



VE2 (HNX) *CTCP XÂY DỰNG ĐIỆN VNECO2*

Giá hiện tại: 39,100 đ/cp

Giá hợp lý : 27,500 – 29,000 đ/cp

Trịnh Ngọc Duyên - duyentn@hbse.com.vn



NGÀY NIÊM YẾT

26/07/2010

Bảng 1: Thông tin chung

Tên pháp định:	CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG ĐIỆN VNECO2
Tên quốc tế:	Vneco2 Electricity Construction Joint Stock Company
Tên viết tắt:	VNECO2
Vốn điều lệ:	20 tỷ đồng
Trụ sở chính:	13 Mai Hắc Đế - thành phố Vinh – tỉnh Nghệ An
Điện thoại:	0383 842 195
Fax:	0383 840 944
Website	http://www.vneco2.sgd.vn

Bảng 2: Một số chỉ số tài chính

CHỈ SỐ	
BV	11,410 đ
EPS dự kiến	1,813 đ
PE	21.566
PB	3.427

Nguồn: HBS Research

Nguồn: Bản cáo bạch - Công ty Cổ phần Xây dựng điện Vneco2

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

Bảng 3: Các chỉ tiêu tài chính cơ bản năm 2008 – 2009

	2008	2009
Tổng tài sản (tỷ đồng)	36.634	36.483
DTT (tỷ đồng)	19.926	15.935
LNST (tỷ đồng)	1.491	3.127
Cổ tức (%)	8.87%	15%

Nguồn: Tổng hợp

KẾ HOẠCH 2010-2011

Bảng 4: Một số chỉ tiêu kế hoạch năm 2010

	Quý I năm 2010	2010E
Vốn điều lệ	18.611	18.611
DTT(tỷ đồng)	0.036	22.00
LNST(tỷ đồng)	0.003	3.375
LNST/DTT	8.33%	15.34%
LNST/Vốn điều lệ	0.016%	18.13%
Cổ tức/ Vốn điều lệ	-	15%

Nguồn: Tổng hợp

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

Công ty Cổ phần Xây dựng điện VNECO2 được thành lập từ năm 1990, tiền thân là Trung tâm Thiết kế và Xây lắp lưới điện phân phối được thành lập theo Quyết định số 1890 XLĐ3/P6 ngày 28/06/1990 của Giám đốc Công ty Xây lắp điện 3.

Ngày 30/06/1993 Bộ Năng lượng (nay là Bộ Công Thương) đã có Quyết định số 567 NL/TCCB-LĐ thành lập Xí nghiệp Xây dựng điện và vật tư trực thuộc Công ty Xây lắp điện 3 theo Nghị định 388/HĐBT trên cơ sở Trung tâm Thiết kế và Xây lắp lưới điện phân phối.

Thực hiện sắp xếp đổi mới hoạt động các đơn vị trực thuộc trong mô hình Công ty mẹ - Công ty con, ngày 05/06/2003 Bộ trưởng Bộ công nghiệp đã có Quyết định số 95/2003/QĐ-BCN về việc chuyển xí nghiệp Xây dựng điện và Vật tư thành Công ty Xây lắp điện 3.2 (Thuộc loại hình Công ty TNHH Nhà nước một thành viên) trực thuộc Công ty Xây lắp điện 3.

Căn cứ Quyết định số 159/2004/QĐ-BCN ngày 06/12/2004 của Bộ Công nghiệp về việc chuyển Công ty Xây lắp điện 3.2 thành Công ty Cổ phần Xây lắp điện 3.2, thực hiện Nghị quyết Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2006 đổi tên Công ty cổ phần Xây lắp điện 3.2 thành Công ty Cổ phần Xây dựng điện VNECO2

Bảng 5: Quá trình tăng vốn điều lệ

Thời điểm	Vốn tăng thêm (tỷ đồng)	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)
12/2004		5.2
02/2007	6.5	11.7
03/2008	8.3	20

