

TỔNG CÔNG TY XUẤT NHẬP KHẨU VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HNX: VCG)

SỰ KIỆN

Ngày 24/06/2019, chúng tôi có buổi gặp mặt với đại diện phía Tổng Công ty Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (HNX: VCG). Trong buổi gặp mặt, đại diện phía doanh nghiệp chia sẻ về định hướng phát triển của tổng công ty.

Qua buổi gặp mặt, chúng tôi xin trình bày một số quan điểm về tình hình doanh nghiệp trong thời gian hiện tại như sau.

KEY CATALYST

VCG sở hữu quỹ đất lớn với giá vốn rẻ: VCG có quỹ đất phát triển BĐS lớn lên đến hơn 700 ha. Trong đó, đáng chú ý là dự án Bắc An Khánh (Splendor) có giá vốn đất sạch thương phẩm chỉ khoảng 8 triệu/m² và dự án Cát Bà Amatina với giá vốn đất sạch thương phẩm chỉ khoảng 1 triệu/m².

Danh mục công ty con, liên kết có giá trị lớn hơn nhiều giá trị sổ sách: Với việc sở hữu những doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh lâu bền như thủy điện, cấp nước và những doanh nghiệp sở hữu tài BĐS lớn. Khoản mục đầu tư góp vốn vào công ty con, liên kết có giá trị tới 7245.3 tỷ VND (So với giá trị sổ sách 2412.9 tỷ VND)

VCG vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu giúp làm giảm chi phí: Bộ máy cồng kềnh đã và đang được cắt giảm, cùng với việc tái cấu trúc mảng xây dựng hoạt động chưa hiệu quả sẽ giúp cắt giảm chi phí, dẫn tới tăng lợi nhuận của công ty.

QUAN ĐIỂM ĐÁNH GIÁ

Dựa trên phương pháp định giá từng phần, mức giá hợp lý của VCG là **28,804 VND/CP**, cao hơn 8.7% so với mức giá 26,500 VND/CP ngày 02/07/2019. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với mã cổ phiếu VCG.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	8,026	8,548	10,852	9,731
LN gộp	1,270	1,438	1,768	1,210
LN ròng	603	837	1,629	639
Tổng tài sản	20,729	22,845	21,619	20,085
Vốn CSH	7,328	7,480	7,836	7,999
EPS cuối kỳ (VND/cp)	884	1,331	2,876	1,115
Giá trị sổ sách (VND/cp)	12,773	13,166	14,474	15,003

Chỉ số tài chính	2014	2015	2016	2017
% Tăng trưởng doanh thu	-4.2%	6.5%	27.5%	-10.7%
% Tăng trưởng LNST	39.2%	36.1%	128.6%	-60.8%
Tỷ suất LN gộp	15.8%	16.8%	16.2%	12.4%
ROA	1.79%	2.29%	6.03%	2.36%
ROE	5.35%	6.75%	17.49%	6.21%



Phân ngành: Xây dựng và BĐS

Thông tin cổ phiếu (02/07/2019)

Số lượng CP niêm yết	441.710.673
Số lượng CP lưu hành	441.710.673
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	11.661,16
KLGDTB 3 tháng	676.570
KLGDTB 1 tháng	588.954
% sở hữu nước ngoài	10,66%
Room nước ngoài còn lại	38,34%
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	-5,71%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	+0,83%

Cổ đông lớn

Cty TNHH An Quý Hưng	57.71%
BDS Cường Vũ	21.30%
Cty TNHH Star Invest	7.57%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: FiinPro, Cafef, CTS tổng hợp)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

VCG xuất thân là một tập đoàn thuộc bộ xây dựng và hoạt động trong 2 mảng chính là Xây dựng và Bất động sản. Đội ngũ thi công xây dựng của VCG có kinh nghiệm lâu năm ở cả 3 mảng cầu đường, dân dụng, công nghiệp. Về mảng BĐS, VCG có lợi thế về quỹ đất lớn. Ngoài ra, VCG còn nắm giữ một danh mục gồm các doanh nghiệp hoạt động trong nhiều ngành nghề khác nhau, đáng chú ý nhất là các doanh nghiệp thủy điện, cấp nước như ND2, VCP, Viwaco,...

Bảng phân bổ cơ cấu doanh thu – lợi nhuận theo mảng

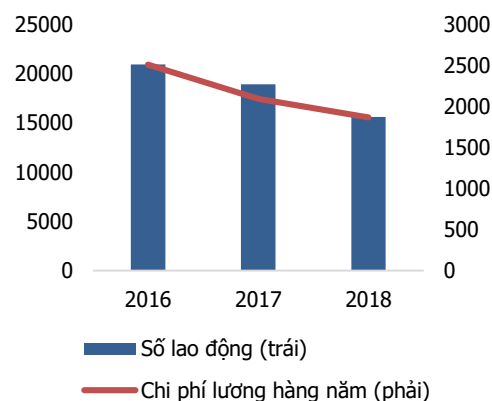
(Cơ cấu theo BCTC cty mẹ 2018)	Xây dựng	Bất động sản	Giáo dục, cho thuê, dịch vụ khác
Doanh thu	1,941.05	346.2	266.78
Lợi nhuận gộp	47.9	53.7	139.18
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	44.97	50.96	74.48
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	35.98	64.48	58.05
Biên lợi nhuận gộp	2.50%	15.50%	27.92%
Biên lợi nhuận ròng	1.90%	18.60%	21.76%

