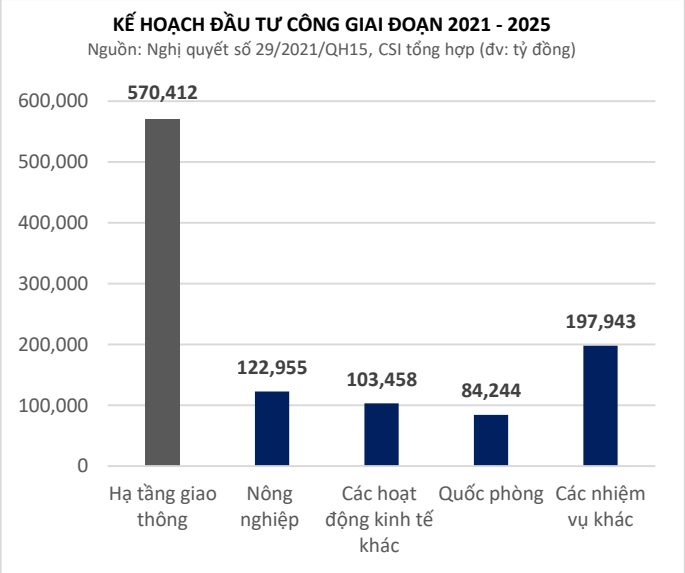
2) Chính sách tăng tốc đầu tư công của Chính phủ trong những năm tới làm đẩy nhanh tiến độ hơn thực hiện những dự án có giá trị cao với tổng giá trị đạt trên 10.000 tỷ đồng

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG NGÀNH: ĐẦU TƯ CÔNG – THÚC ĐẨY MẠNH MẼ TRONG GIAI ĐOẠN PHỤC HỒI KINH TẾ:

Hạ tầng giao thông được ưu tiên giải ngân đầu tư công giai đoạn 2021-2025

Quốc hội mới đây đã thông qua gói kích thích kinh tế mới trị giá 347.000 tỷ đồng trong Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội. Đáng chú ý, nguồn vốn thực hiện nhóm giải pháp phát triển kết cấu hạ tầng lên tới 113.850 tỷ đồng, trong đó tập trung vào phát triển 13 dự án giao thông quan trọng với tổng chi tiêu dự kiến lên tới 103.164 tỷ đồng. Tương tự trong kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-25, phân bổ vốn cho phát triển hạ tầng giao thông tiếp tục được chú trọng với 570.412 tỷ đồng, chiếm 52% tổng vốn đầu tư từ ngân sách trung ương. Các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc-Nam phía Đông, sân bay Long Thành sẽ được Chính phủ tập trung đẩy mạnh triển khai trong thời gian tới.





Giải ngân đầu tư công sẽ bứt phá ngay từ đầu năm 2022

Năm 2022, Chính phủ đặt ra mục tiêu tăng trưởng GDP nằm trong khoảng 6%-6,5% và CPI bình quân tăng khoảng 4%. Trong trường hợp gói kích thích kinh tế được giải ngân có hiệu quả, tăng trưởng GDP của Việt Nam có thể vượt mức 7% trong năm 2022 trên mức nền thấp của giai đoạn 2020-2021. Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 sẽ tăng 10% - 15% so với giải ngân thực tế năm 2021 nhờ **(1)** nguồn vốn bổ sung phát triển kết cấu hạ tầng từ gói kích thích kinh tế mới được thông qua; **(2)** nút thắt thiếu đá xây dựng và đất đắp đã được giải quyết khi Chính phủ cấp phép khai thác cho các mỏ mới; **(3)** giá vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, đá xây dựng được dự báo sẽ giảm trong năm tới; **(4)** thực tế giải ngân vốn đầu tư công năm 2021 ở mức thấp, chỉ đạt 84% kế hoạch cả năm; và **(5)** nhiều dự án hạ tầng giao thông trọng điểm đã hoàn thành công tác chuẩn bị, giải phóng mặt bằng và sẽ bắt đầu thi công các hạng mục chính vào năm sau.

Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công trung hạn GĐ 2021 - 2025 tăng 43.5% vs GĐ 2026 - 2021 (tỷ đồng)			
Vốn đầu tư trung hạn	**Kế hoạch**	**Thực hiện**	**Tỷ lệ thực hiện**
GĐ 2016 - 2021	2,000,000	1815556	91%
GĐ 2021 - 2025	2,870,000		
Thay đổi	+43.5%		

Nguồn: Nghị quyết số 29/2021/QH15, CSI tổng hợp

Các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ chủ đề đầu tư công

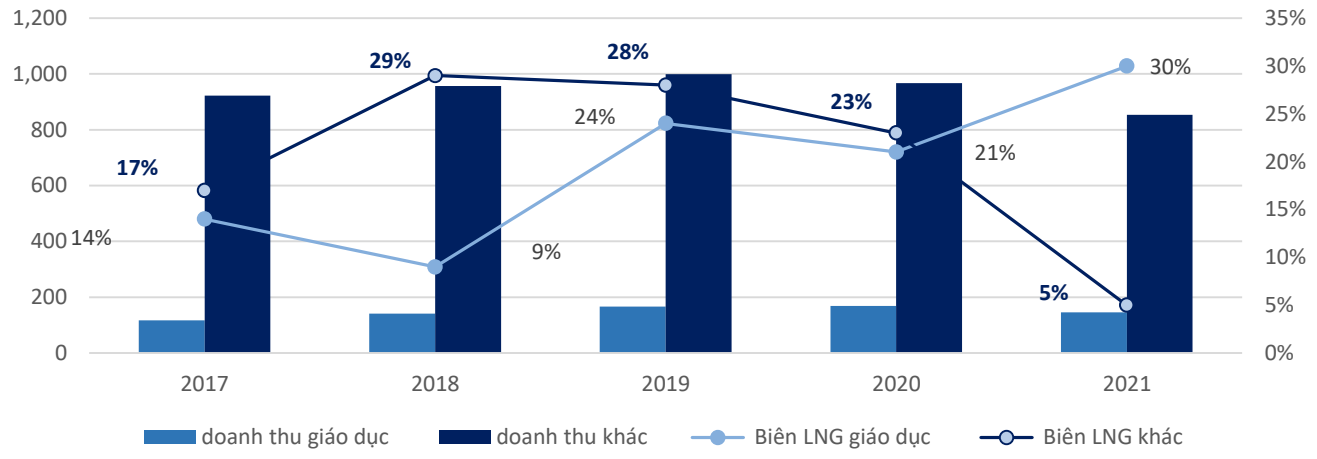
Việc hàng loạt các dự án cao tốc sẽ được đẩy mạnh triển khai trong giai đoạn 2022-25 sẽ mở ra cơ hội bứt phá lợi nhuận cho nhóm các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giao thông đặc biệt đối với các doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt. Từ đó với nội lực sẵn có cùng với những dự án quan trọng, mang giá trị lớn đã được đấu thầu thành công, chúng tôi cho rằng, VCG sẽ là 1 trong những doanh nghiệp ngành hạ tầng được hưởng lợi trực tiếp từ việc nhu cầu đầu tư công được thúc đẩy mạnh mẽ trong 2022. Theo phân tích của chúng tôi, 2 đại dự án lớn nhất là Vĩnh Hảo – Phan Thiết và Phan Thiết – Dầu Giây sẽ được VCG tập chung triển khai trong năm nay, mục tiêu dự kiến hoàn thành ít nhất 60% tiến độ từng dự án, các công trình còn lại cũng sẽ được VCG gấp rút hoàn thiện do đang bị trễ so với kế hoạch đề ra. Chúng tôi kỳ vọng, gói thầu số 2.4 của dự án Sân bay Long Thành với tổng giá trị lên tới 24 nghìn tỷ đồng sẽ sớm được thi công, mang lại cho doanh nghiệp nguồn lợi nhuận đột phá trong những năm tới.

