

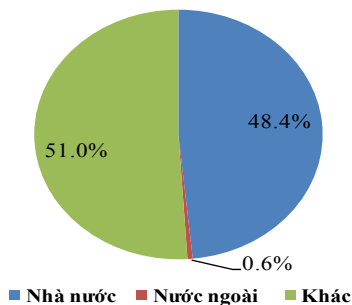
BÁO CÁO KHUYẾN NGHỊ CỔ PHIẾU



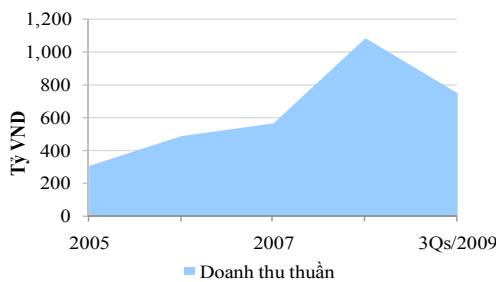
PHÂN TÍCH CƠ BẢN

Thông tin cổ phiếu

Vốn điều lệ (triệu đồng):	65.000
Ngày đầu tiên giao dịch:	11/12/2006
Khối lượng CP đang lưu hành:	6.500.000
KLGDBQ trong 3 tháng gần nhất (CP/ngày):	70.700
Giá cổ phiếu (08/12/2009) (đồng):	58.100
Giá cao nhất 52 tuần (đồng):	87.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng):	17.700
EPS 4 quý gần nhất (30/06/2009) (đồng):	5.789
P/E (08/12/2009):	10,0
Giá trị sổ sách/CP (30/9/2009) (đồng):	27.153
Vốn hóa TT (08/12/09) (triệu đồng):	377.650

Cấu trúc cổ đông³

Doanh thu thuần

Một số chỉ tiêu tài chính²

Chỉ tiêu	2008	Q3/09
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1.168	1.013
VCSH (tỷ đồng)	151	176
Thặng dư vốn (tỷ đồng)	30	30
LN chưa phân phối (tỷ đồng)	-	29
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1.082	747
LN trước thuế (tỷ đồng)	45	35
LN sau thuế (tỷ đồng)	37	29
Khả năng thanh toán		
Hệ số thanh toán nhanh (lần)	0,35	0,46
Hệ số thanh toán ngắn hạn (lần)	1,07	1,09
Hệ số đòn bẩy		
Hệ số Nợ/Tổng tài sản (lần)	0,87	0,83

Khuyến nghị: Là một trong những đơn vị mạnh trong họ Vinaconex, hoạt động kinh doanh tương đối ổn định qua các năm, chúng tôi cho rằng lợi nhuận kế hoạch năm 2009 mà VMC đặt ra là hoàn toàn có thể thực hiện được, theo đó EPS 2009 dự phóng ở mức 6.192 đồng/CP và P/E¹ 2009 dự phóng ở mức 9,4 lần.

VMC có 2 dự án BĐS tiềm năng tại khu vực Trung Hòa - Cầu Giấy, tuy nhiên chúng tôi cho rằng các dự án chỉ bắt đầu mang lại nguồn thu cho VMC từ năm 2011 trở đi. Do đó năm 2010, lợi nhuận của VMC sẽ không có yếu tố đột biến.

Trong giai đoạn hiện nay, khi thị trường vẫn chưa có xu hướng rõ ràng nên chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư chưa thực hiện đầu tư vào cổ phiếu VMC.

Tuy nhiên khi thị trường đã có xu hướng rõ ràng, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể nắm giữ trong dài hạn do đây là CP khá tốt.

