

Ngành Xây dựng

Báo cáo cập nhật Q2/2016

26 tháng 05, 2015

 Khuyến nghị **OUTPERFORM**

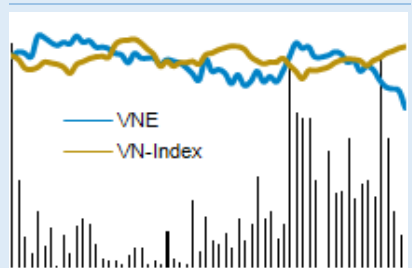
 Giá kỳ vọng (VND) **12.174**

Giá thị trường (25/5/2016) 9.000

Lợi nhuận kỳ vọng 35,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sân giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	8.800 - 13.110
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	724
SL cổ phiếu lưu hành	80.758.585
KLGD bình quân 10 ngày	323.299
% sở hữu nước ngoài	19,8%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	NA
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	NA
Beta	0,61

BIẾN ĐỘNG GIÁ


	YTD	1T	3T	6T
VNE	-21,4%	-17,8%	-29,6%	-17,8%
VN-Index	5,2%	5,0%	11,1%	0,0%

Chuyên viên phân tích

Dương Đức Hiếu

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

Tổng Công ty Cổ phần Xây dựng điện Việt Nam

Mã giao dịch: VNE

Reuters: VNE.HM

Bloomberg: VNE VN

Lỗ Q1 chỉ là tạm thời, khối lượng công việc chuyển sang từ 2015 đảm bảo 90% kế hoạch doanh thu 2016

Lỗ quý 1 chỉ là tạm thời, doanh thu và lợi nhuận sẽ tập trung trong các quý còn lại của năm. Trong quý 1/2016, VNE đạt doanh thu 175 tỷ, xấp xỉ cùng kỳ, tuy nhiên công ty lỗ sau thuế hơn 15 tỷ, so với cùng kỳ lãi hơn 18 tỷ. Nguyên nhân là do trong quý 1 công ty gặp một số vướng mắc về giải phóng mặt bằng để triển khai các công trình dẫn tới số lượng công trình hoàn thành các thủ tục thanh, quyết toán thấp hơn cùng kỳ. Trong quý 2, VNE sẽ tích cực đẩy mạnh triển khai giải phóng mặt bằng và triển khai thi công, đảm bảo tiến độ các công trình. Dự báo doanh thu và lợi nhuận sẽ tập trung ghi nhận vào quý 3 và quý 4.

Khối lượng công trình chuyển sang từ 2015 đảm bảo 90% kế hoạch doanh thu xây lắp 2016. Năm 2016, VNE đặt kế hoạch doanh thu xây lắp 780 tỷ, trong đó sản lượng từ 2015 chuyển sang đạt 700 tỷ, bao gồm các dự án đường dây 500 Kv như Long Phú – Sóc Trăng, Long Phú – Ô Môn, Sông Mây – Tân Uyên, đường dây 220 kV Cầu Bông – Hóc Môn – rẽ Bình Tân, Phan Thiết – Phú Mỹ 2, Xekaman 1 – Pleiku 2, đường dây 500/220kV Hiệp Hòa – Đông Anh – Bắc Ninh 2, trạm biến áp 500kV Tân Uyên, TBA 220 kV Long Xuyên 2... Với sản lượng chuyển sang từ 2015 chiếm tới 90% kế hoạch doanh thu, triển vọng hoàn thành kế hoạch 2016 là khả quan.

Bắt động sản, việc hợp tác với Đất Xanh miền Trung tại dự án Mỹ Thượng giúp cho doanh thu 2016 tăng mạnh. Dự án có quy mô 998 lô đất ở, tổng diện tích 124.632 m². Vào tháng 4/2016, VNE đã ký hợp đồng phân phối với Đất Xanh Miền Trung, theo đó, Đất Xanh sẽ cam kết phân phối 594 lô đất nền tương ứng tổng diện tích 68.395 m² trong 15 tháng, với giá bán 3,6 triệu/m². Theo hợp đồng trên, trong năm 2016, VNE có thể ghi nhận khoảng 103 tỷ doanh thu và 20 tỷ lợi nhuận gộp.

