

GÃ KHỔNG LỒ THỨC GIẤC

MUA [+42%]

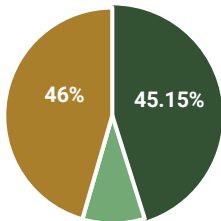
Giá hợp lý **33,000**
 Giá hiện tại **23,250**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

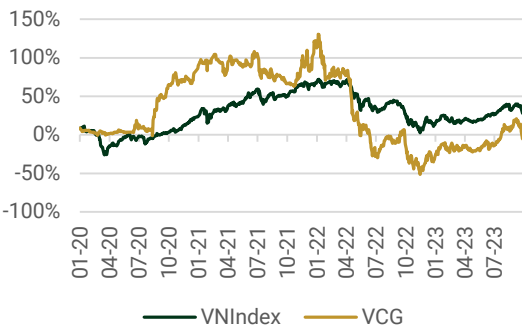
CP đang lưu hành (triệu) **534.47**
 Free float (triệu) **267.23**
 Vốn hóa (tỷ VND) **12,907.34**
 KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) **14,217,624**
 Sở hữu nước ngoài (%) **9.33**
 Ngày niêm yết đầu tiên **05/09/2008**

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

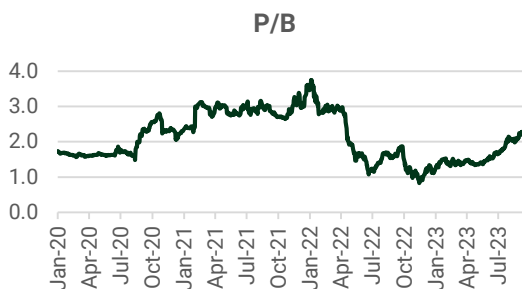
■ CTCP Pacific Holdings
 ■ Cổ đố nước ngoài
 ■ Khác



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



Ngày cập nhật: 17/10/23

Tổng quan công ty: Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) tiền thân là Công ty Dịch vụ và Xây dựng Nước ngoài được thành lập vào năm 1988. Công ty đã trải qua quá trình cổ phần hóa và được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) vào năm 2008. Sau đó, vào tháng 12 năm 2020, công ty chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE). Vinaconex hoạt động trong các lĩnh vực kinh doanh gồm: (i) Hoạt động xây dựng (ii) Đầu tư kinh doanh bất động sản (iii) Đầu tư tài chính.

Kết quả kinh doanh 1H2023 và dự phóng 2023F:

Doanh thu 1H23 của VCG đạt 6,533 tỷ đồng (+85% YoY), và ghi nhận LNST đạt 127.9 tỷ đồng (-80% YoY), lần lượt hoàn thành 40% doanh thu và 15% LNST theo kế hoạch năm.

Dự kiến Vinaconex sẽ tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng từ năm 2022 khi doanh thu 2023F đạt 11,999 tỷ đồng (+41% YoY), và chúng tôi cho rằng Vinaconex có thể duy trì mức doanh thu trong khoảng 12,000 tỷ đồng trong năm 2024. Sự tăng trưởng này chủ yếu xuất phát từ (i) lĩnh vực xây dựng, với tổng giá trị xây dựng theo chúng tôi ước tính hiện tại khoảng 27,000 tỷ đồng và (ii) đóng góp của lĩnh vực bất động sản sau khoản thời gian dài trầm lắng, với việc ghi nhận toàn bộ dự án Green Diamond 93 Láng Hạ năm nay

Luận điểm đầu tư:

(i) Lĩnh vực xây dựng – Tăng trưởng mạnh mẽ nhờ hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công: Vinaconex (VCG) đã khẳng định vị thế của mình là một trong những nhà thầu xây dựng uy tín tại Việt Nam, liên tục giành thầu cho nhiều dự án đầu tư công có quy mô lớn. Đáng chú ý là 05 dự án thành phần của cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn 1, 03 dự án thành phần của cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn 2 và các gói thầu xây dựng sân bay quốc tế Long Thành.

Chúng tôi dự phóng rằng giai đoạn từ 2023F đến 2024F, doanh thu mảng xây dựng có thể đạt khoảng 7,5 nghìn tỷ đồng và 8,1 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 23% YoY và 8% YoY.

(ii) Kinh doanh bất động sản – Hiện thực hóa mục tiêu trở thành nhà phát triển hàng đầu thị trường BĐS Việt Nam: Vinaconex hiện sở hữu quỹ đất lớn với diện tích lên đến 2,000 ha, bao gồm BDS dân dụng, BDS nghỉ dưỡng và BDS khu công nghiệp, tọa lạc ở các vị trí đặc địa tại Hà Nội, Hải Phòng, Quảng Ninh, Quảng Nam và nhiều khu vực khác.

Trong năm 2023F, VCG dự kiến giao nhận dự án Green Diamond 93 Láng Hạ, đáng kể đóng góp khoản doanh thu khoảng 2,200 tỷ đồng. Hơn nữa, Vinaconex đang nhanh chóng thúc đẩy tiến độ của siêu dự án Cát Bà Amatina với diện tích lên đến 179 ha và giá trị đầu tư khoảng 11,000 tỷ đồng. Với kế hoạch hoàn thành năm 2025, dự kiến sẽ góp phần tích cực vào sự tăng trưởng của Vinaconex trong tương lai

(iii) Đầu tư tài chính: Hoạt động ổn định và hiệu quả: VCG đang tập trung đầu tư vào các công ty có hiệu suất cao trong lĩnh vực năng lượng, cung cấp nước sạch và giáo dục. Các khoản đầu tư này hiện mang lại khoản doanh thu hàng năm khoảng 2,200 tỷ đồng, và có biên lợi nhuận gộp khoảng 30%

Định giá & Khuyến nghị: Sử dụng phương pháp định giá P/E so với các doanh nghiệp xây dựng cùng lĩnh vực, và P/B so với các doanh nghiệp BĐS, tính toán giá hợp lý là **33,000 VND/ cổ phiếu**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với tiềm năng tăng giá là **42%**.

Rủi ro đầu tư: (1) Giá nguyên vật liệu tăng cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của lĩnh vực xây dựng; (2) Các dự án xây dựng bị chậm tiến độ triển khai ảnh hưởng từ công tác giải phóng mặt bằng hoặc ảnh hưởng từ các yếu tố bất lợi khác; (3) Ảnh hưởng từ khó khăn chung của thị trường bất động sản.

Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,731	9,502	5,551	5,749	8,453	11,999
LNST (tỷ VND)	637	787	1,690	520	931	492
EPS (VND)	1,112	1,548	3,633	893	1,610	782
Tăng trưởng EPS (%)	-63%	39%	135%	-75%	80%	-51%
Giá trị sổ sách (VND)	15,093	15,385	14,404	14,987	14,111	13,835
P/E	15.45	21.53	23.11	7.34	12.65	30.89
P/B	1.42	1.53	1.51	1.24	1.18	1.7
Cổ tức tiền mặt (%)	12%	6%	12%	18%	0%	0%

NỘI DUNG

GÃ KHỔNG LỒ THỨC GIẤC	1
TỔNG QUAN CÔNG TY	3
Cơ cấu cổ đông	3
LĨNH VỰC XÂY DỰNG	4
Xây dựng hạ tầng giao thông giao thông đường bộ - Tăng trưởng mạnh mẽ nhờ hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công	4
Nhà thầu kinh nghiệm với công trình cảng hàng không và cảng biển	10
Nhà thầu đa năng chuyên xây dựng công trình công nghiệp và dân dụng	10
Dự phóng lĩnh vực xây dựng	12
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN	12
Triển vọng giai đoạn 2023 - 2024	13
Bứt tốc trên đường đua bất động sản từ năm 2025	14
HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH	16
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	16
DỰ PHÓNG KQKD 2023	18
ĐỊNH GIÁ	19
BÁO CÁO TÀI CHÍNH	21

TỔNG QUAN CÔNG TY

Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) tiền thân là Công ty Dịch vụ và Xây dựng Nước ngoài được thành lập vào năm 1988. Công ty đã trải qua quá trình cổ phần hóa và được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) vào năm 2008. Sau đó, vào tháng 12 năm 2020, công ty chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE).

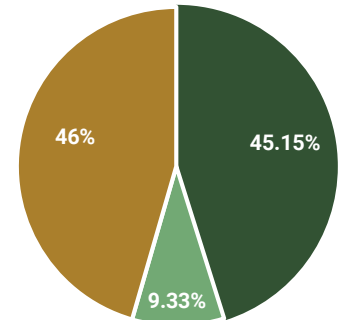
Vinaconex hoạt động trong với 03 hoạt động kinh doanh chính: (i) **lĩnh vực xây dựng**, bao gồm xây dựng dân dụng, hạ tầng giao thông, và công nghiệp; (ii) **Đầu tư và kinh doanh bất động sản**, tập trung vào bất động sản dân dụng, khu nghỉ dưỡng và khu công nghiệp; (iii) **Đầu tư tài chính** trong các lĩnh vực như năng lượng, cung cấp nước sạch, và giáo dục.



