

Vinaconex – MEC (VCM)

- Tiền thân là Trung tâm Xuất khẩu lao động trực thuộc Tổng công ty Xuất nhập khẩu Xây dựng Việt Nam (VINACONEX), chính thức được thành lập vào ngày 03/05/2007;
- Hoạt động chính: xuất khẩu lao động, đào tạo ngành nghề, kinh doanh xuất nhập khẩu thương mại, du lịch lữ hành quốc tế và nội địa, cho thuê văn phòng, và sản xuất viên nén xuất khẩu. Trong đó, xuất khẩu lao động là ngành mũi nhọn;
- 3 cổ đông sáng lập bao gồm Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX), Công ty Cổ phần Cơ giới, Lắp máy và xây dựng (VIMECO), và Chủ tịch HĐQT Thân Thế Hà, chiếm khoảng 48.96% vốn điều lệ;
- Các công ty do VCM nắm giữ cổ phần chi phối: Công ty Cổ phần Kinh doanh Vinaconex (VINATRA) với 51% và Công ty Cổ phần Phát triển Nhân lực và Thương mại Việt Nam (VINAMEX) với 68.77%;
- Năm 2009, Công ty đạt 21.7 tỷ lợi nhuận sau thuế trên vốn điều lệ 30 tỷ, khá cao so với các doanh nghiệp khác cùng ngành. Doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu thương mại, nhưng hoạt động xuất khẩu lao động lại chiếm tỷ suất lợi nhuận cao hơn;
- Lợi thế của công ty: (i) vị trí của Công ty trong ngành; (ii) mở rộng phát triển kinh doanh ngành bất động sản với lợi thế được ưu tiên quyền mua; (iii) thừa kế thương hiệu Vinaconex;
- Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp: chiết khấu dòng tiền và so sánh với các doanh nghiệp khác trong ngành (P/E) để định giá VCM. Giá ước tính của VCM là 41,400 VND/CP.

Mã chứng khoán	VCM
Sàn niêm yết	HNX
Ngày niêm yết	11/5/2010
Giá mục tiêu (VND)	41,400
Số lượng cổ phiếu lưu hành	3,000,000
Vốn hóa tại mức giá mục tiêu (tỷ)	124
EPS 2009 (VND)	7,000
BVPS 2009 (VND)	17,000

Cổ đông	Số lượng	% sở hữu
VINACONEX	1,326,000	44.2%
VIMECO	130,000	4.3%
Cổ đông khác	1,544,000	51.5%
Tổng	3,000,000	100.0%

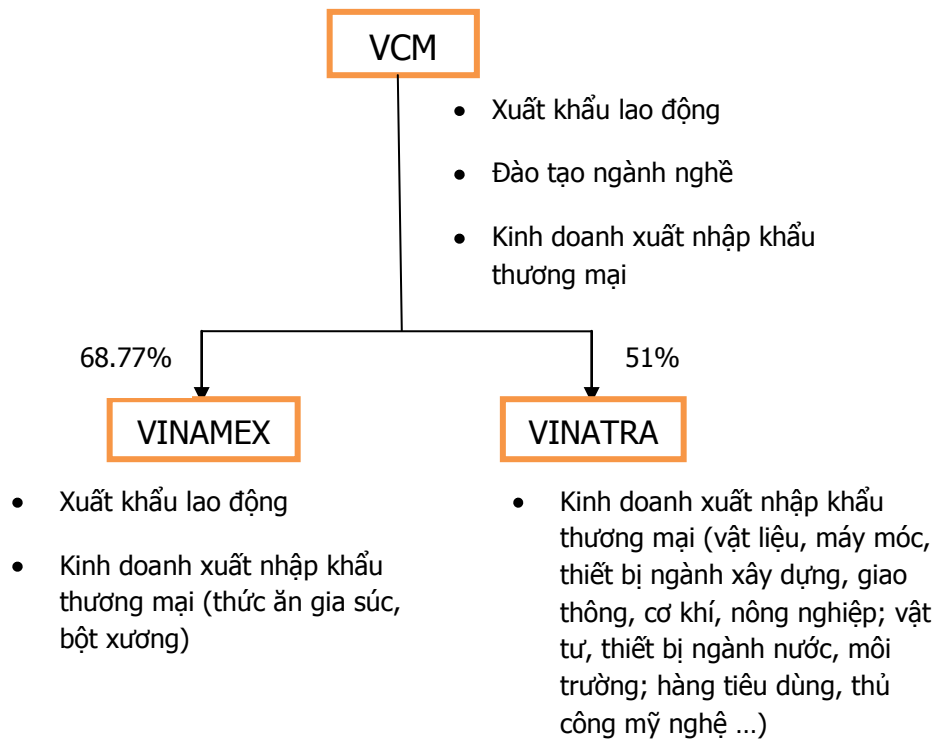
Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc: Thân Thế Hà
Kế toán trưởng: Nguyễn Tiến Đạt

