

Quick Report

VNE

03/10/2013

DVCSpeculator

Target 2013: >10.000 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần Xây dựng điện Việt Nam

(VNE - HOSE)

I. Điểm nhấn đầu tư:

- Tổng công ty Cổ phần Xây dựng điện Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chính là xây lắp các công trình lưới điện và trạm biến áp đến 500 kV, Sản xuất các chủng loại vật tư thiết bị, phụ kiện điện, cột điện bằng thép và bê tông, đầu tư nhà máy thủy điện độc lập và dịch vụ du lịch. Trong đó, lĩnh vực kinh xây lắp các công trình lưới điện và trạm biến áp là lĩnh vực chủ chốt đem lại doanh thu và lợi nhuận chính cho Công ty. Lĩnh vực đầu tư các dự án thủy điện là lĩnh vực tiềm năng có thể đem đến cho Công ty các khoản lợi nhuận lớn trong tương lai.
- VNE là một trong những nhà thầu hàng đầu trong lĩnh vực Xây dựng điện. Công ty đã thắng thầu thực hiện xây dựng các công trình điện lớn của EVN, đặc biệt là các công trình đường dây tải điện và cung cấp cột điện mạ thép.
- Công ty có thế mạnh là bề dày kinh nghiệm Xây lắp đường dây và trạm biến áp điện đến 500Kv. Trong các năm qua, Công ty đã hoàn thành các dự án tiêu biểu, trọng điểm của nhà nước như: 524 km đường dây 500 Kv Bắc – Nam, 40 km đường dây 500kV Yaly – Pleiku, 488,582km của 6 đường dây 500 Kv: ĐZ 500 Kv Phú Mỹ - Nhà Bè - Phú Lâm; ĐZ 500 Kv Pleiku - Phú Lâm; ĐZ 500 Kv Pleiku - Dốc Sỏi - Đà Nẵng; ĐZ 500 Kv Đà Nẵng - Hà Tĩnh ; ĐZ 500 Kv Hà Tĩnh- Thường Tín; ĐZ 500 Kv Nhà Bè – Ô Môn.
- VNE có bốn đơn vị thành viên có dây chuyền mạ kẽm nhúng nóng, được trang bị các máy công cụ điều khiển kỹ thuật số tự động và dây chuyền mạ kẽm nhúng nóng tiên tiến của Đức chế tạo vào năm đầu của thế kỷ 21. Hệ thống quản lý chất lượng sản phẩm ISO:9001 - 2000. Chúng tôi chuyên thiết kế, chế tạo các sản phẩm cơ khí: khung nhà tiền chế, trụ tháp cao, cột điện, đường dây tải điện, xà giá trụ đỡ cho thiết bị điện và các sản phẩm cơ khí khác..., đặc biệt năng suất gia công lớn và độ chính xác cao được đảm bảo nhờ hệ thống máy cắt đột liên hợp thép hình đều cạnh điều khiển tự động của Pháp. Tổng công xuất đạt 40.000 tấn/năm.
- Trong các năm gần đây, VNE mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực đầu tư các dự án Thủy Điện. Công ty sở hữu một số lượng lớn các dự án thủy điện tiềm năng với tổng công suất là 273 MW. Trong đó, có hai dự án tiêu biểu là Thủy điện Hồi Xuân (102 MW) và Thủy điện Krong HNăng (64 MW). Chúng tôi đánh giá cao định hướng kinh doanh này của VNE và cho rằng triển vọng sinh lời của

các nhà máy thủy điện sau khi được hoàn thành là khả quan. Tuy nhiên, VNE cần phải đảm bảo được nguồn lực tài chính để đầu tư các dự án này. Hiện tại, Công ty đã đầu tư 223 tỷ vào dự án Thủy điện Hồi Xuân.

- Trong lĩnh vực hoạt động kinh doanh du lịch dịch vụ, Công ty có tổ hợp khách sạn Xanh bao gồm khách sạn xanh Huế, khách sạn xanh Nghệ An và khách sạn xanh Đà Nẵng. Tuy nhiên, chúng tôi không đánh giá cao tiềm năng của lĩnh vực kinh doanh này.