Cơ cấu cổ đông

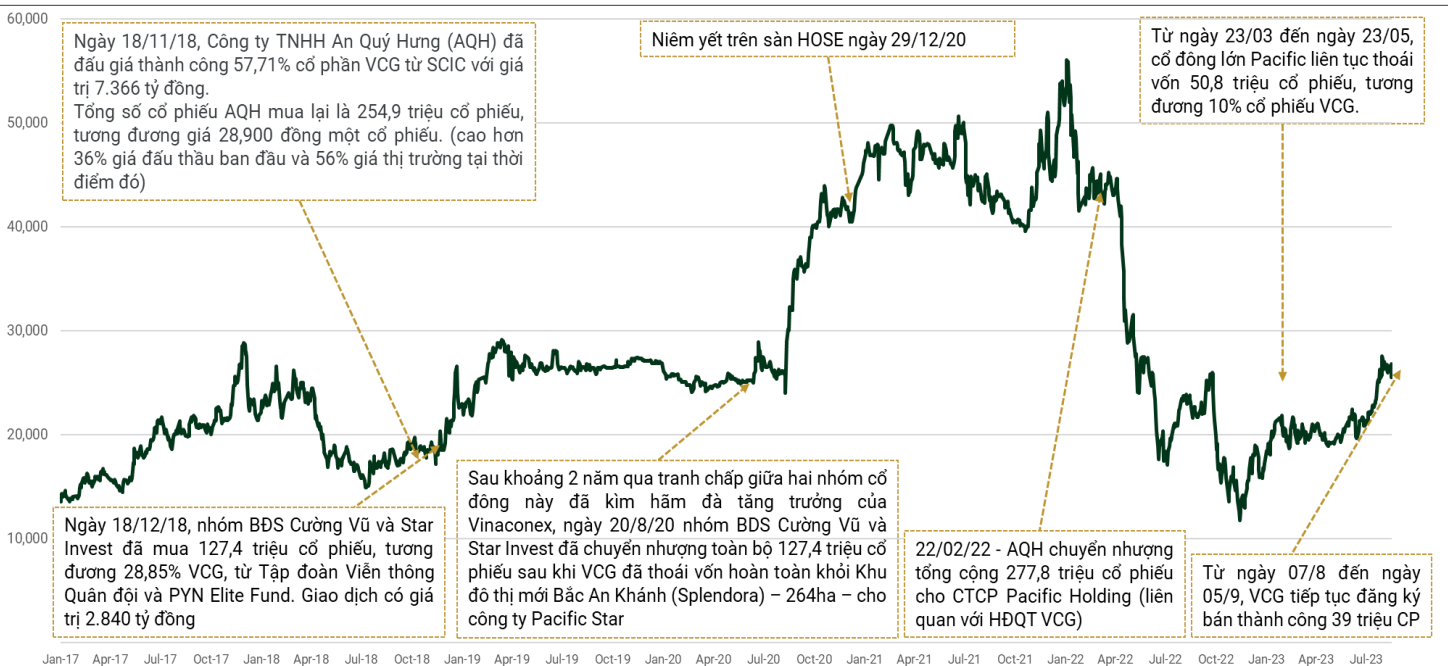
Sau một giai đoạn đầy biến động từ năm 2018 đến 2020, Vinaconex đã bắt đầu ổn định hoạt động của mình tập trung vào quá trình tái cấu trúc để thúc đẩy phát triển doanh nghiệp.

Hiện tại, Pacific Holdings đang là cổ đông lớn nhất của Vinaconex, mặc dù không còn là công ty mẹ của VCG. Doanh nghiệp này đã liên tiếp thoái vốn trong năm 2023 và giảm tỷ lệ sở hữu từ 52.4% xuống còn 45.15% sau khi bán 39 triệu cổ phiếu trong giai đoạn từ ngày 07/08/2023 đến 05/09/2023.



■ CTCP Pacific Holdings ■ Cổ đố nước ngoài ■ Khác

Hình 1: Diễn biến giá cổ phiếu VCG và các sự kiện liên quan



Nguồn: PHS tổng hợp

LĨNH VỰC XÂY DỰNG

Mảng xây dựng hiện đang đóng vai trò then chốt trong hoạt động kinh doanh của Vinaconex khi đóng góp đến 55%-70% cơ cấu doanh thu trong giai đoạn 2018-2023. Với vị thế dẫn đầu trong hoạt động xây dựng tại Việt Nam, Vinaconex không ngừng thực hiện các dự án trọng điểm quốc gia quan trọng về cơ sở hạ tầng đường bộ, cảng hàng không và cảng biển, cũng như các công trình công nghiệp và dân dụng.

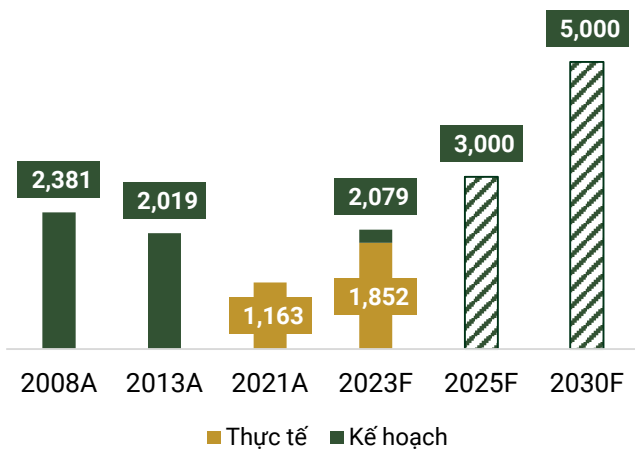
Nổi trội trong danh sách đó chính là 05 dự án thành phần của Cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 1 (với tổng giá trị của các gói thầu khoảng 10,400 tỷ đồng), 03 dự án thành phần của Cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 2 (với tổng giá trị của các gói thầu khoảng 13,312 tỷ đồng), Dự án Sân bay quốc tế Long Thành (với tổng giá trị của gói thầu 5.10 khoảng 35,000 tỷ đồng), Dự án xây dựng Hạ tầng Khu công nghiệp sạch tỉnh Hưng Yên, Dự án Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 2, và Dự án Cung thiếu nhi Hà Nội, v.v.

Theo PHS ước tính, đến tháng 08/23 VCG đang triển khai các hợp đồng xây dựng với tổng giá trị khoảng 27,900 tỷ đồng, với 80% giá trị hợp đồng đến từ các dự án trong lĩnh vực giao thông và cảng hàng không. Dự kiến lĩnh vực này sẽ tiếp tục đóng vai trò trọng yếu trong tiến trình tăng trưởng mảng xây dựng của Vinaconex khi giai đoạn 2021 – 2030 được nhận định là thời kỳ quan trọng trong công cuộc đầu tư công, đặc biệt là lĩnh vực hạ tầng của Chính phủ Việt Nam

Xây dựng hạ tầng giao thông đường bộ - Tăng trưởng mạnh mẽ nhờ hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công

1. Tổng quan về tình hình phát triển cơ sở hạ tầng đường bộ tại Việt Nam: Mục tiêu phát triển quốc gia trong giai đoạn 2021- 2030

Quy hoạch phát triển đường cao tốc tại Việt Nam qua các thời kỳ (Đơn vị: km)



Nguồn: PHS tổng hợp, QĐ1734/QĐ-TTg, QĐ356/QĐ-TTg

Trong những năm đầu của thế kỷ 21, Chính phủ Việt Nam đã sớm nhận ra tầm quan trọng của hệ thống giao thông đường bộ, đặc biệt là hệ thống đường cao tốc, trong việc cải tổ, thúc đẩy và phát triển nền kinh tế.

Tháng 12/2008, bản Quy hoạch Phát triển Mạng lưới Đường bộ Cao tốc Việt Nam đầu tiên đã được ban hành thông qua Quyết định 1734/QĐ-TTg. Đây là bước quan trọng thể hiện quan điểm của Chính phủ về mục tiêu phát triển hạ tầng giao thông. Tháng 08/2009, **Quy hoạch Phát triển Giao thông Vận tải Đường bộ Việt Nam đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030** đã đề ra mục tiêu xây dựng **2,381 km đường cao tốc vào năm 2020**. Mục tiêu này đã được điều chỉnh xuống còn 2,018 km vào tháng 02/2013 thông qua Quyết định 356/QĐ-TTg.

Tuy nhiên, trong suốt 12 năm phát triển đường cao tốc, quá trình thực hiện đã gặp nhiều khó khăn, bao gồm hạn chế về nguồn vốn đầu tư, dự án phân tán, và khó khăn trong việc thu hút nhà đầu tư đối với các dự án PPP do thiếu cơ chế chính sách rõ ràng cũng như thiếu tiềm năng thu hồi vốn sau đầu tư. **Do đó, đến năm 2020, chỉ có 1,163 km đường cao tốc hoạt động trên toàn quốc, đạt hơn 50% mục tiêu ban đầu.**

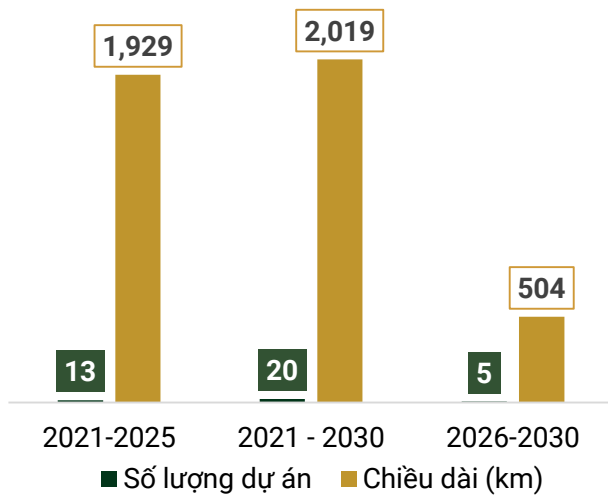
Một lần nữa, tại Quyết định 1454/QĐ-TTg và Thông báo số 141/TB-VPCP, Chính phủ đã đưa ra mục tiêu phải hoàn thành 5,000 km đường cao tốc đến năm 2030. Đây là mục tiêu đầy thách thức, có khối lượng công việc trong giai đoạn 2021 - 2030 tăng gấp 4 lần so với kết quả thực tế đạt được trong giai đoạn 2008 – 2020.

Theo quan điểm của PHS, đến thời điểm hiện tại, tiến trình phát triển hạ tầng đường bộ giai đoạn 2021 - 2030 đã có những chuyển biến quan trọng, giúp Chính phủ có cơ sở tự tin hoàn thành mục tiêu xây dựng 5,000 km đường cao tốc vào năm 2030. Điều này được thúc đẩy bởi ba yếu tố chính sau đây:

a. Tinh thần đồng bộ quyết tâm trong công tác thực hiện - các chính sách kế hoạch chi tiết, rõ ràng:

Thông báo số 141/TB-VPCP ngày 01/06/2021 tại cuộc họp về việc thực hiện xây dựng đường bộ cao tốc giai đoạn 2021 - 2025 và định hướng đến năm 2030, Thủ tướng đã đặt mục tiêu đến năm 2025 và 2030, cả nước lần lượt sẽ hoàn thiện 3,000 km và 5,000 km đường cao tốc. Bộ GTVT đã được yêu cầu đánh giá tình hình triển khai đường cao tốc trong quá khứ, xác định ưu tiên để triển khai các dự án cấp bách, và quán triệt quan điểm "Nói phải làm, suy nghĩ phải chín, tư tưởng phải thông, quyết tâm phải cao, nỗ lực phải lớn".

