

## BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

### Nội dung cập nhật chính

- Tổng công ty CP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX) là một trong số những tổng công ty nhà nước đầu tiên được cổ phần hóa với 4 ngành kinh doanh chính: Xây lắp, Bất động sản, Sản xuất công nghiệp và dịch vụ. Trong đó, công ty mẹ tập trung khai thác 2 lĩnh vực chính là Xây dựng và Kinh doanh bất động sản, các lĩnh vực khác được chuyển dần cho các công ty con và công ty liên kết.
- Lũy kế đến cuối quý 3 năm 2010, công ty mẹ còn hơn 1/2 kế hoạch về doanh số và 1/3 kế hoạch về lợi nhuận trước thuế phải hoàn thành. Điều đáng lưu ý là VCG thường có kết quả kinh doanh đột biến vào quý 4 hàng năm.

Đv: tỷ đồng	Kế hoạch 2010	Thực hiện 3 quý	% kế hoạch	kế
<b>Doanh thu</b>	6.185	2.554	41,29	
<b>LNTT</b>	563,40	345,68	61,36	

- Về kết quả hoạt động của công ty mẹ, con số lợi nhuận sau thuế lũy kế 3 quý cũng như của riêng quý 3 đều sụt giảm so với cùng kỳ năm 2009. Theo đó, số lũy kế giảm 14,4% và số quý 3 giảm 48,6%.
- Tính đến hết quý 3, Lợi nhuận sau thuế lũy kế phân bổ cho cổ đông công ty mẹ thấp hơn Lợi ích cổ đông thiểu số điều này cho thấy các công ty con có kết quả hoạt động tốt hơn công ty mẹ. Nguyên nhân là do sự tái cơ cấu trong hoạt động của tổng công ty với hầu hết các hoạt động phụ được chuyển dịch sang công ty con và công ty mẹ chỉ tập trung vào 2 mảng kinh doanh chính là Xây dựng và Bất động sản.
- Ngày 11/11.2010, VCG đã hoàn tất giao dịch chuyển nhượng 21,8 triệu cổ phiếu của Tổng công ty tại Công ty CP Nước sạch Viwasupco, giảm tỷ lệ sở hữu từ 94,6% (tương ứng với 47,3 triệu cp) xuống còn 51% (tương ứng với 25,5 triệu cp) cho đối tác Acuatico Pte. (Singapore). Giao dịch này được mong đợi sẽ mang lại hơn 300 tỷ đồng thu nhập hoạt động tài chính cho VCG. Nếu tất cả được ghi nhận vào quý 4 năm nay, VCG hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch về LNTT.
- VCG vừa chào bán thành công 115 triệu cổ phiếu phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu và CB CNV theo tỷ lệ 100:61,1603, nâng vốn điều lệ lên 3,000 tỷ đồng. Số cp mới này đã được niêm yết vào ngày 20/12/2010.

**Phòng Phân tích đầu tư, Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
 Chuyên viên: Hoàng Vũ Ngọc Oanh - [OanhHVN@fpts.com.vn](mailto:OanhHVN@fpts.com.vn)

Các chuyên viên thực hiện báo cáo phân tích này không tham gia mua cổ phiếu của công ty được phân tích hay nắm giữ bất kỳ chứng khoán nào của các công ty cạnh tranh trong ngành. Các công bố quan trọng được trình bày ở cuối bản báo cáo này.