Nguồn: CTS ước tính

Tái cơ cấu để tập trung vào 2 mảng BĐS và Xây dựng: VCG đang từng bước thực hiện tái cấu trúc theo tư vấn của Credit Suisse: tập trung vào hai mảng hoạt động cốt lõi là xây dựng và BĐS, tập trung thoái vốn ở các công ty con không thuộc 2 mảng kinh doanh chính và một số công ty xây dựng hoạt động không hiệu quả. Số lượng nhân sự giảm từ 20901 người năm 2016 xuống chỉ còn 15588 người năm 2018. Tiền lương chi cho nhân viên cũng giảm 25.6% xuống mức 1863 tỷ đồng năm 2018.

Hiện nay khi việc nhóm cổ đông tư nhân thay chỗ cho nhóm cổ đông nhà nước thì chúng tôi kỳ vọng hoạt động tái cơ cấu sẽ diễn ra mạnh mẽ và quyết liệt hơn nữa. Việc bán đi các mảng kinh doanh không cốt lõi cũng có thể sẽ mang lại cho VCG các khoản thu nhập bất thường trong vòng vài năm tới. Dòng tiền này được kỳ vọng giúp thúc đẩy các dự án BĐS và Mảng Xây dựng.

Số lượng lao động và chi phí lương theo năm của VCG



Nguồn: VCG

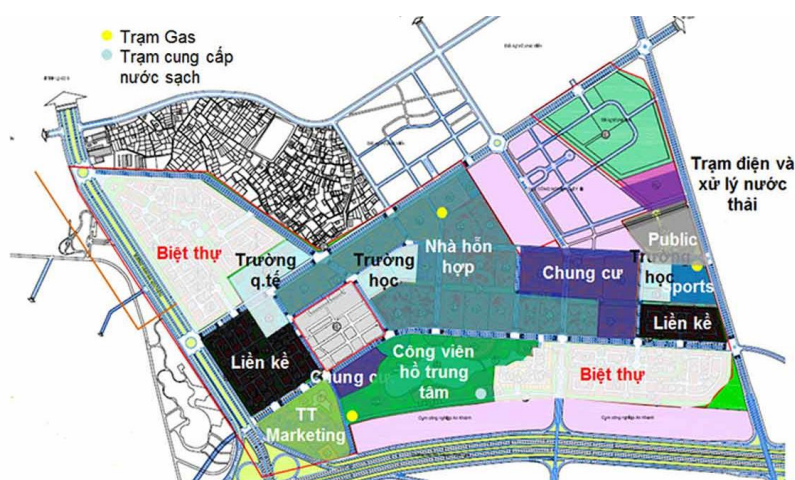
MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN

Nhờ xuất thân là doanh nghiệp đầu ngành của nhà nước, VCG tích lũy quỹ đất lớn hơn 700 ha chủ yếu là đất sạch đã san lấp mặt bằng có giá vốn khá rẻ. Trong đó có thể kể tới dự án Splendor Bắc An Khánh có giá vốn đất sạch chỉ khoảng 8 triệu/m² đất thương phẩm, còn quỹ đất sạch Cát Bà có giá vốn chỉ khoảng 1 triệu/m² đất thương phẩm (Chưa tính chi phí xây dựng hạ tầng kỹ thuật).

Bảng: các dự án BĐS VCG đang triển khai

STT	Tên Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Hạng mục	VCG Sở hữu	Dự án trực thuộc	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	Thời gian thực hiện dự kiến
1	Vinata Towers	289 Khuất Duy Tiến, HN	1.3	31 tầng nổi, 3 tầng hầm	100%	Cty mẹ	618.7	2016 - 2019
2	Dự án Behomia	25 Nguyễn Huy Tưởng, Thanh Xuân	0.30	1 tòa 33 tầng nổi, 3 tầng hầm; 4 nhà liền kề (Tổ hợp dự án TTTM, Văn Phòng, Chung Cư)	100%	Vinaconex Invest	637.5	2018 - 2020
3	Cải tạo chung cư cũ 93 Láng Hạ	L1, L2 Nam Thành Công ,93 Láng hạ	0.51	Tòa nhà cao tầng	99.9%	Vinaconex Invest	949	2017 - 2023
5	Splendora	Bắc An Khánh, HN	264	74.65ha đất nhà ở + các công trình tiện ích khác	50%	An Khánh JVC	59881	Từ 2009
6	B45 -Kim Văn Kim Lũ/ Tòa B - VC2 Golden Heart	Đường vành đai 3, Đại Kim, Hoàng Mai, HN	0.56	Tòa nhà 40 tầng	36%	VC2		
	Biệt thự TT2 -Kim Văn Kim Lũ		0.82	50 căn biệt thự diện tích 128 - 137 m2				
	Nhà liền kề TT3 -Kim Văn Kim Lũ		0.32	16 căn liền kề diện tích 77 - 189				
7	Khu du lịch Cái Giá - Cát bà - Cát Bà Amatina	Đảo Cát Bà	172.38	BDS cao cấp + nghỉ dưỡng. Quy hoạch cụ thể vẫn chưa rõ	54%	VCR	10941	Từ 2010