Dự báo 2016. BVSC dự báo trong năm 2016, VNE có thể đạt khoảng 1.130 doanh thu thuần, +8% yoy và 85 tỷ LNST, -12% yoy, với giả định không còn các khoản doanh thu đột biến từ công nợ khó đòi. Doanh thu từ xây lắp dự kiến tăng nhẹ 2% so với 2015. Ngoài ra, việc hợp tác với Đất Xanh trong hoạt động phân phối dự án Mỹ Thượng dự báo sẽ giúp doanh thu mảng BĐS tăng trưởng mạnh trong năm 2016.

Khuyến nghị đầu tư. Thị giá của VNE giảm mạnh trong khoảng 1 tháng gần đây phản ánh sự sụt giảm của KQKD quý 1/2016. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây chỉ là yếu tố mang tính tạm thời. Kế hoạch năm 2016 vẫn có khả năng hoàn thành nhờ những công trình từ 2015 chuyển sang và đóng góp thêm của dự án Mỹ Thượng. EPS 2016 dự kiến đạt khoảng 1.028 đồng/CP, tương ứng PE forward 2016 khoảng 8,76x (chưa xét đến các khoản lãi/lỗ khác từ tái cơ cấu công ty con hoặc thu hồi công nợ). Với định giá 12.174 đồng/CP, cao hơn 35,3% so với giá thị trường, BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu VNE. Do điểm rơi doanh thu lợi nhuận của VNE trong năm nay sẽ vào các quý cuối năm, nhà đầu tư được khuyến nghị tích lũy cổ phiếu VNE ở mức giá thấp khi thị trường điều chỉnh, với thời gian đầu tư khoảng 9 -12 tháng.

Báo cáo cập nhật Q2/2016
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	11,6%
Sở hữu khác	88,4%

CỔ ĐÔNG LỚN

CTCP Khải Toàn	17,6%
CTCP Bảo Phước	12,5%
VCBS	7,7%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu	873	1.035	1.044	1.130	1.264
Giá vốn	-687	-722	-875	-961	-1.074
Lợi nhuận gộp	185	313	168	168	190
Doanh thu tài chính	19	17	36	33	21
Chi phí tài chính	-76	-75	-34	-33	-33
Lợi nhuận sau thuế	18	89	97	85	87

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016F	2017F
Tiền & khoản tương đương tiền	99	242	110	76	177
Các khoản phải thu ngắn hạn	746	568	755	820	918
Hàng tồn kho	106	81	63	70	78
Tài sản cố định hữu hình	901	441	536	470	355
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	32	69	67	69	71
Tổng tài sản	1.979	1.617	1.871	1.859	1.977
Nợ ngắn hạn	1.099	580	845	817	917
Nợ dài hạn	144	229	6	6	6
Vốn chủ sở hữu	686	762	976	991	1.009
Tổng nguồn vốn	1.979	1.617	1.871	1.859	1.977

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016F	2017F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	37%	19%	1%	8%	12%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	2954%	514%	8%	-12%	3%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	21%	30%	16%	15%	15%
Lợi nhuận thuần biên (%)	2%	9%	10%	8%	7%
ROA (%)	1%	5%	6%	5%	5%
ROE (%)	2%	13%	12%	9%	9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	31%	28%	23%	22%	23%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	90%	59%	45%	40%	44%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	285	1.438	1.327	1.028	1.051
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	10.768	11.953	11.852	12.035	12.247

Lỗ Q1/2016 chỉ là tạm thời do công ty gặp một số vướng mắc về giải phóng mặt bằng dẫn tới số lượng công trình quyết toán thấp

Trong quý 1/2016, VNE đạt doanh thu 175 tỷ, xấp xỉ cùng kỳ, tuy nhiên công ty lỗ sau thuế hơn 15 tỷ, so với cùng kỳ lãi hơn 18 tỷ. Nguyên nhân thua lỗ do hoạt động chính xây dựng điện giảm mạnh cả về doanh thu (-63%) và biên gộp (-50%) dẫn tới lợi nhuận gộp chỉ còn 6,8 tỷ so với 36,8 tỷ cùng kỳ. Ngoài ra, trong Q1/2016, công ty con Mê Ca VNECO đã bán dự án 233 Bến Bình Đông tại Tp.HCM với giá trị 92,5 tỷ và ghi nhận lỗ khoảng 5,4 tỷ.