Thông tin chung về doanh nghiệp

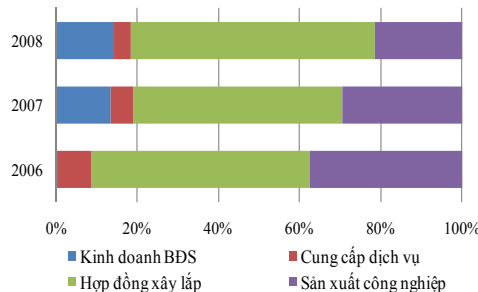
- Ngành nghề kinh doanh chính:** Thi công xây lắp công trình, sản xuất cung cấp bê tông thương phẩm, đá xây dựng, đầu tư kinh doanh BĐS...
- Thuận lợi:** VIMECO là một trong những đơn vị thành viên mạnh của Tổng CTCP Xây dựng và Xuất nhập Khẩu Việt Nam (VCG) và có được sự hậu thuẫn lớn từ công ty mẹ.
- Dự án:** Hiện tại, VMC đang sở hữu 2 dự án bất động sản có vị trí đắc địa tại Hà Nội: Tổ hợp DVTM văn phòng cho thuê, nhà ở CT4 và dự án Tòa nhà văn phòng Vimeco Hanel tại Trung Hòa - Cầu Giấy - Hà Nội. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng 2 dự án này sẽ chỉ mang lại nguồn thu lớn cho VMC từ năm 2011 trở đi.
- Rủi ro:** Do đặc thù của ngành xây lắp, sự biến động của nguyên liệu đầu vào sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VMC.

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh²

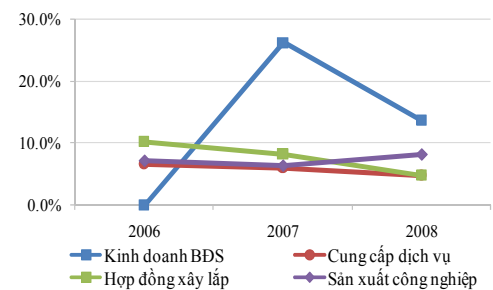
Doanh thu thuần:

- Có xu hướng tăng lên qua các năm. Đặc biệt năm 2008, tăng mạnh, tăng 92% so với năm 2007 và hoàn thành vượt 24% kế hoạch là do: số lượng hợp đồng xây lắp tăng cao nên doanh thu từ hoạt động xây lắp tăng đột biến (tăng 125% so với năm 2007), ngoài ra có sự đóng góp thêm từ hoạt động kinh doanh bất động sản (chủ yếu là doanh thu từ bán chung cư Trung Hòa II) chiếm tới 15% tổng doanh thu, tăng 104% so với cùng kỳ năm ngoái. Đến hết Q3/2009, DTT đạt 747 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ năm ngoái và hoàn thành 79% kế hoạch năm 2009.

Cơ cấu doanh thu thuần



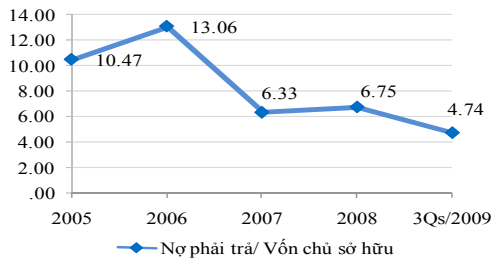
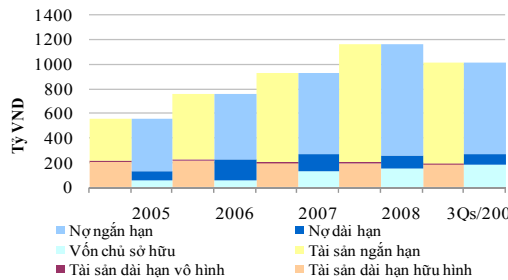
Tỷ suất lợi nhuận gộp



- Hoạt động xây dựng và sản xuất công nghiệp là hai hoạt động chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu, lần lượt là 55% và 29% (2006 - 2008). Đây là các hoạt động mang lại nguồn thu ổn định cho VMC. Tuy nhiên, trong 2 năm trở lại đây, hoạt động kinh doanh BĐS cũng dần chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu (14% bình quân 2007 - 2008). Chúng tôi cho rằng bên cạnh việc duy trì các hoạt động truyền thống, thì VMC sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động kinh doanh BĐS và hoạt động này sẽ mang lại các khoản doanh thu lớn cho VMC trong một vài năm tới khi 2 dự án chúng tôi nêu trên đưa vào khai thác.