Dự án Splendora Bắc An Khánh: Dự án Splendora có tổng diện tích 264 ha, trong đó có 24.15ha nhà chung cư, 9.19 ha nhà liền kề, 24.92 ha nhà biệt thự và 16.4 ha nhà hỗn hợp.

**Quy hoạch dự án Splendora bắc An Khánh**

Dự án do Liên doanh TNHH phát triển đô thị mới An Khánh (An Khánh JVC) làm chủ đầu tư. Trong cơ cấu cổ đông, VCG nắm giữ 50% An Khánh JVC và Công ty địa ốc Phú Long nắm giữ 50% đầu 2018 (thuộc tập đoàn Sovico của tỷ phú Nguyễn Thị Phương Thảo). Phần vốn Phú Long nắm giữ được mua lại từ công ty Hàn Quốc Posco E&C.

Giai đoạn 1 của dự án đã được thực hiện từ 2009 – 2013 bao gồm 491 căn chung cư, 236 căn liền kề và 317 căn biệt thự. Do suy thoái của thị trường BĐS, dự án được tái khởi động muộn vào năm 2017 với 77 căn biệt thự GD2 đã bán hết cuối năm 2018, dự kiến ghi nhận trong năm 2019.

Dự án nằm trên đường đại lộ Thăng Long, cách Big-C Thăng Long 10km về phía tây của Hà Nội. Theo tính toán của chúng tôi, diện tích đất có tính kinh tế của dự án ở vào khoảng 119 ha (45% diện tích toàn dự án) và chi phí thuế, phí nộp nhà nước, giải phóng mặt bằng, san lấp nền của diện tích này vào khoảng 9505 tỷ đồng, tương đương 8 tr/m² đất thương phẩm.

Với mức giá vốn khá rẻ, chúng tôi thực hiện đánh giá RNAV dự án này theo hướng tiếp cận thu nhập tương lai và ghi nhận mức thặng dư đánh giá lại (NPV) là 8,684 tỷ đồng cho toàn dự án, sau khi trừ đi mức lỗ lũy kế 1700 tỷ VND, **giá trị của An Khánh JVC là 6984 tỷ VND**. Với giả định khoảng thời gian ghi nhận lợi nhuận tốt nhất của dự án là sau năm 2025. VCG cũng không ngoại trừ khả năng sẽ bán lại phần vốn tại công ty liên doanh Bắc An Khánh cho Sovico nếu được giá. Nếu có chuyển nhượng, VCG sẽ ghi nhận một khoản lãi đột biến khá lớn.

Dự án Cát Bà Amatina:

Dự án có tổng diện tích 172.38 ha nằm cách khu trung tâm du lịch của đảo Cát Bà 2km về phía tây. Dự án do công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển du lịch Vinaconex (VCR) làm chủ đầu tư, VCG nắm giữ 54%.

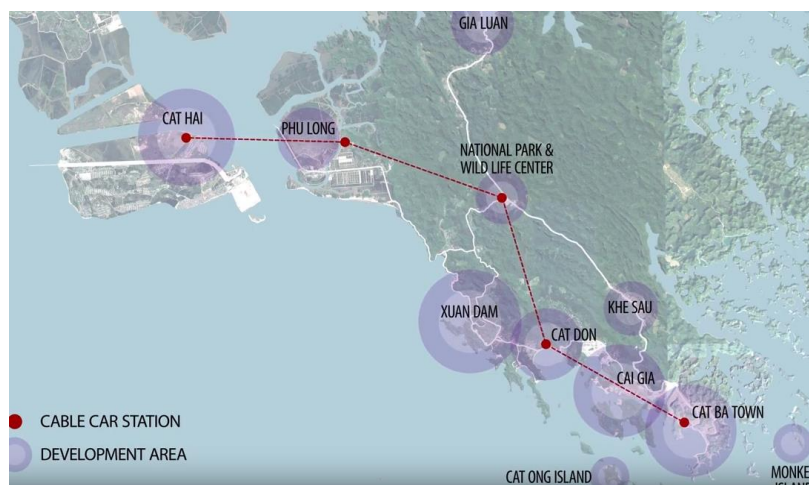


Quy hoạch dự án Cát Bà Amatina

Hoàn thành san lấp mặt bằng từ 2011, tuy nhiên do thiếu kinh phí và do tình hình ảm đạm của thị trường BĐS, dự án không được phát triển. Năm 2017, UBND TP. Hải Phòng đã có Công văn số 2452/UBND- ĐC3 yêu cầu đình chỉ dự

án. Tuy nhiên sau đó công văn đã được thu hồi và VCR tiếp tục đầu tư dự án. Đến hiện tại, VCR đã nộp hết tiền sử dụng đất cho thành phố, dự án mới chỉ thi công hạ tầng giao thông của góc phía Đông và VCR có khả năng sẽ điều chỉnh quy hoạch để bán đất nền dự án này.