Nguồn: Tổng hợp

LĨNH VỰC KINH DOANH

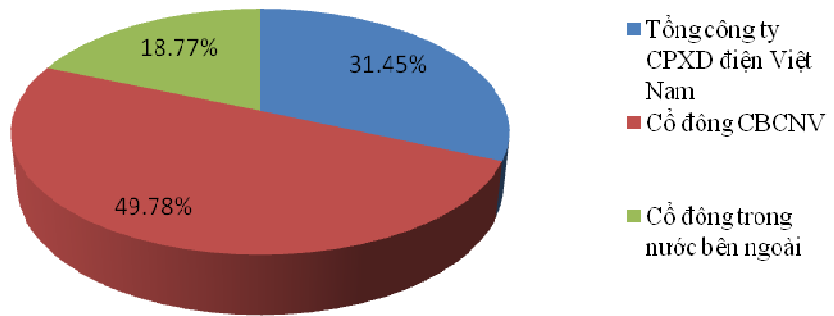
Ngành nghề kinh doanh chính:

- Xây lắp các công trình điện năng (hệ thống lưới điện và trạm biến áp đến 500KV, các công trình nguồn điện);
- Xây dựng công trình dân dụng, công nghiệp, giao thông, thủy lợi, công trình hạ tầng kỹ thuật đô thị;
- Sản xuất mua bán các loại vật liệu xây dựng (gạch Block, gạch Terrazzo, gạch Daramic), các sản phẩm bê tông;
- Khai thác đá;
- Gia công, chế tạo vật tư, phụ kiện phục vụ cho xây lắp các công trình điện;
- Sản xuất các thiết bị cơ khí, cột thép;
- Mua bán vật tư thiết bị điện;
- Thí nghiệm hiệu chỉnh các thiết bị, phụ kiện điện trong quá trình xây dựng các công trình điện;
- Tư vấn đầu tư, tư vấn xây dựng (bao gồm lập và thẩm định các

- dự án đầu tư, tư vấn quản lý dự án);
- Tư vấn khảo sát công trình xây dựng;
- Đầu tư kinh doanh nhà, dịch vụ nhà đất;
- Mua bán hàng trang trí nội thất, ngoại thất;
- Tư vấn thiết kế quy hoạch, thiết kế công trình;
- Tư vấn giám sát công trình dân dụng, công nghiệp;

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông (30/03/2010)



Nguồn: Bản cáo bạch của CTCP Xây dựng điện VNECO2

TRIỂN VỌNG NGÀNH

- **Về nhu cầu phụ tải:** Đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế - xã hội của cả nước với mức tăng GDP khoảng 8,5% - 9%/năm giai đoạn 2006 - 2010 và cao hơn, dự báo nhu cầu điện nước ta tăng ở mức 17% năm (phương án cơ sở), 20% năm (phương án cao) trong giai đoạn 2006 - 2015, trong đó xác định phương án cao là phương án điều hành, chuẩn bị phương án 22% năm cho trường hợp tăng trưởng đột biến.
- **Về phát triển nguồn điện:** Phát triển phù hợp các trung tâm điện lực ở các khu vực trong cả nước nhằm đảm bảo tin cậy cung cấp điện tại chỗ và giảm tổn thất kỹ thuật trên hệ thống điện quốc gia cũng như đảm bảo tính kinh tế của các dự án, góp phần phát triển kinh tế - xã hội cho từng vùng và cả nước.
 - + Phát triển nguồn điện mới phải tính toán với các phương án đầu tư chiều sâu và đổi mới công nghệ các nhà máy đang vận hành; đáp ứng tiêu chuẩn môi trường; sử dụng công nghệ hiện đại đối với các nhà máy điện mới.
 - + Phát triển các nguồn điện theo các hình thức đã được nhà nước quy định, Bộ Công nghiệp xác định tỷ lệ hợp lý các dự án áp dụng hình thức đầu tư BOT, BOO.