Trụ sở chính:

Tầng 1, Tòa nhà 17T6, Khu đô thị Trung Hòa-Nhân Chính, Thanh Xuân, Hà Nội

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tiền thân là Trung tâm Xuất khẩu lao động trực thuộc Tổng công ty Xuất nhập khẩu Xây dựng Việt Nam, Công ty cổ phần Nhân lực và Thương mại VINACONEX (VINACONEX MEC) chính thức được thành lập vào ngày 03/05/2007.



Bảng 1: Cơ cấu tổ chức của Công ty mẹ - con

Doanh thu chủ yếu của Công ty đến từ 2 hoạt động: xuất khẩu lao động và xuất nhập khẩu hàng hóa. Xuất khẩu lao động chỉ chiếm 19.48% doanh thu trong năm 2009, nhưng đóng góp phần lớn lợi nhuận do tỷ suất lợi nhuận cao (61.5%).

Ngoài ra, VCM đang đầu tư xây dựng một Nhà máy sản xuất viên nén nhiên liệu phục vụ xuất khẩu tại tỉnh Phú Thọ. Nhà máy có công suất khoảng 30,300 tấn sản phẩm/ năm, với doanh thu trung bình khoảng 40 tỷ/ năm và dự kiến sẽ đem lại doanh thu cho Công ty từ Quý IV/2010. Công ty còn sở hữu hai khu văn phòng cho thuê ở Trung tâm thương mại Vinaconex số 8 đường Quang Trung, Hà Đông và Dự án N05 khu đô thị Đông Nam Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội. Công ty còn có hoạt động kinh doanh du lịch, không đóng góp nhiều vào kết quả kinh doanh, chủ yếu phục vụ Tổng công ty và các công ty con khác.

LUẬN CHỨNG ĐẦU TƯ

Lợi thế của công ty trong ngành

Hiện nay có hơn 160 doanh nghiệp được cấp giấy phép dịch vụ đưa người lao động đi nước ngoài. VCM được Bộ Lao động, Thương binh và Xã hội đánh giá là 1 trong những đơn vị đứng đầu trong cả nước về hoạt động xuất khẩu lao động. Mặc dù nền kinh tế toàn cầu rơi vào khủng hoảng, năm 2009, Công ty vẫn xuất khẩu được 2,156 người, chiếm 2.95% thị phần. Theo thống kê của Cục Quản lý lao động nước ngoài, trong 3 tháng đầu năm 2010, tổng số lao động được đưa ra nước ngoài làm việc là 16,851 người, trong đó, Công ty đã xuất khẩu được 382 người, chiếm 2.27%.

Công ty còn được Cục quản lý lao động nước ngoài lựa chọn là đơn vị thí điểm đưa lao động huyện nghèo đi làm việc ở nước ngoài, được Nhà nước hỗ trợ kinh phí để đào tạo nghề và đang rất thành công. So với các doanh nghiệp khác, VCM có lợi thế về thủ tục xuất cảnh, là đơn vị duy nhất được Bộ Công an tạo điều kiện trong việc làm hộ chiếu cho người lao động. Công ty có thể tập hợp hết hồ sơ của người lao động và nộp lên Bộ Công an để làm hộ chiếu, thay vì người lao động phải tự đi làm.

