

Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam

Khuyến nghị: NẮM GIỮ

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND)	25.200
Giá mục tiêu (VND)	28.350
Tiềm năng tăng/giảm (%)	12,5
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	92,8
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	62,8
Tăng trưởng giá so với VN-Index (%)	N/A
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	11.131,1
SL CP lưu hành (triệu cp)	441,7
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	3,2
P/E trailing (x)	17,5
P/B (x)	1,5
P/E VN-Index (x)	17,5

ĐIỂM NHẤN HOẠT ĐỘNG

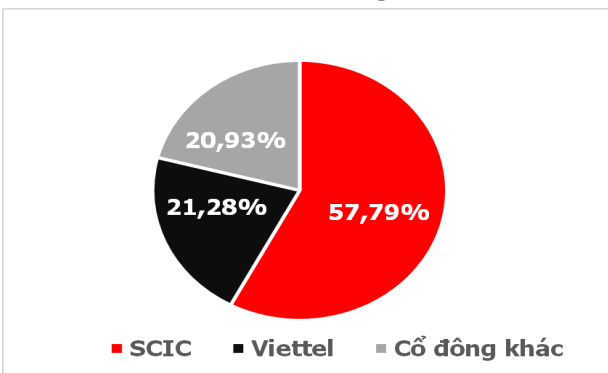
Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2017 ấn tượng: Lũy kế 9 tháng đầu năm 2017, doanh thu VCG đạt 6.624,8 tỷ đồng, tăng 18% yoy. Tổng lợi nhuận sau thuế thu về trong 9 tháng đầu năm 2017 đạt 622,9 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ, và vượt 40,5% chỉ tiêu lợi nhuận cả năm.

Nhiều dự án Bất động sản đang được triển khai, mở bán: Trong 9 tháng đầu năm Vinaconex tiếp tục triển khai hàng loạt các dự án gồm: Dự án 97-99 Láng Hạ đã cất nóc và hoàn thành phần thô; dự án chung cư 25 Nguyễn Huy Tưởng được đầu tư mạnh; dự án BT5 khu đô thị Bắc An Khánh khởi động lại sau 4 năm tạm dừng và tích cực hoàn thành giải phóng mặt bằng và các thủ tục để có thể sớm khởi công dự án 93 Láng Hạ trong năm 2017. Theo kế hoạch, dự án Vinata Tower dự kiến hoàn thành quý 4/2018, dự án 93 Láng Hạ sẽ hoàn thành năm 2019, dự án 25 Nguyễn Huy Tưởng có thể hoàn thành vào quý 3/2019... Đây có thể là nguồn doanh thu lớn cho VCG trong giai đoạn 2018-2020. Theo VCG, năm 2018 dự án Splendor sẽ mang về doanh thu khoảng gần 1.200 tỷ đồng, lãi thuần khoảng 430 tỷ trừ đi các khoản chi phí có thể lãi khoảng 200 tỷ đồng. Đến năm 2020, doanh thu dự án có thể đạt 2.000 tỷ đồng/năm và LNST khoảng 500 tỷ đồng/năm.

Lộ trình thoái vốn tại các công ty con, công ty liên kết: Năm 2017 VCG tiếp tục thoái vốn, ngừng hoạt động hoặc giải thể các đơn vị kinh doanh thua lỗ, tạo cấu trúc cơ động, tập trung vào lĩnh vực chính là xây lắp, kinh doanh bất động sản. Động thái này cho thấy sự quyết tâm tái cấu trúc bộ máy hoạt động, giảm thua lỗ từ các công ty con, tăng hiệu quả hoạt động. Cụ thể trong quý 3/2017, VCG đã hoàn thành thoái vốn tại CTCP xây dựng số 7 thu về gần 100 tỷ; đã thông qua việc bán 30,36% vốn điều lệ tại Vinaconex 11, chủ trương thoái 35,39% vốn tại Công ty cổ phần Ống sợi thủy tinh Vinaconex (Viglafico), kế hoạch thoái 41% vốn tại CTCP Vimeco, giảm sở hữu xuống còn 10%.