Nguyên nhân hoạt động xây dựng điện sụt giảm về doanh thu lợi nhuận là do trong quý 1 công ty gặp một số vướng mắc về giải phóng mặt bằng để triển khai các công trình dẫn tới số lượng công trình hoàn thành các thủ tục thanh toán, quyết toán thấp hơn cùng kỳ.

Trong quý 2, VNE sẽ tích cực đẩy mạnh triển khai giải phóng mặt bằng và triển khai thi công, đảm bảo tiến độ các công trình. Do vậy, doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động xây lắp sẽ tập trung ghi nhận vào quý 3 và quý 4.

Khối lượng công trình chuyển sang từ 2015 đảm bảo 90% kế hoạch doanh thu xây lắp 2016

Thị trường xây lắp hệ thống truyền tải điện cao thế hiện do bốn doanh nghiệp bao gồm PCC1, VNE, PCC2 và PCC4 nắm trên 95% thị phần. Vị thế này sẽ vẫn được duy trì trong nhiều năm tới do đặc thù ngành.

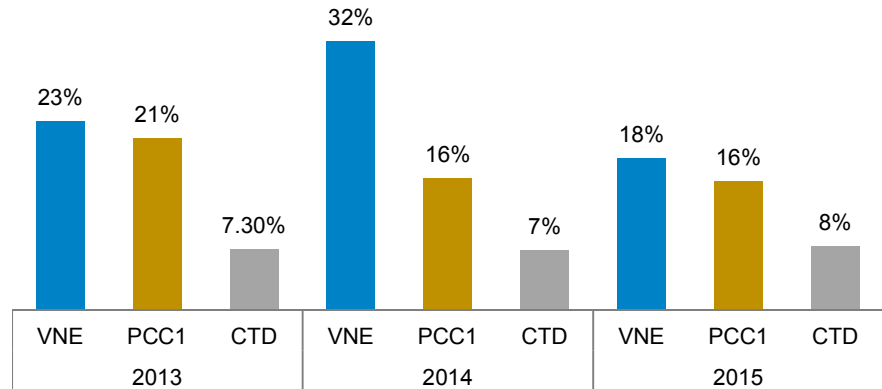
Năm 2016, VNE đặt kế hoạch doanh thu xây lắp khoảng 780 tỷ, trong đó sản lượng từ 2015 chuyển sang đạt 700 tỷ, bao gồm các dự án đường dây 500 kV như Long Phú – Sóc Trăng, Long Phú – Ô Môn, Sông Mây – Tân Uyên, đường dây 220 kV Cầu Bông – Hóc Môn – rẽ Bình Tân, Phan Thiết – Phú Mỹ 2, Xekaman 1 – Pleiku 2, đường dây 500/220 kV Hiệp Hòa – Đông Anh – Bắc Ninh 2, trạm biến áp 500 kV Tân Uyên, trạm biến áp 220 kV Long Xuyên 2,... Với sản lượng chuyển sang từ 2015 chiếm tới 90% kế hoạch doanh thu, chúng tôi đánh giá triển vọng hoàn thành kế hoạch 2016 là tương đối khả quan.

Biên LN tương đối cao trong ngành xây lắp, tuy nhiên dự báo sẽ giảm dần do cạnh tranh

So sánh với đơn vị cùng ngành xây dựng điện là PCC1 và đơn vị xây dựng dân dụng hàng đầu Việt Nam là CTD, biên lợi nhuận xây lắp của VNE duy trì cao hơn đáng kể trong 3 năm vừa qua.

Mặc dù vậy, dưới áp lực cạnh tranh, biên lợi nhuận mảng xây lắp của VNE cũng đang giảm dần. BVSC cho rằng về dài hạn, mức biên lợi nhuận xây lắp của VNE sẽ dao động trong khoảng 12-15%.