### Số liệu thị trường tại ngày 06/01/2011

Vốn hóa TT (tỷ VND)	7.200,00	Giá hiện tại (VND)	24.000
KLGD BQ 30 ngày	1.718.319	Giá cao nhất 52 tuần	60.900
Số CP ĐLH (tr. CP)	403	Giá thấp nhất 52 tuần	19.700
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1.851	P/E năm gần nhất (x)	10,36
EPS điều chỉnh (VND)	2.316	P/B năm gần nhất (x)	4,67
Lãi cổ tức (%)	4,98	% sở hữu nước ngoài	4,31

### Đồ thị giá cổ phiếu



(Nguồn: <http://www.fpts.com.vn/user/chart/>)

### Định giá cổ phiếu

Mã CP	Vốn hóa TT (tỷ VND)	EPS điều chỉnh (VND/cp)	P/E (x)
<b>BCI</b>	2.226	4.456	6,91
<b>CTD</b>	2.122	8.383	8,11
<b>DIG</b>	3.894	9.126	4,36
<b>HAG</b>	24.922	10.163	7,87
<b>HDG</b>	1.519	10.279	7,30
<b>MCG</b>	819	1.635	9,79
<b>SDU</b>	792	4.303	9,34
<b>VNE</b>	678	1.749	6,17
<b>VCG</b>	7.200	2.316	10,36
<b>P/E bình quân</b>			<b>7,48</b>
<b>Giá trị nội tại</b>			<b>17.317,08</b>

(Nguồn: <http://ezsearch.fpts.com.vn>)

Cổ phiếu của các công ty so sánh có P/E bình quân có trọng số theo vốn hóa thị trường đạt 7,48 lần được giả thuyết tương đương với P/E của cp VCG. Với EPS điều chỉnh ở mức 2.316 đồng/cp vào ngày 06/01/2011, cp VCG có giá trị nội tại 17.317 đồng/cp. Tuy nhiên, với những lợi thế dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực xây lắp và bất động sản, có quỹ đất đẹp và sự hỗ trợ của chính phủ, cp VCG được thị trường chấp nhận ở mức P/E 10x. Với mức giá thị trường hiện tại, có thể nói VCG đang được đánh giá đúng với giá trị nội tại. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể chờ cp VCG tiệm cận mức giá ở đáy gần nhất khoảng 20,000 đồng để mua vào.

- ✓ Tổng công ty CP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX) được thành lập ngày 27/09/1988 dưới tên gọi Công ty dịch vụ và xây dựng nước ngoài với chứng năng chính là quản lý công nhân xây dựng trong nước và lao động xuất khẩu đi nước ngoài. Ngày 10/08/1991, Bộ xây dựng đã ra quyết định thành lập VINACONEX với 2 lĩnh vực hoạt động chính là xây dựng và xuất khẩu lao động.

VINACONEX là một trong những tổng công ty nhà nước đầu tiên được cổ phần hóa để tận dụng những thế mạnh của thị trường vốn cho khả năng cạnh tranh cũng như lợi thế kinh tế về quy mô của mình

Tính đến ngày 30/09/2010, VCG có 44 công ty con và 10 công ty liên doanh và liên kết

- ✓ Hoạt động SXKD chính:
  - Đầu tư và kinh doanh bất động sản
  - Xây lắp
  - Tư vấn thiết kế
  - Sản xuất CN và VLXD
  - Xuất khẩu lao động
  - Xuất nhập khẩu máy móc, thiết bị và VLXD
  - Đầu tư tài chính
  - Các lĩnh vực khác như thương mại, du lịch, quản trị khách sạn, khu nghỉ dưỡng, giáo dục đào tạo, bóng đá, bảo hiểm, bảo vệ và dịch vụ đô thị, ...

---

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CHÍNH

---

- Hoạt động chính:
  - Xây dựng

Trong định hướng phát triển lâu dài của Tổng công ty, Xây lắp là một trong hai lĩnh vực hoạt động chủ yếu của VINACONEX và do Tổng công ty với tư cách là Công ty mẹ trong Tổ hợp Công ty mẹ – Công ty con trực tiếp thực hiện. Vinaconex đã không ngừng đầu tư nâng cao năng lực máy móc thiết bị trong xây dựng. VINACONEX luôn coi trọng quan hệ hợp tác với các công ty xây dựng lớn của nước ngoài để cùng nhận thầu thi công các công trình. Các đối tác nước ngoài mà Tổng công ty đã thiết lập quan hệ hợp tác trong lĩnh vực xây lắp bao gồm các đối tác Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài loan, Cộng Hòa Pháp, Italy, Mỹ, Trung Quốc, ...

