

Xây dựng

Không định giá

► Luận điểm chính

- Tăng tốc giải ngân đầu tư công và kỳ vọng phục hồi của thị trường bất động sản
- Kỳ vọng giá thép ở mức thấp 2022
- Lãi suất vay mua nhà ưu đãi

► Cổ phiếu khuyến nghị

Vinaconex (VCG, Không xếp hạng)			
	2018A	2019A	2020A
PE (x)	20.8	16.4	25.8
PB (x)	1.4	1.7	2.8
EV/EBITDA (x)	12.5	13.8	-
Cổ tức (%)	2.0	0.8	0.5
EPS (đồng)	860	1,420	3,349

Sẵn sàng phục hồi

Luận điểm đầu tư

Sự phục hồi bị chững lại trong 9 tháng 2021

Do dịch COVID-19 tái bùng phát đã khiến các hoạt động xây dựng bị ảnh hưởng và giá nguyên vật liệu đầu vào cao làm ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của các nhà thầu, sự phục hồi của ngành xây dựng bị chững lại, đặc biệt là trong quý 3 2021. Doanh thu của ngành ở mức 40,391 tỷ đồng (+1.74% n/n, -11% q/q) trong khi NPAT-MI giảm 45.5 n/n và 20.9% q/q. Trong 9 tháng 2021, doanh thu ngành ở mức 121,296 tỷ đồng (+11% n/n) và NPATMI giảm xuống 4,524 tỷ đồng (-4.5% n/n). Tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp từ 14.2% trong quý 1 xuống 10.8% trong quý 3/2021.

Hưởng lợi từ việc tăng tốc chi tiêu cho cơ sở hạ tầng

Tương tự như ngành thép, ngành xây dựng được kỳ vọng hưởng lợi từ việc gia tăng chi tiêu công, lãi suất vay mua nhà hấp dẫn và sự phục hồi của thị trường bất động sản. Trong bối cảnh giá thép giảm, các công ty xây dựng có khả năng cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp vào năm 2022F. Mặc dù biến thể COVID-19 có thể làm chậm lại các hoạt động xây dựng, nhưng tình hình được cho là sẽ không tồi tệ như trước đó nhờ tỷ lệ bảo phủ vaccine cao ở các thành phố lớn.

Hạ tầng năng lượng – một động lực tăng trưởng khác.

Theo dự thảo PDP8, công suất lắp đặt sẽ đạt khoảng 261,951-329,610MW trước 2045 trong khi công suất năm 2020 chỉ ở mức 69,094MW. Ngoài ra, chính phủ được cho là sẽ thu hút khu vực tư nhân vào các dự án truyền tải điện. Điều này có thể tạo ra cơ hội tăng trưởng cho các nhà thầu trong nước, đặc biệt là những nhà thầu đã tích cực tham gia vào các dự án năng lượng tái tạo trong giai đoạn 2018-2021.

Tâm lý tích cực của nhà đầu tư được thể hiện vào giá

Ngành được giao dịch ở mức 33.8x PE trượt 12 tháng, cao hơn mức 1 lần độ lệch chuẩn trên của trung bình 2 năm. Chúng tôi cho rằng ngành đang được định giá không chỉ nhờ triển vọng tích cực từ các chính sách mới mà còn do tâm lý đầu cơ. Điều này cũng có nghĩa là ngành sẽ gặp sự điều chỉnh giá nếu tăng trưởng không đáp ứng kỳ vọng trong khi việc tăng tốc chi tiêu cho cơ sở hạ tầng có thể cần thời gian dài hơn để phản ánh vào kết quả kinh doanh của các công ty.

Cổ phiếu khuyến nghị: VCG

Vinaconex là cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi. VCG đã thắng 7 gói thầu với tổng giá trị đầu tư ở mức 11,643 tỷ đồng trong gói cao tốc Bắc-Nam.