- Tỷ suất lợi nhuận gộp:** Đóng góp lớn nhất vào tổng doanh thu song tỷ suất lợi nhuận của hoạt động xây lắp khá thấp. Hoạt động sản xuất công nghiệp và cung cấp dịch vụ duy trì tỷ suất lợi nhuận khá ổn định qua các năm, tương ứng 7,3% và 5,8% (2006 - 2008). Mảng kinh doanh BĐS tuy mới bước đầu đi vào khai thác song có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất. Riêng trong năm 2008, giá nguyên liệu đầu vào tăng cao khiến giá vốn tăng, đến cuối năm thị trường BĐS rơi vào tình trạng đóng băng khiến giá nhà đất giảm mạnh là lý do giải thích tại sao tỷ suất lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh BĐS giảm mạnh.

Hệ số Nợ/VCSH (lần)	6,75	4,74
Khả năng sinh lời		
Tăng trưởng DTT (%)	92,16	N/A
Tăng trưởng LNTT (%)	81,64	N/A
Tăng trưởng LNST (%)	94,63	N/A
ROA (%)	27,97	N/A
ROE (%)	3,54	N/A
Hiệu quả hoạt động		
Vòng quay HTK (lần)	1,96	N/A
Vòng quay khoản phải thu (lần)	5,27	N/A
Vòng quay khoản phải trả (lần)	1,60	N/A

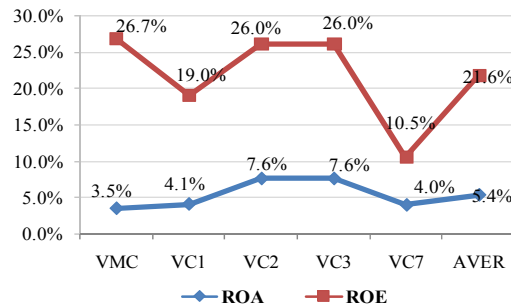
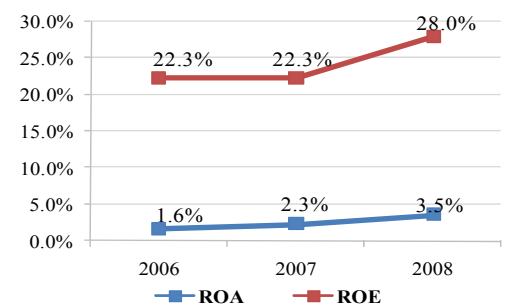
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu**Tương quan tài sản – nguồn vốn****Kế hoạch lợi nhuận năm 2009**

Chỉ tiêu	Giá trị
Doanh thu (tỷ đồng)	950
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	46
Cổ tức (%)	15
EPS dự phóng (đồng/CP)	6.192
P/E dự phóng (lần)	9,4

So sánh chỉ tiêu P/E, P/B

Công ty	P/E⁶	P/B⁷
VMC	10,0	2,1
VC1	14,4	2,2
VC2	7,7	2,1
VC3	14,4	2,6
VC7	11,1	1,6
HNXIndex ⁸	13,4	2,0
VNIndex ⁸	15,5	1,8