Quy hoạch dự án Cát Bà của SunGroup đang góp phần làm tăng sức hấp dẫn của dự án: Tập đoàn SunGroup hiện tại đang trình thủ tướng phê duyệt đồ án 1/500 của khu tổ hợp nhiều dự án tại đảo Cát Bà bao gồm (1) tuyến cáp treo dài nhất Đông Nam Á, (2) Sân Golf Xuan Dam, (3) Công Viên SunWorld ở Cái Giá, (4) Chùa, (5) Bến thuyền và (6) Khu nghỉ dưỡng. Nếu dự án được phê duyệt đầu tư, dự án Amatina sẽ được hưởng chung tiện ích của toàn đảo.



Tuyến cáp treo SunGroup dự tính xây dựng

Sau khi thực hiện đánh giá lại dự án Cát Bà Amatina, chúng tôi ghi nhận khoản **thặng dư đánh giá lại (NPV) là 1017.69 tỷ đồng cho toàn dự án**. Cộng tổng giá trị thặng dư của các dự án đang triển khai, **VCSH của VCG tăng lên 3910.29 tỷ VNĐ** sau đánh giá.

Bảng: Giá trị gia tăng khi đánh giá lại các dự án BĐS

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	NPV LN tương lai (Tỷ VNĐ)	Phần của VCG
Vinata tower	100%	61.11	61.11
Behomia	100%	35.74	35.74
93 Láng Hạ	100%	265.01	264.75
Splendor	50%	6,984.00	3,492.00
VC2 - Golden heart	36%	140.54	50.59
Cát Bà Amatina	54%	1,017.69	545.08
Tổng giá trị tăng thêm sau đánh giá lại		7,426.14	3,910.29

MẢNG XÂY DỰNG

Bối cảnh thị trường xây dựng

Thị trường xây dựng đã có những thay đổi mạnh mẽ cả về tính chất và quy mô trong những năm vừa qua. Cơ cấu vốn xây dựng có sự chuyển dịch lớn từ nguồn vốn Nhà nước bao gồm vốn vay nước ngoài sang vốn của các tập đoàn quốc tế và tư nhân. Cạnh tranh giữa các nhà thầu không chỉ về giá cả, chất lượng mà còn về khả năng huy động vốn cũng như cách thức triển khai dự án theo hình thức BT, BOT, TPP...

Bức tranh về cạnh tranh trong lĩnh vực xây dựng đã định hình một cách rõ nét, chia thành các nhóm ở các phân khúc thị trường khác nhau.

Đối với các dự án công trình dân dụng và công nghiệp, các nhà thầu phân chia thành 3 nhóm theo thứ hạng bao gồm:

- Nhóm hạng 1: Bao gồm các doanh nghiệp nước ngoài của Nhật Bản, Hàn Quốc và các doanh nghiệp top đầu trong nước như Cotecons, Hòa Bình, Delta...Nhóm này cạnh tranh nhau về chất lượng, thời gian thi công.
- Nhóm hạng 2: Bao gồm các công ty xây dựng có vốn nhà nước như Tổng công ty CP Vinaconex, Tổng công ty XD Hà Nội, UDIC, các tổng công ty của Bộ Quốc Phòng... Nhóm này cạnh tranh các dự án có vốn nhà nước, các dự án có vốn tư nhân với quy mô tầm trung. Mức độ cạnh tranh về giá trong nhóm này cao.
- Nhóm hạng 3: Bao gồm các doanh nghiệp tư nhân vừa và nhỏ, là các công ty vệ tinh cho nhóm hạng 1 và hạng 2 ở trên. Mức độ cạnh tranh về giá trong nhóm này rất cao.

Đối với các dự án, công trình hạ tầng cầu đường các nhà thầu phân chia thành 3 nhóm theo thứ hạng bao gồm:

- Nhóm hạng 1: Bao gồm các doanh nghiệp xây dựng nước ngoài của Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc và doanh nghiệp top đầu trong nước với năng lực vốn, thiết bị và quản trị mạnh như Tổng công ty Xây dựng số 4, 6....
- Nhóm hạng 2: Bao gồm các tổng công ty xây dựng có vốn nhà nước hoặc đã thoái vốn nhà nước như Tổng công ty CP Vinaconex, các Tổng công ty của Bộ GTVT đã thoái vốn, các tổng công ty của Bộ Quốc Phòng...
- Nhóm hạng 3: Bao gồm các doanh nghiệp tư nhân vừa và nhỏ, là các công ty vệ tinh cho nhóm hạng 1 và hạng 2 ở trên. Mức độ cạnh tranh về giá trong nhóm này rất cao.