Hải Nguyễn

hai.nt@kisvn.vn

Vinaconex (VCG)

Không định giá

Giá cp (23/12, đồng)	53,800
Vốn hóa (tỷ đồng)	23,764
SLCP lưu hành (triệu)	442
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	53,800/38,334
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	106
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	37.1/1.3
Cổ đông lớn (%)	
Công ty An Quý Hưng	58.1

	D.thu	LNHD	LN ròng	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2016A	8,548	895	500	1,038	-	1,281	30.9	7.1	0.8	8.4	6.4
2017A	10,852	1,135	1,342	2,787	168.6	1,497	31.8	7.7	1.3	21.5	8.3
2018A	9,731	689	491	860	(69.2)	948	20.8	12.5	1.4	7.0	2.0
2019A	9,502	786	684	1,420	65.2	1,097	16.4	13.8	1.7	10.2	0.8
2020A	5,551	-731	1,605	3,349	135.8	-479	25.8	-	2.8	24.4	0.5

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

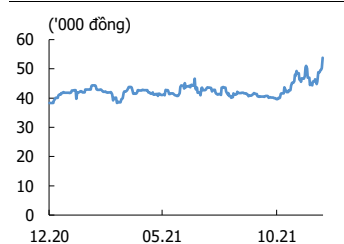
Tận dụng sự gia tăng chi phí cơ sở hạ tầng

Lợi nhuận sau thuế 9T21 bị ảnh hưởng bởi COVID-19: VCG ghi nhận doanh thu ở mức 3,609 tỷ đồng (-5% n/n) và NPAT-MI (Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ) ở mức 272 tỷ đồng (-80% n/n) trong 9T21, lần lượt hoàn thành 29.5/27% kế hoạch năm. Trong đó, doanh thu mảng kinh doanh bất động sản và cho thuê dịch vụ lần lượt giảm 19.3% và 28% n/n về mức 142 tỷ đồng và 616.9 tỷ đồng. Công ty ghi nhận khoản lỗ 124 tỷ đồng trong quý 2, 2021.

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	16.2	23.2	40.3
Tương đối với VNI (%)	16.4	16.5	3.5

Giá cổ phiếu

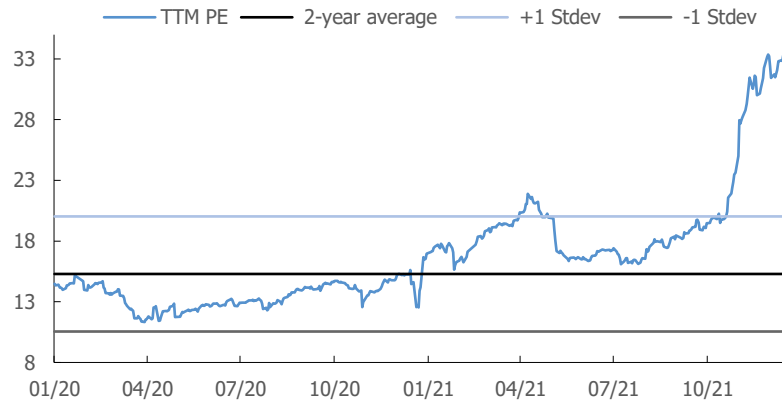


Hưởng lợi từ gia tăng đầu tư công: VCG có nhiều lợi thế trong việc hưởng lợi từ việc gia tăng đầu tư công nhờ vào tiềm lực của công ty cùng với mối quan hệ chặt chẽ với Bộ xây dựng – cổ đông lớn nhất trước đây. Công ty đang tham gia vào nhiều dự án hạ tầng như cao tốc Nghi Sơn – Diễn Châu, Vĩnh Hải – Phan Thiết. Chúng tôi kì vọng rằng VCG sẽ tiếp tục có được lợi thế trong cuộc đua hưởng lợi từ chi tiêu công trong những năm sắp tới. Ngoài ra, với quỹ đất hơn 2,000ha và một số dự án bất động sản đang được phát triển VCG đảm bảo được nguồn thu trong 5 năm tiếp theo.