II. Phân tích HD.SXKD VNE – HOSE

1. Thông tin cơ bản:

- Trong các năm tới VNE tập trung mũi nhọn phát triển vào hai mảng chính là xây lắp các công trình điện và đầu tư các dự án điện. Chúng tôi đánh giá định hướng của Công ty là đúng đắn khi khai thác được thế mạnh sẵn có của Công ty là kinh nghiệm thi công xây lắp công trình điện và các dự án thủy điện tiềm năng sẵn có. Bên cạnh đó, nguồn cầu của các lĩnh vực này tương đối dồi dào vì nhu cầu điện năng của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trên 10%/năm trong các năm tới khiến các công trình điện tiếp tục được đầu tư xây dựng và các nhà máy điện sẽ được khai thác tối đa.
- VNE tiếp tục tập trung cho công tác thi công các công trình trọng điểm để đóng điện trong năm 2013 như: Dz 220kV Thanh Hóa - Vinh; Dz 500kV Quảng Ninh - Hiệp Hòa, Dz 500kV Pleiku - My Phước – Cầu Bông; Dz 220kV Vân Trì - Chèm; Dz 220kV Duyên Hải - Trà Vinh v.v.. Tiếp tục thực hiện chiến lược thống nhất công tác tiếp thị và đấu thầu trong toàn Tổng Công ty, ưu tiên các dự án vay vốn nước ngoài như WB, ADB, JICA phần đầu là đón vị có việc làm đồng đều và liên tục.
- Về lĩnh vực đầu tư dự án thủy điện. Công ty đang tập trung đầu tư vào nhà máy thủy điện Hồi Xuân (sở hữu 93%). Đây là một nhà máy có công suất lớn và có triển vọng đem lại doanh thu và lợi nhuận khả quan cho VNE khi đi vào hoạt động. Dự kiến dự án sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2015 với doanh thu dự kiến là 430 tỷ VNĐ/năm. Hiện tại, VNE đã đầu tư vào dự án khoảng 223 tỷ VNĐ với một số hạng mục được xây dựng như: chuẩn bị mặt bằng, đường công vụ, trạm biến áp. Ngoài ra VNE đang xúc tiến các thủ tục vay vốn Ngân hàng để tiến hành dự án.

Một số thông số của nhà máy thủy điện Hồi Xuân

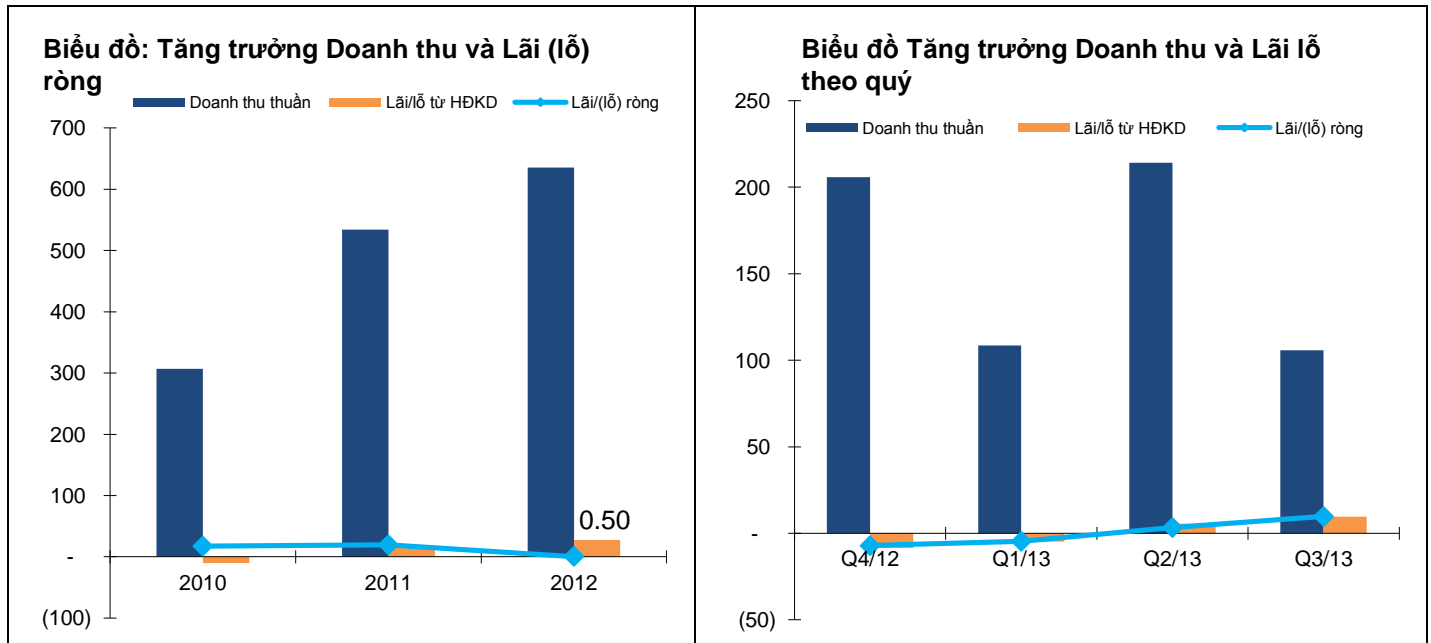
TT	Thông số kỹ thuật	Đơn vị	Phương án xây dựng	Hạng mục chi phí	Dự toán (tr.đ)
1.	Công suất lắp máy (N _{lm})	MW	102	1. Chi phí xây dựng	1.139.854
2.	Công suất đảm bảo (N _{đb})	MW	16,9	2. Chi phí mua sắm và lắp đặt thiết bị	1.021.184
3.	Số tổ máy	tổ	3	3. Chi phí bồi thường, hỗ trợ và tái định cư	239.964
4.	Điện lượng trung bình năm (E _o)	10 ⁶ kWh	432,61	4. Chi phí khác	586.334
5.	Số giờ sử dụng công suất lắp máy (h _{sdlm})	giờ	3.815	Tổng cộng	2.987.336