Doanh thu xây lắp của một số doanh nghiệp xây dựng như sau (đơn vị: tỷ đồng):

Công ty	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Ghi chú
CTD	6189	7633	13668	20782	27153	28560	Thi công công trình dân dụng, công nghiệp
HBC	3432	3518	5078	10766	16048	18299	Thi công công trình dân dụng, công nghiệp
VCG (Hợp nhất)	6460	5299	4936	5451	6023	5785	Thi công công trình dân dụng, công nghiệp và hạ tầng đô thị/Hạ tầng giao thông/ Thủy lợi, thủy điện

Mặc dù từng là doanh nghiệp đầu ngành lâu đời nhưng VCG đang mất dần lợi thế. Khác với những công ty xây dựng tư nhân trên thị trường hiện nay thường ứng dụng hệ thống ERP vào quản lý các dự án theo phương thức tập trung nguồn lực, VCG vẫn thực hiện quản lý theo mô hình mẹ con. Cơ cấu doanh thu của VCG không tập trung và không thể hiện điểm mạnh về bất cứ lĩnh vực xây dựng nào.

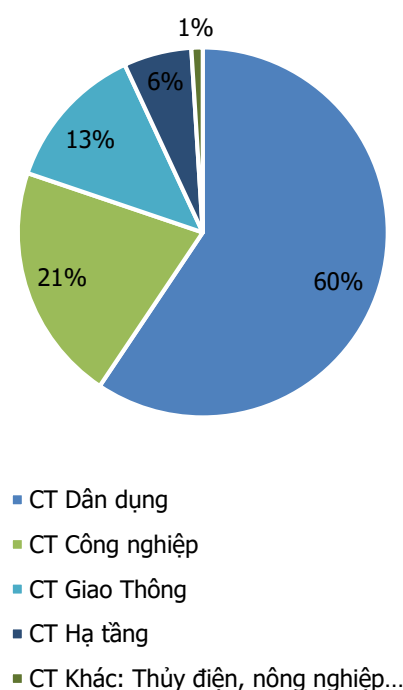
Tái cơ cấu sẽ giúp VCG hoạt động hiệu quả hơn trong mảng Xây Dựng:

Có thể thấy được những bất cập trong sơ đồ tổ chức công ty mẹ - con của VCG trong khâu đấu thầu và quản lý. Nếu có thể tái cơ cấu thành công thì chúng tôi cho rằng hiệu quả hoạt động của VCG sẽ tốt hơn rất nhiều so với trước. Theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo công ty, VCG sẽ cơ cấu lại mảng xây dựng theo 2 hướng:

- Về thương hiệu Vinaconex: hướng tới việc chỉ còn 1 thương hiệu duy nhất trên thị trường, hạn chế việc các công ty thành viên cạnh tranh lẫn nhau.
- Chuyển đổi mô hình sang quản lý tập trung: Tổng công ty sẽ trực tiếp quản lý thi công dự án, mua sắm tập trung. Mục tiêu là đưa biên lợi nhuận tăng lên mức 5 – 7%.

Dự báo mảng xây dựng:

Trong năm 2018, số lượng hợp đồng ký mới của VCG đạt 3905 tỷ đồng, thấp hơn so với doanh thu thực hiện trong năm 2018 là 5785 tỷ đồng, tuy nhiên số lượng dự án đang dở từ năm 2018 là khá nhiều. Theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp, nhiều khả năng doanh thu hợp nhất trong năm 2019 sẽ tăng nhẹ và đạt khoảng 6000 tỷ đồng. Trên quan điểm của chúng tôi, sẽ cần thêm thời gian quan sát để có thể đánh giá chính xác hơn về khả năng tác động của ban lãnh đạo mới tới tính hình hoạt động của mảng xây dựng.

Cơ cấu doanh thu xây dựng công ty mẹ năm 2018

KHOI MẢNG GIÁO DỤC, CHO THUÊ ĐẤT TRUNG TÂM THƯƠNG MẠI VÀ CHO THUÊ KHÁC

Năm 2018, khối giáo dục và cho thuê mang lại doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 266.7 và 58.05 tỷ cho tổng công ty theo ước tính của chúng tôi, tỷ suất lợi nhuận ròng của khối cao đạt khoảng 22%. Khối giáo dục và cho thuê dự kiến sẽ tiếp tục mang lại lợi nhuận và dòng tiền ổn định cho VCG trong các năm tiếp theo. Giá trị hợp lý của khối mảng này là 580 tỷ VND.

- Hệ thống trường học Lý Thái Tổ đóng góp 140.8 tỷ doanh thu năm 2018 bao gồm tổng cộng 4 trường. Trong đó có 2 trường mầm non, 1 trường tiểu học và 1 trường trung học phổ thông. Tổng diện tích 4 trường là 2.6ha với 300 cán bộ, 2500 học sinh bán trú.
- Mảng cho thuê dịch vụ và doanh thu khác đóng góp 125.98 tỷ VND doanh thu năm 2018, trong đó bao gồm hệ thống BĐS đầu tư và dịch vụ hạ tầng kỹ thuật tại Dự án khu công nghệ cao số 2 Hòa Lạc.