So sánh biên lợi nhuận của VNE với các công ty xây lắp

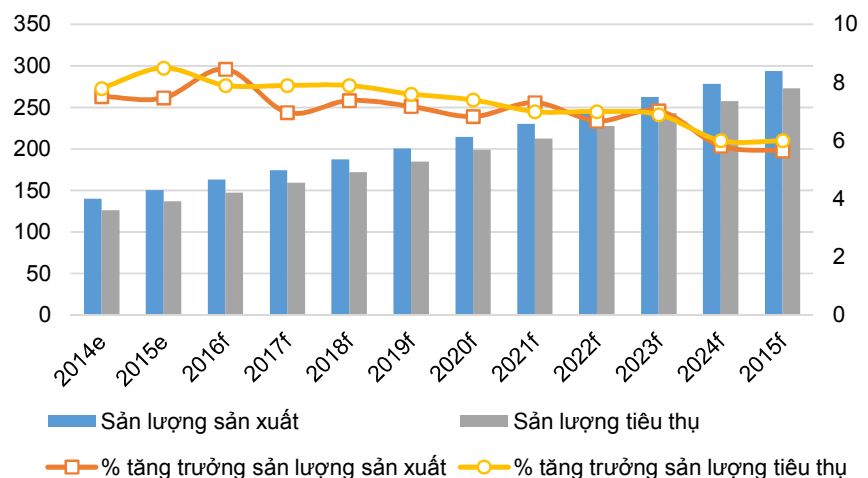


Nguồn: BVSC tổng hợp

Nhu cầu xây lắp điện trong tương lai còn lớn

Các con số dự báo cho thấy sản lượng điện sản xuất và tiêu thụ của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn ở mức trên 6%, do đó nhu cầu xây dựng, nâng cấp hệ thống truyền tải điện vẫn sẽ được duy trì ổn định.

Dự báo sản lượng điện



Nguồn: BMI

Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh, tổng đầu tư vào lưới điện giai đoạn 2016-2020 là 214,7 nghìn tỷ (tăng 4,7 nghìn tỷ so với quy hoạch cũ); giai đoạn 2021-2030 là 587 nghìn tỷ (tăng 93 nghìn tỷ so với quy hoạch cũ). Dựa trên quy mô đầu tư dự kiến có thể thấy nguồn việc cho các công ty xây lắp hệ thống truyền tải điện vẫn được duy trì khả quan trong dài hạn.

Quy hoạch điện VII điều chỉnh về hệ thống truyền tải điện				
Hạng mục	Đơn vị	2016-2020	2021-2025	2026-2030
Trạm 500kV	MVA	26.700	26.400	23.550
Trạm 220kV	MVA	34.966	33.888	32.750
đường dây 500kV	km	2.746	3.592	3.714
đường dây 220kV	km	7.488	4.076	3.435
Tổng mức đầu tư Tỷ đồng		214.665	586.997	

Tiếp cận thị trường phong điện

Xu hướng sử dụng phong điện đang ngày càng trở nên phổ biến trên thế giới. Năm 2015, công suất phát phong điện trên thế giới đạt 432,4 gigawatt, tăng 17% yoy và lần đầu tiên vượt qua công suất phát điện hạt nhân (382,55 GW).

Việt Nam là nước có nguồn tài nguyên năng lượng gió rất lớn và hơn hẳn các quốc gia lân cận là Thái Lan, Lào và Campuchia. Trong khi Việt Nam có tới 8,6% diện tích lãnh thổ được đánh giá có tiềm năng từ “tốt” đến “rất tốt” để xây dựng các trạm điện gió cỡ lớn thì diện tích này ở Campuchia là 0,2%, ở Lào là 2,9%, và ở Thái Lan cũng chỉ là 0,2%.

Trở ngại đối với phát triển phong điện tại Việt Nam là suất đầu tư cao (gấp đôi thủy điện), trong khi giá bán ra thấp. Mức giá bán phong điện hiện tại được EVN quy định là 7,8 cent/kwh trong khi đó tại nhà máy phong điện Bạc Liêu mới được khánh thành vào đầu năm 2016, giá thành điện sản xuất lên tới khoảng 10 cent/kwh.