Chúng tôi đánh giá, hoạt động xây lắp điện của VNE có mức độ ổn định cao nhờ vị thế ngành vững chắc song có biên lợi nhuận thấp không thể đem lại cho Công ty khả năng phát triển đột phá. Lĩnh vực mà chúng tôi đánh giá cao chính là dự án nhà máy thủy điện Hồi Xuân khi lĩnh vực cung cấp điện năng luôn có doanh thu ổn định và biên lợi nhuận cao hơn. Nếu công ty hoàn thành dự án đúng tiến độ đề ra thì hiệu quả kinh doanh của Công ty sẽ được tăng lên rất đáng kể.

2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

❖ Hoạt động SXKD 3 năm trở lại đây:

- Về thị trường, năm 2012 và 2013 là một năm khó khăn với hầu hết các công ty xây dựng do tình hình kinh tế khó khăn, đầu tư công bị thắt chặt và lãi suất cao. Hoạt động kinh doanh của VNE cũng không nằm ngoài ảnh hưởng nhất là khi hoạt động xây lắp điện bị ảnh hưởng do các chủ đầu tư thiếu nguồn tài chính và một số dự án đầu tư bị giãn tiến độ. Tuy nhiên với thế mạnh của mình về kinh nghiệm xây lắp công trình điện và mối quan hệ rộng rãi trong ngành, Công ty vẫn đảm bảo được nguồn công việc khá đều đặn mặc dù biên lợi nhuận phải chấp nhận suy giảm do mặt bằng lãi suất cao.
- Hoạt động xây lắp của Công ty vẫn ổn định song không tăng trưởng về doanh thu do đầu tư các công trình điện của nhà nước bị giãn tiến độ. Thêm vào đó, biên lợi nhuận của lĩnh vực này thấp nên không đem lại cho VNE khoản thu nhập đáng kể.
- Chi phí lãi vay đối với VNE tăng nhanh do Công ty đẩy mạnh vay nợ để đầu tư vào lĩnh vực thủy điện và kinh doanh khách sạn, đầu tư tài chính. Chi phí lãi vay năm 2012 lên tới 83 tỷ VNĐ, chi phí lãi vay 9 tháng 2013 lên tới 51 tỷ VNĐ mặc dù mặt bằng lãi suất cho vay đã hạ. Điều này khiến cho hiệu quả kinh doanh của VNE giảm đi đáng kể.
- Hoạt động đầu tư kinh doanh dịch vụ, khách sạn của Công ty không hiệu quả khi Công ty không có thế mạnh đáng kể nào về lĩnh vực này và các khách sạn tại Huế, Đà Nẵng và Nghệ An không có yếu tố đặc sắc và sức cạnh tranh cao.
- Hoạt động đầu tư thủy điện là lĩnh vực mới phát triển nên chưa đem lại doanh thu và lợi nhuận cho Công ty mặc dù Công ty đã đầu tư ban đầu 203 tỷ vào Thủy điện Hồi Xuân. Chúng tôi đánh giá, phải đến 2015 thì lĩnh vực này mới đem lại hiệu quả kinh doanh cho Công ty.
- Ngoài thủy điện Hồi Xuân, VNE còn đầu tư dở dang vào khu đô thị Mỹ Thuận (189 tỷ VNĐ), Siêu thị Green Mart (56 tỷ) và dự án xây dựng tại 277 Bến Bình Đông (97 tỷ). Các dự án này chưa phát huy hiệu quả khiến VNE bị giảm đáng kể hiệu quả kinh doanh và sức khỏe tài chính cũng giảm. Trong thời gian tới VNE dự kiến sẽ rút vốn khỏi các khoản mục đầu tư kém hiệu quả để tập trung vào dự án trọng điểm qua đó nâng cao hiệu quả kinh doanh.