Kế hoạch thực hiện Quy hoạch mạng lưới đường bộ thời kỳ 2021 - 2030



Nguồn: PHS tổng hợp, TB141/TP-VPCP, QĐ586/QĐ-TTg

Nắm bắt những chỉ đạo này cùng với quyết tâm từ Chính phủ, vào tháng 05/2022, Kế hoạch Thực hiện Quy hoạch Mạng lưới Đường bộ Thời kỳ 2021 - 2030 và định hướng đến năm 2050 đã được ban hành (Quyết định 586/QĐ-TTg). Bản kế hoạch đã hoạch định chi tiết các dự án ưu tiên trong giai đoạn 2021 - 2025, các đại dự án trọng điểm cần đầu tư trong giai đoạn 2021 - 2030 nhằm giúp tối ưu hóa nguồn lực xây dựng và phân bổ ngân sách một cách hợp lý, để đáp ứng mục tiêu Chính phủ đặt ra

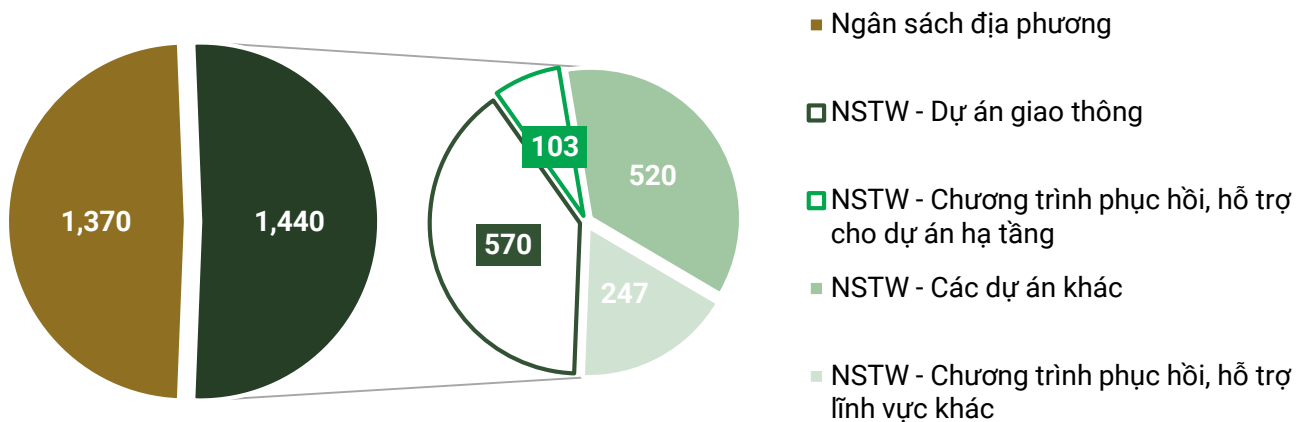
Theo kế hoạch, trong giai đoạn 2021 - 2025, toàn quốc sẽ thực hiện 13 dự án với tổng chiều dài 1,929 km, đồng thời triển khai 20 dự án trọng điểm với tổng chiều dài 2,019 km trong giai đoạn 2021 - 2030. **Kết quả thực tiễn hiện đang cho thấy sự tích cực và khả thi khi tính đến tháng 08/2023, cả nước đã có tổng cộng 1,851 km đường cao tốc được đưa vào hoạt động (đạt 62% mục tiêu năm 2025)**

Hiện nay, phần lớn các dự án đã được triển khai và đưa vào hoạt động, đặc biệt sự kiện đồng loạt 12 dự án thành phần của đường cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn 2 đã được khởi công vào tháng 01/2023. Ngoài ra, hàng loạt dự án trọng điểm lớn như Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, dự án Vành đai 3 Thành phố Hồ Chí Minh, Vành đai 4 Hà Nội đã khởi công vào giữa năm 06/2023, sẽ giúp Chính phủ bám sát với kế hoạch và mục tiêu đã đề ra

b. Chính phủ có đủ nguồn lực để phát triển các dự án trọng điểm:

Các dự án hạ tầng giao thông vận tải được kỳ vọng sẽ đóng vai trò then chốt trong chiến lược đầu tư công Việt Nam giai đoạn 2021 - 2025, với hơn 50% nguồn vốn từ ngân sách nhà nước được phân bổ cho lĩnh vực này. Ngoài ra, nguồn lực tập trung phát triển hạ tầng còn đến từ nguồn vốn của chương trình "Phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội" với tổng giá trị của gói phát triển hạ tầng lên đến 113,850 tỷ đồng, chiếm 33% tổng quy mô của gói hỗ trợ.

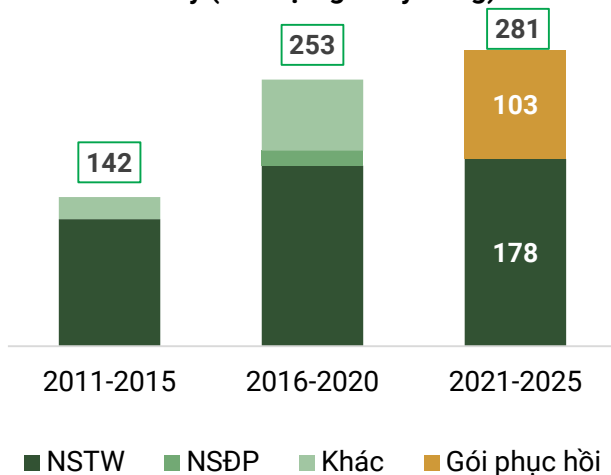
Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021 - 2025 và Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội năm 2022 (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: PHS tổng hợp, Nghị quyết số 29/2021/QH15, Nghị quyết số 43/2022/QH15

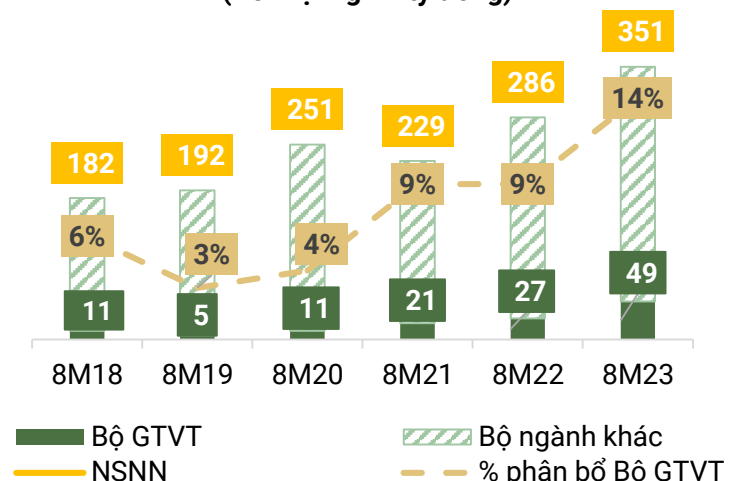
Giai đoạn hiện tại được cho rằng là thời điểm quan trọng, cần phải tập trung tối ưu nguồn lực để thực hiện các dự án hạ tầng. Với tổng nguồn vốn phát triển cho các dự án cao tốc trong giai đoạn 2021 - 2025 (bao gồm nguồn từ Ngân sách Trung ương và gói hỗ trợ kinh tế) đã tăng 15% so với tổng ngân sách dành cho đầu tư phát triển cao tốc trong giai đoạn 2016 - 2020, và gấp đôi so với giai đoạn 2011 - 2015. Nếu có thể kết hợp thêm với nguồn vốn từ ngân sách địa phương và nguồn vốn khác, tổng giá trị đầu tư sẽ có khả năng tăng lên đáng kể, điều này thể hiện sự ưu tiên và quyết tâm của chính phủ đối với việc thực hiện các dự án cao tốc trong giai đoạn 2021 - 2025

Nguồn vốn phát triển cao tốc qua từng thời kỳ (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: PHS tổng hợp

Tình hình giải ngân vốn đầu tư công (Đơn vị: Nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Bên cạnh đó, Bộ Giao thông vận tải đã nhận được sự quan tâm đặc biệt từ Chính phủ. Trong 8 tháng đầu năm 2023, Bộ GTVT đã được nhận nguồn vốn được phân bổ mạnh mẽ nhất trong 5 năm qua, đạt 49 nghìn tỷ đồng (tăng 81% so với cùng kỳ năm trước). Tỷ lệ phân bổ đã tăng đáng kể so với giai đoạn trước, đặc biệt để tập trung đầu tư vào việc phát triển các dự án trong quy hoạch phát triển hạ tầng.

Việc đảm bảo nguồn vốn đã tạo ra điểm chuyển quan trọng trong quá trình đầu tư các dự án hạ tầng tại Việt Nam. Xuất phát điểm từ năm 2020 khi Quốc Hội đã phê duyệt chuyển 8 dự án thành phần của cao tốc Bắc Nam phía Đông giai đoạn 1 từ hình thức đầu tư công tư (PPP) sang đầu tư công. Các dự án này đã được triển khai nhanh chóng và đưa vào hoạt động vào năm 2023. Ngoài ra, toàn bộ 12 dự án thành phần của dự án Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 cũng đã được Quốc hội chấp thuận chuyển đổi hình thức đầu tư và đồng loạt khởi công vào tháng 01 vừa qua.

Bảng 1: Kế hoạch đầu tư các tuyến đường bộ cao tốc giai đoạn 2021-2025

STT	Dự án	Tiến độ thực hiện	Chiều dài (km)
Phương án đầu tư: Đầu tư công (PI)			
1.1	7 dự án thành phần Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1	Hoàn tất	478
1.2	1 dự án thành phần Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1	Đang thực hiện	
2	12 dự án thành phần Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2	Đang thực hiện	724
3	Tuyên Quang - Phú Thọ	Đang thực hiện	40
4	Cao Lãnh - An Hữu	Đang thực hiện	30
5	Cao Lãnh - Lộ Tế	Đang thực hiện	29
6	Chơn Thành - Đức Hòa	Chưa thực hiện	84
Phương án đầu tư: Đối tác công tư (PPP)			
1.3	1 dự án thành phần Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1	Hoàn tất	
1.4	2 DATP Cao tốc Bắc Nam GD 1	Đang thực hiện	176
7	Vân Đồn - Móng Cái	Hoàn tất	80
8	Lộ Tế - Rạch Sỏi	Hoàn tất	51
9	Bến Lức - Long Thành	Đang thực hiện	58
10	Chợ Mới - Bắc Kạn	Chưa thực hiện	31
11	CK Hữu Nghị - Lạng Sơn	Chưa thực hiện	43
12	Mỹ An - Cao Lãnh	Chưa thực hiện	26

Nguồn: PHS tổng hợp, Quyết định 586/QĐ-TTG

Bảng 2: Kế hoạch đầu tư các tuyến đường bộ cao tốc giai đoạn 2021-2030

STT	Dự án	Tiến độ thực hiện	Chiều dài (km)
Phương án đầu tư: Đầu tư công (PI)			
1	Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	Đang thực hiện	188
2	Hà Giang - Tuyên Quang	Đang thực hiện	118
3	Biên Hòa - Vũng Tàu	Đang thực hiện	54
4	Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	Chưa thực hiện	117
5	Hòa Bình - Mộc Châu	Chưa thực hiện	83
Phương án đầu tư: Đối tác công tư (PPP)			
6	Vành đai 3 TPHCM	Đang thực hiện	83
7	Vành đai 4 Hà Nội	Đang thực hiện	102
8	Bảo Lộc - Liên Khương	Đang thực hiện	74
9	Tân Phú - Bảo Lộc	Đang thực hiện	67
10	Gia Nghĩa - Chơn Thành	Chưa thực hiện	140
11	Đồng Đăng - Trà Lĩnh	Chưa thực hiện	115
12	Ninh Bình - Hải Phòng	Chưa thực hiện	109
13	Nối Hà Giang với Nội Bài - Lào Cai	Chưa thực hiện	81
14-20	Các tuyến cao tốc khác	Chưa thực hiện	