Ngoài ra, nhờ có quá trình tuyển chọn và đào tạo lao động một cách chuyên nghiệp, người lao động đi xuất khẩu qua Công ty đều chấp hành tốt kỷ luật, hoàn thành hợp đồng lao động và không gây ra bất kỳ một vụ rắc rối nào ở nước ngoài. Vì vậy, thương hiệu VINACONEX MEC ngày càng có uy tín trên thị trường.

Mở rộng phát triển kinh doanh ngành bất động sản

Công ty hiện đang sở hữu hai khu diện tích văn phòng cho thuê tại Trung tâm thương mại Vinaconex, số 8 đường Quang Trung, Hà Đông và Dự án N05 khu đô thị Đông Nam Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội. Mặc dù tổng diện tích cho thuê không lớn nhưng cũng đóng góp được một phần doanh thu cho Công ty (0.3%). Hiện nay, Công ty đang có hướng phát triển đầu tư thêm vào lĩnh vực bất động sản, tuy nhiên chỉ tập trung ở mảng cho thuê văn phòng. Một trong những ưu thế của Công ty trong mảng đầu tư này là được hưởng ưu tiên quyền mua đối với những dự án bất động sản của Tổng công ty.

Thừa kế thương hiệu VINACONEX

Ngay từ năm 1988, khi Tổng công ty Xuất nhập khẩu Xây dựng Việt Nam (VINACONEX) được thành lập đã có nhiệm vụ quản lý các cán bộ, công nhân ngành xây dựng làm việc ở các nước như Bulgaria, Tiệp Khắc, Liên Xô cũ, Iraq. Trong hơn 20 năm hoạt động, Công ty đã đưa được gần 70,000 lượt lao động, kỹ sư và chuyên gia đi làm việc tại trên 20 nước trên thế giới với nhiều nhóm ngành nghề đa dạng. Với xuất thân là một Trung tâm xuất khẩu lao động của VINACONEX, Công ty không những được thừa hưởng thương hiệu VINACONEX nổi tiếng uy tín lâu đời mà còn được sự trợ giúp về mặt nhân lực. Thành phần Ban Giám đốc và Hội đồng Quản trị của Công ty gồm những người đã có nhiều năm công tác trong lĩnh vực xuất nhập khẩu của Tổng công ty. Mỗi quan hệ lâu năm của Tổng công ty với các cơ quan chức năng, ban ngành và các đối tác nước ngoài cũng góp phần không nhỏ vào sự phát triển và thành công của VCM.

Thị trường xuất khẩu lao động tiềm ẩn nhiều rủi ro

(i) Phụ thuộc vào tình hình kinh tế - chính trị dẫn đến rủi ro cắt giảm lao động

Tình hình kinh tế - chính trị của các nước trên thế giới, đặc biệt là những nước có nhu cầu nhập khẩu lao động cao có ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty. Khủng hoảng tài chính trong năm 2008, 2009 đã đẩy nền kinh tế thế giới bước vào giai đoạn suy thoái. Các nước trên thế giới phải tiến hành chính sách cắt giảm lao động, chủ yếu tập trung trong lĩnh vực xây dựng, sản xuất, chế tạo, dịch vụ, những lĩnh vực lâu nay vốn là thế mạnh của lao động xuất khẩu Việt Nam. Ngoài việc số lượng người lao động xuất khẩu trong năm bị giảm, còn có nguy cơ các lao động đang làm việc ở nước ngoài phải về nước trước thời hạn. Năm 2009, toàn quốc xuất khẩu được 73,028 lao động, giảm 16.09% so với năm 2008.

Tuy nhiên, để quản lý việc tác động của môi trường kinh tế vĩ mô, Công ty đã thường xuyên liên lạc với các đối tác nước ngoài để cùng nhau đưa ra các dự báo về nhu cầu lao động trong năm, trong đó đã có tính đến tác động của khủng hoảng kinh tế. Vì vậy, mặc dù năm 2009 vẫn còn chịu ảnh hưởng của cuộc suy thoái, doanh thu xuất khẩu lao động của Công ty trái lại, tăng 58.4% so với năm 2008.