Tuy nhiên về dài hạn, ngành phong điện ở Việt Nam được đánh giá hấp dẫn với các nhà đầu tư khi Nhà nước dự kiến sẽ có các chính sách ưu đãi dành cho sản xuất năng lượng sạch như ưu đãi lãi suất, tăng giá mua điện,... cùng với đó là triển vọng hạ giá thành sản xuất nhờ các tiến bộ công nghệ và nguồn tài nguyên gió phong phú tại Việt Nam. Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh, công suất điện gió hiện tại khoảng 140 MW, quy hoạch tăng lên 800 MW vào năm 2020, 2.000 MW vào năm 2025, 6.000 MW vào năm 2030.

VNE là đơn vị đầu tiên trong ngành xây lắp điện tiến hành tiếp cận các dự án phong điện bằng việc kí hợp đồng tổng thầu EPC xây dựng trạm biến áp 110 kV thuộc nhà máy phong điện Thuận Nhiên Phong (công suất 32 MW) với giá trị hơn 144 tỷ. Trong tương lai VNE định hướng tiếp tục hợp tác cùng các công ty lớn về phong điện ở Đức, Mỹ, Đài Loan nhằm triển khai các dự án mới khi điều kiện thị trường thuận lợi.

Bất động sản, việc hợp tác với Đất Xanh miền Trung tại dự án Mỹ Thượng giúp cho doanh thu 2016 tăng mạnh

Sau khi thoái vốn khỏi mảng thủy điện, VNE hiện chỉ giữ lại mảng BĐS bên cạnh hoạt động cốt lõi là xây dựng điện.

Dự án khu đô thị Mỹ Thuận – Huế:

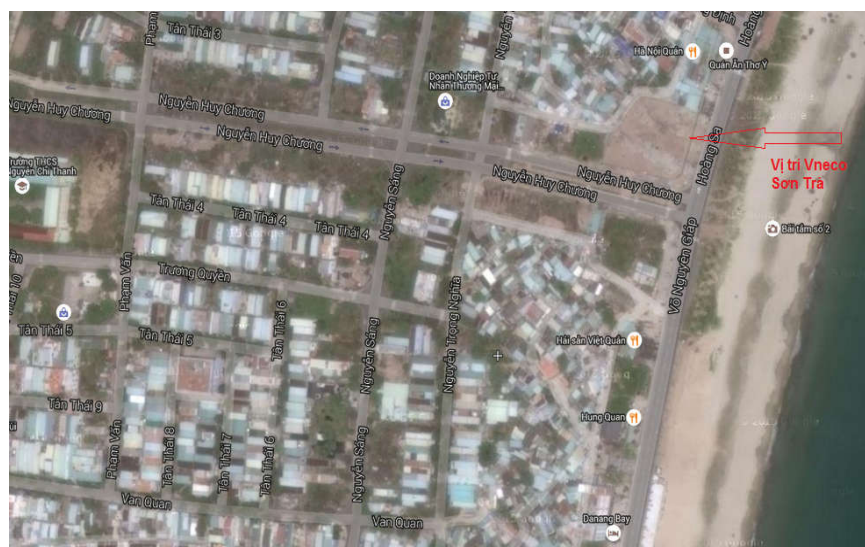
Dự án có quy mô 998 lô đất ở, tổng diện tích 124.632 m². Hiện VNE đã hoàn thành đầu tư hạ tầng kỹ thuật cho dự án. Về mặt pháp lý, VNE hiện đã được cấp giấy CNQSDĐ cho 919/998 lô đất. Công ty đã mở bán và ghi nhận doanh thu cho dự án từ năm 2014.

Mới đây vào tháng 4/2016, VNE đã kí hợp đồng phân phối với Đất Xanh Miền Trung, theo đó, Đất Xanh sẽ cam kết phân phối 594 lô đất nền tương ứng tổng diện tích 68.395 m² trong 15 tháng, với giá bán 3,6 triệu/m². Dự kiến trong năm 2016, VNE có thể ghi nhận khoảng 103 tỷ doanh thu và 20 tỷ lợi nhuận gộp từ dự án này.