3) Mảng đầu tư tài chính đem lại dòng doanh thu ổn định qua các năm

Trong những năm qua, VCG đang tái cơ cấu theo hướng tập trung vào các mảng năng lượng sạch, các công trình thủy điện, giáo dục… thông qua các công ty liên doanh/liên kết, với dòng doanh thu ổn định, đạt mức gần 1000 tỷ/năm. Thời gian qua, nhiều đối tác nước ngoài đã đặt quan hệ hợp tác với Tổng công ty, điển hình như Toyota đã đăng ký mua 35% tổng số cổ phiếu có quyền biểu quyết đang lưu hành của Điện Miền Bắc 2. Điểm quan trọng hơn cả là Vinaconex đã tái cấu trúc tốt trong 02 năm vừa qua, hiện giờ có bộ máy tinh gọn, đủ năng lực đảm nhận và phát triển các dự án lớn. Đây là yếu tố cần thiết để VCG thu hút được các nhà đầu tư lớn, chuyên nghiệp hơn.

Doanh thu - biên LNG các mảng ĐTTC của VCG

Nguồn: VCG, CSI tổng hợp (đv:nghìn tỷ,%)



KẾT QUẢ KINH DOANH 2021 - VCG

Báo cáo tài chính hợp nhất vừa được Tổng công ty Vinaconex (HOSE – VCG) công bố cho thấy kết quả sản xuất – kinh doanh không mấy khả quan trong bối cảnh bị tác động nặng nề bởi dịch bệnh. Cụ thể, doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ hợp nhất quý IV của Vinaconex đạt 2.133 tỷ đồng, cao hơn 26% so với cùng kỳ, LNST đạt 174 tỷ đồng (-33.3%yoy). Lũy kế cả năm, Tổng công ty đạt 5.743 tỷ đồng doanh thu (+3.4%yoy), LNST đạt 531 tỷ đồng (-68.6%).

Bảng: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2021 - VCG

Chỉ tiêu (đv: triệu đồng)	2020	2021	Yoy (%)	% hoàn thành kế hoạch năm
Doanh thu thuần	5,551	5,742	3.4%	47%
Lợi nhuận gộp	836	830	-0.7%	
Lợi nhuận hoạt động	2,044	712	-65.2%	
EBIT	2,382	1,227	-48.5%	
Lợi nhuận trước thuế	2,127	726	-65.9%	
Lợi nhuận ròng	1,690	531	-68.6%	53%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	1,605	406	-74.7%	

Nguồn: VCG, CSI tổng hợp

Theo CSI chúng tôi đánh giá, sự suy giảm kết quả kinh doanh của VCG trong năm vừa qua chủ yếu đều do **(1)** ảnh hưởng dịch bệnh làm chậm tiến độ triển khai các dự án xây dựng **(2)** các dự án BĐS triển khai trong năm qua không đem lại mức biên gộp cao như các dự án trước đó **(3)** VCG không còn được ghi nhận khoản thu nhập khác đến từ việc bán các công ty con như 2020. Đối với nhận định trong năm tới, chúng tôi kỳ vọng 2 mảng chính của VCG là xây lắp và BĐS sẽ đóng góp doanh thu vượt trội cho năm 2022 khi nền kinh tế bước vào giai đoạn bình thường mới sau đại dịch.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH:

Khả năng thanh toán

Hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh của VCG có xu hướng giảm khá mạnh từ thời điểm cuối năm 2019 đến nay, cụ thể hệ số thanh toán hiện hành giảm từ mức 1,56 lần cuối năm 2019 xuống còn 1,39 lần cuối năm 2021. Tuy nhiên cả 2 hệ số này tại thời điểm 31/12/2021 đều vẫn lớn hơn 1 và cũng chưa phải mức thấp nhất trong các năm hoạt động gần đây, bên cạnh đó hệ số thanh toán bằng tiền mặt của VCG lại có xu hướng tăng lên khá nhiều từ mức 0,3 lần thời điểm cuối năm 2019 lên 0,43 lần thời điểm cuối năm 2021 cho thấy sự chủ động trong dự trữ thanh khoản của công ty khi diễn biến dịch Covid ngày càng nghiêm trọng giúp công ty đảm bảo đủ tiền dự trữ để đáp ứng nhu cầu tức thời.