HOẠT ĐỘNG KINH

DOANH

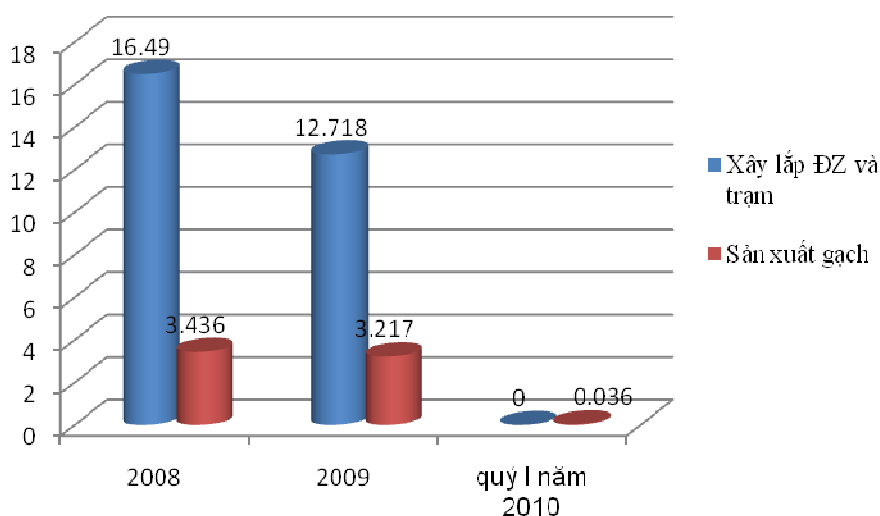
Sản phẩm chính:

- Thi công xây lắp các công trình nguồn điện (nhà máy thủy điện) thi công các công trình truyền tải điện (đường dây và trạm biến áp đến 500 KV);
- Xây dựng dân dụng;
- Sản xuất gạch Block, vật liệu xây dựng.

Tình hình hoạt động kinh doanh

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu năm 2008 – quý I năm 2010

Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: Bản cáo bạch của VE2

Năm 2008

Trong năm 2008, VE2 đạt doanh thu thuần ở mức 19.926 tỷ đồng trong đó hoạt động xây lắp các công trình nguồn điện và truyền tải điện chiếm tỷ trọng 68.61% tổng doanh thu và doanh thu từ hoạt động sản xuất gạch chiếm 29.7%. Do đặc thù của ngành và ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới nên chi phí lớn, tỷ trọng của giá vốn hàng bán lớn chiếm 70.22% nên lợi nhuận sau thuế của VE2 chỉ đạt 1.491 tỷ đồng. Vì lợi nhuận sau thuế không đủ đảm bảo tỷ lệ cổ tức 15% như dự kiến nên VE2 trả cổ tức năm 2008 là 8.87%.

Năm 2009

Doanh thu thuần là 15.935 tỷ đồng_tương đương giảm 20.03% so với năm 2008 do doanh thu từ hoạt động xây lắp các công trình nguồn điện và truyền tải điện giảm 22.87% so với năm 2008. Do chính sách hỗ trợ lãi suất của Nhà nước kết hợp với việc Công ty chủ động trả bớt khoản tiền vay ngân hàng nên chi phí lãi vay giảm 409 triệu đồng so với năm 2008 và tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần giảm xuống còn 68.37%. Nên lợi nhuận sau thuế tăng 109.73% so với năm 2008. Năm nay, công ty có chính sách chi trả cổ tức khá cao (15%_tăng 6.13% so với năm 2008).

Năm 2010

Doanh thu thuần quý 1 năm 2010 đạt 0.036 tỷ đồng, đạt 0.16% so với kế hoạch dự kiến năm 2010 và lợi nhuận sau thuế đạt 0.003 tỷ đồng.

Công ty có định hướng tiếp tục phát huy truyền thống xây lắp các công trình đường dây và trạm biến áp đến 500KV do tập đoàn Điện lực Việt Nam làm chủ đầu tư và các công trình đường dây khác phù hợp với chiến lược phát triển nguồn và hệ thống truyền tải điện của Nhà nước.