Nguồn: PHS tổng hợp, Quyết định 586/QĐ-TTG

Với nguồn lực mạnh mẽ từ Chính phủ, các dự án hiện đã được triển khai nhanh chóng và bắt kịp tiến độ đề ra. Đây chính là điểm nổi bật trong làn sóng đầu tư công giai đoạn 2021 - 2030, giúp chính phủ dễ dàng thực hiện kế hoạch và đạt được các mục tiêu đề ra ban đầu.

c. Hệ thống pháp lý hoàn thiện:

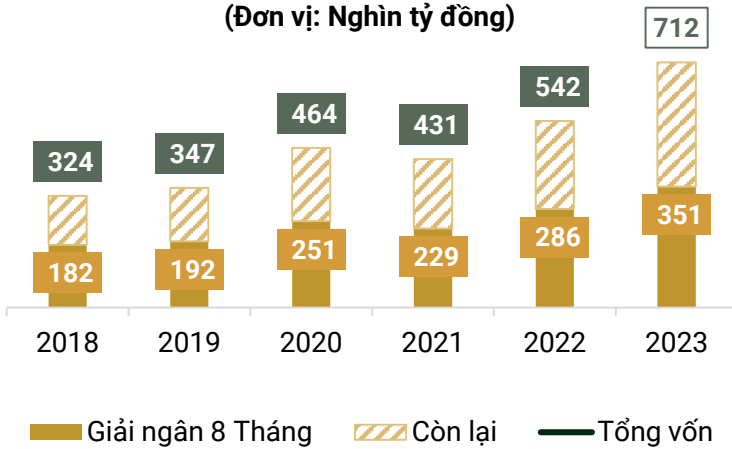
Thông qua Luật Đầu tư theo hình thức PPP vào ngày 01/01/2021 đã tạo ra một cơ sở pháp lý rõ ràng, thu hút sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư đối với các dự án hạ tầng trong tương lai.

Hơn nữa, Chính phủ đã thay đổi cách chọn nhà đầu tư bằng việc mở đấu thầu công khai và sử dụng phần vốn góp của Nhà nước để đánh giá tài chính thương mại. Ví dụ tiêu biểu là dự án cao tốc Nha Trang - Cam Lâm, trong đó Nhà nước đóng góp hơn 50% vốn nhằm giảm bớt gánh nặng tài chính cho nhà đầu tư. Tại dự án này, Bộ Giao thông vận tải đã chấp thuận bù đắp chi phí nếu phần vốn Nhà nước không được giải ngân đúng theo tiến độ cam kết. Những cơ chế mới này đã trở thành cầu nối quan trọng giữa nhà đầu tư và Bộ Giao thông vận tải, giúp tạo điểm nhấn quan trọng cho làn sóng đầu tư công trong giai đoạn 2021 - 2030, và tạo niềm tin vào việc đảm bảo thực hiện các dự án và hoàn thành các mục tiêu đề ra.

2. Triển vọng Đầu tư công trong giai đoạn sắp tới

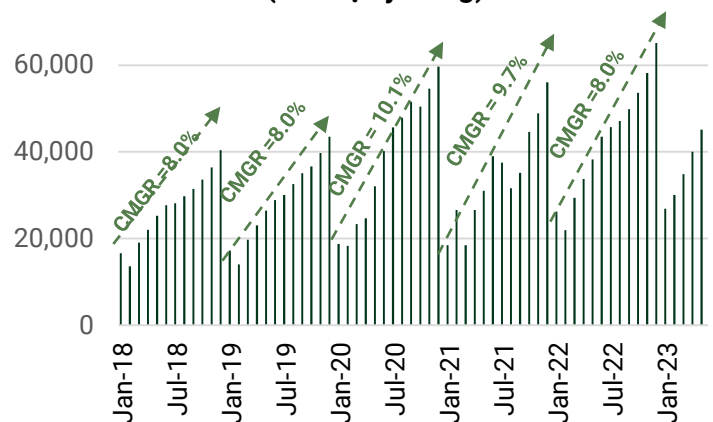
Thực hiện đầu tư dự án hạ tầng được xem là chiến lược trọng điểm trong kế hoạch đầu tư công sẽ đòi hỏi nguồn lực đầu tư rất lớn, PHS dự phóng rằng kế hoạch giải ngân đầu tư công các năm tới của Chính phủ sẽ tiếp tục duy trì trên mức kế hoạch 710,000 tỷ đồng đã đề ra năm 2023 để đáp ứng nhu cầu vốn của các dự án đang triển khai và thực hiện các dự án trọng điểm còn tồn đọng vào năm 2024 - 2025

Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2018 -2023
(Đơn vị: Nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Giải ngân đầu tư công theo từng tháng
(Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Trong 8 tháng đầu năm 2023, cả nước đã giải ngân được 351 nghìn tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ, mới đạt 49% kế hoạch năm. Trong 4 tháng cuối năm, nhiệm vụ hoàn tất kế hoạch năm trở nên khá thách thức. Dù vậy trong quá khứ, tỷ lệ giải ngân đầu tư công thường được đẩy mạnh vào giai đoạn cuối năm, và chúng tôi cho rằng Chính phủ có thể hoàn thành 90-95% kế hoạch đề ra ban đầu trong năm nay.

Một điểm đáng chú ý là việc tăng cường hoạt động giải ngân đầu tư công có thể đóng góp tích cực vào tăng trưởng GDP của Việt Nam. Theo ước tính, nếu việc nguồn vốn giải ngân năm nay tăng 1% so với năm trước, có thể góp phần 0.058% vào tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2023. Với nền kinh tế đang đối diện với nhiều thách thức, việc đẩy mạnh nguồn vốn đầu tư công và phát triển hạ tầng có thể thúc đẩy nhiều ngành, lĩnh vực, kích thích sản xuất và góp phần vào tăng trưởng kinh tế trong dài hạn

3. Vinaconex – Doanh nghiệp xây dựng hàng đầu lĩnh vực hạ tầng giao thông đường bộ:

Với năng lực xây dựng tốt, Vinaconex đã duy trì phong độ ấn tượng bằng việc liên tục giành được các gói thầu dự án trọng điểm quốc gia với 05 gói thầu dự án thành phần cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1 (Tổng giá trị các gói thầu khoảng 10,400 tỷ đồng) và 03 dự án thành phần giai đoạn 2 (Tổng giá trị các gói thầu khoảng 13,312 tỷ đồng). Hơn nữa, trong thời gian gần đây, Vinaconex tiếp tục thắng được các gói thầu cho các dự án lớn như cao tốc Cần Thơ - Sóc Trăng - Châu Đốc, với tổng giá trị xây dựng lên đến 3,000 tỷ đồng, và gói thầu thành phần 2.1 trị giá 1,821 tỷ đồng của dự án Vành đai 4 Hà Nội. Điều này chứng tỏ rằng Vinaconex có một bề dày kinh nghiệm và danh tiếng uy tín trên thị trường xây dựng các công trình giao thông

Bảng 3: Dự án xây dựng công trình giao thông đường bộ của VCG

Dự án	Gói thầu	Tổng giá trị gói thầu (Tỷ đồng)	Giá trị xây dựng VCG (*PHS ước tính)	Thời gian bắt đầu	Thời gian dự kiến hoàn tất
Cao tốc Bãi Vọt - Hàm Nghi	XL11	5,233	3,035	Jan-23	Nov-25
Cao tốc Vũng Áng – Bùng	XL01	4,765	2,383	Mar-23	Jan-26
Cao tốc Vân Phong - Nha Trang	XL02	3,549	1,775	Mar-23	Jan-26
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	01	3,479	1,740	Jun-23	Jun-26
Cao tốc Quy Nhơn - Chí Thạnh	03XL	3,055	611	Jan-23	Jul-25
Đường vành đai 4 Hà Nội	09/TP2-XL	1,821	1,821	Jun-23	Jun-26
Cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu	XL03	1,269	887	May-21	Jun-23
Cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình	Số 15	1,207	604	May-23	Nov-25
Cầu Vĩnh Tuy Giai đoạn 2	01/VT2-XL	1,154	577	Jun-21	Sep-23
Cao tốc QL45 - Nghi Sơn	XL03	1,144	560	May-21	Jun-23
Cao tốc Tuyên Quang – Hà Giang	11XL	898	898	Apr-23	Oct-25
Coastal Road 129	Số 01	508	508	Jan-23	Nov-24
Cao tốc Vân Đồn - Móng Cái	Đường kết nối cao tốc	491	245	Mar-21	Mar-24
Dự án thành phần 2	Số 24	319	57	Jan-23	May-25
Cao tốc Bến Lức - Long Thành	Số A6-5	226	226	Apr-23	Apr-24
Cao tốc Tuyên Quang - Hà Giang	Số 30	199	99	Aug-23	Jan-24
Khác		n/a	n/a		
			16,026		

Nguồn: PHS tổng hợp, () số liệu tổng hợp và ước tính dựa trên thông tin của các hợp đồng đấu thầu công khai, chưa bao gồm một số hợp đồng tư nhân của VCG trong lĩnh vực xây dựng*

Hiện tại, Vinaconex đang tiến hành thực hiện thi công các gói thầu thành phần thuộc 12 dự án cao tốc trên toàn quốc và số lượng dự án có thể tiếp tục được nối dài khi Vinaconex có thể tận dụng tốt từ làn sóng đầu tư công đang diễn ra trong giai đoạn hiện tại. Bởi vì hiện nay vẫn còn nhiều dự án vẫn chưa được triển khai, hoặc chỉ đang được thực hiện theo từng phần cho đến năm 2030, dư địa dành cho Vinaconex vẫn còn rộng mở trên lĩnh vực xây dựng hạ tầng này

Nhà thầu kinh nghiệm với công trình cảng hàng không và cảng biển

Vinaconex thật sự đã tạo dấu ấn mạnh mẽ trong lĩnh vực thi công các sân bay khi đã thi công thành công Nhà ga hành khách T2 – Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài vào năm 2014 và tiếp tục đảm nhiệm gói thầu Mở rộng sân đỗ máy bay khu vực nhà ga hành khách T2 tại đây vào năm 2022.