(ii) Thách thức về chất lượng lao động xuất khẩu

Hiện nay, thị trường đang thừa nguồn cung lao động phổ thông và thiếu nguồn cung lao động có tay nghề cao. Để đáp ứng nhu cầu này, Công ty đã có một hệ thống gồm 2 trường có chất lượng để đào tạo dạy nghề, nâng cao tay nghề, ngoại ngữ và giáo dục định hướng cho các kỹ sư, quản lý và lao động trước khi đi làm việc ở nước ngoài. Hiện nay, đội ngũ lao động có tay nghề cao của VCM đã lên đến hơn 2,000 người để đề phòng nguy cơ nhu cầu cho lao động phổ thông giảm, Công ty vẫn có nguồn cung lao động tay nghề cao, đạt được doanh thu xuất khẩu lao động do Công ty đề ra.

(iii) Niềm tin của người lao động vào các công ty xuất khẩu lao động

Trước nhu cầu cấp thiết của nhiều người muốn được đi làm ở nước ngoài, tại một số tỉnh, thành phố đã xuất hiện những nhóm, công ty được thành lập để lừa đảo người lao động. Nạn nhân thường là những người dân lao động nghèo khó, gặp khó khăn, có nhu cầu đi làm việc ở nước ngoài nhưng không có trình độ, hiểu biết. Các hình thức lừa đảo thường là làm giả các chứng chỉ, hồ sơ, hợp đồng lao động để thu trước tiền phí dịch vụ, tiền ký quỹ của người lao động. Việc này đã tạo ảnh hưởng không nhỏ đến những công ty làm ăn quy mô, chân chính.

Tuy nhiên, do được thừa hưởng thương hiệu VINACONEX với hơn 20 năm hoạt động trong lĩnh vực xuất khẩu lao động, Công ty hoàn toàn không gặp rủi ro nào trong việc bị ảnh hưởng đến uy tín này.

Tốc độ tăng trưởng phụ thuộc vào hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa với lợi nhuận thấp

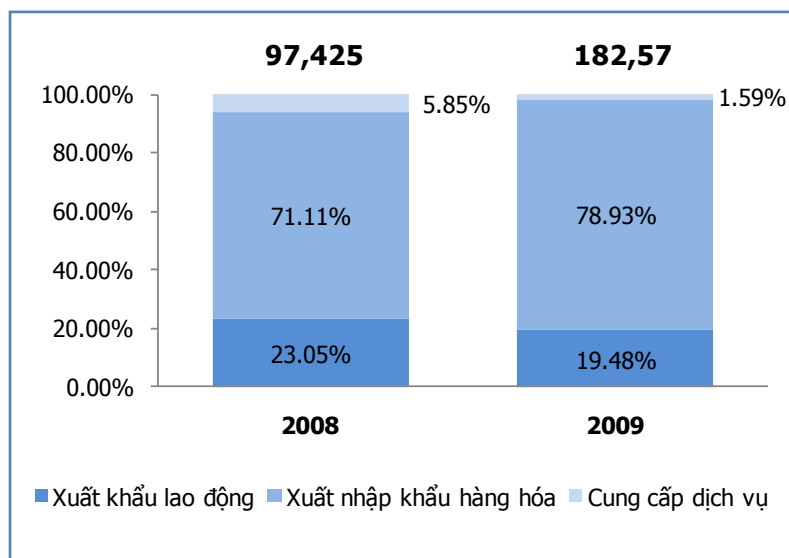
Trong năm 2009, doanh thu từ mảng xuất nhập khẩu hàng hóa chiếm 78.9%, trong khi tỷ suất lợi nhuận chỉ đạt được 5%. Trong khi đó, doanh thu mảng xuất khẩu hàng hóa chỉ chiếm 19.5% tổng doanh thu nhưng tỷ suất lợi nhuận lại đạt đến 61.5%. Theo kế hoạch kinh doanh dự kiến cho các năm 2010 – 2012, doanh thu từ xuất khẩu lao động có xu hướng chững lại, trong khi doanh thu từ xuất nhập khẩu hàng hóa dự kiến mỗi năm sẽ tăng 10%. Với thực tế tỷ suất lợi nhuận từ mảng nhập khẩu hàng hóa thấp, việc này sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận chung của toàn công ty trong những năm sau.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