- Bất động sản

Kinh doanh bất động sản là một trong hai lĩnh vực kinh doanh then chốt của VINACONEX. Theo định hướng phát triển kinh doanh dài hạn, VINACONEX sẽ tiếp tục tập trung phát triển lĩnh vực kinh doanh bất động sản như là một trong hai lĩnh vực hoạt động chủ yếu. Ngoài việc mang lại lợi nhuận cho Tổng công ty, lĩnh vực này còn hỗ trợ cho các lĩnh vực khác như xây lắp, sản xuất công nghiệp, vật liệu xây dựng cùng phát triển. VINACONEX sẽ không ngừng củng cố và phát triển các đơn vị thành viên hoạt động trong lĩnh vực này, hình thành các đơn vị chuyên kinh doanh bất động sản và đa dạng hóa các loại hình đầu tư và kinh doanh bất động sản.

- Các lĩnh vực hoạt động khác : đang dần được chuyển giao cho các công ty con và công ty liên kết để tập trung vào hoạt động chính.

- Sản xuất công nghiệp:

Lĩnh vực sản xuất công nghiệp và sản xuất vật liệu xây dựng đóng một vai trò quan trọng, góp phần tạo cơ cấu phát triển bền vững cho toàn Tổng công ty. Các sản phẩm sản xuất công nghiệp của VINACONEX và

---

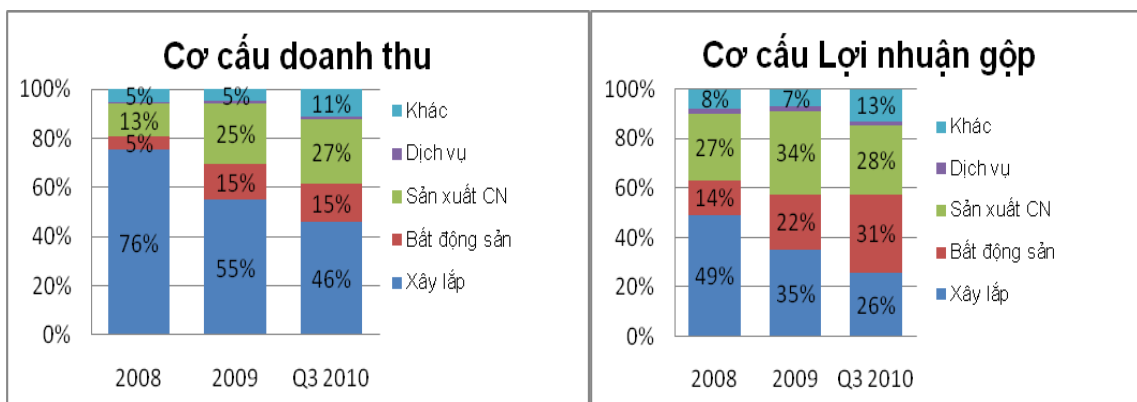
các đơn vị thành viên sản xuất gồm: xi măng, điện năng, nước sạch, đá ốp lát, gạch xây dựng, ống sợi, kính an toàn, ống nhựa, bê tông thương phẩm, bê tông đúc sẵn và các sản phẩm khác

- Dịch vụ: Tư vấn thiết kế, Xuất nhập khẩu và xuất khẩu lao động, Giáo dục đào tạo, Thương mại dịch vụ, ...