Kết quả kinh doanh năm 2022F: VCG dự kiến đạt 10,121 tỷ đồng doanh thu (+80.1% n/n) và 723 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+113% n/n) trong năm 2022. Dự báo tăng trưởng được dựa trên kỳ vọng về gia tăng chi tiêu cơ sở hạ tầng và doanh thu từ mảng phát triển bất động sản, ví dụ như dự án Green Diamond.

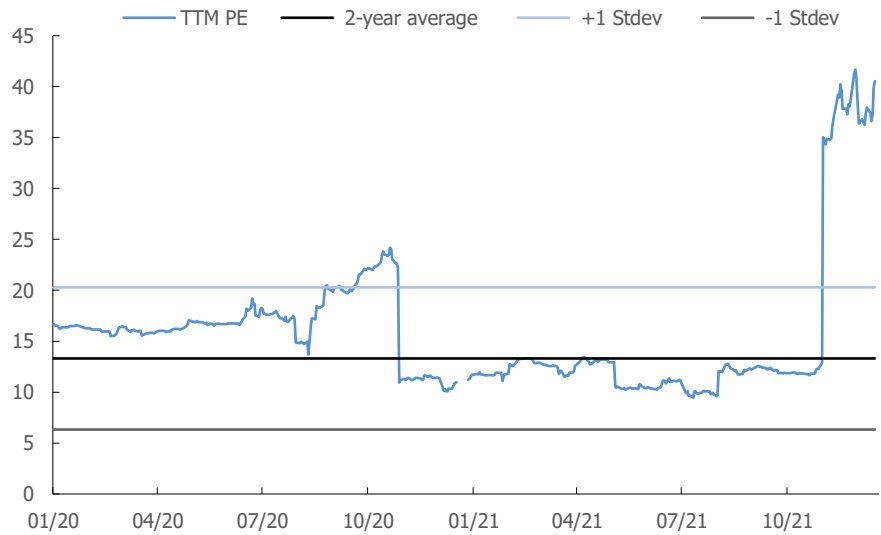
Định giá ở mức cao do kết quả kinh doanh kém hiệu quả: VCG đang được giao dịch ở mức 40.5x PE trượt 12 tháng và 3.3x PB, cao hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành lần lượt là 33.8x và 2.1x. Ngoài ra, VCG có ROE trượt 12 tháng ở mức 6.83%, thấp hơn so với mức của ngành 8.38%. Điều này cho thấy giá cổ phiếu hiện tại không hề rẻ. Điều này có thể được giải thích là do kết quả kinh doanh kém hiệu quả trong 3Q21 (3Q21 NPAT-MI 54.9 tỷ đồng -94% n/n). Tuy vậy, PE trượt 12 tháng đã tăng đáng kể từ tháng 11 khi chính phủ đưa ra các kế hoạch chi tiêu. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại vẫn chưa thể hiện đầy đủ triển vọng lạc quan trong năm 2022-2023.

Thị trường phản ứng tích cực với triển vọng của ngành trong 2022F



Nguồn: Fiin Pro

Định giá công ty trở nên quá cao khi kết quả kinh doanh của công ty không khả quan



Nguồn: Fiin Pro

Chiến lược 2022

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Tài sản ngắn hạn	12,670	12,988	12,370	12,055	13,397
Tiền và tương đương tiền	2,962	3,452	2,944	2,302	3,546
Phải thu	5,345	5,657	5,846	7,303	7,468
Hàng tồn kho	4,110	3,718	3,435	2,321	2,220
Tài sản dài hạn	10,176	8,641	7,715	7,263	6,213
Tài sản cố định	3,400	2,785	2,672	2,442	2,582
Đầu tư tài chính	4,656	4,311	3,363	3,497	2,713
Khác	598	383	930	865	870
Tổng tài sản	22,845	21,629	20,085	19,318	19,610
Người mua trả trước	3,030	2,025	1,670	944	2,350
Doanh thu chưa thực hiện	1,588	1,544	1,461	1,346	1,332
Phải trả người bán	2,875	2,745	2,925	2,511	1,996
Khác	3,318	3,421	2,574	2,117	2,482
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	2,447	2,450	2,106	2,220	2,141
Nợ và TP dài hạn	2,107	1,586	1,476	2,442	2,146
Tổng nợ và phải trả	15,365	13,771	12,212	11,580	12,447
VCSH	5,816	6,393	6,560	6,687	6,252
Vốn điều lệ	4,417	4,417	4,417	4,417	4,417
Thặng dư	355	355	355	355	355
Quý khác	522	521	997	968	967
LN giữ lại	521	1,100	790	948	2,157
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,503	1,358	1,206	943	801