(triệu Đồng)	2008A	2009A
Doanh thu	97,425	182,572
Xuất khẩu lao động	22,453	35,569
Xuất nhập khẩu hàng hóa	69,277	144,096
Cung cấp dịch vụ	5,695	2,907
Lợi nhuận sau thuế	10,737	21,682
Vốn điều lệ	20,000	30,000
Tổng tài sản	267,042	220,025
Nợ ngắn hạn	39,343	59,994
Nợ dài hạn	138,451	146,528

Bảng 2: Tình hình hoạt động của VCM năm 2008 – 2009

Doanh thu



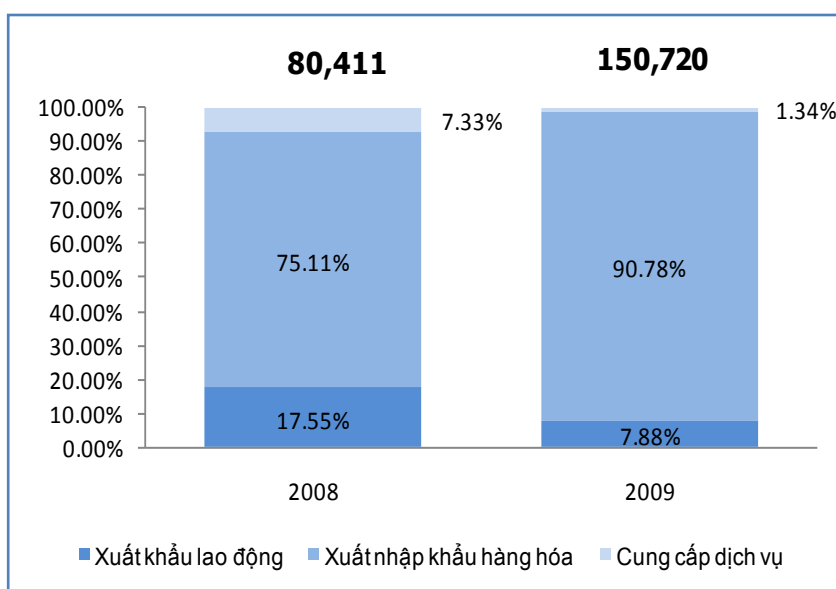
Bảng 3: Doanh thu của các hoạt động kinh doanh (%)

Bất chấp khủng hoảng kinh tế năm 2009, doanh thu từ xuất khẩu lao động năm 2009 tăng 58.4% so với năm 2008.

Năm 2009, doanh thu từ xuất nhập khẩu hàng hóa tăng đột biến (108%) so với năm 2008 do Công ty con VINATRA đã ký được hợp đồng cung cấp ống gang cho dự án phát triển mạng lưới cấp nước Tây Nam Hà Nội với tổng giá trị hơn 3 triệu USD và rất nhiều hợp đồng xuất nhập khẩu hàng hóa khác.

Mảng cung cấp dịch vụ bao gồm việc cho thuê khu văn phòng ở Trung tâm thương mại Vinaconex số 8 đường Quang Trung, Hà Đông và tổ chức các tour du lịch cho các công ty con của Tổng công ty. Doanh thu năm 2009 giảm so với năm 2008 là do các tour du lịch giảm. Hoạt động này hầu như không đóng góp vào kết quả kinh doanh của VCM.

Chi phí



Bảng 4: Chi phí theo các hoạt động kinh doanh (%)

Năm 2009, chi phí cho mảng xuất khẩu lao động giảm gần 50% so với năm 2008 do Công ty đã thay đổi cách hạch toán các chi phí có liên quan. Trong năm 2008, chi phí lương của các cán bộ làm việc ở văn phòng đại diện nước ngoài được phân bổ cho từng thị trường lao động. Tuy nhiên, đến năm 2009, chi phí này đã được đưa vào chi phí quản lý nên chi phí cho mảng xuất khẩu lao động đã giảm một cách đáng kể.