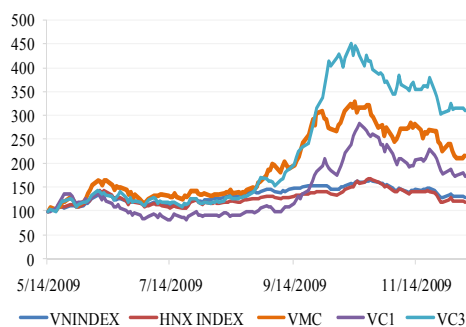
- **Lợi nhuận trước thuế:** Lợi nhuận của VMC chủ yếu từ hoạt động kinh doanh chính. 9 tháng đầu năm, LNTT đạt ~ 35 tỷ đồng, giảm 20% và đạt 76% kế hoạch năm. Do sự biến động giá nguyên liệu đầu vào theo xu hướng tăng, trong khi đó giá đầu ra chưa được điều chỉnh là nguyên giải thích tại sao DTT 9 tháng đầu năm tăng nhưng LNTT giảm.
- **Hàng tồn kho:** Chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản (chiếm 49%, bình quân 2005 – Q3/2009), chủ yếu là chi phí sản xuất kinh doanh dở dang của các công trình đang thi công. Đến thời điểm cuối Q3/2009, giá trị hàng tồn kho vào khoảng 474 tỷ đồng, giảm 22% so với cuối năm 2008 là do một số công trình đã hoàn thành và được kết chuyển vào giá vốn.
- **Cơ cấu nguồn vốn:**
 - Vốn chủ sở hữu khá nhỏ so với tổng tài sản, hệ số nợ phải trả/ vốn chủ sở hữu cao. Trong nợ phải trả chủ yếu là khoản người mua trả tiền trước, còn các khoản vay ngân hàng chịu lãi suất chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ.
 - **Khoản người mua trả tiền trước rất lớn**, chiếm tới 57% trong tổng nợ phải trả (cuối Q2/2009). Đại diện VMC cho biết khoản này chủ yếu đến từ một số dự án: đường cao tốc Láng – Hòa Lạc (> 200 tỷ đồng), dự án Cao xanh Hà Hà Khánh (34 tỷ đồng), dự án chung cư Trung Hòa II (13 tỷ đồng) và một số các dự án xây lắp khác⁴. VMC cho biết thêm: sang các năm tới, khoản này thậm chí còn cao hơn nhiều khi dự án An Khánh được triển khai. Như vậy, VMC đã chiếm dụng được nguồn vốn giá rẻ mà không mất phí.
 - **Vay và nợ ngân hàng thấp**, chỉ chiếm 18% tổng nợ phải trả (Q2/2009). Do đó, VMC sẽ không phải chịu áp lực quá lớn trong việc chi trả lãi vay.
- **Tương quan tài sản – nguồn vốn:** VMC luôn duy trì chính sách tài trợ khá an toàn, dùng một phần nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn. Như vậy, khả năng thanh toán ngắn hạn của VMC luôn đảm bảo an toàn.
- **Hoạt động đầu tư tài chính:** Chiếm tỷ trọng không đáng kể trong tổng tài sản, khoảng 26 tỷ đồng tương đương 1% tổng tài sản (Q3/2009), chủ yếu là góp vốn vào một số DN phục vụ cho hoạt động công ty. Do đó, chúng tôi cho rằng hoạt động đầu tư của VMC không đáng lo ngại.
- **Tỷ suất sinh lời:** So với các DN trong mẫu so sánh, tỷ suất sinh lời ROA của VMC thấp hơn so với trung bình của mẫu so sánh, tuy nhiên tỷ suất sinh lời ROE lại cao hơn hẳn. Hai chỉ tiêu này có xu hướng tăng lên, điều này chứng tỏ hiệu quả kinh doanh của DN ngày một tốt hơn.

