

## Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam

(HOSE: VCG)

## Cập nhật KQKD 1H24

Unrated

(Báo cáo cập nhật)

Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Trần Duy Lam, lam.td@miraeeasset.com.vn

## Kết quả kinh doanh 1H24

CTCP Xây dựng và Xuất nhập khẩu Việt Nam (VCG) báo cáo doanh thu 6T24 đạt 5.463 tỷ đồng (-16,4% YoY), do hai mảng Xây dựng và Bất động sản đều báo cáo mức giảm lần lượt là 9,3% và 55,1%. Mặc dù doanh thu giảm nhưng lợi nhuận gộp vẫn tăng đáng kể lên 1.072 tỷ đồng (+32% YoY), nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng Bất động sản tăng từ 30,6% lên 76,5% (YoY). Ngoài ra, công ty đã giải quyết được một lượng nợ đáng kể trong nửa đầu năm 2024, nhờ đó giảm đáng kể chi phí lãi vay so với năm ngoái và tăng thu nhập ròng. Qua đó, LNST tăng đáng kể lên 618 tỷ đồng từ mức 128 tỷ đồng (+353% YoY)

**Phân khúc xây dựng:** Phân khúc này vẫn là động lực tăng trưởng chính của công ty, chiếm 66% doanh thu. Tăng trưởng doanh thu giảm xuống còn 3.622 tỷ đồng (-9,3% YoY), mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 3,4% từ 1,5% (YoY). Đáng chú ý nhất là vào tháng 8, liên danh gồm 6 thành viên – trong đó có VCG – đã trúng gói thầu số 4,7, trị giá khoảng 6.300 tỷ đồng của Sân bay Quốc tế Long Thành, một trong những dự án trọng điểm của quốc gia.

**Phân khúc bất động sản:** Mặc dù doanh thu sụt giảm (-55% YoY), lợi nhuận gộp bất ngờ tăng vọt lên 552 tỷ đồng (+12% YoY), với tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 76% (từ 31% YoY). Mặc dù lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp tăng ấn tượng nhưng công ty không công bố thông tin chi tiết liên quan các giao dịch này.

## Triển vọng FY24 &amp; Định giá

Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu hợp nhất lên 11.495 tỷ đồng (từ 12.417 tỷ đồng YoY), LNST của công ty mẹ lên 769 tỷ đồng (từ 197 tỷ đồng) và EPS lên 1.439 đồng (từ 368 đồng). Thu nhập điều chỉnh cao hơn nhiều so với số liệu trước đó, phần lớn là nhờ thu nhập tăng từ lợi nhuận gộp từ phân khúc Bất động sản, mà chúng tôi coi là thu nhập bất thường. Mặc dù gánh nặng nợ của công ty đã giảm bớt phần nào nhưng bảng cân đối kế toán của công ty vẫn bị trì trệ bởi phân khúc bất động sản. Hơn nữa, các chất xúc tác tích cực đang giảm dần và chúng tôi thấy chúng ít hơn trong ngắn hạn.

## Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (17/9/2024, đồng)	26,250	Vốn hóa (tỷ đồng)	11,254
LNST (2023E, tỷ đồng)	769	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	599
Kỳ vọng thị trường (2024E, tỷ đồng)	1,954	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	53.2
Tăng trưởng EPS (2024E, %)	91.3	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	9.6
P/E (2024E, x)	11.2	Beta (12M)	1.5
P/E thị trường (2024, x)	14.8	Cao nhất 52 tuần (đồng)	16,400
Vn-Index	1,259	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	25,179

## Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-1.3	-17.6	-21.1
Tương đối	-1.8	-16.2	-25.0

## Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2021H	2022H	2023H	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	5,749	8,453	12,704	11,495	12,096	13,182
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	829	917	1,181	1,682	964	1,004
Biên lợi nhuận gộp (%)	14,4%	10,8%	9,3%	14,6%	7,8%	7,5%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	394	782	404	769	273	269
EPS (VND/CP)	950	1,607	752	1,439	511	503
ROE (%)	7,1%	10,7%	3,3%	8,5%	2,7%	2,6%
P/E (x)	59,3x	10,7x	21,5x	11,2x	33,8x	33,9x
P/B (x)	3,4x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES &amp; DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

## Kết quả kinh doanh 1H24

CTCP Xây dựng và Xuất nhập khẩu Việt Nam (VCG) báo cáo doanh thu 6T24 đạt 5.463 tỷ đồng (-16,4% YoY), do hai mảng Xây dựng và Bất động sản đều báo cáo mức giảm lần lượt là 9,3% và 55,1%. Mặc dù doanh thu giảm nhưng lợi nhuận gộp vẫn tăng đáng kể lên 1.072 tỷ đồng (+32% YoY), nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng Bất động sản tăng từ 30,6% lên 76,5% (YoY). Ngoài ra, công ty đã giải quyết được một lượng nợ đáng kể trong nửa đầu năm 2024, nhờ đó giảm đáng kể chi phí lãi vay so với năm ngoái và tăng thu nhập ròng. Qua đó, LNST tăng đáng kể lên 618 tỷ đồng từ mức 128 tỷ đồng (+353% YoY)