❖ **Triển vọng kinh doanh 2013 và các năm sau:**

- Doanh thu và lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2013 của VNE tương đối kém khả quan khi nền kinh tế diễn biến còn nhiều khó khăn, các chủ đầu tư các công trình điện gặp khó khăn tài chính do đó các dự án xây dựng điện ký mới không nhiều trong khi áp lực nợ vay tiếp tục đè nặng lên Công ty mặc dù mặt bằng lãi suất cho vay đã hạ khá nhiều. Doanh thu 9 tháng 2013 đạt mức 428 tỷ đồng, giảm nhẹ so với cùng kỳ và ở mức thấp so với quy mô của Công ty. LNST đạt mức 8.8 tỷ VNĐ. Nguyên nhân chủ yếu là do Công ty chưa ký thêm được nhiều hợp đồng mới và một số công trình đang thi công dở dang sẽ đóng điện vào quý 4 2013 do đó doanh thu chưa được hạch toán trong khi nợ vay cao, chi phí lãi vay tăng cao, ăn mòn lợi nhuận của Công ty.
- Trong quý 4 năm 2013, Công ty sẽ hoàn thành một loạt công trình điện như : Dz 220kV Thanh Hóa - Vinh; Dz 500kV Quảng Ninh - Hiep Hòa, Dz 500kV Pleiku - My Phước – Cầu Bông; Dz 220kV Vân Trì - Chèm; Dz 220kV Duyên Hải - Trà Vinh. Tuy nhiên, các công trình này không hứa hẹn đem lại cho Công ty một khoản thu nhập bất thường nào.
- Về tổng thể, biên lợi nhuận gộp của Công ty cải thiện khá mạnh vào quý 3 2013, Tỷ lệ giá vốn/ doanh thu đã giảm mạnh xuống còn 65,5% trong khi cùng kỳ, tỷ lệ này là 77,7%. Điều này khiến cho lợi nhuận gộp tăng 50,8% và đạt con số 36,5 tỷ . Nguyên nhân là do, Công ty hạch toán doanh thu các dự án công trình điện có biên lợi nhuận cao. Chúng tôi dự phóng, Công ty sẽ tiếp tục duy trì được mức biên lợi nhuận gộp khả quan này trong quý 4 năm 2013 khi các công trình điện trên được hoàn thành.
- Triển vọng lợi nhuận của Công ty trong năm 2013 đã bắt đầu khởi sắc vào quý 3/2013 và có khả năng sẽ tiếp tục xu hướng trên vào quý 4/ 2013. Chúng tôi dự phóng, Công ty có thể đạt mức doanh thu 150 tỷ VNĐ trong quý 4 /2013 và đạt mức lợi nhuận ròng là 12 tỷ VNĐ. Lợi nhuận ròng cả năm 2013 vào khoảng 20 tỷ VNĐ với mức EPS đạt mức 322 VNĐ/cp.

