

**Company Short Report**

For VCBS Investment Department

19/03/2009



Tổng CTCP XNK và xây dựng Việt Nam – VINACONEX

Với dự đoán kinh tế sẽ phục hồi vào cuối năm 2009, cần nhắc tiềm năng của Vinaconex và thực trạng ngành xây lắp và kinh doanh BĐS, mức giá đề xuất mua vào đầu tư dài hạn của VCG tại 13.000-15.000đ/cp

Vinaconex nằm trong TOP 100 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam và là doanh nghiệp lớn thứ 3 cả nước trong ngành xây dựng (VNR500). Công ty còn có lợi thế nhờ các mối quan hệ chính trị đặc biệt.

Công ty đang là chủ đầu tư hơn 50 dự án với tổng vốn đầu tư hàng tỷ USD. Tổng diện tích đất Vinaconex đang nắm giữ để phát triển lĩnh vực bất động sản hiện nay là trên 2.000 ha. Với giá hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào được dự báo sẽ tiếp tục ở mức thấp trong năm 2009, hoạt động xây lắp và đầu tư BĐS của Vinaconex sẽ gặp nhiều thuận lợi.

Với nhiều dự án BĐS và sản xuất VLXD đi vào giai đoạn khai thác mạnh trong năm nay (Xi măng Cẩm Phả, Nước Sông Đà, KCN Bắc Phú Cát, Cụm nhà ở hỗn hợp chung cư DV No5...), doanh thu của Công ty có khả năng tăng trưởng so với 2008.

Hệ số nợ (chủ yếu là vay ngân hàng) khá cao so với các DN cùng ngành. Tuy nhiên chi phí lãi vay trong năm nay sẽ giảm do mặt bằng lãi suất cho vay giảm và hưởng lợi từ gói hỗ trợ lãi suất 4%. Công ty gặp áp lực về vốn để triển khai danh mục các dự án trải dài trên nhiều lĩnh vực.

Định giá cổ phiếu VCG năm 2009:

Theo P/E: $1.678 \times 6 = 10.068\text{đ/cp}$

Theo P/B: $11.692 \times 1,33 = 15.550\text{đ/cp}$

Tổng quan tình hình tài chính

	2007	2008	2009E
Vốn điều lệ (tỷ.đ)	1.500	1.500	2.500
Tài sản (tr.đ)	19.242.696	22.804.760	27.365.712
D/E (lần)	9,32	10,05	9,00
Doanh thu (tr.đ)	7.047.551	9.274.876	11.130.000
YoY		24%	20%
Lợi nhuận sau thuế (tr.đ)	323.844	492.079	407.000
YoY		34,2%	-17,3%
Lợi nhuận biên từ HĐSXKD	4.60%	5.31%	3,66%
ROE	18,4%	25,2%	22,62%
ROA	1,68%	2,16%	1,49%
EPS (đồng)	2.159	3.281	1.678
YoY		52,9%	-33%
BVPS (đồng)	11.501	11.763	11.692
PBV		1,33	1,33
Trailing PE		4,75	6,00

Nguồn: Dữ liệu từ Công ty, Bloomberg

Thông tin doanh nghiệp

BÁN

Giá tại ngày 19/03/2009	15.600
Mã niêm yết	VCG
Khoảng giá 52 tuần	12.400-39.000

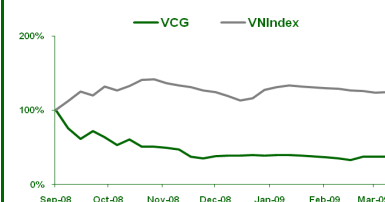
Lĩnh vực kinh doanh chính

Xây lắp, kinh doanh BĐS, SX công nghiệp và VLXD, tư vấn thiết kế, XK lao động, đầu tư tài chính, thương mại dịch vụ, giáo dục đào tạo.