Song song với việc doanh thu từ xuất nhập khẩu hàng hóa tăng 108%, chi phí cũng tăng 126.5% so với năm 2008. Nguyên nhân của việc chi phí tăng trưởng cao hơn doanh thu là do trong năm 2009, VINATRA mở rộng hoạt động nhập khẩu ống gang, với mức lợi nhuận gộp thấp hơn trung bình các mặt hàng khác năm 2008.

Nợ ngắn hạn và dài hạn

Tính đến ngày 31/12/2009, nợ ngắn hạn của Công ty vào khoảng 60 tỷ, trong đó có hai khoản chủ yếu là từ việc 2 công ty con trả tiền trước và tiền để làm thủ tục xin visa, mua vé máy bay cho người lao động.

Nợ dài hạn của VCM chiếm tỷ trọng đáng kể, gấp 2.5 lần nợ ngắn hạn. Thực chất, đây không phải là khoản vay nợ của Công ty mà là khoản thu trước của người lao động (phí dịch vụ, tiền ký quỹ ...), do các hợp đồng xuất khẩu lao động thường kéo dài vài năm nên Công ty hạch toán vào khoản vay và nợ dài hạn.

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2010 -2012

	2010E	2011E	2012E
Doanh thu (triệu VNĐ)	179,600	226,750	247,050
<i>Xuất khẩu lao động</i>	<i>35,000</i>	<i>36,750</i>	<i>36,750</i>
<i>Xuất nhập khẩu hàng hóa</i>	<i>130,000</i>	<i>143,000</i>	<i>157,300</i>
<i>Kinh doanh viên nén</i>	<i>10,000</i>	<i>40,000</i>	<i>46,000</i>
<i>Cho thuê văn phòng</i>	<i>600</i>	<i>3,000</i>	<i>3,000</i>
<i>Dịch vụ du lịch</i>	<i>4,000</i>	<i>4,000</i>	<i>4,000</i>
Lợi nhuận gộp (triệu VNĐ)	38,180	42,955	49,470
Lợi nhuận sau thuế (triệu VNĐ)	22,406	23,205	27,232
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	30	40	50

Bảng 5: Kế hoạch kinh doanh năm 2010 - 2012

• **Doanh thu**

- *Xuất khẩu lao động*: Do dự báo tình hình xuất khẩu lao động trong năm 2010 không được khả quan, Công ty dự tính doanh thu từ hoạt động này đạt 35 tỷ, trong đó doanh thu từ công ty mẹ sẽ tương đương năm 2009. Năm 2011 dự kiến tăng 5% và năm 2012 mục tiêu đạt được doanh thu của năm 2011;

STT	Hợp đồng	Số lượng người	Doanh thu (USD)	Thời hạn hợp đồng
I	Thị trường LIBYA			
1	LBCD	431	203,520	2/2008 - 2/2010
2	GALVAO	1,091	214,525	2/2009 - 8/2011
3	AG	503	151,820	8/2009 - 8/2011
4	WAHA	2,027	868,400	2009 - 2011
5	HANIL	1,504	548,350	2009 - 2011
6	Andrade Guitierrez	503	311,620	2010 - 2012
II	Thị trường ALGERIA	874	623,340	5/2007 - 5/2010