Lộ trình thoái vốn Nhà nước tại VCG: SCIC sẽ tiến hành thoái 21,79% vốn tại VCG. Cụ thể, từ ngày 28/11 đến 07/12, SCIC sẽ tiến hành công bố thông tin quy chế, bản CBTT và giá khởi điểm của đợt chào bán. Bên cạnh đó, NĐT cũng sẽ tiến hành đăng ký đặt cọc mua cổ phần. Thời gian chào bán chính thức là ngày 08/12/2017 và sẽ hoàn tất giao dịch tại ngày 20/12/2017. Sau khi thoái 21,79% vốn, SCIC sẽ còn nắm giữ 36% vốn và sẽ tiến hành thoái toàn bộ từ nay đến năm 2020. Sau khi SCIC thoái vốn, VCG sẽ tiếp tục thực hiện tái cấu trúc công ty và tiến tới thoái vốn tại các công ty con và tập trung, dồn lực vào 2 Công ty mới thành lập chuyên về xây lắp và đầu tư kinh doanh BĐS.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: VCG

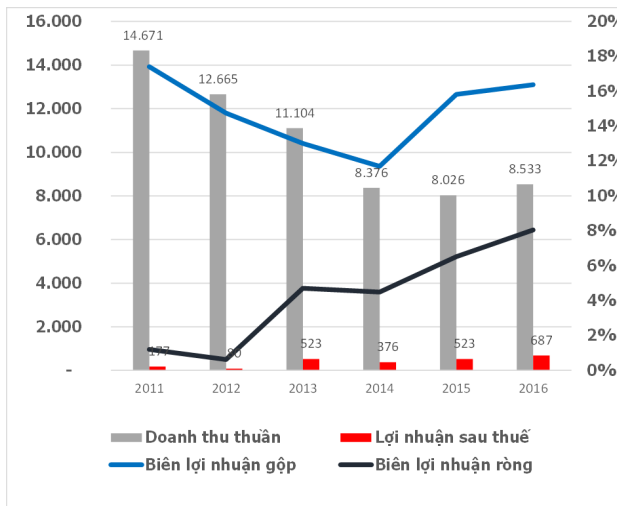
So sánh cổ phiếu VCG và HNX - INDEX



Nguồn: fiinpro

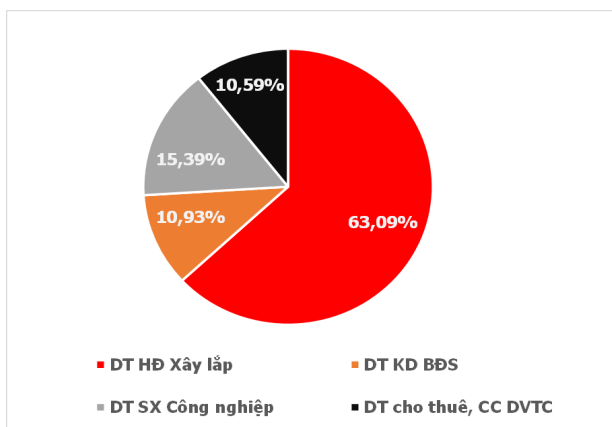
Chuyên viên Phân tích
Lê Thị Hải Yến - yenlth1@msi.com.vn