### Phân khúc xây dựng

Phân khúc này vẫn là động lực tăng trưởng chính của công ty, chiếm 66% doanh thu. Tăng trưởng doanh thu giảm xuống còn 3.622 tỷ đồng (-9,3% YoY), mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 3,4% từ 1,5% (YoY). Đáng chú ý nhất là vào tháng 8, liên danh gồm 6 thành viên – trong đó có VCG – đã trúng gói thầu số 4,7, trị giá khoảng 6.300 tỷ đồng của Sân bay Quốc tế Long Thành, một trong những dự án trọng điểm của quốc gia.

### Phân khúc bất động sản

Mặc dù doanh thu sụt giảm (-55% YoY), lợi nhuận gộp bất ngờ tăng vọt lên 552 tỷ đồng (+12% YoY), với tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 76% (từ 31% YoY). Mặc dù lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp tăng ấn tượng nhưng công ty không công bố thông tin chi tiết liên quan các giao dịch này.

---

## Triển vọng FY24 & Định giá

### Triển vọng

Sau kết quả thu nhập nửa đầu năm 2024, chúng tôi điều chỉnh lại dự báo tăng trưởng cho từng phân khúc như sau:

- **Xây dựng:** Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng doanh thu xuống 1%–2% so với ước tính trước đó là 20%, do mức tăng trưởng thấp hơn dự kiến. Mặt khác, chúng tôi đã tăng ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp từ 2% lên 3% do sự cải thiện trong 6T24.
- **Bất động sản:** Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu lên khoảng 900 tỷ đồng đến 950 tỷ đồng trong năm 2024 do báo cáo tăng thêm 200 tỷ đồng đến 300 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2024.
- **Các mảng khác (Giáo dục, Sản xuất và Dịch vụ: Thủy điện & Cấp nước):** Chúng tôi giữ nguyên dự báo trước đó

### Định giá

- Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu hợp nhất lên 11.495 tỷ đồng (từ 12.417 tỷ đồng YoY), LNST của công ty mẹ lên 769 tỷ đồng (từ 197 tỷ đồng) và EPS lên 1.439 đồng (từ 368 đồng).
- Thu nhập điều chỉnh cao hơn nhiều so với số liệu trước đó, phần lớn là nhờ thu nhập tăng từ lợi nhuận gộp từ phân khúc Bất động sản, mà chúng tôi coi là thu nhập bất thường.
- Mặc dù gánh nặng nợ của công ty đã giảm bớt phần nào nhưng bảng cân đối kế toán của công ty vẫn bị trì trệ bởi phân khúc bất động sản. Hơn nữa, các chất xúc tác tích cực đang giảm dần và chúng tôi thấy chúng ít hơn trong ngắn hạn.

## Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (HOSE: VCG)

### Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2023H	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	12,704	11,495	12,096	13,182
Giá vốn hàng bán	11,523	9,813	11,132	12,178
Lợi nhuận gộp	1,181	1,682	964	1,004
Lãi từ HĐTC	351	461	468	475
Chi phí tài chính	854	667	668	688
SG&A	14	345	363	395
Lợi nhuận hoạt động	552	1,131	401	395
Thu nhập từ công ty LDKL	4	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	556	1,131	401	395
Thuế TNDN	160	226	80	79
Lợi nhuận sau thuế	396	905	321	316
Cổ đông thiểu số	(7)	136	48	47
Cổ đông công ty mẹ	404	769	273	269
EBITDA	1,397	1,632	906	913
EBITDA Margin (%)	9.6%	29.4%	1.9%	3.5%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	4.3%	9.8%	3.1%	2.9%
Biên lợi nhuận ròng (%)	3.1%	7.9%	2.5%	2.3%

### Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2023H	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	18,681	18,740	19,646	20,601
Tiền và tương đương tiền + ĐTTC NH	4,157	4,907	4,963	5,018
Phải thu khách hàng	2,483	2,519	2,646	2,874
Ứng trước người bán	2,444	4,094	4,300	4,671
Khoản phải thu ngắn hạn khác	2,730	2,519	2,646	2,874
Dự phòng	(586)	(705)	(662)	(719)
Hàng tồn kho	6,888	4,839	5,186	5,317
Tài sản dài hạn	12,014	12,369	12,814	13,259
Tài sản cố định	3,862	4,017	4,262	4,507
Bất động sản đầu tư	240	240	240	240
TSDDDH	6,652	6,852	7,052	7,252
Đầu tư dài hạn	940	940	940	940
Phải trả người bán	2,240	2,957	3,356	3,656
Ứng trước từ khách hàng	3,619	2,284	2,592	2,824
Thuế, CP nhân viên & Chi phí khác	1,267	1,734	1,967	2,143
Phải trả ngắn hạn khác	1,160	807	915	997
Tổng nợ vay	11,099	11,112	11,114	11,425
Phải trả dài hạn khác	1,069	1,069	1,069	1,069
Vốn chủ sở hữu	10,241	11,146	11,446	11,747
Vốn điều lệ	5,345	5,986	5,986	5,986
Quỹ đầu tư phát triển	188	188	188	188
Lợi nhuận giữ lại	1,583	1,710	1,966	2,221
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,989	3,125	3,170	3,215
Tổng nguồn vốn/Tổng tài sản	30,694	31,108	32,459	33,860

### Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2023H	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận trước thuế	556	1,131	401	395
Khấu hao	338	295	305	305
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	(241)	(461)	(466)	(471)
Chi phí lãi vay	843	667	667	685
LN từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	1,041	1,632	882	895
Tăng/giảm khoản phải thu	2,490	(1,358)	(504)	(769)
Tăng/giảm hàng tồn kho	165	2,048	(347)	(131)
Tăng/giảm khoản phải trả	937	(504)	1,048	789
Lãi vay đã trả	(806)	(667)	(667)	(685)
Thuế TNDH đã trả	(174)	(226)	(75)	(75)
Tiền chi khác cho HĐKD	(4)	-	-	-
Lưu chuyển thuần từ HĐKD	3,648	926	337	23
Đầu tư TSCĐ	(686)	(450)	(550)	(550)
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	158	(200)	(200)	(200)
Lãi vay/cổ tức được nhận	300	461	466	471
Lưu chuyển thuần từ HĐĐT	(168)	(189)	(284)	(279)
Phát hành cổ phiếu	39	-	-	-
Nhận/Trả nợ vay	(2,428)	13	2	311
Cổ tức đã trả	(96)	-	-	-
Lưu chuyển thuần từ HĐTC	(2,521)	13	2	311
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	960	750	56	55
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,710	2,670	3,420	3,475
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,670	3,420	3,475	3,531

### Các chỉ số định giá/dự phóng (tóm tắt)

	2023H	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	21.5x	11.2x	33.8x	33.9x
P/B (x)	1.2x	1.2x	1.2x	1.1x
P/CF (x)	2.5x	8.8x	23.4x	83.6x
EPS (VND/share)	752	1,439	511	503
BVPS (VND/share)	13,569	13,400	13,827	14,253
CFPS (VND/share)	6,533	1,840	691	193
DPS (VND/share)	-	-	-	-
Tỷ lệ cổ tức	-	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	50.3%	-9.5%	5.0%	8.6%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-177.5%	176.6%	-93.2%	99.6%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	28.8%	42.4%	-44.2%	4.7%
Tăng trưởng EPS	-53.2%	91.3%	-66.8%	-0.1%
Số ngày bình quân khoản phải thu	130	130	130	130
Số ngày bình quân khoản phải trả	80	80	80	80
Số ngày bình quân hàng tồn kho	210	180	170	160
ROE (%)	3.9%	8.5%	2.7%	2.6%
ROA (%)	1.3%	2.9%	0.9%	0.9%
ROIC (%)	1.8%	4.2%	1.3%	1.3%
Nợ vay/Tổng Tài sản (%)	36%	36%	34%	34%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	108%	100%	97%	97%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.2x	2.0x	0.9x	0.9x
Tỷ lệ khả năng trả nợ (x)	0.1x	0.2x	0.1x	0.1x

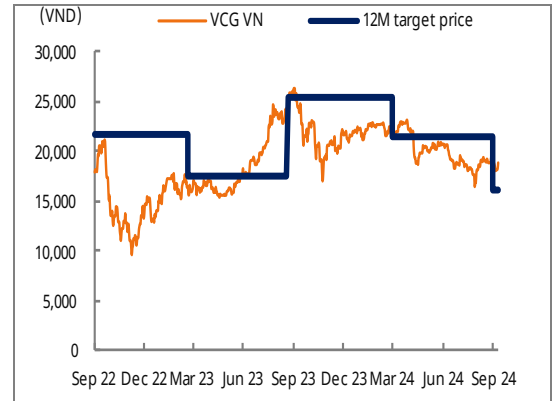
Nguồn: BCTC Công ty. Mirae Asset Vietnam Research

## Appendix 1

### Important disclosures and disclaimers

#### Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)	18/9/2024	Unrated	NA
Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)	28/02/2024	Năm giữ	24.000VND
Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)	13/10/2023	Tăng tỷ trọng	28.494VND
Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)	21/02/2023	Năm giữ	21.700VND



#### Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

#### Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

\* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

\* Outside of the official ratings of Mirae Asset Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

\* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

\* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

#### Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

#### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC(MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

## Mirae Asset Securities International Network

### Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

### Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

### Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

### Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336