

Khuyến nghị **MUA**
Giá mục tiêu 36,000 đồng
Giá hiện tại 16,500 đồng
Thời gian nắm giữ 1-2 năm

BÁO CÁO PHÂN TÍCH LẦN ĐẦU

Khuyến nghị: chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu VCG với mức giá mục tiêu 36,000 đồng/cổ phiếu với tầm nhìn đầu tư từ 1 – 2 năm.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014F
DTT (tỷ đồng)	4,456.05	12,665.43	11,345.11	13,614.14
+/- yoy (%)	-4.0%	-12.4%	-10.4%	20.0%
LNST (tỷ đồng)	40.24	87.39	544.75	653.71
+/- yoy	-79.7%	117.2%	523.4%	20.0%
TTS (tỷ đồng)	30,124.91	28,416.85	23,040.75	26,496.86
+/- yoy	-4.9%	-5.7%	-18.9%	15.0%
VCSH (tỷ đồng)	3,546.97	5,202.64	5,640.62	6,486.72
+/- yoy	-1.8%	46.7%	8.4%	15.0%
Nợ/TTS	82.0%	75.8%	69.5%	75.5%
TS LN gộp	17.7%	14.7%	13.7%	0.0%
TS LN ròng	0.3%	0.7%	4.8%	4.8%
EPS (đồng)	972	134	1,233	1,480
ROA	0.3%	0.3%	2.1%	2.5%
ROE	2.9%	1.8%	10.1%	10.1%

KHOI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Chuyên viên phân tích:

Vu Thi Thu Trang
trangvtt@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 13/03/2014

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Toà nhà APEC Building, Số 14
Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

Điểm nhấn đầu tư

- ❖ VCG là Tổng Công ty nhà nước đầu tiên thí điểm cổ phần hóa toàn công ty, là một nhà thầu xây lắp hàng đầu của ngành xây dựng Việt Nam với năng lực thực hiện các dự án lớn như xây dựng dân dụng, công nghiệp, hạ tầng kỹ thuật đô thị, giao thông, thủy lợi ... dưới các hình thức nhận thầu, tổng thầu xây lắp, tổng thầu EPC.
- ❖ Trong lĩnh vực bất động sản, VINACONEX và các đơn vị thành viên đã và đang triển khai đầu tư hàng trăm dự án bất động sản trong phạm vi cả nước, như dự án Khu đô thị mới Trung Hòa - Nhân Chính, Khu Đô thị mới Bắc An Khánh - Splendor (Hà nội), Khu phức hợp nghỉ dưỡng biệt thự biển cao cấp, bến du thuyền, casino và công viên giải trí Cát Bà Amatina (Đảo Cát Bà, Hải Phòng). Trong đó, dự án Khu đô thị mới Bắc An Khánh – Spendor, sau những lùm xùm xung quanh tiến độ dự án thì nay sau khi hoàn thiện nhiều chủ nhà đang rao bán biệt thự với mức chênh lệch từ 500 triệu - 1 tỷ đồng/căn. Được biết, giai đoạn 1 của dự án được xây dựng trên diện tích 50 ha, được hoàn thiện và ra mắt vào quý 3 năm 2013 bao gồm 317 căn biệt thự, 236 căn nhà liền kề, 04 tòa chung cư từ 21- 22 tầng tương đương 496 căn hộ với hệ thống hạ tầng tiện ích công cộng đồng bộ. Đến thời điểm này, đã có trên 200 hộ gia đình nhận bàn giao nhà trong đó rất nhiều chủ nhà đã bắt đầu hoàn tất công việc hoàn thiện nội thất và chuyển về sinh sống tại Splendor.
- ❖ Trong năm 2013, VCG đã chuyển nhượng thành công 70% cổ phần Xi măng Cẩm Phả cho Viettel vào tháng 11/2013. Trước đây, do thua lỗ liên tục từ khi bắt đầu hoạt động năm 2008, Xi măng Cẩm Phả (XMCP) không chỉ làm giảm đáng kể lợi nhuận hợp nhất của VCG mà còn là gánh nặng tài chính với các khoản vay dài hạn bằng ngoại tệ. Sau khi chuyển nhượng, XMCP không còn là công ty con mà trở thành công ty liên kết của VCG. Nhờ đó, VCG đã ghi nhận tăng trưởng đột biến trong quý 4/2013 và lũy kế 4 quý 2013, đồng thời tình hình tài chính cũng được cải thiện rõ rệt.
- ❖ Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng 5 năm tới của VCG bằng tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất xây lắp các năm qua, 20%/năm.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 13/03/2014 (nghìn đồng)	16.5
EPS trailing (nghìn đồng)	1.23
P/E	12.41
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	12.77
Hệ số beta	3.02
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	4,627,712
KLCP đang lưu hành	441,710,673
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	6,934.86

Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam tiền thân là Công ty Dịch vụ và Xây dựng nước ngoài, được thành lập ngày 27/09/1988 theo Quyết định số 1118 BXD/TCLĐ của Bộ Xây dựng.

Vinaconex chính thức đi vào hoạt động theo hình thức công ty cổ phần từ ngày 27/11/2006 và là một trong những Tổng Công ty Nhà nước đầu tiên thí điểm cổ phần hóa toàn công ty.

Hiện nay, VINACONEX có trên 40 đơn vị đầu mối trực thuộc, tham gia vào 5 công ty liên doanh và 14 công ty liên kết hoạt động trong nhiều lĩnh vực trên khắp mọi miền của đất nước. Đội ngũ cán bộ công nhân viên của VINACONEX lên tới hơn 40,000 người gồm nhiều cán bộ, kỹ sư, chuyên gia, công nhân viên đã được đào tạo và làm việc tại nước ngoài, có kiến thức chuyên sâu và giàu kinh nghiệm.

Cổ phiếu VCG niêm yết trên HNX từ ngày 05/09/2008. Hiện tại trong cơ cấu cổ đông của công ty, TCT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) đang là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 57.79%. Tập đoàn Viễn thông Quân đội – Viettel là cổ đông lớn thứ 2, nắm giữ 21.28%. Một số cổ đông lớn khác là Ngân hàng TMCP Đông Nam Á, Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam và Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam.

TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

Ngành nghề, lĩnh vực hoạt động

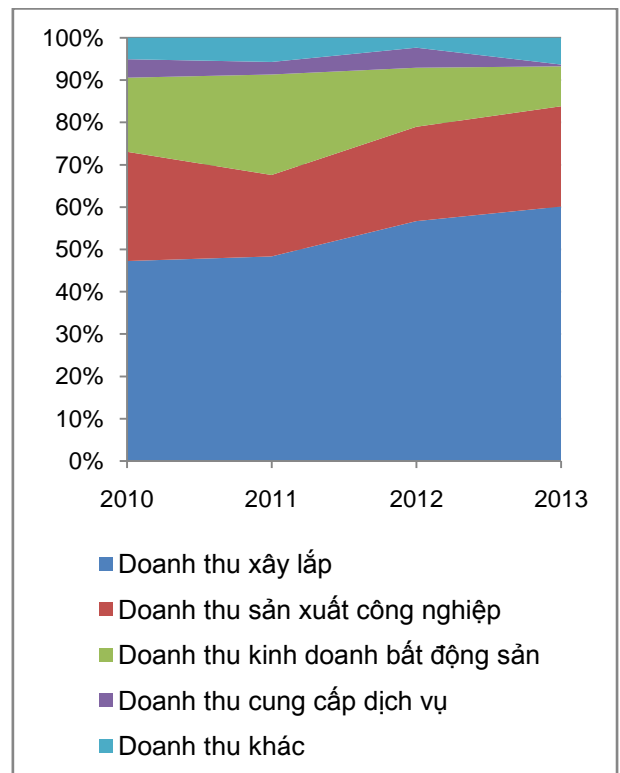
Theo định hướng phát triển kinh doanh dài hạn, VINACONEX sẽ tập trung phát triển trên hai lĩnh vực chính vốn là thế mạnh và có lợi thế cạnh tranh cao của Tổng công ty là xây dựng và đầu tư kinh doanh bất động sản. Bên cạnh đó, VINACONEX vẫn tiếp tục cùng với các đơn vị thành viên, công ty liên doanh, liên kết tham gia vào các hoạt động kinh doanh đa dạng như sản xuất công nghiệp và vật liệu xây dựng, tư vấn thiết kế, xuất nhập khẩu và xuất khẩu lao động, thương mại dịch vụ, đầu tư tài chính, giáo dục – đào tạo và nhiều lĩnh vực khác.