Các dự án lớn:

- Chung cư, văn phòng No5, KĐT Đông Nam Trần Duy Hưng
- KĐT du lịch Cát Giá - Cát Bà HP
- KĐT mới Bắc An Khánh
- Xi măng Cẩm Phả...

Biến động giá



Lợi suất (%)	3t	6t	12t
VCG	37,9	37,1	n/a
VNI	124,1	123,8	n/a

Cổ phiếu FYA

Tỷ trọng vốn hóa trên

Vốn hóa thị trường

KL lưu hành hiện tại

KL giao dịch bq ngày trong 1

Cổ đông lớn

SCIC 51,35

VIETTEL 18,91

Room còn lại cho NĐTNN

Cơ cấu doanh thu (%)

	2006	2007	6T/2008
Xây lắp	74,5	62,6	68,4
BĐS	11,3	17,4	2,5
SXCN, VLXD	10,3	10,2	17
Khác	3,9	9,8	12,1

Sản phẩm, dịch vụ

Sản phẩm	Dịch vụ
<ul style="list-style-type: none"> Đá ốp lát cao cấp Xi măng Bê tông thương phẩm Gạch gốm xây dựng Kính an toàn cao cấp ... 	<ul style="list-style-type: none"> Xây lắp Tư vấn thiết kế Cho thuê văn phòng và mặt bằng kinh doanh

Hoạt động SXKD truyền thống và chủ yếu của Vinaconex là hoạt động xây lắp và hoạt động này chiếm trên 60% doanh thu của Công ty trong năm 2008. Vinaconex là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực thi công xây lắp tại Việt Nam.

Nhằm khẳng định vị thế trong ngành, thời gian qua Công ty không ngừng đầu tư thiết bị, nâng cao năng lực thi công, nghiên cứu, ứng dụng công nghệ mới như: đúc hẫng (thi công cầu), đổ bê tông cốt pha trượt, bê tông dự ứng lực...

Công ty đang đẩy mạnh các mảng kinh doanh mới như sản xuất công nghiệp, vật liệu xây dựng, đầu tư kinh doanh BĐS...

Chiến lược kinh doanh

Năm 2009:

- Tìm kiếm các dự án đảm bảo đem lại lợi nhuận;
- Thực hành tiết kiệm chi phí trong tất cả các mảng hoạt động;
- Bán các tài sản cho thuê nhằm đảm bảo cân đối tài chính;
- Thuê tư vấn nước ngoài tư vấn nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp;

Dài hạn:

- Tập trung vào 2 lĩnh vực chính là xây dựng và kinh doanh bất động sản. trong đó lĩnh vực kinh doanh BĐS, ngoài mang lại lợi nhuận, sẽ hỗ trợ các mảng kinh doanh khác như xây lắp, sản xuất công nghiệp, VLXD...
- Định hướng: đến năm 2012, trở thành đơn vị hàng đầu về kinh doanh, đầu tư, quản lý BĐS tại Việt Nam và khu vực; hình thành các đơn vị chuyên kinh doanh BĐS, đa dạng hóa các loại hình đầu tư và kinh doanh BĐS; giữ vững vị thế là nhà thầu xây dựng hàng đầu Việt Nam, là một trong những nhà thầu tầm cỡ khu vực.
- Đẩy mạnh nghiên cứu, ứng dụng khoa học và công nghệ, coi đó là một trong những giải pháp quan trọng để phát triển và nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp.

Tình hình tài chính

ROE của Công ty khá cao thực chất do tỷ lệ nợ cao. Điều này dẫn áp lực tăng vốn điều lệ nhằm tái cơ cấu vốn. Tuy nhiên việc này khá khó khăn nếu TTCK tiếp tục như hiện nay. Có thể Công ty sẽ cần đến sự hỗ trợ của đối tác nước ngoài hoặc cổ đông lớn như Viettel để có đủ tiền triển khai các dự án đúng tiến độ. Thương vụ đầu tư của Viettel mang lại cho Vinaconex 700 tỷ đồng. Khoản tiền này sẽ được dùng để tài trợ các dự án trong năm nay.

