

## Ngành Xây dựng

Báo cáo Đại hội cổ đông

Tháng 9, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **16.200**

Giá thị trường (17/9/2015) 12.200

Lợi nhuận kỳ vọng 32%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	7.300-14.300 VNĐ/CP
Vốn hóa	161 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	13.199.997 CP
KLGD bình quân 10 ngày	87.158CP
% sở hữu nước ngoài	0,89%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	12,3%
Beta	0,4

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VSI	52,5%	8,9%	14,0%	8,9%
VN-Index	-10,8%	-0,7%	-4,3%	1,1%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

(84 8) 3914 6888 ext: 492

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

# CTCP đầu tư và xây dựng cấp thoát nước

Mã giao dịch: VSI

Reuters: VSI.HN

Bloomberg: VSI VN

## Lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng dự án, suất cổ tức hấp dẫn

**Thông qua ĐHCĐ về chuyển nhượng 5% còn lại dự án Waseco Plaza cho Hưng Thịnh.** Trước đó, toàn bộ 50% sở hữu của Waseco tại dự án đã chuyển nhượng cho Hưng Thịnh với tổng giá trị là 313,6 tỷ đồng. Tổng giá trị chuyển nhượng 55% cổ phần là 345 tỷ. Công ty đã nhận thanh toán 313,6 tỷ và sẽ được ghi nhận trong năm 2015. Số tiền còn lại tương ứng 5% cổ phần sẽ thanh toán trong 2017 và ghi nhận trong 2016 khi nhận được thư bảo lãnh từ phía Ngân hàng. Lợi nhuận gộp dự kiến từ 120 – 130 tỷ đồng.

**Kết quả kinh doanh H1.2015 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ do lợi nhuận bất thường từ bất động sản.** Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu ghi nhận tăng 172% yoy, trong khi, lợi nhuận gộp tăng mạnh bằng 3,85 lần so với cùng kỳ. Xét từng mảng kinh doanh, hoạt động bất động sản do ghi nhận doanh thu 255 tỷ từ dự án Waseco Plaza nên đóng góp 86 tỷ lợi nhuận, tương ứng biên lãi gộp 37%. Trong khi đó, mảng xây dựng bất ngờ lỗ 28 tỷ khi cùng kỳ lãi 3,5 tỷ đồng. Theo lý giải của VSI, công ty trích trước chi phí bảo hành cho dự án nên gia tăng giá vốn hàng bán. Tuy nhiên, theo đánh giá của BVSC việc trích trước chi phí có thể là động thái doanh nghiệp thực hiện để tránh phát sinh lợi nhuận đột biến. Mặc dù vậy, lợi nhuận sau thuế H1.2015 vẫn ghi nhận kết quả rất tích cực là 30,3 tỷ đồng so với mức 2,9 tỷ cùng kỳ.

**BVSC dự báo cả năm 2015 doanh thu và lợi nhuận của VSI sẽ vượt so với kế hoạch đề ra.** Cụ thể, doanh thu ước tính đạt 556 tỷ, trong đó, giả định VSI sẽ ghi nhận toàn bộ 50% vốn chuyển nhượng cho Hưng Thịnh và 5% còn lại ghi nhận trong 2016. Lợi nhuận sau thuế kỳ vọng đạt 49,8 tỷ cao hơn 18% so với kế hoạch 2015, tương đương EPS là 3.778 đồng/cổ phần. Cổ tức kế hoạch 2015 là 15% tiền mặt.

**Quỹ đất để phát triển dự án vẫn còn tiềm năng.** Sau khi chuyển nhượng Waseco Plaza, công ty vẫn còn một số dự án tốt để phát triển nhằm tạo doanh thu cho những năm sau. Các dự án cụ thể:

Tài sản	Diện tích (m2)	Khác
<b>Khu văn phòng cho thuê 10 Phổ Quang</b>	7.101	Đất thuê hết hạn 2058. Cung cấp 22.000m2 sàn sử dụng, đang cho thuê với giá 14USD/m2/tháng. Doanh thu cho thuê mỗi năm 50 - 60 tỷ.
<b>Khu văn phòng mở rộng 10 Phổ Quang</b>	5.896	Sở hữu 50 năm đến 2050. Dự kiến sẽ triển khai đầu tư trong 2016.
<b>Khu đất 158/16 Bình Quới, Bình Thạnh.</b>	1.818	Đã có sổ đỏ.
<b>Khu đất Hiệp Phú, Quận 9.</b>	56.427	Đất thuê Nhà nước. Đang sử dụng làm kho bãi.