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Doanh thu	8,548	10,898	9,731	9,502	5,551
Giá vốn hàng bán	7,110	9,130	8,521	8,191	4,715
Lợi nhuận gộp	1,438	1,768	1,210	1,311	836
Chi phí bán hàng & QLDN	543	633	521	525	1,568
LN hoạt động	895	1,135	689	786	(732)
Doanh thu tài chính	199	1,015	260	250	3,046
Thu nhập lãi	5	12	38	119	0
Chi phí tài chính	290	306	294	313	277
Chi phí lãi vay	282	285	274	268	255
LN khác	25	11	48	102	83
Lãi (lỗ) từ LD&LK	9	97	90	141	7
LN trước thuế	837	1,952	793	965	2,127
Thuế TNDN	124	322	156	179	437
LN sau thuế	713	1,629	637	787	1,690
EBITDA	1,281	1,497	948	1,097	(479)

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Dòng tiền hoạt động	773	398	(50)	(1,493)	(25)
LN ròng	713	1,629	637	787	1,690
Khấu hao và khấu trừ	386	377	259	311	252
Tăng vốn lưu động ròng	(326)	(1,608)	(946)	(2,591)	(1,967)
Dòng tiền đầu tư	(761)	941	244	341	2,864
Tài sản cố định	(460)	(616)	(318)	(380)	(205)
Tăng đầu tư tài chính	(301)	1,557	562	721	3,069
Dòng tiền tài chính	54	(668)	(1,089)	1,142	(2,186)
Tăng vốn chủ	0	71	49	0	(1,644)
Tăng nợ	444	(268)	(415)	1,667	(384)
Chi trả cổ tức	(390)	(471)	(722)	(526)	(159)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	65	671	(895)	(11)	653

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)				
EPS	2,287	860	1,420	3,349
BPS	13,477	13,847	14,115	14,505
DPS				
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	27.5	(10.7)	(2.4)	(41.6)
LN hoạt động	26.8	(39.3)	14.0	(193.1)
LN ròng	168.5	(63.4)	39.1	134.7
EPS	120.3	(62.4)	65.1	152.1
EBITDA	16.9	(36.7)	15.7	-
Khả năng sinh lợi (%)				
Biên LN hoạt động	10.4	7.1	8.3	(13.2)
Biên LN ròng	14.9	6.5	8.3	30.4
Biên EBITDA	13.7	9.7	11.5	
ROA	7.3	3.1	4.0	8.7
ROE	21.5	7.0	10.2	24.4
Suất sinh lợi cổ tức	8.3	2.0	0.8	0.5
Đòn bẩy				
Nợ ròng (Tỷ đồng)	584	637	2,360	741
Nợ ròng/VCSH (%)	10.0	10.0	30.0	10.0
Định giá (x)				
PE	31.8	20.8	16.4	25.8
PB	1.3	1.4	1.7	2.8
EV/EBITDA	7.7	12.5	13.8	-