Kết quả kinh doanh 2012—2016



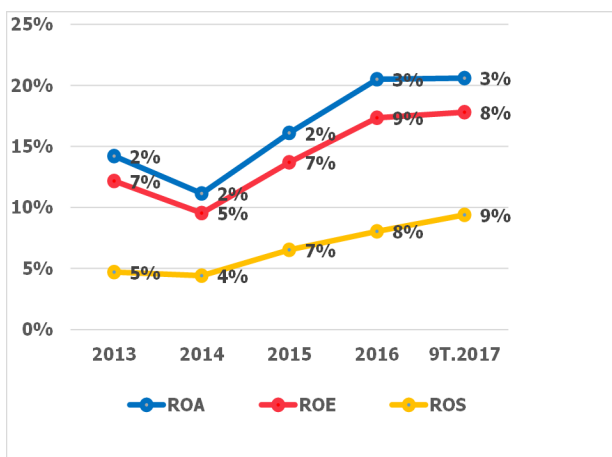
Nguồn: MSI, VCG

Cơ cấu doanh thu 9T.2017



Nguồn: MSI, VCG

Khả năng sinh lời 2013—2017



Nguồn: MSI, VCG

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

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. Trải qua 29 năm hình thành và phát triển, VCG ngày càng khẳng định vị trí là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng và kinh doanh bất động sản ở Việt Nam.

Cấu trúc doanh nghiệp: Tính đến ngày 30/09/2017, cấu trúc VCG gồm Công ty mẹ với 11 đơn vị phụ thuộc, 27 công ty con, 10 công ty liên doanh, liên kết

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cơ cấu cổ đông của VCG khá cô đặc. Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của công ty tính đến cuối quý 3/2017 là 441,71 triệu cổ phiếu. Trong đó cổ đông lớn nhất của VCG là SCIC nắm giữ 57,79% vốn điều lệ, tiếp đó là Viettel nắm giữ 21,3%. Còn lại 20,93% thuộc các cổ đông nhỏ lẻ khác.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kết quả kinh doanh của VCG có sự phục hồi trong những năm gần đây: Doanh thu thuần từ năm 2012-2015 có sự sụt giảm nhưng đến năm 2016 đã có sự tăng trưởng. Lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế có sự tăng trưởng mạnh trong 2 năm trở lại đây mặc dù doanh thu thuần năm 2015 có giảm nhẹ do lợi nhuận của công ty mẹ và các công ty thành viên đạt kết quả cao hơn nhiều so với những năm trước, các đơn vị khó khăn về tài chính đã thu hẹp về quy mô hoạt động và chờ hoàn thiện thủ tục phá sản, giải thể nên không còn ảnh hưởng nhiều tới kết quả hoạt động hợp nhất của tổng công ty. Đáng chú ý là tỷ lệ lợi nhuận gộp và tỷ lệ lợi nhuận ròng được cải thiện rõ rệt và ổn định xu hướng trong 4 năm gần đây, trong đó 2016 biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 16,4% và 8,1% cao hơn hẳn so với các năm trước. Mức này tương đương với mức trung bình ngành.

Cập nhật kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2017: Lũy kế 9 tháng đầu năm 2017, doanh thu VCG đạt 6.624,8 tỷ đồng, tăng hơn 1.000 tỷ đồng so với cùng năm trước tương ứng mức tăng 18%. Tổng lợi nhuận sau thuế thu về trong 9 tháng đầu năm 2017 đạt 622,9 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Khả năng sinh lời: ROA và ROE có sự tăng đều trong 3 năm gần đây và hệ số thanh toán lãi tăng mạnh trong 5 năm trở lại đây cho thấy tình hình tài chính đã được cải thiện rõ rệt.

Cơ cấu vốn: Hệ số nợ của VCG khá cao đều lớn hơn 65% qua các năm. Theo BCTC quý 3.2017, nợ phải trả của công ty khoảng 13.864,8 tỷ đồng, tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu của VCG là 1,86 lần. Trong đó VCG vay tài chính 4.451,7 tỷ đồng tương đương 32,11% nợ phải trả và 20,9% tổng nguồn vốn. Lượng tiền và tương đương tiền của VCG tại thời điểm cuối quý 3 năm 2017 là 1.059,3 tỷ đồng. Được biết, tổng hạn mức tín dụng cho vốn lưu động đã ký với các ngân hàng là 1.900 tỷ đồng, số dư nợ vay vốn lưu động vào khoảng 580 tỷ đồng, tương đương 10% vốn chủ sở hữu. Một lợi thế của VCG là nhờ lịch sử tín dụng khá tốt, chưa từng phát sinh nợ quá hạn nên lãi vay vốn lưu động các ngân hàng áp dụng cho VCG đang ở mức thấp nhất.