**Nhận định:** Xét trên khía cạnh tài sản của doanh nghiệp, VSI là một cổ phiếu đang có giá thị trường hấp dẫn, với chỉ số P/B 0.75 (giá trị sổ sách tại thời điểm cuối 2015 ước đạt 17.039 đồng/cp) và vị trí các lô đất thuộc sở hữu công ty khá tốt. Trong khi đó, xét về lĩnh vực kinh doanh, hoạt động xây lắp dù đóng góp tỷ trọng lớn trong doanh thu nhưng sự ổn định thấp và chịu cạnh tranh mạnh từ các đơn vị tư nhân. Điều này ít nhiều ảnh hưởng đến tính ổn định trong lợi nhuận của VSI trong trung hạn. Nhận thấy điều này, ban lãnh đạo VSI đã có chuẩn bị khi việc chuyển nhượng 5% vốn góp dự án số 10 Phổ Quang sẽ thực hiện trong năm 2016 và ghi nhận trước các chi phí trong H1.2015, vì thế, lợi nhuận 2016 dự báo sẽ thấp hơn 2015 nhưng vẫn ở mức tốt như năm 2014.

Trong ngắn hạn năm 2015, chúng tôi cho rằng, dù thông tin về chuyển nhượng dự án Waseco Plaza phần nào được phản ánh, thì VSI vẫn là cổ phiếu tốt để nhà đầu tư quan tâm xem xét đầu tư trong ngắn hạn. Theo phương pháp định giá so sánh P/B & P/E với tỷ trọng 6:4, BVSC ước tính giá hợp lý đối với VSI là 16,200 đồng/cổ phần, tương đương với mức thặng dư 32% với giá đóng cửa ngày 17/9. Ngoài ra, công ty có kế hoạch trả cổ tức tiền mặt 15% cho năm 2015, khá hấp dẫn so với thị giá hiện tại. Do đó, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét tích lũy cổ phiếu VSI tại vùng giá 11.500 ~12.500 đồng/cp với thời gian nắm giữ 3 – 6 tháng.

## Báo cáo Đại hội cổ đông

### THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	60%
Sở hữu nước ngoài	0,89%
Sở hữu khác	39,11%

### CƠ ĐỒNG LỚN

VIWASEEN	60%
----------	-----

### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

#### Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	398	251	273	339
Giá vốn	301	204	235	296
Lợi nhuận gộp	98	47	39	43
Doanh thu tài chính	3	3	1	2
Chi phí tài chính	30	19	13	8
Lợi nhuận sau thuế	31	8	3	14

#### Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Tiền & khoản tương đương tiền	51	26	25	18
Các khoản phải thu ngắn hạn	190	169	181	138
Hàng tồn kho	70	54	47	65
Tài sản cố định hữu hình	440	447	468	484
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	10	10	19	4
<b>Tổng tài sản</b>	<b>812</b>	<b>760</b>	<b>785</b>	<b>748</b>
Nợ ngắn hạn	118	76	101	71
Nợ dài hạn	106	108	116	-
Vốn chủ sở hữu	182	169	164	175
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>812</b>	<b>760</b>	<b>785</b>	<b>748</b>

#### Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	2,4%	-37,1%	9,0%	24,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	62,0%	-73,0%	-59,9%	318,3%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	24,5%	18,7%	14,1%	12,7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,8%	3,4%	1,2%	4,2%
ROA (%)	4,0%	1,1%	0,4%	1,8%
ROE (%)	18,3%	4,8%	2,0%	8,3%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,77	0,78	0,79	0,77
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	3,45	3,49	3,78	3,27
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.365	638	256	1.070
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.807	12.804	12.440	13.260

## 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.

### Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
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