Thực tế trong các năm qua, doanh thu từ hoạt động xây lắp vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của VCG và tỷ trọng này có xu hướng tăng lên trong các năm gần đây. Năm 2013, doanh thu thuần từ hoạt động xây lắp chiếm 60.12% tổng doanh thu, tăng từ mức 57.03% của năm 2012. Mảng đáng kể thứ 2 là sản xuất công nghiệp, chiếm 23.70% tổng doanh thu, tăng từ mức 22.44% năm 2012. Trong 3 mảng hoạt động chính của công ty, duy nhất tỷ trọng doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản có xu hướng giảm trong 3 năm trở lại đây, từ mức 14.04% tổng doanh thu năm 2012 xuống 9.44% tổng doanh thu 2013.

Hoạt động xây lắp

VINACONEX đang được biết đến là một nhà thầu xây lắp hàng đầu của ngành xây dựng Việt Nam với năng lực thực hiện các dự án lớn như xây dựng dân dụng, công nghiệp, hạ tầng kỹ thuật đô thị, giao thông, thủy lợi ... dưới các hình thức nhận thầu, tổng thầu xây lắp, tổng thầu EPC.

Để đạt được vị thế đó, Vinaconex đã không ngừng đầu tư nâng cao năng lực máy móc thiết bị thi công, mạnh dạn nghiên cứu và ứng dụng công nghệ tiên tiến trong xây dựng, như công nghệ đúc hẫng dùng cho thi công cầu, công nghệ đổ bê tông cô-phá trượt dùng trong xây dựng dân dụng và công nghiệp, hay công nghệ bê tông dự ứng lực dùng cho các cầu kiện đòi hỏi cường độ cao... Tuy nhiên trên hết, yếu tố con người luôn được VINACONEX đặt lên hàng đầu. Với hơn 40,000 cán bộ, kỹ sư, chuyên gia, công nhân có trình độ chuyên môn và kiến thức chuyên sâu, trong đó nhiều người đã được đào tạo ở nước ngoài, đến nay VINACONEX đã làm chủ được nhiều công nghệ xây lắp hiện đại, sẵn sàng đáp ứng những yêu cầu khắt khe của các công trình xây dựng không chỉ trong nước mà cả nước ngoài.



Kinh doanh bất động sản

Kinh doanh bất động sản là một trong hai lĩnh vực kinh doanh then chốt của VINACONEX. Lĩnh vực này được Tổng công ty quan tâm và phát triển từ năm 1995 khi VINACONEX bắt đầu triển khai đầu tư Dự án Khu đô thị mới Trung Hòa - Nhân Chính và Trung tâm thương mại Tràng Tiễn tại Hà Nội. Hiện nay, VINACONEX và các đơn vị thành viên đã và đang triển khai đầu tư hàng trăm dự án bất động sản trong phạm vi cả nước.

Hiện nay, VINACONEX và các đơn vị thành viên đã và đang triển khai đầu tư hàng trăm dự án bất động sản trong phạm vi cả nước, như dự án Khu đô thị mới Trung Hòa - Nhân Chính, Khu Đô thị mới Bắc An Khánh - Splendora (Hà nội), Khu phức hợp nghỉ dưỡng biệt thự biển cao cấp, bến du thuyền, casino và công viên giải trí Cát Bà Amatina (Đảo Cát Bà, Hải Phòng).

