

## Ngành Xây dựng

Visit note

13 tháng 04, 2015

Khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND)

Giá thị trường (13/4/2015) **14.800**

Lợi nhuận kỳ vọng

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	4.980 - 14.800
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	913 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	62.122.141 CP
KLGD bình quân 10 ngày	170.736 CP
% sở hữu nước ngoài	11,93%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	200 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,35%
Beta	1,42

## BIẾN ĐỘNG GIÁ

	YTD	1T	3T	6T
VNE	49,5%	10,4%	28,7%	52,6%
VN-Index	2,3%	-4,8%	-3,9%	-9,1%

Chuyên viên phân tích

**Dương Đức Hiếu**

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

# Tổng Công ty Cổ phần Xây dựng điện Việt Nam

Mã giao dịch: VNE

Reuters: VNE.HM

Bloomberg: VNE VN

## Tái cơ cấu thành công

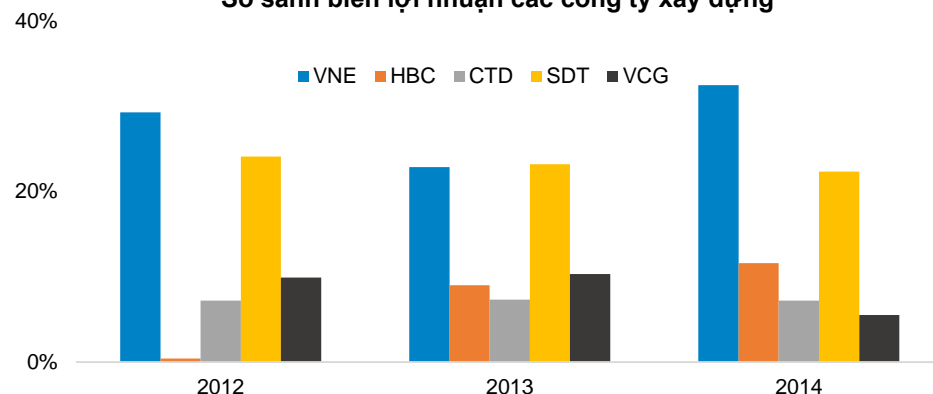
Chúng tôi vừa có chuyến đi thăm Tổng Công ty Cổ phần Xây dựng điện Việt Nam (VNE) và ghi nhận nhiều chuyển biến của công ty trong cơ cấu cổ đông cũng như hoạt động sản xuất kinh doanh.

Kết thúc năm 2014, VNE đạt doanh thu 1035 tỷ, tăng 18,6% yoy; lợi nhuận đạt 89 tỷ, tăng gấp 5 lần so với 2013. Về cơ cấu cổ đông, Khải Toàn Group (KTG) đã thay thế SCIC trở thành cổ đông lớn nhất của VNE. Một đơn vị khác là CTCP Bảo Phước cũng trở thành cổ đông lớn thứ 2 với 12,5% cổ phần. Ngoài ra từ đầu năm 2015 đến nay, khối ngoại đã mua ròng hơn 3,6 triệu cổ phiếu VNE, tăng sở hữu từ 6,3% lên 11,9%.

## Hoạt động xây dựng điện có biên lợi nhuận cao

Tại Việt Nam, hiện chỉ có 4 lớn đơn vị đảm nhiệm hoạt động xây lắp đường dây, trạm biến áp cao thế và trung thế, gồm có VNE và PCC1,2,4 (trực thuộc Tổng Công ty Xây dựng Công nghiệp Việt Nam). Do đây là ngành có tính đặc thù cao, do đó biên lợi nhuận gộp vượt trội so với hoạt động xây dựng khác. Dưới đây là bảng so sánh biên gộp hoạt động xây dựng điện của VNE với xây dựng dân dụng (HBC, CTD, VCG), xây dựng công trình ngầm (SDT).

So sánh biên lợi nhuận các công ty xây dựng



Ngoài ra, dòng tiền thu về từ chủ đầu tư của VNE cũng ổn định và nhanh hơn các doanh nghiệp xây dựng khác do chủ đầu tư các dự án của VNE là Tổng Công ty Truyền tải điện quốc gia (NPT) có năng lực tài chính và nguồn vốn rất dồi dào. Thông thường sau khi quyết toán các hạng mục công trình, VNE sẽ được thanh toán trong vòng 30 ngày đối với dự án có nguồn vốn trong nước và 60 ngày với dự án có nguồn vốn từ nước ngoài.

## Triển vọng hoạt động xây lắp 2015 và các năm tới

Giá trị xây lắp 2014 chuyển sang 2015 của VNE ước đạt trên 700 tỷ, trong 3 tháng đầu năm, công ty cũng ký mới 3 hợp đồng với giá trị 100 tỷ. Chúng tôi ước tính doanh thu xây lắp của VNE có thể vượt 1000 tỷ trong năm 2015 (2014 đạt 900 tỷ).

Trong các năm tới, vốn đầu tư cho hệ thống lưới điện vẫn tiếp tục gia tăng. Việc EVN tăng giá điện cũng tạo thêm nguồn vốn để đầu tư các dự án lưới điện, đặc biệt là các dự án truyền tải cao thế là thế mạnh của VNE. Theo quy hoạch điện 7, giai đoạn 2016-2020 sẽ xây mới 4539 km 500kV và 5.305 km 220kV. Vào cuối năm 2014, NPT đã ký kết Ký kết hiệp định Tín dụng cho dự án “Hiệu quả lưới điện truyền tải (TEP)” trị giá 500 triệu USD với WB. Tổng vốn đầu tư cho dự án này là 721,25 triệu USD.