Với lợi nhuận dự kiến không có tăng trưởng so với 2008, nếu Công ty tăng vốn thành công (tăng lên 3000 tỷ năm 2009) thì EPS sẽ bị pha loãng.

Khoản lợi nhuận 492 tỷ có đóng góp của 192 tỷ thu nhập bất thường từ thương vụ chuyển quyền sử dụng đất với Posco năm 2007. Năm nay hi vọng gánh nặng lãi vay giảm và thu nhập từ các dự án BĐS tăng sẽ bù đắp được sự thiếu hụt lợi nhuận này.

Dự án tiềm năng

Dự án	Thời gian	Mức đầu tư	Quy mô	Đặc điểm
Cụm nhà ở chung cư hỗn hợp văn phòng dịch vụ (lô No5, KĐT Đông Nam Trần Duy Hưng)	2007 - 2011	3.682 tỷ đồng	29.680 m2 (đất) Gồm 02 khối nhà 25 tầng và 02 khối nhà cao 29 tầng với tổng diện tích sàn là 271.244 m2	DA nằm giữa đường vành đai 3 với đường Trần Duy Hưng, là một trong những vị trí đẹp nhất của Hà Nội nổi trung tâm thành phố với chuỗi đô thị phía Tây. Dự kiến 2010 bắt đầu đưa vào sử dụng
KĐT du lịch Cát Giá - Cát Bà (đảo Cát Bà, huyện Cát Hải, TP Hải Phòng)	2005 - 2010	300 triệu USD (GĐ 1) và 300 triệu USD (GĐ 2)	172 ha Khách sạn, dịch vụ, TDTT, trung tâm hội nghị quốc tế...	DA nằm ở trung tâm du lịch đảo Cát Bà và cạnh Vịnh Hạ Long, có tiềm năng lớn về du lịch. Ngành công nghiệp không khói sẽ phát triển mạnh trong tương lai.
KĐT mới Bắc An Khánh (huyện Hoài Đức, Hà Nội)	2006 - 2015	Riêng phần hạ tầng: 1.668 tỷ đồng	264 ha Chia thành 6 khu chức năng: chung cư cao tầng, biệt thự và nhà liền kề, văn phòng cho thuê, trung tâm thương mại, siêu thị.	DA nằm dọc theo đường Láng Hòa Lạc, giao thông thuận lợi, được thiết kế đồng bộ, hoàn chỉnh. Trong tương lai Hà Nội sẽ có nhiều dự án khu công nghệ cao, trường học, bệnh viện... phát triển về phía Tây.
KĐT Thảo Điền (Q2, TP.HCM)	2006 - 2012	4.130 tỷ đồng	8,2 ha Chia thành 5 cụm chính, các khối nhà cao từ 6-40 tầng Nhà ở cao tầng, văn phòng và căn hộ cho thuê, TMDV, trường học	là Dự án Khu đô thị tổng hợp, hiện đại, là một trong các dự án quan trọng của Vinaconex tại khu vực phía nam.
Trung tâm TM Chợ Mơ (Phố Bạch Mai, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội)	2008 - 2011	1.200 - 1.400 tỷ đồng	11.191 m2 DT XD 5.618 m2; tổng DT sàn 75.230 m2; mật độ xây dựng 50,2%; hệ số sử dụng đất: 6,72 lần; 2 khối nhà, tầng cao trung bình 13,4 tầng.	Vị trí gần khu dân cư đông đúc thuận lợi cho kinh doanh. Có 20 tầng nhà làm văn phòng hạng B và khách sạn.

Nguồn: Bản cáo bạch, website VINACONEX

Một số dự án tiêu biểu khác: Xi măng Cẩm Phả GĐ1 (6.100 tỷ), Thủy điện Cửa Đạt (1.856 tỷ), Thủy điện Ngòi Phát (1.457 tỷ), Nhà máy nước Dung Quất GĐ2 (415 tỷ), Hệ thống cấp nước Sông Đà.