Trong năm 2013, Vinaconex đã hoàn thành việc thoái vốn tại Dự án Khu đô thị Park City (Hà Đông, Hà Nội). Theo đó, Vinaconex chuyển nhượng 3.75 triệu cổ phiếu (tương đương 25% vốn điều lệ tại Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển đô thị Vinaconex Hoàng Thành (Vinaconex Hoàng Thành) - chủ đầu tư Dự án Park City tại quận Hà Đông (Hà Nội) cho Công ty Perdana (thuộc Tập đoàn Samling, tập đoàn khai thác gỗ lớn nhất của Malaysia). Sau khi chuyển nhượng, Park City trở thành dự án 100% vốn nước ngoài thuộc Perdana.

Năm 2013, Vinaconex cũng chào bán Dự án Khu đô thị Splendora (chủ đầu tư là An Khánh JVC - liên doanh giữa Vinaconex với Posco E&C - Hàn Quốc). Vinaconex hiện sở hữu 50% vốn điều lệ tại dự án khu đô thị 246 ha, tổng vốn đầu tư hơn 2 tỷ USD này. Tuy nhiên, đến cuối năm 2013, chưa có đơn vị nào nhận chuyển nhượng cổ phần tại An Khánh JVC của Vinaconex.

Mặc dù đã và đang tìm cách thoái vốn khỏi một số dự án, nhưng Vinaconex vẫn là một trong những “đại gia” bất động sản khi có trong tay một loạt dự án bất động sản khác gồm: Dự án đầu tư xây dựng công trình 423 - Minh Khai, Hà Nội (liên kết với Dệt Minh Khai); cụm nhà ở hỗn hợp tại Lô B3, Khu đô thị mới Nam cầu Trần Thị Lý (TP. Đà Nẵng); Dự án Khu đô thị tại xã Tây Mỗ và Đại Mỗ, huyện Từ Liêm, Hà Nội (Liên danh Vinaconex - Viettel - Hòa Phát - Ngân hàng ACB, trong đó Vinaconex chiếm 26% vốn điều lệ); Dự án Cát Bà Amatina (huyện Cát Hải, TP. Hải Phòng).