Tại dự án KCN CNC2 Hòa Lạc có tổng diện tích lên đến 277 ha: VCG đầu tư các hạng mục bao gồm hệ thống đường giao thông, cấp điện, cấp thoát nước, xử lý chất thải, thông tin liên lạc, kinh doanh hạ tầng kỹ thuật và thu phí sử dụng các dịch vụ này. Đến năm 2017, dự án đã giải phóng mặt bằng được 190.8/277 ha.

Danh sách một số BĐS đầu tư chính của VCG mẹ:

Số TT	Nhóm, loại tài sản cố định	Diện tích sàn (m2)
1	Toà nhà H2 Láng Hạ	2,043.00
2	Ki-ốt tầng 1 của khối 9 tòa chung cư Trung Hòa - Nhân Chính	5,432.80
3	Nhà Văn phòng 6 Khu Trung hoà Nhân chính	189.00
4	Nhà 47 Điện Biên Phủ, TP HCM	473.69
5	Tòa nhà Vinaconex 34 Láng Hạ	15,521.16
6	Khu nhà hàng, trung tâm tiệc cưới ở Trung Hòa - Nhân Chính (Quy hoạch cũ là TT dịch vụ thời trang cao cấp và hàng thủ công mỹ nghệ truyền thống - tòa nhà VNC)	3,467.50

Nguồn: CTS tổng hợp

ĐÁNH GIÁ LẠI CÁC CÔNG TY CON, CÔNG TY LIÊN KẾT

VCG nắm giữ lên đến 42 các công ty con, công ty liên kết và các công ty đầu tư tài chính trải rộng trên nhiều lĩnh vực khác nhau. Tổng giá trị vốn góp ban đầu của VCG tại các công ty này lên đến 3,346 tỷ VND. Trong giai đoạn tái cơ cấu của tập đoàn, VCG ghi nhận trích lập dự phòng 933 tỷ đồng cho các công ty con yếu kém. Tuy nhiên, ngoài những doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả thì cũng có khá nhiều doanh nghiệp tốt đáng quan tâm:

- ND2: Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển điện Miền Bắc 2 (UpCOM) sở hữu nhà máy điện Ngòi Phát với công suất 84MW (Sau khi dự án mở rộng công suất hoàn thành vào năm 2019). Nhà máy cho sản lượng điện đều đặn năm 2017 là 443 triệu kwh, năm 2018 là 418 triệu kwh. Lợi nhuận hàng năm hơn 600 tỷ VND.
- VCP: Tương tự như ND2, VCP sở hữu 3 nhà máy thủy điện bao gồm: nhà máy thủy điện Cửa Đạt (97MW), nhà máy thủy điện Bái Thượng (6MW) và nhà máy thủy điện Xuân Minh (15MW). Sản lượng điện trung bình hàng năm vào khoảng 521 triệu kwh. Lợi nhuận năm 2018 đạt 237 tỷ VND, tăng 80.9% so với năm 2017 do lượng nước mưa đổ về nhiều hơn mức trung bình các năm trước.
- VAV – Viwaco: Doanh nghiệp hoạt động cấp nước tại Quận Thanh Xuân, Nam Từ Liêm, Cầu Giấy, một phần quận Hoàng Mai và huyện Thanh Trì, Công suất cấp nước của VAV vào khoảng 180,000 m3/ngày đêm. Lợi nhuận hàng năm đạt khoảng 80 tỷ VND
- Một số công ty con, liên kết khác nắm giữ các dự án BĐS như: VCR (Cát Bà Amatina), An Khánh JVC (Splendora), Vinaconex Invest (93 Láng Hạ, Bohemia)

Bảng: đánh giá lại giá trị các công ty con, công ty liên kết

Mã CK	Tên công ty, đơn vị góp vốn	Vốn góp của VCG mẹ	Tỷ lệ sở hữu %	Trích lập dự phòng	Giá trị ghi BCTC 2018	Tính hình SXKD 2018	Giá trị phân của VCG theo vốn hóa trường	Giá trị sau đánh giá lại (Phần nắm giữ của VCG)	Tăng/Giảm so với giá trị ghi sổ	Phương pháp đánh giá	Ghi chú
	CÔNG TY CON	1,785		146	1,639			3,242	1,629		
VC1	Cty CP Xây dựng số 1	63.63	55.1%	-	63.63	Lãi	103.21	79.98	16.35	Multiple	
	Cty CP Xây dựng số 4	3.50	100.0%	3.50	-	Đã dùng HĐ		-	-	Book Value	
	Cty CP Xây dựng số 16	8.57	51.9%	8.57	-	Lỗ		-	-	Book Value	
	Cty CP Xây dựng số 17	14.40	82.1%	-	14.40	Lãi		14.42	-	Book Value	Đơn vị sở hữu 3.506 m2 tại 442 Lê Hồng Phong – Nha Trang, đầu tư nhà kho trên khu đất 6.080 m2 tại Hòn Dung – Nha Trang
VCC	Cty CP Vinaconex 25	65.71	51.0%	-	65.71	Lãi	67.32	65.7	-	Multiple	VCC là chủ đầu tư các dự án Khu đô thị mới Thiên Ân (19 ha), khu dân cư Ngân Cầu (32,7 ha), dự án Việt khớp nối Đông Á (2,3ha)
	Cty CP Vinaconex 27	10.20	57.3%	8.64	1.56	Lỗ		-	(1.56)	Book Value	
VMC	Cty CP VIMECO	126.15	51.4%	-	126.15	Lãi	146.00	126.15	-	Book Value	