- Chúng tôi không đánh giá VNE tiềm năng bởi các hoạt động kinh doanh hiện tại. Chúng tôi đánh giá VNE có tiềm năng bởi hoạt động đầu tư vào thủy điện Hồi Xuân với công suất cao và giá bán điện sẽ được điều chỉnh tăng khi Việt Nam xây dựng thị trường phát điện cạnh tranh. Với Công suất lên đến 102 MW cao hơn cả các nhà máy thủy điện đang niêm yết trên sàn hiện nay như thủy điện Cần Đơn và thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh, Doanh thu và lợi nhuận từ thủy điện Hồi Xuân sẽ cải thiện cơ bản hiệu quả kinh doanh và sức khỏe tài chính của VNE từ năm 2015 trở đi.
- Chúng tôi đánh giá cao vị thế ngành vững chắc của Công ty với kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng điện và mối quan hệ chặt chẽ với các ban QLDA điện thuộc các khu vực miền Bắc, miền Trung và miền Nam. Nguồn công việc xây dựng điện của VNE vẫn rất đều đặn và sẽ tăng mạnh trong tương lai khi nhu cầu điện của Việt Nam trong các năm tới là rất lớn.

3. Đánh giá tài chính

❖ Doanh thu:

- Doanh thu của VNE có sự chững lại và suy giảm trong 2 năm gần đây do hai yếu tố cơ bản. Thứ nhất, do thị trường khó khăn, đầu tư công bị cắt giảm nên nhiều công trình đầu tư ngành điện bị dãn tiến độ. Thứ hai do các dự án thủy điện Công ty đầu tư chưa vào giai đoạn khai thác do đó chưa phát sinh doanh thu.
- Mặc dù có năng lực thi công khá tốt, hoạt động xây lắp điện rất có uy tín và vị thế ngành cao song VNE không thể không bị ảnh hưởng bởi khó khăn chung. Số công trình mới được ký trong năm 2013 không nhiều các chủ đầu tư gặp khó khăn về vốn. Doanh thu tụt giảm khiến VNE giảm lợi nhuận, tuy nhiên Công ty vẫn có lãi khi vẫn giữ được biên lợi nhuận cao.
- Trong các năm gần đây mô hình kinh doanh của Công ty chuyển sang mô hình đa ngành. Ngoài việc đảm nhận các công trình xây lắp điện từ EVN, Công ty còn đầu tư bất động sản và thủy điện trong khi các lĩnh vực này chưa phát sinh doanh thu khiến mức tăng trưởng doanh thu bị ảnh hưởng tiêu cực.
- Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, khả năng tăng trưởng doanh thu của VNE là rất khả quan khi triển vọng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam nói chung đã rõ ràng kéo theo nhu cầu sử dụng điện cao dẫn tới hoạt động đầu tư các dự án điện được tái khởi động rầm rộ. Trong các năm tới, khi thị trường phát điện cạnh tranh chính thức đi vào vận hành, nhu cầu đầu tư các dự án điện sẽ tăng vọt và do đó nguồn công việc của VNE sẽ rất dồi dào.
- Doanh thu 3 quý đầu năm 2013 của VNE ở mức khá thấp so với cùng kỳ khi Công ty không tìm được nguồn công việc mới. Tuy nhiên doanh thu của Công ty hứa hẹn sẽ cải thiện mạnh vào quý 4 năm nay và năm sau khi các công trình đầu tư điện tiếp tục tăng lên. Ngoài ra từ năm 2015 trở đi, thủy điện Hồi Xuân sẽ đi vào vận hành và đóng góp mỗi năm khoảng 430 tỷ doanh thu cho VNE và do đó VNE sẽ có mức doanh thu gấp đôi so với hiện nay.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	3 2%
VNE	368.91	509.39	306.91	534.13	658.66	475.60	
Construction & Materials	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	546.58	
%Δ diff of indus	-19%	4%	-49%	-21%	9%	-13%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	8 2%
VNE		38.1%	-39.7%	74.0%	23.3%	19.3%	
Construction & Materials		7.3%	22.8%	12.5%	-10.6%	14.8%	
%D diff of indus		419%	-275%	492%	-321%	31%	

❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của VNE suy giảm đều trong 3 năm gần đây. Công ty chỉ lãi nhẹ trong 3 quý đầu năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là nguồn công việc không được dồi dào khiến doanh thu giảm. Trên thực tế khả năng quản lý chi phí của Công ty khá tốt thể hiện qua biên lợi nhuận tốt do đó nếu nguồn công việc tăng lên, Công ty có thể có lãi đáng kể.
- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh, cộng thêm các chi phí quản lý và bán hàng được chủ động tiết giảm song không giúp Công ty có lợi nhuận cao do Công ty phải gia tăng vay nợ để đầu tư vào Thủy điện Hồi Xuân khiến chi phí lãi vay cao. Thêm vào đó, yếu tố cơ bản là doanh thu không có sự tiến triển nào rõ nét khi nguồn công việc không được dồi dào.
- Giá vốn của Công ty vẫn ở mức tốt so với trung bình ngành do khả năng quản lý chi phí và thi công tốt do đó lợi nhuận gộp của VNE vẫn khả quan. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của VNE sẽ cải thiện mạnh từ năm 2015 trở đi khi Thủy điện Hồi Xuân phát điện.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	5 2%
VNE	2.60	87.73	18.74	22.35	43.29	27.74	
Construction & Materials	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	25.85	
%Δ diff of indus	-91%	119%	-54%	-6%	690%	7%	

- Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong các năm tới sẽ tùy thuộc vào tiến độ phát điện của Thủy điện Hồi Xuân.

❖ Hiệu quả quản lý:

- ROA và ROE của VNE bị suy giảm đều trong ba năm trở lại đây do các khoản đầu tư vào thủy điện và bất động sản làm tăng quy mô tổng tài sản qua đó làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh một cách đáng kể. Thêm vào đó, nguồn công việc xây lắp điện không dồi dào khiến doanh thu và lợi nhuận giảm. Công ty đã đầu tư khá dàn trải bằng vốn vay và do đó chi phí lãi vay ăn mòn lợi nhuận của Công ty.

- Mật bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.
- Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư dở dang (lên đến hơn 600 tỷ VNĐ). Nguồn lực bị phân bổ phân tán và chưa phát huy hiệu quả trong khi Công ty vẫn phải vay vốn để hoạt động đã tác động đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của Công ty.
- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi doanh thu sẽ tăng do nhu cầu đầu tư các dự án điện cao. Từ năm 2015 trở đi, Thủy điện Hồi Xuân đi vào khai thác đem lại hiệu quả cao qua đó Công ty sẽ trả bớt nợ vay và cải thiện khả năng sinh lời đáng kể.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 2.5%
VNE	0.7%	18.6%	2.6%	3.2%	5.8%	5.8%	
Construction & Materials	14.1%	17.3%	14.3%	7.7%	1.6%	9.8%	
%Δ diff of indus	-95%	7%	-82%	-59%	268%	-41%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	1 2.5%
VNE	0.1%	4.5%	1.0%	1.2%	2.3%	1.8%	
Construction & Materials	4.0%	5.1%	4.2%	2.2%	0.5%	2.8%	
%D diff of indus	-97%	-12%	-75%	-47%	390%	-35%	

❖ Cơ cấu vốn:

- Mức độ sử dụng vốn vay ở mức độ tương đương so với mức trung bình ngành khiến hoạt động của Công ty vẫn giữ an toàn mặc dù có sự biến động của lãi suất mạnh trong hai năm qua. Tuy nhiên trong thời gian tới khoản vay trái phiếu 350 tỷ VNĐ sẽ đáo hạn và có khả năng nó sẽ gây căng thẳng thanh khoản cho Công ty.
- Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty trong 9 tháng đầu năm là khá tốt (77 tỷ VNĐ) tuy nhiên không đủ để trả bớt nợ do nhu cầu đầu tư vào Thủy điện Hồi Xuân là rất lớn và điều này khiến cho Công ty rất dễ thua lỗ khi doanh thu giảm và lãi suất có diễn biến bất lợi. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức không cao và tình trạng này sẽ tiếp diễn cho đến hết năm 2015 sau khi VNE đưa thủy điện Hồi Xuân và vận hành.
- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản của VNE theo từng năm có thể thấy sức khỏe tài chính vẫn ở mức an toàn cả khi loại bỏ giá trị hàng tồn kho của VNE chủ yếu là các hoạt động xây lắp dở dang (chỉ tiêu thanh toán nhanh vẫn >1). Cơ cấu vốn của Công ty vẫn khá vững vàng khi tỷ lệ đòn bẩy không quá cao. Diễn biến đáng ngại nhất là vay nợ gia tăng theo từng quý, tuy nhiên điều này là do hoạt động đầu tư vào thủy điện Hồi Xuân.