KẾ HOẠCH KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2017-2020

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu: Bình quân từ 10% - 15%/năm
- Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận: Bình quân: 10% - 15%/năm
- Tỷ lệ cổ tức đạt từ 10% - 12%/năm
- Tái cấu trúc doanh nghiệp: Chậm nhất đến năm 2022 sẽ hoàn thành công tác tái cấu trúc doanh nghiệp theo chiến lược đã xây dựng.

ĐÁNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2017 của VCG lần lượt đạt 9.557 tỷ đồng và 769,4 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

Trong năm 2018, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VCG đạt 10.991 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 884,9 tỷ đồng nhờ vào dự án Splendor.

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E với P/E bình quân của các công ty cùng ngành đang niêm yết trên thị trường là 18,x để xác định giá trị của VCG. Theo đó, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi chiết khấu 10% so với mức P/E bình quân ngành. Như vậy với mức P/E hợp lý của VCG là 16,28X, EPS 2017F là 1.742 thì giá mục tiêu của VCG là 28.350 đồng/CP. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với VCG dựa trên những yếu tố cơ bản sau.

- Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm khá ấn tượng
- Nhiều dự án đang được triển khai, mở bán
- Tiếp tục thoái vốn, ngừng hoạt động hoặc giải thể các đơn vị kinh doanh thua lỗ, tạo cấu trúc cô đọng, tập trung vào lĩnh vực chính là xây lắp, kinh doanh bất động sản

MỘT SỐ DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM CỦA VCG

Dự án Gold Silk Complex: Dự án do TNR Holdings Vietnam làm chủ đầu tư với giá trị hợp đồng 450,33 tỷ VND. Dự án bao gồm khu cao tầng hỗn hợp và khu thấp tầng với tổng diện tích sàn 19.594 m². Hiện dự án đã hoàn thiện cách đây 2 tháng và đang trong quá trình giao nhà.

Dự án khu đô thị Bắc An Khánh (Splendor): Dự án do công ty liên doanh TNHH Phát triển đô thị mới An Khánh (Liên doanh giữa Vinaconex và Posco E&C Hàn Quốc, theo tỷ lệ góp vốn pháp định là 50/50) làm chủ đầu tư. Toàn khu được chia thành những khu chức năng bao gồm: Các khu chung cư cao tầng, khu biệt thự và nhà liền kề, văn phòng cho thuê, trung tâm thương mại, siêu thị. Trong đó đất ở là 746.650 m² với: Đất nhà ở cao tầng: 245.500 m²; đất công trình hỗn hợp: 163.900 m²; nhà ở biệt thự 249.200 m²; nhà liền kề 91.900 m². Theo VCG, năm 2018 dự án Splendor sẽ mang về doanh thu khoảng gần 1.200 tỷ đồng, lãi thuần khoảng 430 tỷ trừ đi các khoản chi phí có thể lãi khoảng 200 tỷ đồng. Đến năm 2020, doanh thu dự án có thể đạt 2.000 tỷ đồng/năm và LNST khoảng 500 tỷ đồng/năm.

Chung cư 97-99 Láng Hạ: Dự án liên doanh hợp tác đầu tư giữa Tổng công ty vinaconex và công ty cổ phần bất động sản dầu khí (Petrowaco) theo tỷ lệ 45/55 với tổng mức đầu tư 603,8 tỷ đồng. Dự án bao gồm nhà ở chung cư cao tầng và văn phòng làm việc. Trong đó, tầng cao công trình: 27 tầng nổi cao 102,3 m, 3 tầng hầm, 1 tầng kỹ thuật, với cơ cấu: Tầng hầm: để xe, dịch vụ công cộng; Tầng 1: Dịch vụ công cộng, sinh hoạt cộng đồng; tầng 2 đến tầng 7: Văn phòng, tầng kỹ thuật; dịch vụ kỹ thuật; Tầng 8 đến tầng 27: Căn hộ khép kín. Dự án đang trong quá trình giao nhà và dự kiến hoàn thiện trong năm 2018.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