Chiến lược 2022

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu			Lợi nhuận và Định giá										
Công ty			D.thu (Tỷ đồng)	LNHD (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (Đồng)	BPS (Đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EVEBITDA (x)	Cổ tức (%)	
Vinaconex (VCG)	Khuyến nghị	Không xếp hạng	2016A	8,548	895	500	1,038	12,415	9.7	0.8	8.4	7.1	6.4
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2017A	10,852	1,135	1,342	2,787	13,477	6.3	1.3	21.5	7.7	8.3
	Giá cp (23/12, đồng)	53,800	2018A	9,731	689	491	860	13,847	21.8	1.4	7.0	12.5	2.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	23,764	2019A	9,502	786	684	1,420	14,115	16.5	1.7	10.2	13.8	0.8
			2020A	5,551	(731)	1,605	3,349	14,505	12.0	2.8	24.4	-	0.5
Xây dựng (VNE)	Khuyến nghị	Không xếp hạng	2017A	909	93	63	711	11,082	9.8	0.6	6.8	5.9	7.1
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018A	742	(59)	84	1,030	11,558	3.8	0.3	9.1	-	12.7
	Giá cp (23/12, đồng)	13,800	2019A	1,232	30	10	121	11,651	29.9	0.3	1.0	9.6	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,131	2020A	1,300	34	12	141	11,785	42.8	0.5	1.2	17.2	0.0
			2021F	1,780	50	13	159	11,823	56.4	0.7	1.3	15.6	0.0
Simco Sông Đà (SDA)	Khuyến nghị	Không xếp hạng	2017A	38	2	0	8	10,131	381.2	0.3	0.1	9.7	-
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018A	42	(7)	(16)	(608)	9,645	-	0.5	-	94.2	-
	Giá cp (23/12, đồng)	34,100	2019A	39	(8)	(62)	(2,364)	7,279	-	0.4	-	-	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	894	2020A	28	(5)	5	176	7,455	28.4	0.7	2.4	-	-
			2021F	32	7	7	255	7,400	47.9	1.6	3.4	38.3	-
Hòa Bình (HBC)	Khuyến nghị	Không xếp hạng	2017A	16,037	1,155	859	3,819	10,471	6.7	2.4	42.2	6.9	1.8
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018A	18,299	1,046	630	2,933	12,563	5.2	1.2	25.4	5.8	2.0
	Giá cp (23/12, đồng)	28,050	2019A	18,610	679	417	1,791	14,800	5.6	0.7	13.2	7.7	2.7
	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,800	2020A	11,225	248	86	356	14,845	42.9	1.0	2.4	18.5	1.9
			2021F	10,716	263	101	419	15,112	37.5	1.0	2.8	16.9	1.8
Xây dựng (TV2)	Khuyến nghị	Không xếp hạng	2017A	1,838	236	250	5,478	11,143	3.3	1.6	61.3	0.3	0.6
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018A	1,840	244	225	5,000	15,527	7.1	2.3	37.5	2.4	0.4
	Giá cp (23/12, đồng)	66,200	2019A	3,322	261	255	5,667	20,683	7.2	2.0	31.3	4.3	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,980	2020A	3,346	272	262	5,824	25,928	7.1	1.6	25.0	3.4	-
			2021F	4,597	313	318	7,060	29,006	7.7	1.9	27.0	5.8	1.5
Cường Thuận (CTI)	Khuyến nghị	Không xếp hạng	2017A	1,093	393	147	2,721	18,663	8.9	1.3	15.6	8.1	9.5
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018A	917	360	124	1,968	19,664	10.0	1.0	10.3	8.0	4.1
	Giá cp (23/12, đồng)	24,750	2019A	797	290	80	1,853	19,587	10.1	1.0	6.4	9.8	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,356	2020A	915	205	97	1,624	20,339	9.0	0.7	8.3	11.4	16.4
			2021F	925	199	53	969	19,301	16.4	0.8	4.9	12.1	13.8
Xây lắp (PC1)	Khuyến nghị	Không xếp hạng	2017A	3,161	355	237	1,184	11,699	16.4	1.7	10.2	12.2	-
	Giá mục tiêu (đồng)	32,637	2018A	5,084	657	467	2,034	13,596	7.1	1.1	16.1	5.7	-
	Giá cp (23/12, đồng)	38,800	2019A	5,845	594	358	1,560	14,985	7.8	0.8	10.9	7.0	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	9,124	2020A	6,679	823	513	2,032	17,380	9.1	1.1	13.8	6.6	-
			2021F	10,161	737	690	2,804	19,606	11.5	1.6	16.5	13.9	-

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS.

- **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**
 - MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
 - Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
 - Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
 - CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

- **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**
 - Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
 - Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
 - Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

- **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.