## Hợp tác với cổ đông chiến lược mang lại nhiều lợi thế cho VNE

KTG là đơn vị phân phối thiết bị điện hàng đầu tại Việt Nam và có quan hệ mật thiết với nhiều hãng sản xuất thiết bị điện lớn trên thế giới. Trong khi đó nguồn thiết bị vật liệu phục vụ xây dựng của VNE chủ yếu là thiết bị cao thế, trung thế có nguồn gốc nhập khẩu. Do đó việc hợp tác với KTG nhiều khả năng sẽ giúp VNE cải thiện chi phí đầu vào.

Ngoài thiết bị điện, KTG còn có kinh nghiệm trong đầu tư phát triển BĐS với chuỗi resort và suite thương hiệu Fusion Maia tại Phú Quốc, Nha Trang, Mũi Né và Đà Nẵng. Với VNE, công ty hiện đã tích lũy quỹ đất sạch khá lớn ở Huế, Đà Nẵng, Tp HCM; việc hợp tác với KTG nhiều khả năng sẽ giúp VNE đẩy mạnh mảng BĐS trong các năm tới.

Một cổ đông lớn khác là CTCP Bảo Phước cũng hoạt động trong lĩnh vực phân phối thiết bị điện, lắp đặt hệ thống điện dự báo cũng sẽ mang lại các tác động cộng hưởng giống như cổ đông lớn KTG.

## Mảng BĐS còn nhiều tiềm năng

Sau khi thoái vốn khỏi mảng thủy điện, VNE hiện chỉ giữ lại mảng BĐS bên cạnh hoạt động cốt lõi là xây dựng điện.

### **Khu đô thị Mỹ Thuận – Huế:**

Đây là dự án đang được VNE khai thác. Quy mô thương mại của dự án khoảng 12ha, gồm 1000 lô đất nền, biệt thự. Với giá bán trung bình khoảng 4-5 triệu/m<sup>2</sup>, tổng doanh thu ước tính của dự án có thể đạt 500-600 tỷ. Trong năm 2014, VNE bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án này, đạt 55,6 tỷ, biên gộp đạt 18%. Theo ước tính dự án có thể mang lại cho VNE doanh thu trung bình khoảng 40 tỷ/năm.

### **Dự án Xanh Lăng Cô:**

Quy mô 8,4ha. Dự kiến trong năm 2015 VNE sẽ triển khai một phần dự án làm resort. Ngoài ra VNE dự định sẽ triển khai xây dựng biệt thự biển và kinh doanh theo hình thức timeshare (khách hàng mua biệt thự sau đó cho VNE thuê lại để kinh doanh một số tháng trong năm).

BĐS nghỉ dưỡng ven biển là hoạt động mà VNE sẽ nhận được hỗ trợ lớn từ cổ đông lớn KTG. Dự kiến trong giai đoạn 2015-2017, VNE sẽ tập trung triển khai mảng hoạt động này.

### **Các dự án tại Tp HCM:**

VNE hiện có 3 dự án tại Tp HCM, tuy nhiên do vướng mắc thủ tục, các dự án này vẫn chưa được triển khai. Chúng tôi dự báo các dự án này sẽ chỉ phản ánh vào giá trị của VNE trong 2-3 năm tới sau khi được chính thức khởi công.

- Dự án 293 Nguyễn Văn Trỗi: VNE hiện đang có khoản phải thu hơn 200 tỷ liên quan tới dự án. Dự án đang bị trì hoãn do các sai phạm từ phía đối tác của VNE. Hiện VNE đã trích lập dự phòng 50% khoản này và đang tích cực tiến hành các thủ tục để sớm triển khai lại dự án.
- Dự án cao ốc văn phòng VNECO trên đường Nguyễn Thị Minh Khai: đây là dự án có vị trí đắc địa, tại trung tâm quận 1. VNECO dự kiến sẽ xây dựng cao ốc 22 tầng làm văn phòng và căn hộ cao cấp. Trong năm 2015, công ty sẽ tích cực hoàn thiện thủ tục đầu tư.
- Dự án VNECO Plaza 277 Bến Bình Đông: diện tích 5465m<sup>2</sup>, quy mô 25 tầng gồm 4 tầng thương mại và 21 tầng làm căn hộ cao cấp.

### **Sức khỏe tài chính ổn định**

Với việc cải thiện kết quả kinh doanh trong năm 2014, sức khỏe tài chính của VNE tăng lên đáng kể. Chỉ số thanh toán nhanh đạt 1,4, ở mức tương đối an toàn. Nợ vay cũng như lãi vay của công ty cũng giảm mạnh sau khi tất toán khoản trái phiếu 245 tỷ với lãi suất cao (thấp nhất 14%/năm) và phát hành mới 150 tỷ với lãi suất khoảng 10%/năm. Các khoản vay ngắn hạn và dài hạn khác của công ty cũng có lãi suất khá thấp, từ 6-8%. Đây sẽ là yếu tố tạo nên lợi thế cạnh tranh cho VNE khi tiến hành khởi động lại các dự án BĐS.

### **Khuyến nghị đầu tư**

Thị giá của VNE hiện tại đã phản ánh các chuyển biến gần đây trong hoạt động core của công ty. Tuy nhiên về dài hạn cơ hội tăng trưởng thị giá của VNE vẫn còn nhiều tiềm năng khi hoạt động xây lắp điện dự báo trong năm 2015-2017 dự báo tăng trưởng khá khi EVN đẩy mạnh đầu tư sau khi tăng giá bán điện. Các dự án BĐS của công ty được triển khai trong bối cảnh thị trường BĐS chung đang có dấu hiệu hồi phục rõ rệt cũng là yếu tố tích cực cho giá cổ phiếu VNE. Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ với cổ phiếu VNE.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

<b>Các mức khuyến nghị</b>	
<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

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

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999