Bảng 6: Một số hợp đồng đóng góp vào doanh thu 2010 - 2012

- *Xuất nhập khẩu hàng hóa*: Do dự án phát triển mạng lưới cấp nước Tây Nam Hà Nội đã kết thúc, Công ty dự kiến doanh thu xuất nhập khẩu hàng hóa năm nay chỉ đạt 130 tỷ, tăng 10% so với năm trước;
- *Kinh doanh viên nén*: với dự kiến nhà máy sản xuất viên nén sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong Quý IV/2010, doanh thu từ mảng kinh doanh này hy vọng đạt được 10 tỷ trong năm 2010. Năm 2011, khi nhà máy đã bắt đầu được hoạt động hết công suất, doanh thu dự kiến sẽ là 40 tỷ, và từ các năm sau sẽ tăng trưởng khoảng 15%, với tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 20%;
- *Cho thuê văn phòng*: trong năm 2010 sẽ vẫn chỉ có khu văn phòng ở Trung tâm thương mại Vinaconex số 8 đường Quang Trung, Hà Đông được sử dụng với mục đích cho thuê, vì vậy doanh thu từ mảng này là 600 triệu (bằng với doanh thu năm 2009). Tuy nhiên, sang năm 2011, do khu văn phòng ở Dự án N05 khu đô thị Đông Nam Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội sẽ được đưa vào sử dụng, dự kiến doanh thu cho năm 2011 và 2012 khoảng 3 tỷ cho mỗi năm;
- *Dịch vụ du lịch*: Dự kiến không có nhiều biến động so với năm 2009.

- ***Giá vốn hàng bán:***
 - Giá vốn hàng bán của các hoạt động kinh doanh vẫn được dự kiến giữ vững bằng các năm cũ với xuất khẩu lao động chiếm 30% doanh thu, xuất nhập khẩu hàng hóa chiếm 95% doanh thu, cho thuê văn phòng chiếm 33% doanh thu, dịch vụ du lịch chiếm 98% doanh thu;
 - Riêng mảng kinh doanh sản xuất viên nén, dự kiến năm đầu tiên giá vốn hàng bán sẽ chiếm khoảng 80% doanh thu, năm 2011 sẽ giảm xuống còn 80% và 2012 sẽ là 70%.
- ***Doanh thu từ hoạt động tài chính:*** chủ yếu đây là doanh thu từ lãi tiền gửi, dự kiến các năm sau sẽ chỉ thu được khoảng 10 tỷ do lãi suất giảm.
- ***Chi phí bán hàng & quản lý, điều hành:*** dự kiến mỗi năm tăng 6% do việc tăng quỹ lương cho nhân viên. Tuy nhiên, nếu tính theo % doanh thu thì mức tăng này sẽ giảm dần theo từng năm.
- ***Thuế thu nhập:*** 25% theo quy định hiện hành.
- ***Vốn điều lệ:*** Công ty dự kiến trong năm 2010 vẫn giữ nguyên vốn điều lệ. Tuy nhiên, năm 2011 có kế hoạch tăng vốn lên 40 tỷ và năm 2012 tăng lên 50 tỷ. Số vốn tăng thêm này sẽ có được từ việc phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu và nhân viên của Công ty, ngoài ra một phần nhỏ sẽ từ lợi nhuận giữ lại của năm trước.

ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Để định giá VCM chúng tôi sử dụng 2 phương pháp: DCF (chiết khấu dòng tiền) và so sánh tương đối với các doanh nghiệp khác cùng ngành sử dụng chỉ số P/E.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng 1 số giả định để tính toán dòng tiền (xem trang tiếp theo) trong tương lai của VCM dựa trên (i) kết quả hoạt động kinh doanh trong quá khứ và dự kiến trong tương lai; (ii) trao đổi với doanh nghiệp; và (iii) ước tính của SMES dựa trên trung bình ngành.

(triệu VND)		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT		1,502	14,940	20,262	23,940	29,310
- Thuế	25%	(376)	(3,735)	(5,065)	(5,985)	(7,327)
+ Khấu hao		2,723	1,833	2,333	2,833	3,333
- Mua sắm TSCĐ		(32,229)	(21,607)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
- Tăng VLĐ			(6,771)	(2,343)	(2,828)	(1,198)
FCF			(15,340)	13,686	16,460	22,618
Dòng tiền sau năm 2012						140,670
Giá trị doanh nghiệp	108,508					
Nợ ròng (cuối năm 2009)	(21,638)					
Giá trị doanh nghiệp (cổ đông)	130,146					
Số lượng CP	3,000,000					
Giá CP	43,382					

Giá của VCM được chúng tôi định giá theo phương pháp DCF là **43,382 VND** trên một CP.