Lợi nhuận gộp biên	2008	2009	Q3 2010
<b>Xây lắp</b>	4,7%	8,8%	9,3%
<b>Bất động sản</b>	19,1%	20,3%	33,9%
<b>Sản xuất công nghiệp</b>	14,7%	18,8%	17,6%
<b>Dịch vụ</b>	19,4%	22,8%	22,7%
<b>Các dịch vụ khác</b>	11,3%	19,4%	19,0%

(Nguồn: VCG, FPTIS)

Từ trước đến nay, Doanh thu của VCG được đóng góp chủ yếu từ hoạt động xây lắp chiếm tới 76% doanh thu năm 2008, 55% năm 2009 và giảm xuống 46% trong 9 tháng đầu năm nay do sự gia tăng của các hoạt động khác đặc biệt là Bất động sản và Sản xuất công nghiệp. Về lợi nhuận gộp, hoạt động xây lắp và bất động sản cũng là 2 mảng chính. So với kết quả của các năm liền trước, Bất động sản dần tăng trưởng về mặt tỷ trọng đóng góp vào Lợi nhuận gộp một cách đáng kể (từ 14% năm 2009 lên 22% năm 2009 và 31% trong 9 tháng đầu năm nay) trong khi đó Xây dựng lại sụt giảm (49% - 2008, 35% - 2009 và 26% - 9 tháng đầu năm 2010). Nguyên nhân là do kinh doanh Bất động sản mang lại lợi nhuận biên cao hơn. Trong dài hạn, VCG định hướng tập trung phát triển 2 mảng Xây dựng và Bất động sản. Ngoài ra, chúng tôi cũng thất vọng Sản xuất công nghiệp của tổng công ty có nhiều triển vọng.



(Nguồn: VCG, FPTIS)

BC Lãi/(Lỗ) (triệu đồng)				Chỉ số tài chính			
	3Q 2010	2009	2008		3Q 2010	2009	2008
Doanh thu thuần	9.995.734	13.017.168	9.583.214	DT thuần YoY (%)	29,46	35,83	N/A
Lợi nhuận gộp	1.597.699	1.767.379	698.832	LNthuần YoY (%)	62,59	(58,64)	N/A
Thu nhập tài chính	700.176	409.051	307.589	VCSH YoY (%)	(14,02)	85,98	N/A
Chi phí tài chính	1.121.610	687.181	305.949	Tổng tài sản YoY (%)	11,48	20,82	N/A
Lợi nhuận thuần HĐKD	333.449	555.222	100.377	Lợi nhuận gộp biên 4 quý gần nhất (%)	15,98	13,58	7,29
Lợi nhuận trước thuế	483.434	191.417	545.698	Lợi nhuận thuần biên 4 quý gần nhất (%)	3,34	4,27	1,05
Thuế TNDN	182.399	256.727	77.058	ROA 4 quý gần nhất (%)	0,02	0,82	2,18
Lợi nhuận sau thuế	318.398	203.485	491.945	ROE 4 quý gần nhất (%)	0,22	8,88	30,69
Bảng CĐKT (triệu đồng)				EPS cơ bản (VND)	862	32	2.661
	Q3 2010	2009	2008	Khả năng thanh toán hiện hành (x)	1,16	0,98	1,03
Tiền & tương đương tiền	1.694.772	2.503.043	1.296.580	Tổng nợ chịu lãi/VCSH	4,42	3,75	6,98
Đầu tư ngắn hạn	763.567	177.536	332.762	Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu (x)	10,22	7,64	12,46
Phải thu ngắn hạn	6.636.043	5.129.082	4.434.067	DN so sánh ngày 06/01/2011			
Hàng tồn kho	6.374.284	5.662.221	4.547.326		BCI	CTD	DIG
Tài sản ngắn hạn khác	1.418.744	791.825	620.122	GT vốn hoá TT (tỷ VND)	2.226	2.091	4.413
Phải thu dài hạn	1.977	168.765	47.912	P/E năm gần nhất (x)	6,91	8,11	4,31
TSCĐ & XDCB	10.751.97	10.284.662	9.430.316	P/B (x)	1,20	1,72	1,80
Lợi thế thương mại	301	332	-	Lãi cổ tức (%)	5,52	2,94	7,63
BĐS đầu tư	432.178	284.554	198.750	ROA (%)	7,30	11,82	15,06
Đầu tư dài hạn	1.647.598	1.688.719	1.479.709	ROE- (%)	18,04	17,77	23,91
Tài sản dài hạn khác	645.531	547.925	156.698	EPS điều chỉnh (đồng)	4.456	8.383	9.126
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>30.366.97</b>	<b>27.238.665</b>	<b>22.544.243</b>	LN gộp biên (%)	61,17	9,94	57,79
Nợ ngắn hạn	14.618.39	14.535.359	10.853.365	LN thuần biên (%)	42,49	9,50	44,73
Nợ dài hạn	11.562.89	8.225.581	9.116.956	Tỷ lệ TT hiện hành (x)	3,57	1,80	2,75
Vốn chủ sở hữu	2.562.974	2.980.854	1.602.776	Tổng nợ /VCSH (x)	1,17	0,54	0,58
Lợi ích cổ đông thiểu	1.622.704	1.496.872	971.146	Sở hữu nước ngoài (%)	30,11	40,77	24,98
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>30.366.97</b>	<b>27.238.665</b>	<b>22.544.243</b>				