VAV	Cty CP Viwaco	42.88	51.0%	-	42.88	Lãi	334.56	394.06	351.18	Multiple	
	Cty CP Vinaconex Dung Quất	23.50	95.5%	-	23.50	Lãi		23.50	-	Book Value	
ND2	Cty CP Đầu tư và Phát triển Điện Miền Bắc 2	366.14	73.2%	-	366.14	Lãi	787.19	769.85	403.71	Multiple	
	Cty CP Đầu tư và Dịch vụ đô thị Việt Nam (vinasino)	4.77	75.0%	-	4.77	Lãi		4.77	-	Book Value	
VHD	Cty CP ĐTPPT Nhà và Đô thị Vinaconex (vinaHud)	23.50	70.0%	-	23.50	Lãi	39.20	23.50	-	Book Value	
	Cty CP Phát triển Thương mại Vinaconex (VCTD)	110.00	55.0%	0.35	109.65	Lãi		109.65	-	Book Value	
VCR	Cty CP Đầu tư và Phát triển du lịch Vinaconex (ITC)	192.80	53.6%	52.84	139.96	Lỗ	594.50	697.71	557.75	RNAV	VCR là chủ đầu tư dự án Cát Bà Amatina
VCT	Cty CP Tư vấn Vinaconex (Vinaconsult)	6.80	51.0%	6.80	-	Lỗ	2.81	-	-	Book Value	
	Cty CP Vinaconex Sài Gòn	51.59	76.3%	26.68	24.91	Lỗ		24.91	-	Book Value	
	Cty CP Xây dựng và Xuất nhập khẩu Quyết Thắng	6.16	56.9%	6.16	-	Tạm dừng HĐ		-	-	Book Value	
	Công ty CP Vinaconex Đà Nẵng	8.31	73.6%	7.65	0.66	Lỗ		-	(0.66)	Book Value	
	Cty CP Siêu thị và xuất nhập khẩu thương mại Việt Nam	8.44	51.0%	2.44	6.00	Lãi		0.46	(5.54)	Book Value	
VCV	Cty CP Vận tải Vinaconex	22.67	59.1%	22.67	-	Lỗ	7.81	-	-	Book Value	
	Công ty TNHH Vinaconex CM	200.00	100.0%	-	200.00	Lãi		200.00	-	Book Value	
	Công ty TNHH Vinaconex Invest	400.00	100.0%	-	400.00	Lãi		700.49	300.49	RNAV	Đơn vị làm chủ đầu tư 2 dự án 93 Láng Hạ và Bohemia
	CÔNG TY LIÊN DOANH - LIÊN KẾT	1,401		737	664			4,546	3,881		
VC2	Cty CP Xây dựng số 2	67.15	36.0%	-	67.15	Lãi	98.64	118.00	50.86	Multiple, RNAV	Đơn vị còn lợi thế từ dự án BĐS Kim Văn – Kim Lũ
VC9	Cty CP Xây dựng số 9	55.71	36.0%	-	55.71	Lãi	49.26	56.39	0.69	Multiple	
V12	Cty CP Xây dựng số 12	23.50	36.0%	-	23.50	Lãi	28.07	23.56	0.06	Multiple	
V11	Cty CP Xây dựng số 11	40.83	30.4%	40.83	-	Lỗ	0.77	-	-	Book Value	
VCP	Cty CP ĐTXD và Phát triển Năng Lượng Vinaconex	137.53	28.0%	-	137.53	Lãi	598.80	377.88	240.35	Multiple	
VCM	Cty CP Nhân lực và Thương mại Vinaconex	13.26	44.2%	-	13.26	Lãi	31.56	13.26	-	Book Value	
	Cty Liên doanh TNHH Phát triển Đô thị mới An Khánh	340.27	50.0%	340.27	-	Lỗ		3,492.02	3,492.02	RNAV	Đánh giá NPV dự án Bắc An Khánh trừ đi phần lỗ lũy kế
	Cty CP Xi măng Cẩm Phả	600.00	30.0%	350.44	249.56	Lãi		347.55	97.99	Multiple	
	Cty CP Đầu tư BOT Hà Nội-Bắc Giang	104.23	21.0%	-	104.23	Lãi		104.23	-	Book Value	
	Cty CP Ống sợi thủy tinh Vinaconex	13.18	35.4%	-	13.18	Lãi		10.62	(2.57)	Book Value	
	Cty CP VIPACO	5.31	21.3%	5.31	-	Lỗ		-	-	Book Value	
	ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH KHÁC (dưới 20%)	154		50	105			105	-		
	TCT CP PT Hạ tầng & DT tài chính VN (VIDIFI)	40.00	1.1%	40.00	-			-	-	Book Value	
EIC	Cty CP EVN Quốc Tế (EVNI)	24.00	6.5%	-	24.00		29.76	24.00	-	Book Value	
QTP	Cty CP Nhiệt Điện Quảng Ninh	52.47	1.2%	-	52.47		54.57	52.47	-	Book Value	
SEB	Cty CP Đầu tư và Phát triển điện Bắc Miền Trung	3.45	3.9%	-	3.45		40.87	3.45	-	Book Value	
	Cty TNHH Vina - Sanwa	25.01	12.4%	0.57	24.43			24.43	-	Book Value	
	Cty CP Đầu tư và Thương mại Vinaconex	0.10	5.0%	-	0.10			0.10	-	Book Value	
	Cty CP Vinaconex Xuân Mai Đà Nẵng	9.50	19.0%	9.50	-			-	-	Book Value	
V21	Cty CP Xây dựng số 21	0.36	0.3%	-	0.36		0.53	0.36	-	Book Value	
	TỔNG CỘNG	3,346		933	2,408			7,893	5,511		