Phương pháp so sánh với các doanh nghiệp khác cùng ngành (P/E):

Chúng tôi cũng sử dụng chỉ số P/E của các công ty niêm yết cùng ngành để xác định giá trị doanh nghiệp. Do VCM đang hoạt động trong 2 lĩnh vực chính, P/E trung bình được tính theo bình quân theo doanh thu của 2 lĩnh vực hoạt động chính là xuất khẩu lao động và xuất nhập khẩu hàng hóa:

Tên công ty	Mã CK	Số lượng cổ phiếu	Giá (*) (VND)	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E 2009
Nhóm ngành xuất khẩu lao động					
Công ty CP Simco Sông Đà	SDA	9,099,821	57,100	520	14.04x
Trung bình					14.04x
Nhóm ngành xuất nhập khẩu hàng hóa					
Công ty CP sản xuất và kinh doanh kim khí	KKC	5,200,000	50,800	264	9.11x
Công ty CP xuất khẩu Tổng hợp I Việt Nam	TH1	8,892,592	58,900	524	6.63x
Công ty CP thương mại XNK Thiên Nam	TNA	7,999,749	41,300	330	12.71x
Công ty CP SXKD XNK Bình Thạnh	GIL	9,839,818	38,000	374	6.68x
Công ty CP Đầu tư thương mại SMC	SMC	14,652,745	34,800	510	6.99x
Trung bình					8.42x

(*) Giá đóng cửa ngày 27/4/2010

Bảng 7: Thông tin các công ty niêm yết cùng ngành

EPS năm 2009 (VCM) = 7,000

Giá dựa trên P/E = 39,395 VND

Kết luận: Sử dụng trung bình của 2 phương pháp, VCM được định giá **41,400 VND/CP**

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
Giả định:					
Vốn lưu động					
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	70	57	64	64	64
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	16	39	28	28	28
Vòng quay khoản phải trả (ngày)	17	44	31	31	31
Tài sản ngắn hạn khác (% doanh thu)	5.85%	5.23%	5.23%	5.23%	5.23%
Các khoản phải trả ngắn hạn khác (% doanh thu)	19.50%	12.30%	12.30%	12.30%	12.30%
Mua sắm tài sản cố định	32,229	21,607	1,500	1,500	1,500
Mua sắm phục vụ việc mở rộng SX			-	-	-
Mua sắm phục vụ việc duy trì hoạt động của công ty			1,500	1,500	1,500
Khấu hao					
Khấu hao tài sản mua sắm mới (năm)			3	3	3
Tính toán: (triệu VND)					
Vốn lưu động	(11,398)	(4,627)	(2,284)	544	1,742
Thay đổi vốn lưu động so với năm trước		6,771	2,343	2,828	1,198
Khấu hao tài sản	2,723	1,833	2,333	2,833	3,333
<i>Tài sản hiện hữu</i>			1,833	1,833	1,833
<i>Tài sản mua mới</i>			500	1,000	1,500
Các chỉ số chính khác					
Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm (rf)	12.40%		(1)		
Beta	1		(2)		
MRP (phần bù rủi ro)	6%		(3)		
WACC	18.40%				
g	2.00%		(4)		

(1): Lãi suất trái phiếu Chính Phủ 10 năm ngày 4/5/2010;

(2): Beta = 1 do các ngành VCM đang hoạt động có tính chu kỳ cao – giả sử beta trở lại mức trung bình dài hạn;

(3): MRP: Trung bình thế giới dài hạn;

(4): g = 2% - Trung bình thế giới dài hạn

Bảng 8: Các giả định dùng trong phương pháp DCF

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản tin cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

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

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của SMES đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán SME, 2010.

KHOẺ PHÂN TÍCH – ĐẦU TƯ

Nguyễn Việt Hùng – Giám đốc Khối Phân tích – Đầu tư

Nguyễn Thùy Anh – Chuyên viên Phân tích



TRỤ SỞ CHÍNH:

39 Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (84-4) 22205678 (ext. 408)
Fax: (84-4) 22205668

CHI NHÁNH HCMC:

11 Trần Quốc Thảo, Quận 3, HCMC
Tel: (84-4) 39147388
Fax: (84-4) 39308707

E: research@smes.vn

W: <http://www.smes.vn>