## TĂNG TRƯỞNG

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu của VCG từ năm 2008 đến cuối quý 3 năm nay tương đối cao với tỷ lệ tăng trưởng bình quân khoảng 30%. Trong quý 3, VCG cũng có được sự tăng trưởng tốt về tỷ lệ lợi nhuận gộp biên so với con số của năm 2009 và 2008. Đó là kết quả của việc giảm giá vốn hàng bán trên doanh thu và tốc độ tăng trưởng 29,46% của doanh thu thuần, đặc biệt là trong giai đoạn quý 2, tỷ lệ lợi nhuận gộp biên đạt 19,01%, mức cao nhất từ năm 2008 đến nay.
- Thu nhập hoạt động tài chính cao gấp 1,5 lần so với cùng kỳ lũy kế của năm 2009 nhờ vào sự tăng trưởng đáng kể của thu nhập từ lãi tiền gửi và lãi vay cũng như từ lãi do chênh lệch tỉ giá chưa thực hiện. Điều cần lưu ý là khoản thu nhập từ việc chuyển nhượng 21,8 triệu cp của Tổng công ty tại Công ty CP Nước sạch Viwasupco chưa được ghi nhận vào báo cáo tài chính quý 3 của VCG. Giao dịch này được mong đợi sẽ mang lại hơn 300 tỷ đồng thu nhập hoạt động tài chính cho VCG. Nếu tất cả được ghi nhận vào quý 4 năm nay, VCG hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch về LNTT. Quý này, mặc dù Chi phí khác giảm nhẹ, VCG có tỷ lệ Chi phí tài chính trên DTT cao nhất qua các năm làm, mà chủ yếu là do Chi phí lãi vay và Lỗ chênh lệch tỉ giá chưa thực hiện. Điều này dẫn đến sụt giảm Lợi nhuận thuần biên từ hoạt động kinh doanh và Lợi nhuận thuần biên.
- Lợi nhuận sau thuế lũy kế đến hết quý 3 năm 2010 thuộc Tổng công ty thấp hơn phần Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông thiểu số. Điều này cho thấy các đơn vị trực thuộc có kết quả hoạt động khả quan hơn công ty mẹ nói riêng.

VCG hiện đang tập trung thực hiện việc tái cơ cấu các đơn vị trực thuộc từ đó tổng công ty có thể tập trung hoàn toàn vào 2 lĩnh vực chính là Xây dựng và Bất động sản.

## CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

- Tính đến cuối quý 3 năm 2010, tổng tài sản tăng nhẹ 11,48% so với cuối năm 2009 chủ yếu do sự gia tăng của Tài sản ngắn hạn, Tài sản dài hạn gần như không thay đổi. Cấu trúc phần Tài sản ngắn hạn cũng gần như không thay đổi với Phải thu ngắn hạn và Tồn kho chiếm tỉ trọng lớn nhất. Các khoản chi phí xây dựng cơ bản dở dang phản ánh những chi phí chưa được phân bổ của các dự án bất động sản làm hàng tồn kho luôn duy trì tỷ trọng cao trong tổng tài sản.
- Tài trợ cho sự tăng trưởng của tổng tài sản chủ yếu là do sự gia tăng của Nợ phải trả trong đó chủ yếu là Nợ dài hạn tăng đến 44% so với cuối năm 2009 và chiếm 36% tổng tài sản. Điều này gây quan ngại về chi phí tài chính của công ty trong tương lai do sự gia tăng của chi phí vốn hiện nay. Trong quý 3, Nợ ngắn hạn không tăng so với năm 2009 nhưng vẫn chiếm tỷ lệ lớn nhất trong tổng tài sản (48%) trong đó Nợ ngắn hạn chịu lãi và không chịu lãi có tỷ trọng lớn nhất gần bằng nhau với 13,3% cho Nợ chịu lãi và 15,8% cho các khoản chiếm dụng vốn khác. Về nguồn vốn, quý này hơi giảm vì Nguồn kinh phí và quỹ khác giảm nhẹ.
- VCG có các chỉ số về khả năng sinh lời hạn chế và việc gia tăng tổng tài sản dường như chưa mang lại hiệu quả. ROA tiếp tục giảm và đến quý này đạt 2%. ROE đạt 21.55% nhờ đòn bẩy tài chính cao mặc dù lợi nhuận thuần biên khá thấp. Tuy nhiên, chỉ số thanh toán nhanh của VCG cũng phần nào được cải thiện nhờ tài sản ngắn hạn tăng nhưng công ty đối mặt với nhiều rủi ro hơn khi bắt đầu gia tăng tỷ trọng nợ so với vốn chủ sở hữu trong cơ cấu tài chính của mình.

## ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP HỆ SỐ NHÂN

- Chúng tôi áp dụng phương pháp hệ số nhân để định giá CP VCG. Hệ số nhân được sử dụng là P/E bình quân có trọng số của các công ty tiêu biểu trong ngành Xây dựng và Vật liệu xây dựng với trọng số là vốn hóa thị trường tại ngày 06/01/2011.

Mã CP	Vốn hóa TT (tỷ VNĐ)	EPS điều chỉnh (VNĐ/cp)	P/E (x)
BCI	2.226	4.456	6,91
CTD	2.122	8.383	8,11
DIG	3.894	9.126	4,36
HAG	24.922	10.163	7,87
HDG	1.519	10.279	7,30
MCG	819	1.635	9,79
SDU	792	4.303	9,34
VNE	678	1.749	6,17
<b>VCG</b>	7.200	2.316	10,36
<b>P/E bình quân</b>			<b>7,48</b>
<b>Giá trị nội tại</b>			<b>17.317,08</b>

(Nguồn: <http://ezsearch.fpts.com.vn>)

- Cổ phiếu của các công ty so sánh có P/E bình quân có trọng số theo vốn hóa thị trường đạt 7,48 lần được giả thuyết tương đương với P/E của cp VCG. Với EPS điều chỉnh ở mức 2.316 đồng/cp vào ngày 06/01/2011, cp VCG có giá trị nội tại 17.317 đồng/cp. Tuy nhiên, với những lợi thế dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực xây lắp và bất động sản, có quỹ đất đẹp và sự hỗ trợ của chính phủ, cp VCG được thị trường chấp nhận ở mức P/E 10x. Với mức giá thị trường hiện tại, có thể nói VCG đang được đánh giá đúng với giá trị nội tại. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể chờ cp VCG tiệm cận mức giá ở đáy gần nhất khoảng 20,000 đồng để mua vào.

## **Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy. Có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Các thông tin có liên quan đến các chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

**Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT**

---

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Trụ sở chính**

Tầng 2 – Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh  
Quận Đống Đa - Hà Nội - Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 3 773 9058

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải  
Châu  
Tp. Đà Nẵng - Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

31 Nguyễn Công Trứ - Phường Nguyễn  
Thái Bình  
Quận 1 - Tp. Hồ Chí Minh - Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 6 291 0607