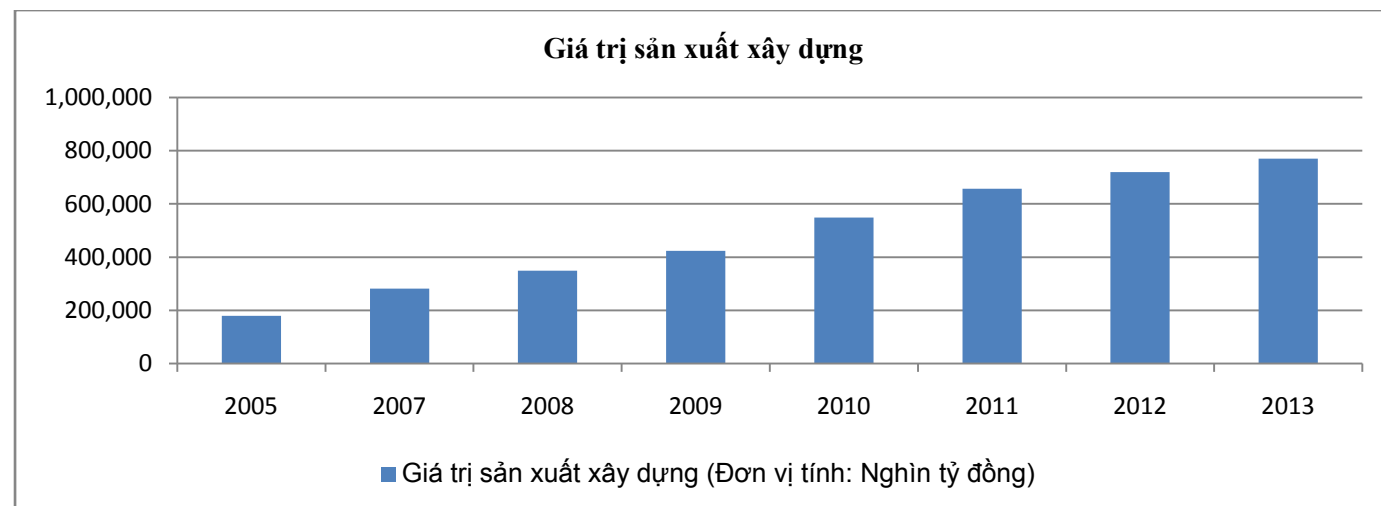
Sản xuất công nghiệp & VLXD

Lĩnh vực sản xuất công nghiệp và sản xuất vật liệu xây dựng đóng m ột vai trò quan trọng, góp phần tạo cơ cấu phát triển bền vững cho toàn T ổng công ty. Các sản phẩm sản xuất công nghiệp của VINACONEX và các đơn vị thành viên sản xuất là những sản phẩm thiết yếu đối với đời sống xã hội, hàm chứa yếu tố công nghệ cao, được sản xuất trên dây chuyền công nghệ hiện đại và mang tính cạnh tranh trên thị trường như: 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.

Hiện nay, để tập trung vào 2 lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là kinh doanh bất động sản và xây dựng theo chiến lược phát triển lâu dài của doanh nghiệp, Tổng công ty là chuyển lĩnh vực này cho các đơn vị thành viên thực hiện thông qua việc thành lập công ty dự án hoặc các đơn vị thành viên hiện có

Phân tích ngành

Ngành xây dựng là một trong những ngành công nghiệp quan trọng của nền kinh tế, quan hệ giữa ngành với nền kinh tế là quan hệ thuận chiều. Sự phát triển của nền kinh tế, nhất là những nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, luôn đi cùng với các khoản đầu tư lớn vào cơ sở hạ tầng.



Xét về tốc độ tăng trưởng của giá trị sản xuất kinh doanh, lĩnh vực xây dựng luôn đạt được mức tăng trưởng khoảng trên 20% trong những năm gần đây. Chiếm tỷ trọng 5.94% GDP cả nước, ngành xây dựng được đánh giá là một trong những yếu tố tích cực trong tăng trưởng kinh tế trong những năm qua.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tốc độ tăng trưởng

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	13,017.17	15,062.50	14,456.05	12,665.43	11,345.11
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		15.7%	-4.0%	-12.4%	-10.4%
Lợi nhuận sau thuế	203.48	466.07	102.60	80.44	550.12
<i>Tăng trưởng LNST</i>		129.0%	-78.0%	-21.6%	583.9%
Tổng tài sản	27,181.16	31,686.89	30,124.91	28,416.85	23,040.75
<i>Tăng trưởng tổng tài sản</i>		16.6%	-4.9%	-5.7%	-18.9%
Vốn chủ sở hữu	2,923.35	3,610.55	3,546.97	5,202.64	5,640.62
<i>Tăng trưởng VCSH</i>		23.5%	-1.8%	46.7%	8.4%

Có thể thấy doanh thu và lợi nhuận của VCG giảm trong giai đoạn 2010 – 2012 do những khoản khản chung của nền kinh tế vài thị trường bất động sản. Năm 2013, mặc dù doanh thu tiếp tục giảm nhẹ, lợi nhuận sau thuế của VCG tăng mạnh gấp gần 6 lần so với năm 2012. Trong năm này, lĩnh vực xây lắp đã đem lại phần lớn lợi nhuận cho Tổng công ty, bù cho bất động sản tạm thời đóng băng. Tỷ trọng doanh thu thuần từ xây dựng, xây lắp của Vinaconex tăng 3.09%, từ mức 57.03% (năm 2012) lên 60.12% (năm 2013), tương đương 6,820.2 tỷ đồng.

Trong năm 2013, VCG đã chuyển nhượng thành công 70% cổ phần Xi măng Cẩm Phả cho Viettel vào tháng 11/2013. Trước đây, do thua lỗ liên tục từ khi bắt đầu hoạt động năm 2008, Xi măng Cẩm Phả (XMCP) không chỉ làm giảm đáng kể lợi nhuận hợp nhất của VCG mà còn là gánh nặng tài chính với các khoản vay dài hạn bằng ngoại tệ. Sau khi chuyển nhượng, XMCP không còn là công ty con mà trở thành công ty liên kết của VCG. Nhờ đó, VCG đã ghi nhận tăng trưởng đột biến trong quý 4/2013 và lũy kế 4 quý 2013, đồng thời tình hình tài chính cũng được cải thiện rõ rệt.

Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.08	1.15	0.98	1.03	1.19
Hệ số thanh toán nhanh	0.65	0.71	0.53	0.54	0.69
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.19	0.19	0.08	0.06	0.10
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.28	0.29	0.20	0.19	0.17
Vốn vay/Tài sản	0.41	0.43	0.43	0.38	0.28
Công nợ/Tài sản	0.84	0.83	0.82	0.76	0.69
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	133	143	164	182	194
Thời gian TB xử lý HTK	169	175	223	255	237
Thời gian TB trả cho NCC	68	62	73	98	119
Chu kỳ tiền tệ	233	257	314	339	312
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	13.6%	14.5%	17.7%	14.7%	13.7%
Lãi hoạt động/Doanh thu	4.3%	4.0%	2.3%	1.2%	5.8%
Lãi trước thuế/Doanh thu	1.5%	4.9%	2.7%	1.5%	6.4%
Lãi ròng/Doanh thu	1.6%	3.1%	0.7%	0.6%	4.8%
ROA	0.8%	1.6%	0.3%	0.3%	2.1%
ROE	8.9%	14.3%	2.9%	1.8%	10.1%

Đặc điểm nổi bật trong cấu trúc tài chính của VCG là các chỉ số về khả năng thanh toán ở mức thấp. Tuy vậy hệ số thanh toán hiện hành, hệ số thanh toán nhanh và tỷ lệ tiền/nợ ngắn hạn đều được cải thiện trong năm 2013 cho thấy bước tiến trong công tác quản trị dòng tiền của VCG.

Tỷ lệ công nợ/tổng tài sản tiếp tục duy trì ở mức cao dù đã giảm so với các năm trước đó. Tuy vậy, tỷ lệ vốn vay/tài sản chỉ bằng 0.28 lần. Phần lớn nợ của VCG nằm trong khoản mục người mua trả tiền trước. Đây là khoản doanh thu chưa thực hiện do các khách hàng của công ty ứng trước, sẽ được hạch toán thành doanh thu trong tương lai.

Mặc dù ROA và ROE của công ty giảm mạnh trong giai đoạn 2010 – 2012, tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn được duy trì ở mức cao cho thấy hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty vẫn được duy trì ổn định trong các năm qua. Trong năm 2012, VCG đã cắt giảm hơn 1,600 lao động, giảm sức ép cho quỹ lương thưởng, khiến chi phí quản lý của Tổng công ty giảm từ 800 tỷ đồng của năm 2012 xuống còn 420 tỷ đồng trong năm 2013. Việc tái cấu trúc này sẽ tiếp tục đem lại hiệu quả cho công ty trong các năm tới.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF

Chúng tôi dự phóng mức doanh thu và lợi nhuận 5 năm tới của VCG là 20%/năm bằng tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng trong các năm qua. Với WACC là 10.32%, tốc độ tăng trưởng bình quân từ 2014 – 2017 là 20% 1 năm và sau đó là 6%/1 năm, ta có bảng dự phóng dòng tiền như sau:

Bảng dự tính dòng tiền tự do 2013 – 2017

Đơn vị tính: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	15,656.26	18,004.69	20,705.40	23,811.21	27,382.89
Lợi nhuận sau thuế	653.71	751.76	864.53	994.20	1,143.33
Lãi suất (1-T)	587.68	675.83	777.20	893.79	1,027.85
Khấu hao	829.78	954.25	1,097.39	1,261.99	1,451.29
Đầu tư vào tài sản cố định	1,183.61	1,361.15	1,565.33	1,800.13	2,070.15
Đầu tư vào vốn lưu động	26.35	30.31	34.85	40.08	46.09
Dòng tiền tự do (FCFF)	861.20	990.38	1,138.93	1,309.78	1,506.24
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017				34,841.69	
Giá trị doanh nghiệp				39,061.39	
Giá trị nợ				23,040.75	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	441,710,673				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	36,270				

Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu VCG với mức giá mục tiêu 36,000 đồng/cổ phiếu với tầm nhìn đầu tư từ 1 – 2 năm.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>