Bảng: Chỉ số tài chính của VCG

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
Đòn bẩy					
NỢ VAY DH/VCSH	0.20	0.19	0.32	0.30	0.87
Nợ vay/VCSH	0.51	0.45	0.60	0.60	1.53
Thanh khoản					
Thanh toán hiện hành	1.24	1.35	1.56	1.49	1.39
thanh toán nhanh	0.89	0.97	1.26	1.24	1.15
Thanh toán tiền mặt	0.33	0.32	0.30	0.39	0.43
ebit/lãi vay	7.8	3.7	4.2	9.0	2.4
Hiệu suất					
Vòng quay TTS	**0.49**	**0.47**	**0.48**	**0.29**	**0.23**

Nguồn: VCG, CSI tổng hợp

Tuy nhiên cần chú ý Nợ vay/Vốn chủ sở hữu của VCG tại cuối năm 2021 tăng rất mạnh lên mức 1,53 lần so với 0,6 lần thời điểm cuối năm 2020, điều này khiến cho chi phí lãi vay tăng mạnh mà EBIT tăng trưởng chậm khiến cho hệ số chi trả lãi vay của VCG giảm nhiều chỉ còn 2,7 lần trong năm 2021 so với 9 lần năm 2020. Doanh nghiệp cần xem xét hiệu quả và tiến độ của các dự án nhằm đảm bảo dòng tiền tạo ra đủ khả năng thanh toán các khoản lãi vay tránh tạo áp lực quá lớn cho tình hình tài chính của Doanh nghiệp.

Hiệu suất hoạt động

Vòng quay tổng tài sản của VCG có dấu hiệu sụt giảm mạnh trong 3 năm qua từ 0,48 lần 2019 xuống còn 0,14 lần năm 2021, nguyên nhân là do tổng tài sản cuối năm 2021 tăng mạnh 59,07% so với đầu năm đạt 31.194 tỷ nhưng doanh thu thuần năm 2021 chỉ tăng trưởng 3,42% so với năm 2020, cụ thể là do tình hình giãn cách xã hội 2 khu vực HCM và HN khiến cho hoạt động kinh doanh của VCG bị ảnh hưởng lớn, tuy nhiên có thể thấy sự phục hồi đã bắt đầu từ Q4/2021 khi các nhiều dự án đã được tiếp tục triển khai, bàn giao và ghi nhận vào doanh thu, tính đến 31/12/2021 hàng tồn kho đã tăng 63,51% so với cuối năm 2020 đạt 3630 tỷ, cho thấy các dự án vẫn đang được triển khai.

ĐỊNH GIÁ VÀ DỰ PHÓNG:

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của VCG năm 2021 đạt 9.7 nghìn tỷ (+69.9%) với giả định doanh thu mảng xây lắp phục hồi mức tăng trưởng, đạt 5.463 tỷ đồng (+57.1%), mảng BĐS đạt mức doanh thu thuần lên tới 3.013 tỷ đồng (+182.4%) chính từ sự tái khởi động của dự án Cát Bà, các mảng doanh thu khác vẫn hoạt động ổn định và mang lại cho VCG mức doanh thu ổn định là hơn 1000 tỷ/năm. LNST dự kiến đạt 1081 tỷ đồng (+103.6%), EPS đạt 2,262 đồng/cp.

Bảng dự phóng doanh thu, lợi nhuận VCG trong cuối năm 2021 và 2022 (nguồn: CSI ước tính)

Năm (đv: triệu đồng)	2021	2022F
Doanh số thuần	5,742	9,757
LNST	531	1,081
LN từ công ty mẹ	406	822
EPS (đồng)	1,111	2,262

Chúng tôi ước tính giá trị thực của VCG trong 2022 đạt **62,300 đồng/cp** trong năm 2022 **cao hơn 44.2%** so với thị giá đóng cửa ngày 28.02.2022, theo phương pháp P/B (dựa trên so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, lịch sử doanh nghiệp và triển vọng cho VCG 2022). *Từ đó, với những triển vọng khá quan ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng VCG là một trong những lựa chọn đầu tư tiềm năng* cho năm mới 2022.