Tiến độ ghi nhận doanh thu dự án Mỹ Thuận		
Chỉ tiêu	2016	2017
Doanh thu	102.593.000.000	143.557.000.000
Giá vốn	82.413.000.000	115.319.398.409
Lợi nhuận gộp	20.180.000.000	28.237.601.591

Dự án Tổ hợp Vneco Sơn Trà:

Vneco Sơn trà là dự án tổ hợp căn hộ, khách sạn cao cấp mặt biển, nằm tại góc đường Hoàng Sa – Nguyễn Huy Chương, tổng diện tích lô đất là 2.769,5 m². Dự án đã được cấp giấy chứng nhận QSDĐ, chi phí tiền đất khoảng 51 tỷ, tương đương 18,2 triệu đồng/m².



Hiện giá bán các lô đất mặt biển có vị trí gần Vneco Sơn Trà dao động từ 60-85 triệu m². Chúng tôi ước tính giá trị khu đất theo định giá thị trường hiện tại vào khoảng 72 triệu/m², tương ứng mức giá trị gia tăng cho VNE khoảng 150 tỷ.

Báo cáo cập nhật Q2/2016

Các giao dịch một số lô đất mặt biển gần Vneco Sơn Trà				
Giao dịch	Thông tin	Vị trí so với Vneco Sơn Trà	Diện tích (m²)	Giá đất (triệu đồng/m²)
Lô đất mặt đường Hoàng Sa	Phường Thọ Quang, đối diện đồn biên phòng	Kém hơn	291	58
Lô đất mặt đường Võ Nguyên Giáp	Phường Mân Thái, cạnh Fraser Suite	Thuận lợi hơn	921	85
Lô đất mặt đường Hoàng Sa	Phường Mân Thái, góc đường Hoàng Sa - Trương Định	Tương đương	620	76
Lô đất mặt đường Hoàng Sa	3 mặt tiền, đối diện bãi tắm Mân Thái	Kém hơn	490	70
Trung bình				72

Khu du lịch sinh thái Xanh Lăng Cô

Dự án có quy mô 7ha, dự kiến sẽ triển khai các hạng mục BĐS nghỉ dưỡng, biệt thự biển. VNE vẫn đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục và dự kiến triển khai một số hạng mục công trình trong năm 2016.

Dự báo KQKD 2016

BVSC dự báo trong năm 2016, VNE có thể đạt khoảng 1.130 tỷ doanh thu thuần, +8% yoy và 85 tỷ LNST, -12% yoy. Doanh thu từ xây lắp dự kiến tăng nhẹ 2% so với 2015. Ngoài ra, việc hợp tác với Đất Xanh trong hoạt động phân phối dự án Mỹ Thượng dự báo sẽ giúp doanh thu mảng BĐS tăng trưởng mạnh trong năm 2016. Ngoài ra trong năm 2016, VNE lên kế hoạch chuyển nhượng khách sạn Xanh Huế trực thuộc công ty con là CTCP Du lịch Xanh Huế. Do đơn vị này kinh doanh thua lỗ trong 3 năm gần đây và hiện chưa có thông tin cụ thể về giao dịch nên chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự báo.

Dự báo kết quả kinh doanh 2016 của VNE				
Chỉ tiêu	2015	2016	%yoy	Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.044	1.130	8%	Doanh thu xây lắp 939 tỷ, +2% yoy Doanh thu BĐS 103 tỷ, +144 %yoy Doanh thu hàng hóa, doanh thu khác giả định tăng 5%
Giá vốn	875	961	10%	Biên lợi nhuận xây lắp dự kiến giảm khoảng 3% trong năm 2016
Lợi nhuận gộp	168	168	0%	
Doanh thu tài chính	36	33	-8%	
Chi phí tài chính	-34	-33	-5%	
Chi phí bán hàng	2	2	13%	
Chi phí QLDN	64	62	-3%	
LNTT	129	111	-14%	Lợi nhuận trước thuế giảm do trong năm 2015, VNE phát sinh thu nhập khác từ xử lý công nợ khó đòi đạt 26 tỷ, năm 2016 BVSC giả định VNE không phát sinh thu nhập này.
LNST	97	85	-12%	
EPS	1.327	1.028	-23%	

Định giá cổ phần

Với hai mảng hoạt động chính là xây dựng điện và bất động sản, BVSC sử dụng phương pháp Sum-of-the-parts để định giá cổ phiếu VNE.