Năm vừa qua, VCG cũng tiếp tục đảm nhiệm thi công xây dựng dự án cải tạo, nâng cấp sân đỗ máy bay hiện hữu thuộc Cảng hàng không quốc tế Cam Ranh và Dự án Xây dựng nhà ga hành khách T2 - Cảng hàng không Quốc tế Phú Bài

Dự án nổi bật gần đây nhất giúp VCG tiếp tục khẳng định tên tuổi của mình trong thị trường xây dựng chính là gói thầu 5.10 trị giá khoảng 35,000 tỷ thuộc dự án Cảng hàng không Quốc tế Long Thành.

Ngoài ra, VCG hiện còn đang đảm nhiệm thi công dự án Cảng biển tổng hợp Vạn Ninh giai đoạn 1 (Thành phố Móng Cái, Quảng Ninh) với mức đầu tư khoảng 2,200 tỷ đồng

Bảng 4: Dự án xây dựng Cảng hàng không và cảng biển của VCG

Dự án	Gói thầu	Tổng giá trị gói thầu (Tỷ đồng)	Giá trị xây dựng VCG (*PHS ước tính)	Thời gian bắt đầu	Thời gian dự kiến hoàn tất
Cảng hàng không Quốc tế Long Thành	Số 5.10	35,827	3,950	Aug-23	Nov-26
Cảng hàng không Quốc tế Long Thành	Số 5.6	471	94	Mar-22	Mar-24
Cảng hàng không Quốc tế Long Thành	Số 3.4	4,434	739	Mar-22	Mar-24
Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài – Nhà ga T2	Số 08	340	170	Oct-22	Oct-24
Cảng hàng không Quốc tế Phú Bài	n/a	1,545	773	Aug-21	Mar-23
Cảng biển tổng hợp Vạn Ninh giai đoạn 1	n/a	2,200	~1,000	Oct-21	Dec-24
			6,726		

Nguồn: PHS tổng hợp, () số liệu tổng hợp và ước tính dựa trên thông tin của các hợp đồng đấu thầu công khai, chưa bao gồm một số hợp đồng tư nhân của VCG trong lĩnh vực xây dựng*

Nhà thầu đa năng chuyên xây dựng công trình công nghiệp và dân dụng

Ngoài các dự án lớn kể trên, Vinaconex còn thể hiện sự đa dạng và dày dặn kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng với các công trình bệnh viện nổi trội như: Bệnh viện đa khoa tỉnh Nam Định với quy mô 700 giường với gói thầu Công trình Nhà số 1 – Khoa cấp cứu, nghiệp vụ kỹ thuật và hành chính cao 8 tầng; Bệnh viện Quân Y 108 với gói thầu Xây dựng Viện lâm sàng các bệnh truyền nhiễm; Bệnh viện Phụ sản Nhi Đà Nẵng với gói thầu xây dựng cải tạo; Bệnh viện Nhi Hà Nội với gói thầu thi công xây dựng, cung cấp, lắp đặt thiết bị công trình.

Vinaconex cũng đang tham gia công tác thi công thuộc các dự án văn hóa và giáo dục như thi công Cung văn hóa thiếu nhi Hà Nội và Trường đại học FPT Đà Nẵng

Hình 2: Bệnh viện đa khoa tỉnh Nam Định



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 3: Bệnh viện sản nhi Đà Nẵng



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 4: Cung văn hóa thiếu nhi Hà Nội



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 5: Đại học FPT Đà Nẵng



Nguồn: PHS tổng hợp

Vinaconex còn là tên tuổi trong ngành xây dựng các nhà máy thủy điện/ nhiệt điện điển hình như nhà máy Đắk Bà, Cửa Đạt, Ngòi Phát,... và hiện tại đang thực hiện gói thầu thi công xây dựng công trình thủy điện laly mở rộng (giá trị gói thầu lên đến 2,400 tỷ đồng) và gói thầu B của công trình Nhiệt điện Vũng Áng II

Hình 6: Công trình thủy điện laly mở rộng



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 7: Công trình nhiệt điện Vũng Áng II



Nguồn: PHS tổng hợp

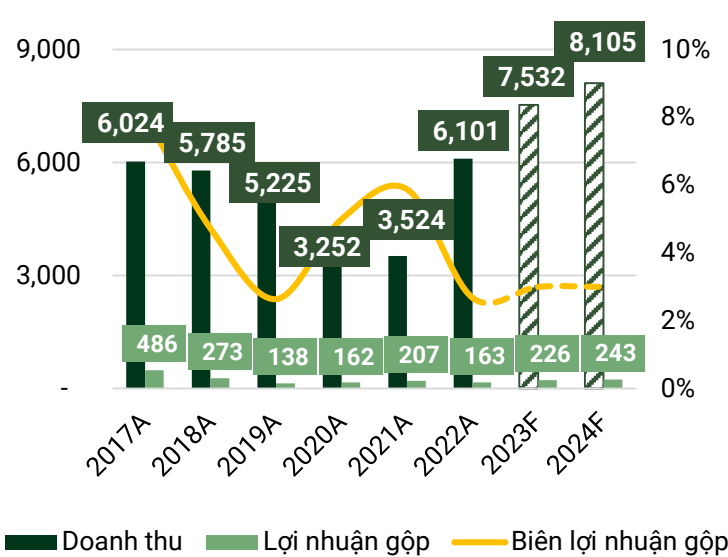
Dự phóng lĩnh vực xây dựng

Theo ước tính của PHS, Vinaconex đang triển khai một số hợp đồng xây dựng có tổng giá trị khoảng 27,900 tỷ đồng vào tháng 08/2023, với giá trị xây dựng lớn vào năm nay sẽ giúp doanh thu mảng xây dựng của công ty sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023 khi đạt 7,532 tỷ đồng, tăng 23.5% YoY và đạt 8,105 tỷ đồng tăng 5% trong năm 2024.

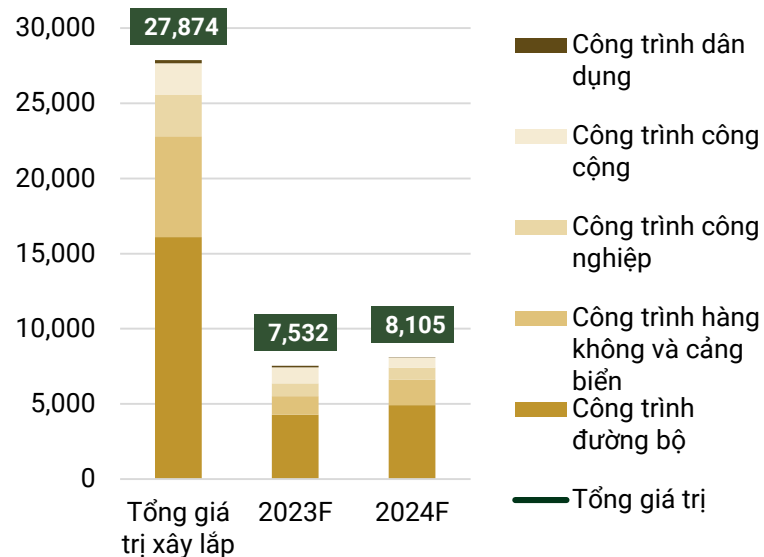
Hưởng lợi từ làn sóng đầu tư hạ tầng hiện tại, PHS cho rằng VCG sẽ có thể tiếp tục trúng các gói thầu lớn, gia tăng giá trị xây dựng thực hiện trong giai đoạn 2024 – 2025, từ đó đẩy tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng trong mảng này trong thời gian tới.

Vinaconex hiện đang đối diện với tình trạng biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức khoảng 3%-4% và có thể kéo dài trong thời gian tới khi giá nguyên vật liệu hiện đang cao trong tình hình thiếu nguồn cung nguyên liệu khi hàng loạt các dự án trọng điểm được triển khai trên toàn quốc

Doanh thu mảng xây dựng giai đoạn 2017A - 2024F (Đơn vị: tỷ đồng)



Tổng giá trị xây dựng và phân bổ từng năm cho các lĩnh vực (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: PHS tổng hợp, (*) số liệu tổng hợp và ước tính dựa trên thông tin của các hợp đồng đấu thầu công khai, chưa bao gồm một số hợp đồng tư nhân của VCG trong lĩnh vực xây dựng

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN

Trong lĩnh vực Bất động sản, VCG hiện đang đầu tư đa dạng các phân khúc bất động sản, bao gồm bất động sản dân cư (khu dân cư, khu đô thị và chung cư), bất động sản nghỉ dưỡng và bất động sản khu công nghiệp. Mục tiêu chính của Vinaconex là trở thành một trong những nhà phát triển bất động sản hàng đầu trong giai đoạn tới và mục tiêu này đang được hiện thực hóa với quỹ đất lớn với diện tích lên đến 2,000 ha. Công ty tập trung chủ yếu vào các thị trường lớn ở phía Bắc như Hà Nội, Hải Phòng, và Quảng Ninh.

Các dự án đang triển khai và dự kiến hoạt động trong vòng 3-5 năm tới sẽ là cú hích lớn giúp Vinaconex trở lại đường đua ngành bất động sản sau khi chứng kiến sự trầm lắng giai đoạn 2020 – 2022, và một số dự án gặp khó khăn trong việc triển khai do tác động của đại dịch.