VỊ THẾ CÔNG TY

Bảng 6: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp cùng ngành năm 2009

	VE2	VE9	VE1	VE3
TTS (Tỷ đồng)	36.483	111.699	61.201	22.202
VCSH (Tỷ đồng)	22.181	43.928	29.349	16.084
VĐL (Tỷ đồng)	18.611	72.002	30	13.197
DTT (Tỷ đồng)	15.935	59.418	70.374	15.629
LNST (Tỷ đồng)	3.127	5.026	8.726	1.919
LNST/DTT (%)	19.62%	8.46%	12.40%	12.28%
LNST/VĐL (%)	16.80%	6.98%	29.09%	14.54%
ROA (%)	8.57%	4.50%	14.26%	8.64%
ROE (%)	14.10%	11.44%	29.73%	11.93%

Nguồn: HBS Research

Như vậy, VE2 là công ty có quy mô tương đối nhỏ trong ngành xây dựng điện. Công ty có tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ở mức trung bình so với các công ty khác cùng ngành có quy mô tương đương (chỉ cao hơn VE9) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu tương đối cao (chỉ thấp hơn VE1).

DỰ ÁN

Dự án 1: Đầu tư xây dựng Trung tâm thương mại kết hợp văn phòng cho thuê và chung cư cao tầng.

- Địa điểm: ở đường Mai Hắc Đế, thành phố Vinh, tỉnh Nghệ An.
- Quy mô: Tòa nhà VNECO2 cao 15 tầng, diện tích xây dựng 1.000 m², diện tích sử dụng 8.500 m², mật độ xây dựng 45% bao gồm: 01 tầng hầm làm bãi đỗ xe và kho hàng; 03 tầng làm trung tâm thương mại và trung tâm kinh doanh vật liệu xây dựng cao cấp; 02 tầng làm văn phòng cho thuê; 01 tầng kỹ thuật; 09 tầng quy hoạch thành các căn hộ chung cư.

Dự án 2: Dự án đầu tư xây dựng khu chung cư cao tầng và biệt thự.

- Địa điểm: số 13 Mai Hắc Đế, thành phố Vinh, Nghệ An.
- Quy mô:
 - 02 tòa nhà cao từ 15 đến 17 tầng diện tích xây dựng 1.500 m², diện tích sử dụng 15.000 m² gồm: 1 tầng làm bãi đỗ xe, 1 tầng kỹ thuật, còn lại là các căn hộ chung cư (khoảng 160 căn hộ).

- Các biệt thự liền kề có hướng quay ra mặt đường hướng Nam và Tây diện tích xây dựng 1.800 m², sẽ được xây 16 căn hộ, mỗi căn hộ 120 m², xây dựng 3,5 tầng. Bố trí mật độ xây dựng trên khu đất này khoảng 46%, còn lại là đường nội bộ, khu vui chơi ngoài trời và thảm cỏ, cây xanh.

Một số dự án khác:

- Đối với khu đất tại Thị xã Cửa Lò có diện tích 1.800 m², Công ty sẽ đầu tư xây dựng tổ hợp khách sạn, nhà hàng phục vụ nhu cầu du lịch, nghỉ mát, nghỉ dưỡng của du khách hoặc sử dụng vào mục đích khác có hiệu quả hơn.

Bảng 7: Bảng công trình VE2 đang thi công

STT	Công trình	Doanh thu ước tính (tỷ)	LN ước tính (tỷ)
1	công trình ĐZ 500KV Sơn La - Hoà Bình - Nho Quan	8.0	1.7
2	xây dựng vỉa hè phía đông đường Hồng Bàng phường Lê Mao thành phố Vinh	1.0	0.2
3	công trình đường dây 500KV Sơn La - Hiệp Hòa	7.0	1.4
4	Thi công vỉa hè đường Nguyễn Trãi, phường Hà Huy Tập, TP Vinh	0.9	0.2
5	đường dây 500KV Buôn Kốp - Đắk Nông	6.0	1.5
6	sản xuất 1,7 triệu viên gạch lát Block và gạch xây Block	2.0	0.2

NHẬN ĐỊNH

VE2 là công ty có quy mô tương đối nhỏ trong ngành xây dựng. VE2 có tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ở mức trung bình so với các công ty khác có quy mô tương đương nhưng có tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu tương đối cao. Và cùng với sự phát triển của nền kinh tế trong nước, ngành xây dựng có nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai.