Hoạt động xây dựng điện:

BVSC sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để đánh giá giá trị cổ phiếu VNE dựa trên dòng tiền của hoạt động xây dựng điện, đã loại bỏ các giao dịch về BĐS, kết quả như sau:

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- FCFE	11.607	50%	5.800
- FCFF	8.330	50%	4.200
Giá bình quân			10.000

Các dự án Bất động sản:

BVSC đánh giá lại hai dự án có tiềm năng lớn và đầy đủ thủ tục pháp lý mà VNE đang có kế hoạch chuyển nhượng, bao gồm dự án Mỹ Thượng và dự án Vneco Sơn Trà.

Dự án Mỹ Thượng có tổng quy mô hơn 12ha đất ở, đã mở bán từ năm 2014. BVSC thực hiện đánh giá phần diện tích đất còn lại của dự án sau năm 2015, bao gồm phần diện tích phân phối qua Đất Xanh, tổng diện tích 68.375 m², giá bán trung bình 3,6 triệu/m²; và phần diện tích còn lại chưa bán ước tính khoảng 38.000 m². Giá bán được giả định bằng với giá bán VNE thu về trong hợp đồng phân phối với Đất Xanh là 3,6 triệu đồng/m²,

Dự án Vneco Sơn Trà hiện là khu đất mặt biển, diện tích 2.796 m², giá thị trường ước tính khoảng 72 triệu/m².

Trên cơ sở thận trọng, BVSC thực hiện chiết khấu 20% giá trị các dự án BĐS khi đưa vào định giá.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ							
Dự án	Diện tích (m²)	Giá bán (triệu đồng/m²)	Giá trị bán (triệu đồng)	Giá vốn (triệu đồng)	Lợi nhuận (triệu đồng)	Tỷ lệ sở hữu VNE	Giá trị thuộc về cổ đông (triệu đồng)
Mỹ Thượng (Đất Xanh)	68.375	3,6	246.150	197.732	48.418	100%	48.418
Mỹ Thượng (còn lại)	38.057	3,6	137.003	110.055	26.949	100%	26.949
Vneco Sơn Trà	2.769,5	72	199.404	50.920	148.484	100%	148.484
Tổng giá trị							223.850
Giá trị chiết khấu 20%							179.080
Số lượng cổ phần							82.357.505
Giá trị trên một cổ phần (VNĐ/cổ phần)							2.174

Tổng hợp kết quả định giá

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ		
Mảng hoạt động	Định giá	Phương pháp
Xây dựng điện	10.000	Chiết khấu dòng tiền
Dự án BĐS	2.174	NAV
Giá trị cổ phiếu (VNĐ)	12.174	

Khuyến nghị đầu tư

Thị giá của VNE giảm mạnh trong khoảng 1 tháng gần đây phản ánh sự sụt giảm của KQKD quý 1/2016. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây chỉ là yếu tố mang tính tạm thời. Kế hoạch năm 2016 vẫn có khả năng hoàn thành nhờ những công trình từ 2015 chuyển sang và đóng góp thêm của dự án Mỹ Thuận. EPS 2016 dự kiến đạt khoảng 1.028 đồng/CP, tương ứng PE forward 2016 khoảng 8,76x (chưa xét đến các khoản lãi/lỗ khác từ tái cơ cấu công ty con hoặc thu hồi công nợ). Với định giá 12.174 đồng/CP, cao hơn 35,3% so với giá thị trường, BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu VNE. Do điểm rơi doanh thu lợi nhuận của VNE trong năm nay sẽ vào các quý cuối năm, nhà đầu tư được khuyến nghị tích lũy cổ phiếu VNE ở mức giá thấp khi thị trường điều chỉnh, với thời gian đầu tư khoảng 9 -12 tháng.