Tính đến thời điểm cuối quý 2/2023, Vinaconex đã đầu tư các dự án bất động sản đang triển khai với tổng giá trị lên đến 12,625 tỷ đồng. Trong đó, có hai dự án bất động sản được kỳ vọng sẽ ghi nhận doanh thu vào năm 2023 và 2024 là dự án Chung cư Green Diamond 93 Láng Hạ và siêu dự án Amatina Cát Bà tại Hải Phòng

Bảng 5: Các dự án Bất động sản đang thực hiện của Vinaconex

STT	Dự án	Vị trí	Tình trạng	Diện tích (ha)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Dự kiến hoàn thành (*)
BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ & THƯƠNG MẠI						
1	Green diamond 93 Láng Hạ	Hà Nội	Hoàn thành	0.5	1,861	2023
2	Khu dân cư, đô thị Hải Yên	Quảng Ninh	Đang thực hiện	34.9	1,154	2025-2027
3	Khu dân cư đô thị đại lộ Hòa Bình	Quảng Ninh	Đang thực hiện	48.8	2,256	2025-2027
4	Khu đô thị Thiên Ân	Quảng Nam	Đang thực hiện	19.1	589	2025-2027
5	Khu đô thị Ngân Câu	Quảng Nam	Đang thực hiện	32.7	594	2025-2027
6	Khu thương mại dịch vụ Kim Văn – Kim Lũ	Hà Nội	Đang thực hiện	1.2	2,000	2025-2027
7	TTTM Chợ Mơ	Hà Nội	Đang thực hiện	1.5	n/a	n/a
BẤT ĐỘNG SẢN NGHỈ DƯỠNG						
8	Cát Bà Amatina	Hải Phòng	Đang thực hiện	172.3	10,981	2025
9	Tuy Hòa resort – Phú Yên	Bình Định	Đang thực hiện	9.3	2,105	n/a
10	Tam Kỳ resort	Quảng Nam	Đang thực hiện	1.9	270	n/a
BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP						
11	KCN CNC 2 Hòa Lạc	Hà Nội	Đang thực hiện	270.8	1,316	2025
12	Cụm công nghiệp Sơn Đông	Hà Nội	Khởi công 2024	72.5	1,268	2025
13	KCN Đông Anh	Hà Nội	Thủ tục pháp lý	300.0	n/a	n/a

Nguồn: PHS tổng hợp

Triển vọng giai đoạn 2023 - 2024

1. Dự án Chung cư Green Diamond 93 Láng Hạ

Dự án này là một tổ hợp bất động sản gồm căn hộ, văn phòng và tổ hợp thương mại dịch vụ, bao gồm 27 tầng trong đó 5 tầng thương mại dịch vụ và 22 tầng căn hộ. Dự án này sẽ cung cấp 314 căn hộ ra thị trường, trong đó 118 căn hộ sẽ được ban giao như phương án đền bù tái định cư cho các hộ dân tại chung cư 93 Láng Hạ cũ. Dự án đã được hoàn thiện và được mở bán từ năm 2022, tại Đại hội cổ đông năm 2023, ban lãnh đạo VCG đã chia sẻ việc ban giao căn hộ này sẽ được hoàn tất trong năm nay. Theo PHS ước tính, dự án này sẽ mang lại nguồn thu khoảng 2,200 tỷ đồng cho VCG

Hình 8: Chung cư 93 Láng Hạ cũ



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 9: Chung cư 93 Láng Hạ sau cải tạo



Nguồn: PHS tổng hợp

2. Siêu dự án Cát Bà Amatina

Dự án tại Thành phố Hải Phòng có quy mô lên tới 172.3 ha và tổng mức đầu tư lên đến 10,981 tỷ đồng. Dự án đã được triển khai từ năm 2011 bởi CTCP Vinaconex ICT (HSX: VCR) tại thời điểm đó VCR chỉ là công ty liên kết của Vinaconex. Trải qua nhiều biến động và bị tạm dừng khoảng 10 năm, tháng 11/2020 VCR chính thức tái khởi động dự án với cam kết hoàn thành giai đoạn 1 vào năm 2023 và toàn bộ dự án vào năm 2025. Tháng 12/2021, Vinaconex đã chi 2,700 tỷ đồng để tăng vốn sở hữu tại VCR lên 51%.

Dự kiến Amatina Cát Bà sẽ cung cấp cho thị trường 7 khu resort với 800 căn biệt thự, 2 bến du thuyền. Đến tháng 08/2023 dự án đã hoàn thiện 99 căn biệt thự thuộc lô A1 Tùng Thu và đang tiếp tục công tác thi công ~84 căn biệt thự thuộc khu vực B2 và B3. Chúng tôi dự kiến rằng VCG sẽ mở bán và bàn giao các sản phẩm tại siêu dự án này trong năm 2024

Hình 10: Phối cảnh dự án Cát Bà Amatina



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 11: 99 căn biệt thự đã được hoàn thiện



Nguồn: PHS tổng hợp

Bứt tốc trên đường đua bất động sản từ năm 2025

Với các bước chạy đà đến từ hai dự án Chung cư Green Diamond và một phần của dự án Amatina Cát Bà, VCG sẽ có khả năng bứt tốc với hàng loạt dự án có thể triển khai và đưa ra thị trường từ năm 2025 trở đi.

Trong đó có 02 dự án nổi bật với tổng diện tích lên tới 83.7 ha, đang được VCG đẩy mạnh triển khai tại Thành phố Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh. Thành phố Móng Cái hiện đang trở thành tâm điểm mới nổi trên thị trường bất động sản phía Bắc, nhờ vào nhiều yếu tố thuận lợi:

- i. Địa phương có hoạt động giao thương mạnh mẽ chiếm **tới 40% tổng giá trị kim ngạch xuất nhập khẩu với Trung Quốc** thông qua cửa khẩu quốc tế Móng Cái.
- ii. Hưởng lợi từ cơ sở hạ tầng giao thông **với cao tốc Vân Đồn - Móng Cái**, đã hoàn thiện và thông xe từ năm 2022, giúp rút ngắn thời gian di chuyển từ Thủ đô Hà Nội đến Móng Cái từ 7 tiếng xuống còn 3 tiếng.
 - a. Đây là tuyến cao tốc liên vùng dài nhất cả nước, nối Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng - Hạ Long - Móng Cái, và kết nối với đường dẫn cầu Bắc Luân II (nối sang thành phố Đông Hưng, Quảng Tây, Trung Quốc), tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động vận tải hàng hóa đường bộ, đường biển, và giao thương quốc tế qua cửa khẩu quốc tế Móng Cái, thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội trong khu kinh tế Cửa khẩu Móng Cái.
 - b. Đây cũng là tuyến cao tốc duy nhất ở Việt Nam kết nối với 3 sân bay quốc tế (Nội Bài - Cát Bi - Vân Đồn). Đồng thời, nó còn kết nối với 3 cửa khẩu quốc tế quan trọng nhất phía Bắc (Lào Cai, Hữu Nghị và Móng Cái).
- iii. Hệ thống cảng biển và trung tâm logistic tại các vùng lân cận như Hải Phòng cũng đã giúp vùng cửa khẩu Móng Cái tạo ra những lợi thế nổi bật so với các địa phương khác trong khu vực.

Sở hữu những đặc điểm nổi bật trên, thành phố Móng Cái hiện đang thu hút sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư bất động sản, kể cả tên tuổi lớn như Vinhomes. Nhận thấy tiềm năng này, **Vinaconex đang nhanh chóng triển khai dự án Khu dân cư, khu đô thị Hải Yên (34.9 ha) và Khu dân cư, khu đô thị đại lộ Hòa Bình kéo dài (48.8 ha)**. Với dự án KĐT Hải Yên có tổng mức đầu tư được công bố là 1,154 tỷ đồng, hiện đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng cơ bản. Còn KĐT đại lộ Hòa Bình kéo dài đang được đẩy nhanh giải phóng mặt bằng, tính đến cuối quý 2/2023, Vinaconex đã đầu tư vào dự án này 1,317 tỷ đồng/ 2,256 tổng vốn đầu tư được công bố.

Hình 12: Dự án Khu dân cư, KĐT Hải Yên



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 13: Phối cảnh KDC - KĐT đại lộ Hòa Bình



Nguồn: PHS tổng hợp

Bên cạnh các dự án bất động sản dân cư, VCG đang tiến hành hai dự án trung tâm thương mại, bao gồm Kim Văn Kim Lũ và Trung tâm thương mại Chợ Mơ. Vinaconex đã trúng đấu giá mảnh đất thực hiện dự án Trung tâm thương mại Kim Văn Kim Lũ vào cuối năm 2021 và dự kiến có thể đưa vào hoạt động từ năm 2025.

Ngoài ra, trong lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp, Vinaconex đang quản lý Khu công nghệ cao Hòa Lạc 2 (diện tích 270.8 ha với tỷ lệ lấp đầy 33%), theo báo cáo thường niên của Vinaconex doanh nghiệp hiện đang tiếp tục hoàn thiện hạ tầng cơ bản tại khu vực này vào cuối năm 2024, với việc hoàn thiện hạ tầng sớm có thể thúc đẩy gia tăng tỷ lệ lấp đầy tại đây.

Cụm công nghiệp Sơn Đông (Tổng diện tích: 72.5 ha) dự kiến sẽ được triển khai vào đầu năm 2024, và đưa vào khai thác giai đoạn 2025 – 2026. Mặc dù chưa vào hoạt động, CCN Sơn Đông đã thu hút được sự quan tâm của nhiều hộ kinh doanh và các doanh nghiệp, khi đã có 40ha đất được đặt chỗ thuê. Giúp VCG đảm bảo được nguồn tiền khi đưa vào hoạt động CCN này.

Hình 14: Vị trí đất dự án TMDV Kim Văn - Kim Lũ



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 15: KCN công nghệ cao Hòa Lạc 2



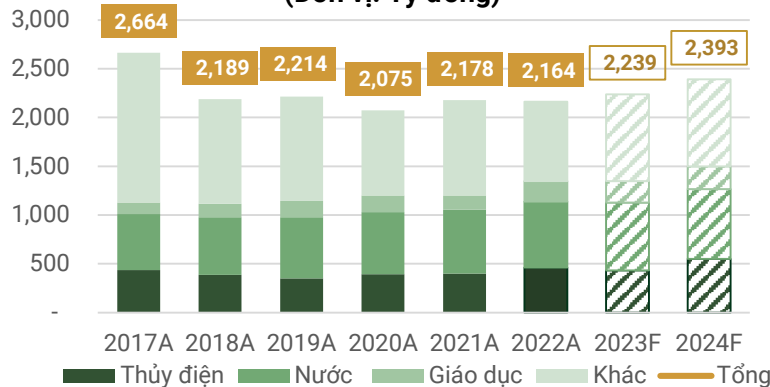
Nguồn: PHS tổng hợp

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH

Vinaconex hiện đang sở hữu một nhóm các công ty hoạt động trong các lĩnh vực kinh doanh đem lại tỷ suất lợi nhuận ổn định, bao gồm năng lượng, nước sạch, giáo dục. Các công ty mang lại nguồn doanh thu đều cho Vinaconex khoảng 2,200 đến 2,300 tỷ mỗi năm. Bên cạnh đó, với tỷ suất hoạt động tốt đã đóng góp đến 60-70% biên lợi nhuận gộp của Vinaconex trong giai đoạn 2020-2022 khi trải qua giai đoạn trầm lắng của mảng xây dựng và thị trường bất động sản

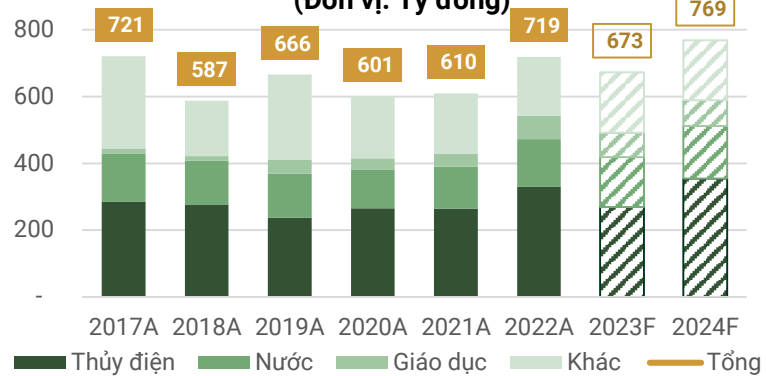
Với lĩnh vực năng lượng, đầu năm 2023 Vinaconex vừa được đưa vào hoạt động Nhà máy Thủy Điện Đăkba ở Quảng Ngãi với công suất 30MW sau, được khởi công từ 2020. Việc đi vào hoạt động sẽ giúp doanh thu mảng này tăng thêm 100 – 150 tỷ mỗi năm cho Vinaconex