Triển vọng năm 2009

- Là doanh nghiệp hàng đầu chiếm thị phần lớn trong lĩnh vực xây lắp, Vinaconex sẽ được hưởng lợi lớn từ gói kích cầu của Chính phủ. Gói kích cầu này tập trung vào các lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng, giao thông vận tải, điện, xi măng...
- Công ty phấn đấu năm 2009 doanh thu tăng khoảng 20% và lợi nhuận tương đương năm 2007-2008.
- Trong dài hạn tỷ trọng doanh thu từ kinh doanh BĐS sẽ tăng khi các dự án như KĐT mới Đông Nam Trần Duy Hưng, tòa nhà Vinaconex Láng Hạ, KĐT Thảo Điền, TTTM Chợ Mơ... đi vào khai thác.

Dự kiến doanh thu 1 số dự án lớn:

Dự án	Dự kiến doanh thu (tỷ đồng)	
	2009	2010
Xi măng Cẩm Phả GĐ1	1.686	1.748
Nước Sông Đà GĐ1	289	304
Cụm nhà ở chung cư hồ hợp văn phòng No5	1.946	1.238
KCN Bắc Phú Cát	284	7
Trụ sở Vinaconex Láng Hạ	-	280

Nguồn: Bản cáo bạch VCG

Rủi ro tiềm ẩn

- Công ty phải đối mặt với áp lực nguồn vốn đầu tư cho các dự án không ngừng tăng cao. Nguồn tài trợ chủ yếu từ vốn vay sẽ tăng rủi ro thanh khoản. Kinh tế thế giới và Việt Nam sẽ còn nhiều biến động trong năm 2009 dẫn đến lãi suất cho vay thay đổi thất thường có thể ảnh hưởng tiêu cực đến Công ty.
- Kế hoạch tăng vốn lên 3000 tỷ năm 2009, 4000 tỷ năm 2010 nhằm cải thiện cơ cấu vốn sẽ gặp khó khăn nếu nền kinh tế nói chung và TTCK nói riêng vẫn tiếp tục ảm đạm.
- Thị trường nhà đất tiếp tục trầm lắng, ít nhất cho đến cuối năm 2009 sẽ khiến nhu cầu về BĐS, đặc biệt phân khúc cao cấp, đắt tiền, tiếp tục thấp. Điều này ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận của công ty khi các DA đến giai đoạn bán hàng.
- Với quy mô hoạt động không ngừng mở rộng với gần 100 công ty con, lĩnh vực kinh doanh dàn trải, Vinaconex đang đứng trước thách thức về xây dựng chiến lược kinh doanh và quản trị công ty.

So sánh với các công ty trong cùng ngành**Trong nước**

Chỉ tiêu	VCG	SJS	TDH	ITA	NTL	HDC	KBC	Ngành
ROA (%)	2,16	10,85	14,73	5,36	11,93	5,89	7,08	8,51
ROE (%)	25,2	13,93	21,37	7,45	33,4	26,97	11,15	21,37
EPS	3.281	4.393	7.601	2.294	6.080	4.195	2.045	4.270
P/E	4,75	11,61	4,35	8,94	5,10	5,01	16,97	18,7
P/B	1,33	1,63	0,83	0,70	1,67	1,28	1,41	1,37
D/E	10,05	0,35	0,42	0,37	2,35	3,3	0,64	2,49

Nguồn: BCTC công ty, Bloomberg

Khu vực

Chỉ tiêu	Trung Quốc	Ấn Độ	Thái Lan	Philippines	Malaysia	TB
ROA (%)	7,9	19,97	1,32	1,87	0,97	6,41
ROE (%)	11,05	32,68	2,42	2,18	1,88	10,04
P/E	10,8	1,51	5,62	6,34	5,73	6,00
P/B	0,21	0,29	0,34	0,71	0,24	0,36

Nguồn: Bloomberg