Với lợi nhuận dự kiến năm 2010 là 3.375 tỷ đồng, với vốn điều lệ là 18.611 tỷ đồng, số lượng cổ phiếu năm 2010 là 1.8611 triệu cổ phiếu. Chúng tôi dự kiến EPS dự kiến năm 2010 của VE2 vào khoảng 1.813 đ/cp.

Hiện tại P/E trung bình của nhóm cổ phiếu ngành xây dựng, thiết bị điện vào khoảng 16 lần. Vì VE2 có quy mô tương đối nhỏ và so sánh với một số công ty có quy mô tương đương thì VE2 có tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản trung bình, các dự án trong năm 2010 không nhiều tuy nhiên 2 dự án chung cư cao tầng và biệt thự sẽ có thể mang lại lợi nhuận lớn cho VE2. Do đó, chúng tôi ước lượng P/E hợp lý của VE2 năm 2010 dao động từ 15 - 16 lần. Do đó mức giá hợp lý của VE2 năm 2010 vào khoảng 27,500 – 29,000 đ/cp.

KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và lưu hành trong HBS, các chi nhánh và các khách hàng. Báo cáo này không hướng tới hoặc có ý định phân phối cho bất cứ cá nhân hay tổ chức là công dân hoặc sống tại những khu vực và lãnh thổ mà việc phân phối, xuất bản hoặc sử dụng nó trái với quy định và pháp luật của khu vực hoặc lãnh thổ đó.

Báo cáo không được coi là mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đặc biệt của người nhận được bản báo cáo. Thông tin và ý kiến trong báo cáo không và không nên được coi là một đề nghị, khuyến nghị thúc đẩy mua/bán một chứng khoán cụ thể, các thương vụ đầu tư liên quan hoặc các hoạt động đầu tư khác.

Thông tin trong bản báo cáo được lấy từ những nguồn được coi là chính xác và hợp lý tại thời điểm phát hành bản báo cáo. Chúng tôi không đảm bảo rằng bản báo cáo bao hàm tất cả những thông tin nhà đầu tư yêu cầu. HBS hoặc các chi nhánh không đảm bảo các thông tin và ý kiến trong báo cáo là hoàn toàn chính xác, hợp lý, toàn diện và không có sai sót. HBS và chi nhánh không chịu trách nhiệm pháp lý về hậu quả thua lỗ hoặc thiệt hại về tài chính do sử dụng bản báo cáo này.

Các quan điểm thể hiện trong báo cáo là quan điểm cá nhân của người phân tích về chứng khoán hoặc công ty được phân tích. Người phân tích không phải chịu trách nhiệm trực tiếp hoặc gián tiếp về kết luận hoặc khuyến nghị cụ thể nào trong bản báo cáo.

Nhà đầu tư nên tự tiến hành việc thẩm định thông tin trong báo cáo, bao gồm cả xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể, đồng thời tham khảo ý kiến của chuyên gia tư vấn tài chính của mình về các vấn đề luật pháp, kinh doanh, tài chính, thuế trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào liên quan tới các chứng khoán được nêu trong báo cáo.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HÒA BÌNH

HBS – HỢP TÁC CÙNG PHÁT TRIỂN

34 Hai Bà Trưng – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel.: (84 4) 39368866;

HBS RESEARCH

Trưởng phòng Phân tích và Tư vấn : Nguyễn Phúc Thịnh thinhnp@hbse.com.vn

Chuyên viên phân tích : Lê Huy Cường cuonglh@hbse.com.vn
Trịnh Ngọc Duyên duyentn@hbse.com.vn
Vũ Thái Hà havt@hbse.com.vn
Nguyễn Thị Kiều kieunt@hbse.com.vn