Đơn vị: Tỷ VND, Nguồn: CTS research

RỦI RO

Rủi ro về tính chu kỳ của ngành BĐS và Xây dựng: Với việc NHNN đưa ra một số chính sách điều chỉnh nhằm ngăn chặn sự sốt nóng của thị trường BĐS từ cả phía người mua và người bán, chúng tôi cho rằng giai đoạn 2 – 3 năm tới, nhu cầu xây dựng sẽ không tăng trưởng hoặc tăng trưởng thấp.

Rủi ro về thời gian thu hồi vốn: 2 dự án trọng điểm của VCG là Splendor Bắc An Khánh, Cát Bà Amatina đều đang có những điểm vướng mắc và chưa trong giai đoạn hái quả ngọt. Chúng tôi cho rằng sẽ phải mất từ 10 – 20 năm để giá trị từ các dự án này phản ánh vào lợi nhuận của doanh nghiệp.

Rủi ro về nhân sự trong mảng Xây dựng: Ngành xây dựng với đặc thù đòn bẩy cao cộng với tình hình cạnh tranh tăng cao đòi hỏi việc quản trị và chất lượng nhân sự phải rất tốt mới có thể phát triển khỏe mạnh. Ban lãnh đạo mới tiếp nhận công ty trong bối cảnh VCG đang thực hiện tái cơ cấu khối xây dựng có thể lại càng khiến cho tình hình nhân sự biến động mạnh hơn. Nếu như không giữ chân được các nhân sự giỏi và không tổ chức tốt bộ máy sau tái cơ cấu thì hiệu quả hoạt động của mảng xây dựng có thể giảm hơn nữa.

Rủi ro về khả năng đấu thầu các dự án xây dựng công: Theo chúng tôi ước tính, có đến 30 – 40% doanh thu mảng xây dựng đến từ các công trình công và các công trình của họ Viettel, nay khi không còn thuộc sở hữu nhà nước thì có thể những ưu tiên trong đấu thầu xây dựng sẽ không còn như trước.

QUAN ĐIỂM ĐÁNH GIÁ

Theo phương pháp định giá từng phần, giá thị hợp lý của VCG là 12,722.82 Tỷ VND tương đương mức P/B là 2.0 lần và giá cổ phiếu hợp lý ở mức **28,804 VND/Cổ phiếu** (Upside 8.7% so với mức giá 26,500 VND/Cp ngày 02/07/2019). Dựa trên cơ sở kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với mã cổ phiếu VCG.

	Giá gốc	Đánh giá lại	Chênh lệch	Ghi chú
Tiền và tương đương tiền	680.62	680.62	-	
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,160.00	1,160.00		<i>Tiền gửi có kỳ hạn tại ngân hàng</i>
Đầu tư tài chính dài hạn (Công ty con, công ty liên kết)	2,407.18	7,893.78	5,486.60	
Giá trị mảng Xây dựng công ty mẹ	(264.33)	198.49	462.83	
Giá trị mảng BĐS công ty mẹ	888.41	949.53	61.11	
Giá trị mảng giáo dục, cho thuê công ty mẹ	209.08	580.47	371.39	
Tài sản phân bổ cho nhóm khác	1,301.49	1,301.49	-	<i>Chủ yếu là khoản cho vay xi măng cầm phá bằng USD, lãi suất 1.5%/năm đáo hạn 2021</i>
(Trừ) nợ khác không phân bổ vào các mảng trên	(37.11)	(37.11)	-	
Tổng	6,345.35	12,722.82	6,377.48	

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANK SECURITIES

Hệ thống khuyến nghị của VietinBankSc được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3– 5%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2019 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.