- Nhìn chung sức khỏe tài chính của VNE là không quá tốt song cũng không đáng quan ngại. Khi Công ty đưa thủy điện Hồi Xuân vào hoạt động, dòng tiền mỗi năm hứa hẹn lên tới trên 400 tỷ và do đó mức độ nợ vay chắc chắn sẽ giảm mạnh và các chỉ tiêu thanh khoản và cơ cấu vốn sẽ trở về mức bình thường.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6
VNE	5.32	3.72	1.71	1.91	1.48	2.18	3.3%
Construction & Materials	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	2.48	
%Δ diff of indus	109%	55%	-29%	-24%	-41%	-12%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9
VNE	2.19	1.53	0.56	0.85	0.80	0.93	3.3%
Construction & Materials	1.59	1.52	1.56	1.72	1.73	1.69	
%D diff of indus	38%	1%	-64%	-50%	-54%	-45%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
VNE	3.12	2.19	1.14	1.05	0.68	1.25	3.3%
Construction & Materials	1.09	0.94	0.88	0.84	0.91	0.82	
%D diff of indus	186%	134%	30%	26%	-25%	52%	

Định giá:

PE của VNE hiện nay ở mức rất cao trong khi PB khá thấp. Hiện tượng trên cho thấy thị trường đang kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty nhờ các tài sản tiềm năng của Công ty và cụ thể ở đây là dự án thủy điện. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường là hợp lý và cho rằng VNE có khả năng tăng trưởng cao sau năm 2015.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo lợi nhuận trong năm 2014 sẽ khả quan khi nguồn công việc của VNE sẽ cao. Từ năm 2015 trở đi, hiệu quả hoạt động sẽ tăng mạnh nhờ Thủy điện Hồi Xuân.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
VNE	93.67	5.17	31.76	8.38	8.47	10	6.7%
Construction & Materials	4.86	8.13	6.87	5.23	13.87	6.73	
%Δ diff of indus	1829%	-36%	362%	60%	-39%	55%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6
VNE	0.79	1.13	1.05	0.29	0.54	0.79	6.7%
Construction & Materials	0.88	1.86	1.26	0.56	0.50	0.94	
%D diff of indus	-11%	-39%	-17%	-48%	7%	-16%	
Dividend in 2012				No of company	Paid	Plan	5
VNE				151	0	1,500	6.7%
Construction & Materials					1,364	1,431	
%Δ diff of indus						5%	
Valuation						2013	0

VNE	0	10%
Price	10,210	
%Δ diff of indus		

Chúng tôi cho rằng phương thức định giá VNE là tổng hợp của giá trị hoạt động sản xuất kinh doanh hiện tại và giá trị của dự án Thủy điện Hồi Xuân chiết khấu về hiện tại. Với mức EPS năm 2014 dự kiến khoảng 500 VNĐ/cp, hoạt động kinh doanh hiện tại của VNE xứng đáng có giá trị là 5,000 VNĐ (mức PE là 10 lấy bằng tỷ lệ tăng trưởng đầu tư các dự án điện trong tương lai). Thủy điện Hồi Xuân có mức NPV chúng tôi dự phóng là 323 tỷ VNĐ chia cho số cổ phiếu VNE lưu hành hiện nay được mức giá trị là 5200 VNĐ/cp. **Như vậy, giá trị hợp lý của VNE là 10,200 VNĐ/CP.**

Kết luận:

VNE là một công ty có năng lực thi công tốt và vị thế ngành cao, đang hoạt động trong ngành có khả năng tăng trưởng trong các năm sau. Thủy điện Hồi Xuân của Công ty khá có giá trị. Tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai tương đối khả quan. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể phù hợp cho các nhà đầu tư xem xét để **MUA**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111