Năm	2022F
Book value (re-evaluated)	**10,166 (million dong)**
Number of shares	**477,927,634**
P/B estimate	**1.4**
Value per share (dong)	**62,300**

Bảng: Chỉ số các DN trong ngành xây dựng hạ tầng (nguồn: Fiinpro, CSI tổng hợp)

STT	Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	Tăng trưởng DTT (%)	Tăng trưởng LNST CT mẹ (%)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ/Tổng Tài sản	P/E cơ bản (Lần)	EPS cơ bản (VND)	P/B (Lần)
1	HBC	Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	7,063	1.2%	14.1%	2.35%	0.61%	0.75	70.9	406	1.91
2	HTN	Hưng Thịnh Incons	4,336	35.4%	-30.1%	19.00%	3.67%	0.80	17.4	2,793	2.90
3	FCN	FECON CORP	4,007	10.5%	-8.8%	3.93%	1.51%	0.60	30.2	843	1.48
4	CII	Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM	8,376	-46.6%	-234.3%	-4.20%	-1.13%	0.73	-24.6	-1,427	1.72
5	CEE	Xây dựng Hạ tầng CII	668	-26.9%	-88.7%	0.73%	0.17%	0.80	211.0	80	1.54
										Trung Bình	**1.91**
										Trung vị	**1.72**
6	VCG	VINACONEX	19,590	3.4%	-74.7%	5.48%	1.60%	0.76	46.0	965	**1.4 (CSI ước tính)**

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
TÀI SẢN NGẮN HẠN	12,988	12,370	12,055	13,397	21,462
Tiền và tương đương tiền	2,249	1,354	1,343	1,995	2,742
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,204	1,591	959	1,551	3,943
Các khoản phải thu	5,657	5,846	7,303	7,468	10,852
Hàng tồn kho, ròng	3,718	3,435	2,321	2,220	3,630
Tài sản lưu động khác	160	145	128	162	295
TÀI SẢN DÀI HẠN	8,641	7,715	7,263	6,213	9,733
Phải thu dài hạn	1,322	896	588	210	2,380
Tài sản cố định	2,785	2,672	2,442	2,582	2,532
Tài sản dở dang dài hạn	1,492	1,588	1,761	850	1,909
Đầu tư dài hạn	1,155	769	869	1,062	1,470
Tài sản dài hạn khác	223	786	737	708	696
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	21,629	20,085	19,318	19,610	31,195
NỢ PHẢI TRẢ	13,771	12,212	11,580	12,447	23,554
Nợ ngắn hạn	10,435	9,182	7,723	8,992	15,461
Nợ dài hạn	3,336	3,030	3,857	3,454	8,093
VỐN CHỦ SỞ HỮU	7,858	7,873	7,738	7,163	7,641
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	21,629	20,085	19,318	19,610	31,195

Bảng kết quả kinh doanh

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh số	10,898	9,731	9,508	5,552	5,743
Các khoản giảm trừ	0	0	-6	0	-2
Doanh số thuần	10,898	9,731	9,502	5,551	5,742
Giá vốn hàng bán	-9,130	-8,521	-8,191	-4,715	-4,911
Lãi gộp	1,768	1,210	1,311	836	830
Thu nhập tài chính	1,015	259	250	3,046	531
Chi phí tài chính	-306	-294	-313	-277	-499
Trong đó: Chi phí lãi vay	-285	-274	-267	-255	-501
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	97	90	141	7	24
Chi phí bán hàng	-100	-76	-80	-62	-45
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,941	745	864	2,044	712
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	82	94	139	97	20
Thu nhập khác	-72	-46	-37	-14	-7
Chi phí khác	11	48	102	83	14
Thu nhập khác, ròng	0	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	1,951	793	965	2,127	726
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	-292	-155	-178	-447	-183
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-30	-1	0	10	-11
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	-322	-156	-179	-436	-195
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	1,629	637	787	1,690	531
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	288	145	103	86	126
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,341	491	684	1,605	406
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,037	1,028	1,548	3,667	978
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	3,408	1,333	1,647	3,536	1,111

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI: csi.research@vncsi.com.vn
Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Người thực hiện: Nguyễn Phương Linh
Chuyên viên phân tích
Email: linhnp@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá,

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) /giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng.
Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI
Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội
ĐT: + 84 24 3926 0099 Webiste: https://www.vncsi.com.vn/