So sánh tỷ suất sinh lời năm 2008⁵**Tỷ suất sinh lời ROA, ROE của VMC****Dự báo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2009**

- 9 tháng đầu năm, VMC đã hoàn thành 76% kế hoạch LNTT, tương ứng với 35 tỷ đồng. Để hoàn thành kế hoạch năm 2009, trong Q4 VMC phải đạt được DT và LNTT tương ứng là 203 tỷ đồng và 12 tỷ đồng. Qua cuộc trao đổi, đại diện VMC cho biết khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận là hoàn toàn có thể⁴. Dựa trên kết quả kinh doanh các quý trước và tính ổn định của VMC, chúng tôi cũng cho rằng khả năng đạt được lợi nhuận là có thể.
- Giả định, VMC đạt được kế hoạch LNTT là 46 tỷ đồng và LNST 40,3 tỷ đồng, theo đó EPS dự phóng ở mức 6.192 đồng/CP, P/E¹ dự phóng ở mức 9,4 lần.

Một số các thông tin liên quan:

- Tại ĐHCĐ năm 2008, VMC đã có quyết định tăng vốn điều lệ từ 65 tỷ đồng lên 100 tỷ đồng, nhưng do năm 2008 thị trường chứng khoán không thuận lợi nên công ty đã tạm hoãn việc tăng vốn điều lệ. Tại ĐHCĐ năm 2009, VMC vẫn chưa có quyết định tăng vốn điều lệ. Tuy nhiên, trong cuộc trao đổi với chúng tôi, đại diện VMC cho biết VMC có ý định tăng vốn lên trong năm 2010 khi triển khai 2 dự án BĐS lớn tại khu Trung Hòa – Cầu Giấy⁴.
- Năm 2009, VCM dự định chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ là 15% (hiện tại vẫn chưa thực hiện).

Diễn biến giá cổ phiếu VMC⁸

Một số các dự án BDS

Tên dự án	Quy mô	Tổng đầu tư	Thời gian	Tiến độ
1. Tổ hợp DVTM, văn phòng cho thuê và nhà ở CT4 – Trung Hòa, Cầu Giấy	- Diện tích xây dựng: 5.762 m ² . - 3 tầng hầm, 45 tầng đa chức năng.	1.200 tỷ đồng	Q2/2010 - 2012	Chưa thực hiện, chỉ mới hoàn thành xong phần thiết kế. Dự định nâng tổng vốn đầu tư lên 2.100 tỷ đồng.
2. Dự án Tòa nhà văn phòng Vimeco Hanel	- Diện tích xây dựng: 4.184 m ² . - 2 tầng hầm, 45 tầng đa chức năng.	247 tỷ đồng (Hanel góp đất: 36% và VMC góp vốn đầu tư XD 64%).	Q4/2010 hoặc 2011	Chưa thực hiện, mới chỉ đang đàm phán với Hanel về tổng giá trị đầu tư, VMC dự kiến nâng tổng vốn đầu tư lên 1.969 tỷ đồng
3. Dự án Khu đô thị Cao xanh – Hà Khánh – Quảng Ninh	- Diện tích: 64,8 ha. - Dự án lấn biển tạo mặt bằng xây dựng.	387 tỷ đồng	Bắt đầu 2007	Hiện tại, dự án này đang VMC tạm dừng. Ngoài ra, VMC sẽ trả phải trả cho Tỉnh Quảng Ninh 5,1 ha trong số 64,8 ha đất lấn biển.
4. Chuyển đổi mục đích sử dụng đất trạm trộn bê tông Tây Mỗ (từ đất sx thành dự án Chung cư)	- Diện tích: 7.000 m ² .	N/A	N/A	Chờ theo quy hoạch chung của khu vực Tây Mỗ.
5. Dự án Trung Hòa 2	- Tổng diện tích: 26.197 m ² - 3 tòa tháp 25 tầng: CT1, CT2, CT3	500 tỷ đồng	N/A	Đã hoàn thành, cuối Q4/09 ghi nhận nốt phần doanh thu còn lại (13 tỷ đồng).
6. Mở rộng Trung tâm dạy nghề Phú Minh – Xã Phú Minh, Sóc Sơn, Hà Nội.	- Diện tích: từ 1,2 lên 7,7 ha. - Xây dựng trường đào tạo công nhân.	N/A	N/A	Đang xin cấp đất mở rộng diện tích Trung tâm từ 1,2 lên 7,7 ha.