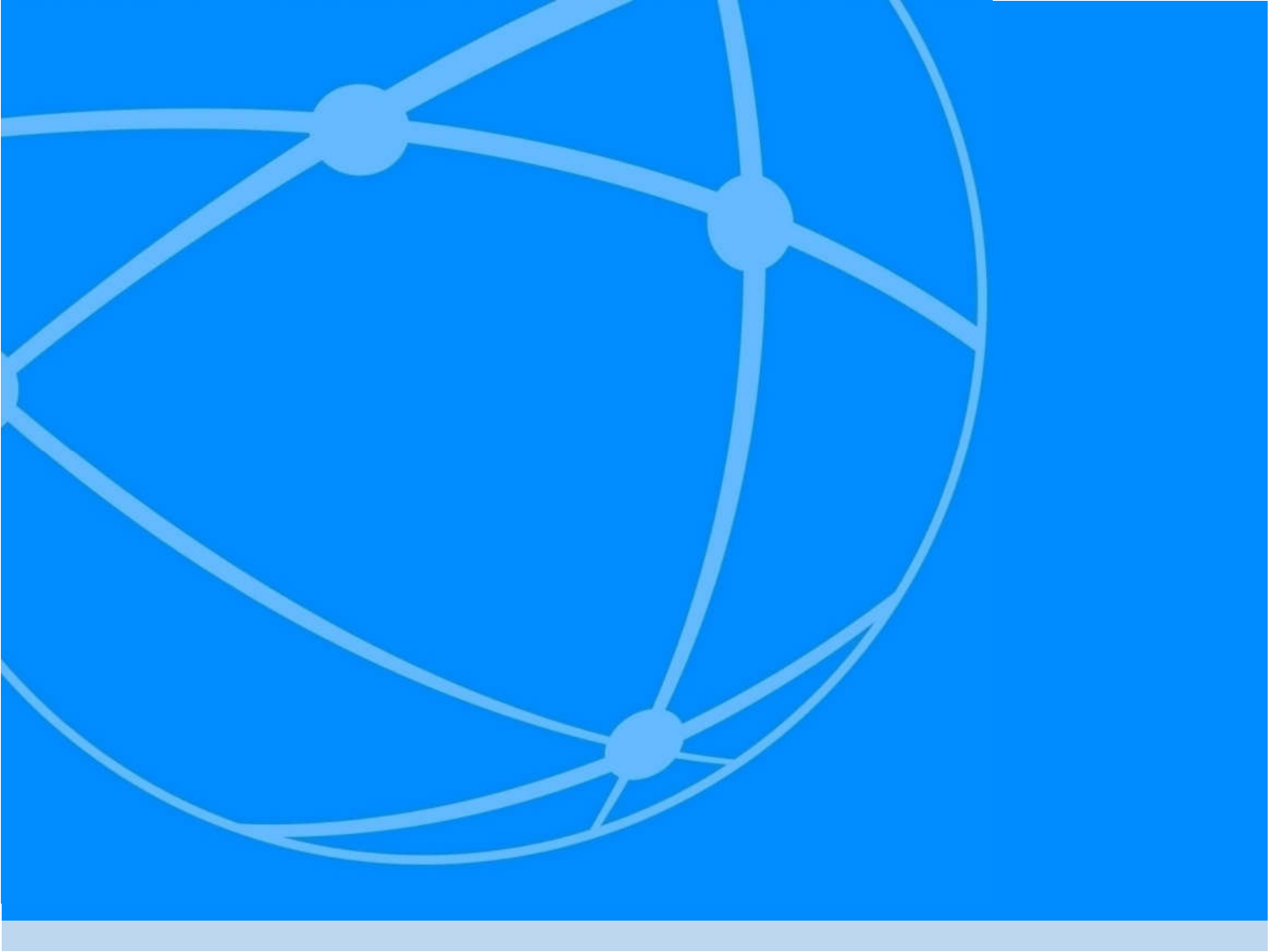
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999