Cơ cấu doanh thu của hoạt động đầu tư tài chính
(Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: BCTC VCG, PHS tổng hợp và ước tính

Cơ cấu lợi nhuận gộp hoạt động đầu tư tài chính
(Đơn vị: Tỷ đồng)



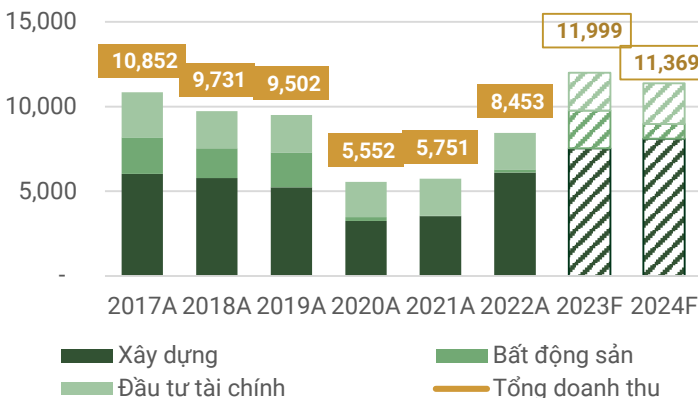
Nguồn: BCTC VCG, PHS tổng hợp và ước tính

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

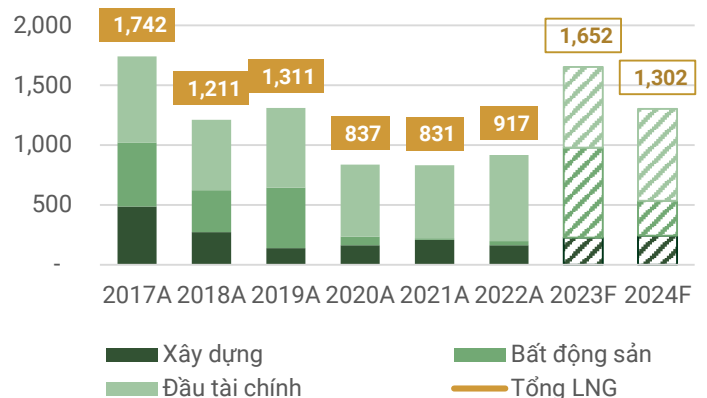
Dự kiến doanh thu của Vinaconex trong năm 2023 sẽ tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng từ năm 2022 khi doanh thu đạt 11,999 tỷ đồng, tăng 41% so với cùng kỳ năm trước, và chúng tôi cho rằng Vinaconex có thể duy trì mức doanh thu trong khoảng từ 11,000 đến 12,000 tỷ đồng trong năm 2024. Sự tăng trưởng này chủ yếu xuất phát từ mảng xây dựng, với tổng giá trị backlog theo ước tính hiện tại khoảng 27,000 tỷ đồng.

Tăng trưởng doanh thu còn đến từ đóng góp của mảng bất động sản sau khoản thời gian dài trầm lắng, khi chúng tôi dự phóng rằng VCG sẽ ghi nhận 2,200 tỷ đồng năm 2023 sau khi bàn giao toàn bộ dự án Green Diamond 93 Láng Hạ, và ghi nhận bàn giao giai 1 của siêu dự án Cát Bà Amatina vào năm 2024

Doanh thu VCG giai đoạn 2017A-2024F
(Đơn vị: tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp VCG giai đoạn 2017A - 2024F
(Đơn vị: tỷ đồng)



Nợ vay dài hạn của Vinaconex đã tăng đáng kể kể từ năm 2021, chủ yếu là do việc phát hành trái phiếu để hỗ trợ quá trình tăng tỷ lệ sở hữu của Vinaconex ICT lên 51% - chủ đầu tư của dự án Cát Bà Amatina. Ngoài ra, còn có một phần nợ dài hạn liên quan đến dự án này sau khi hợp nhất từ công ty VCR vào năm 2022. Theo quan điểm của PHS, Vinaconex sẽ không phải đối mặt với áp lực nợ vay lớn, bởi các khoản nợ dài hạn chiếm 50% tổng số nợ của VCG tính tới cuối quý 2/2023, sẽ bắt đầu đáo hạn từ năm 2026.

Sở hữu tiềm lực tài chính tốt trong giai đoạn hiện tại với các khoản (i) Tiền & tương đương tiền; (ii) Đầu tư tài chính ngắn hạn (Chủ yếu là tiền gửi có kỳ hạn); (iii) Phải thu về cho vay ngắn hạn; có tổng số dư vào cuối quý 2/2022 lên tới 4,165 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng Vinaconex sẽ không gặp áp lực thanh toán ~2,000 tỷ đồng các lô trái phiếu đáo hạn vào nửa đầu năm 2024.

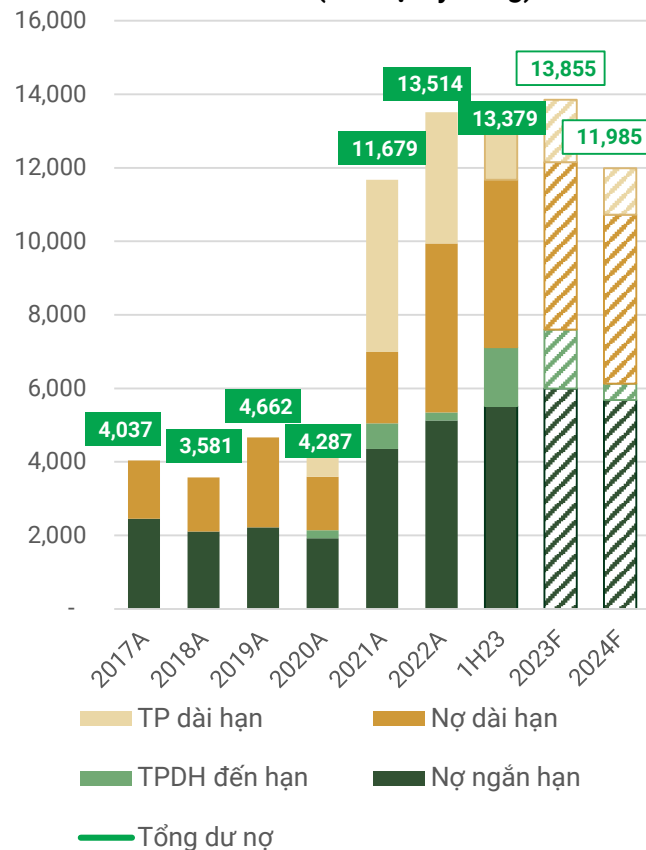
Liên tục trúng thầu các dự án xây dựng giao thông kể từ năm 2021 đã khiến VCG tăng cường các khoản nợ vay ngắn hạn để đảm bảo tiến độ thực hiện các dự án. Với 80% các dự án xây dựng thuộc lĩnh vực hạ tầng giao thông và được thực hiện dưới hình thức đầu tư công, các khoản nợ vay ngắn hạn của VCG sẽ được đảm bảo và thanh toán sau khi hoàn thành từng giai đoạn của các dự án này.

Table 6: Detailed balance of VCG's long-term debt

TCTD/ Loại nợ	Số dư nợ 30.06.23	Thời gian đáo hạn	Lãi suất (%)	Tài sản đảm bảo
Nợ dài hạn đến hạn phải trả				
Trái phiếu - VCGH2123001	220	Dec - 2023	8.5%	Amatina Cát Bà
Trái phiếu - VCGH2124002	220	Jun - 2024	8.5%	Amatina Cát Bà
Trái phiếu - VCGH2124011	1,600	Jun - 2024	10.5%	Cổ phiếu VCG
Nợ vay dài hạn				
Trái phiếu	1,260	Dec 24 - Jun 28	8.5% - 8.7%	Amatina Cát Bà
Vietcombank	244	Jul - 2026	8.2%	Resort Tam Kỳ
Sacombank	758	Mar - 2027	9.5% - 12.5%	KĐT KDC Đại lộ Hòa Bình
Sacombank	2,060	Oct - 2027	10.5% - 13.5%	Amatina Cát Bà
BIDV	715	Feb - 2028	8.3% - 10.2%	Nhà máy thủy điện Ngòi Phát
Vietcombank	803	Oct - 2031	7.7% - 10.2%	Nhà máy thủy điện Đắk Bà
Vietcombank	406	Dec - 2032	7.7%	TTTM Chợ Mơ
NH Công Thương	115	Dec - 2033	10.5%	Quyền sử dụng đất Cty Sapa

Nguồn: BCTC VCG, PHS tổng hợp

Cơ cấu nợ vay của Vinaconex giai đoạn 2017A - 2024F (Đơn vị: Tỷ đồng)

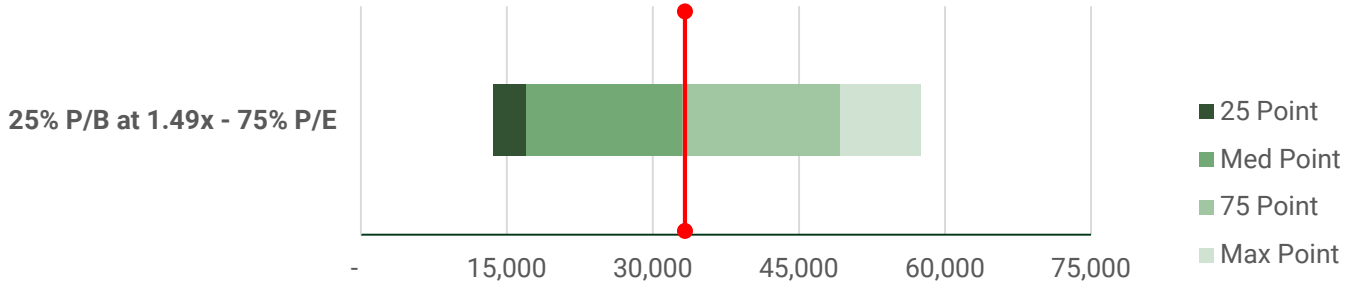


DỰ PHÓNG KQKD 2023

	2022A	2023F	%YoY	Ghi chú
Doanh thu	8,453	11,999	42%	
Xây dựng	6,101	7,532	23%	
BDS	188	2,228	1087%	
Đầu tư tài chính	2,164	2,239	3%	
Lợi nhuận gộp	917	1,652	80%	
Chi phí SG&A	(280)	(364)	30%	
Doanh thu tài chính	1,080	238	-78%	
Chi phí tài chính	(765)	(946)	24%	
Doanh thu thuần khác	34	22	-34%	
Lợi nhuận trước thuế	985	602	-39%	
Lợi nhuận sau thuế	782	418	-47%	

ĐỊNH GIÁ

Áp dụng phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng tỷ lệ định giá 25% P/B cho các công ty cùng ngành bất động sản và 75% P/E cho các công ty cùng ngành xây dựng, chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý của VCG là **33,000 đồng/cổ phiếu**. Khuyến nghị của chúng tôi là **MUA** với tiềm năng tăng giá là **42%**.