So sánh một số chỉ tiêu tài chính với các công ty cùng ngành⁵

Chỉ tiêu	VMC		VC1		VC2		VC3		VC7	
	2008	Q3/09	2008	Q3/09	2008	Q3/09	2008	Q3/09	2008	Q3/09
Tổng tài sản	1.167.661	1.013.030	569.162	479.406	518.972	537.090	917.829	1.046.138	241.196	346.714
Vốn chủ sở hữu	150.733	176.492	147.914	160.608	160.021	178.915	182.078	189.459	82.826	83.461
Vốn điều lệ	65.000	65.000	74.000	74.000	58.740	78.347	80.000	80.000	50.000	50.000
Doanh thu thuần	1.082.486	746.694	408.851	327.831	642.766	538.894	299.102	76.253	218.739	214.535
Lợi nhuận từ HĐKDC	73.722	47.196	24.412	22.982	54.319	44.855	21.202	8.764	20.156	20.554
LNTT	44.957	34.647	24.347	23.703	42.749	32.371	42.142	11.346	11.927	11.587
LNST	37.127	28.798	21.235	17.845	34.333	28.239	30.408	8.510	8.614	8.702
ROA	3,54%	N/A	4,12%	N/A	7,61%	N/A	3,65%	N/A	3,99%	N/A
ROE	26,7%	N/A	19,0%	N/A	26,0%	N/A	17,5%	N/A	10,5%	N/A

Thông tin chính cần tiếp tục theo dõi:

- Tiến độ của 2 dự án BĐS lớn: Tổ hợp DVTM, văn phòng cho thuê, nhà ở CT4 và Dự án Tòa nhà văn phòng Vimeco Hanel tại khu Trung Hòa – Cầu Giấy – Hà Nội.
- Kế hoạch tăng vốn điều lệ của VMC.
- Kế hoạch mở rộng Trung tâm dạy nghề Phú Minh – Xã Phú Minh – Sóc Sơn – Hà Nội do dự án này được thực hiện sẽ mang lại nguồn thu cho VMC thời gian tới mà vốn đầu tư bỏ ra không nhiều.

¹ Giá tham chiếu ngày 08/12/2009

² BCTC năm 2008, giữa niên độ 2009, 9 tháng đầu năm 2009

³ Nguồn www.vndirect.com.vn ngày 08/12/2009

⁴ Phòng vắn Doanh nghiệp ngày 3/12/09

⁵ KLS tổng hợp

⁶ EPS 4 quý gần nhất đến ngày 30/06/2009

⁷ BV tại ngày 30/9/2009

⁸ Nguồn Bloomberg ngày 08/12/2009

⁹ Thuyết minh báo cáo tài chính VMC năm 2008

NguyễnThịHiền
hiennt@kls.vn

KHUYẾN CÁO

Thông tin và dữ liệu sử dụng trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà chúng tôi đã xem xét tính xác thực. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng thông tin và dữ liệu này hoàn toàn đầy đủ hoặc chính xác.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KLS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KLS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo, ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính nào khác. Nhân viên của KLS có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động. Các chứng khoán và/hoặc công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

KLS có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

© Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Kim Long, 2009. Việc sao chép toàn bộ hoặc một phần của báo cáo này được coi là vi phạm bản quyền trừ khi được chấp thuận bằng văn bản của người đại diện hợp pháp của Công ty Cổ phần Chứng khoán Kim Long. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



CTCP Chứng Khoán Kim Long

Trụ sở chính: 22 Thành Công, Ba Đình, Hà Nội
*Tel: 04.3772 6868 *Fax: 04. 3772 6136
*Website: www.kls.vn

Chi nhánh HCM: T2, Tòa nhà Centec, 72 – 74
Nguyễn Thị Minh Khai, Q3, TP.HCM *Tel: 08.
3823 3923 *Fax: 08. 3827 7380