STT	Năm	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
1	Doanh thu thuần (Tỷ VND)	12.665	11.104	8.376	8.026	8.533	9.557	10.991
2	Tăng trưởng (%y/y)	-13,7%	-12,3%	-24,6%	-4,2%	6,3%	12%	15%
3	Lợi nhuận gộp (Tỷ VND)	1.868	1.445	980	1.270	1.397	N/A	N/A
4	Tăng trưởng (%y/y)	-26,9%	-22,6%	-32,2%	29,6%	10,0%	N/A	N/A
5	Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	80	523	376	523	687	769,4	884,9
6	Tăng trưởng (%y/y)	-54,8%	553,8%	-28,1%	39,1%	31,4%	12%	15%
7	Biên lợi nhuận gộp (%)	14,7%	13,0%	11,7%	15,8%	16,4%	N/A	N/A
8	Biên lợi nhuận ròng (%)	0,6%	4,7%	4,5%	6,5%	8,1%	8,1%	8,1%
9	EPS (VND)	211	1.123	704	884	1.095	1.742	2.003

Nguồn: BCTC VCG, MSI

P/E BÌNH QUÂN CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH ĐANG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG

STT	Mã CK	Tên công ty	Vốn hóa TT (Tỷ VND)	Giá cổ phiếu	P/B (x)	P/E(x)
1	DXG	CTCP Dịch vụ và Xây dựng địa ốc Đất Xanh	5.483,26	18.100	1,29	6,43
2	VCG	Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	11.131,11	25.200	1,52	17,49
3	CTD	CTCP Xây dựng Coteccons	17.656,60	230.700	2,58	10,69
4	DIG	Tổng CTCP Đầu tư phát triển Xây dựng	3.954,10	16.600	1,39	48,54
5	HBC	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	6.375,70	49.100	2,85	7,31
P/E trung bình ngành						18,09
P/E chiết khấu						16,28

Nguồn: fiipro, MSI

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐANG TRIỂN KHAI CỦA VCG

STT	Dự án	Diện tích (m2)	Vốn đầu tư (Tỷ VND)	Quy mô dự án	Thời gian thực hiện
1	Dự án chung cư 93 Láng Hạ	5.159	1.040	Tòa nhà tổ hợp thương mại, văn phòng căn hộ chung cư 27 tầng và 3 tầng hầm	2016-2019
2	Dự án Vinata Tower	4.030	619	Tòa chung cư 31 tầng; 3 tầng hầm; 4 tầng dịch vụ thương mại với 216 căn hộ	Q4.2016-Q4.2018
3	Dự án Chung cư 25 Nguyễn Huy Tưởng	3050	607	3 tầng hầm và 33 tầng nổi với 405 căn hộ	Hoàn thành và bàn giao Q3.2019
4	Dự án Biệt thự BT5 - GĐ2	47.091	784	77 căn biệt thự; 1 nhà sinh hoạt cộng đồng	N/A

Nguồn: VCG, MSI

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

**CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI) - THÀNH VIÊN
KB SECURITIES VÀ TẬP ĐOÀN TÀI CHÍNH KB****Trụ sở chính:**

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (84.24) 3776 5929 - Fax: (84.24) 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (84.24) 3776 5929 - Fax: (84.24) 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84.28) 3521 4299 - Fax: (84.28) 3914
1969

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Võ Văn Cường - Giám đốc nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Đặng Thanh Thế - Trưởng phòng

Email: thedt@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: tungna@msi.com.vn

Đỗ Đức Lộc - Chuyên viên phân tích

Email: locdd@msi.com.vn

Trần Văn Thảo - Chuyên viên phân tích

Email: thaotv@msi.com.vn

Lê Ngọc Hân - Chuyên viên phân tích

Email: hanln@msi.com.vn

Lê Thị Hải Yến - Chuyên viên phân tích

Email: yenlth1@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.