Bảng 7: Chỉ số định giá các doanh nghiệp xây dựng (Cập nhật ngày 29/09/2023)

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Số lượng cổ phiếu (Triệu cổ phiếu)	EPS (Vnd)	TTM P/E	TTM Biên lợi nhuận gộp	TTM Biên lợi nhuận thuần
CII	5,482	284	216	89.34x	19.66%	3.78%
C4G	4,584	357	601	21.33x	15.04%	5.93%
HHV	5,187	329	954	16.51x	45.69%	14.93%
FCN	2,299	157	207	70.40x	14.79%	1.85%
LCG	2,304	189	480	25.31x	12.25%	8.23%
CTD	4,743	74	683	69.94x	2.25%	0.42%
VCG	12,907	534	672	35.92x	12.66%	4.35%
				Max	89.34x	
				75% Percentile	75.13x	
				Median:	47.62x	
				25% Percentile	20.13x	
				Min	14.43x	
				EPS	Giá trị VCG (VND/cp)	
				Max	782	69,867
				75% Percentile	782	58,754
				Median:	782	37,241
				25% Percentile	782	15,740
				Min	782	11,283

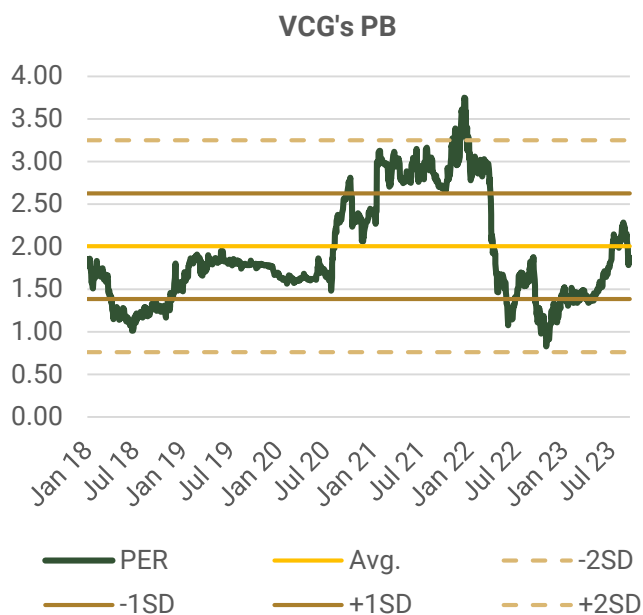
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Bảng 8: Chỉ số định giá các doanh nghiệp Bất động sản (Cập nhật ngày 29/09/2023)

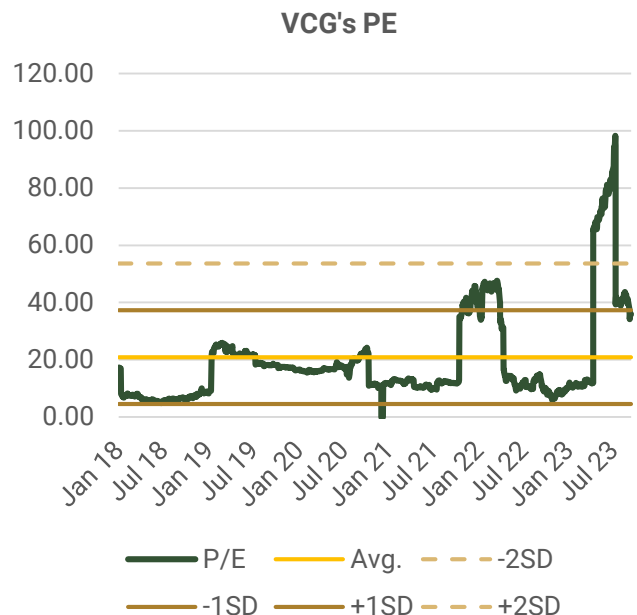
Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Số lượng cổ phiếu (Triệu cổ phiếu)	BVPS (Vnd)	TTM P/B	Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận thuần
VHM	198,124	4,354	38,333	1.19x	39.79%	40.75%
NVL	30,422	1,950	18,681	0.84x	36.41%	-7.56%
NLG	13,443	384	23,485	1.49x	51.17%	24.01%
PDR	16,086	672	12,608	1.90x	75.21%	353.73%
KDH	23,405	717	16,989	1.92x	54.39%	29.98%
DIG	15,307	610	12,506	2.01x	25.29%	7.47%
DXG	11,530	610	15,244	1.24x	47.18%	-4.85%
VCG	12,907	534	12,885	1.87x	12.66%	4.35%
Max				2.01x		
75% Percentile				1.92x		
Median:				1.49x		
25% Percentile				1.19x		
Min				0.84x		
			BVPS	Giá trị VCG (VND/ cp)		
Max			13,835	27,767		
75% Percentile			13,835	26,589		
Median:			13,835	20,619		
25% Percentile			13,835	16,422		
Min			13,835	11,554		

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

VCG hiện đang giao dịch tại P/B 1.75x năm 23F và 1.79x năm 24F; tại P/E 30.89x 23F và 48.38x 24F



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần	9,731	9,502	5,551	5,749	8,453	11,999
Giá vốn hàng bán	(8,469)	(8,136)	(4,687)	(4,895)	(7,489)	(10,347)
Lợi nhuận gộp	1,262	1,366	864	854	964	1,652
Chi phí bán hàng	(83)	(87)	(67)	(40)	(66)	(97)
Chi phí QLDN	(490)	(494)	(1,528)	(159)	(261)	(267)
Lợi nhuận từ HĐKD	689	786	(731)	655	637	1,288
Thu nhập tài chính	259	250	3,046	527	1,080	238
Chi phí lãi vay	(294)	(313)	(277)	(499)	(765)	(946)
Lợi nhuận trước thuế	793	965	2,127	719	985	602
Lợi nhuận sau thuế	637	787	1,690	520	931	492
LNST của cổ đông Công ty mẹ	491	684	1,605	394	782	418
Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Tài Sản Ngắn Hạn	12,370	12,055	13,397	21,296	19,324	20,600
Tiền và tương đương tiền	1,354	1,343	1,995	2,812	1,710	1,200
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,591	959	1,551	3,870	1,616	2,055
Phải thu ngắn hạn	5,900	7,353	7,518	10,925	9,128	9,850
Hàng tồn kho	3,435	2,321	2,220	3,466	6,429	6,861
Tài sản ngắn hạn khác	91	78	112	222	440	633
Tài Sản Dài Hạn	7,715	7,263	6,213	9,673	12,676	12,565
Phải thu dài hạn	896	588	210	2,380	172	240
Tài sản cố định	2,672	2,442	2,582	2,564	2,684	3,327
Bất động sản đầu tư	1,006	866	800	745	245	233
Chi phí xây dựng dở dang	1,588	1,761	850	2,046	8,137	7,144
Đầu tư tài chính dài hạn	769	869	1,062	1,469	1,124	1,175
Tài sản dài hạn khác	786	737	708	468	314	445
Tổng cộng tài sản	20,085	19,318	19,610	30,969	31,999	33,165
Nợ phải trả	12,212	11,580	12,447	23,342	22,069	22,622
Nợ ngắn hạn	9,182	7,723	8,992	15,470	12,763	15,227
Nợ dài hạn	3,030	3,857	3,454	7,872	9,305	7,395
Vốn chủ sở hữu	7,873	7,738	7,163	7,628	9,931	10,543
Vốn góp	4,417	4,417	4,417	4,417	4,859	5,345
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,206	943	801	1,008	3,075	3,148
Tổng nguồn vốn	20,085	19,318	19,610	30,969	31,999	33,165

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(50)	(1,493)	(25)	394	(1,767)	(1,260)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	244	341	2,864	(6,075)	1,886	394
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,089)	1,142	(2,186)	6,494	(1,222)	355
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(895)	(11)	653	813	(1,102)	(510)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2,249	1,354	1,343	1,995	2,812	1,710
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1,354	1,343	1,995	2,809	1,710	1,200
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-10.7%	-2.4%	-41.6%	3.6%	47.0%	41.9%
Lợi nhuận sau thuế	-60.9%	23.5%	114.9%	-69.2%	79.0%	-47.2%
Tổng tài sản	-7.1%	-3.8%	1.5%	57.9%	3.3%	3.6%
Tổng vốn chủ sở hữu	0.2%	-1.7%	-7.4%	6.5%	30.2%	6.2%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	13.0%	14.4%	15.6%	14.9%	11.4%	13.8%
Tỷ suất EBIT		8.3%	-13.2%	11.4%	7.5%	10.7%
Tỷ suất lãi ròng	6.5%	8.3%	30.4%	9.0%	11.0%	4.1%
ROA	3.2%	4.1%	8.6%	1.7%	2.9%	1.5%
ROE	8.1%	10.2%	23.6%	6.8%	9.4%	4.7%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	159.1	156.3	233.3	190.4	110.9	84.9
Vòng quay hàng tồn kho	154.5	129.9	178.0	213.3	241.2	243.3
Vòng quay khoản phải trả	125.0	140.8	177.9	113.7	75.5	90.8
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.35	1.56	1.49	1.38	1.51	1.35
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.97	1.26	1.24	1.15	1.01	0.90
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.61	0.60	0.63	0.75	0.69	0.68
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.55	1.50	1.74	3.06	2.22	2.15
Vay ngắn hạn/VCSH	0.27	0.29	0.30	0.66	0.54	0.72
Vay dài hạn/VCSH	0.19	0.32	0.30	0.87	0.82	0.59

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Cửu Minh Danh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 8 Hoàng Văn Thái, phường Tân Phú, quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân

Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 & 5, D&D Tower, 458 Nguyễn Thị

Minh Khai, Phường 2, Quận 3, TP.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai

Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo,

Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801