

Ngành Công nghiệp

Báo cáo cập nhật

Tháng 04, 2018

Mã giao dịch: VNE

Reuters: VNE.HM

Bloomberg: VNE VN

Dự báo lợi nhuận 2018 tăng trưởng mạnh.

Mảng BĐS: kỳ vọng thoái vốn thành công Khách sạn Xanh Huế

Năm 2016, VNE đã tiến hành bán đấu giá ba lần khách sạn xanh nhưng chưa thành công. Sang năm 2017, công ty tiếp tục đàm phán với một số đối tác trong và ngoài nước tuy nhiên mức giá vẫn chưa đạt kỳ vọng của ban lãnh đạo. Năm 2018, VNE tiếp tục đàm phán với một số đối tác và hiện đang có tín hiệu hết sức khả quan cho thấy khả năng thoái vốn thành công trong thời gian sắp tới. Chúng tôi ước tính giá trị thoái vốn của Khách sạn Xanh Huế vào khoảng 275 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp xấp xỉ 60%. Bên cạnh đó, VNE cũng dự kiến sẽ ghi nhận khoảng 150 tỷ đồng doanh thu từ dự án Mỹ Thượng trong năm 2018.

Mảng xây lắp điện tiếp tục đà tăng trưởng

Theo chia sẻ từ công ty, giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2017 năm 2018 là 400 tỷ và giá trị hợp đồng kỳ mới từ đầu năm 2018 đến nay là 300 tỷ đồng. Với tình hình triển khai chậm các dự án xây lắp đường dây tải điện thì lượng dự án chuyển tiếp sang năm 2018 của EVN sẽ rất lớn.

Khuyến nghị đầu tư.

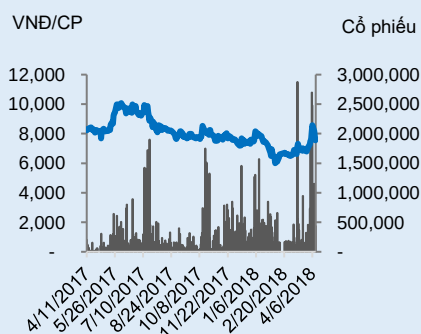
VNE là một trong vài doanh nghiệp xây lắp điện hàng đầu Việt Nam. Sau giai đoạn xáo trộn do bị thu tóm, hoạt động kinh doanh của VNE đã trở lại quỹ đạo tăng trưởng khi nhóm thu tóm rút lui và Ban lãnh đạo cũ quay trở lại. Với sự trở lại của Ban lãnh đạo cũ, VNE tiếp tục định hướng định hướng tái cấu trúc doanh nghiệp là thoái vốn ra khỏi các dự án BĐS cũng như các công ty con và công ty liên kết kém hiệu quả để tập trung vào thế mạnh là xây lắp điện và năng lượng từ đó giúp cho công ty có thể tăng trưởng và ổn định hơn trong tương lai. Cùng với đó thì LNST năm 2018 được dự báo tăng trưởng xấp xỉ 100% nhờ thoái vốn từ Khách sạn Xanh Huế. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VNE với mức giá mục tiêu cho năm 2018 là 11.800 VND/CP (tiềm năng tăng trưởng 56% so với mức giá đóng cửa ngày 11/04/2018 là 7.550 VND/CP).

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	11.800
Giá thị trường (11/4/2018)	7.550
Lợi nhuận kỳ vọng	56%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	6.000-10.070
Vốn hóa	619 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	81.934.033
KLGD bình quân 10 ngày	1.203.033
% sở hữu nước ngoài	15,62%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,6%
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNE	1,2%	5,9%	-3,8%	-8,2%
VN-Index	17,2%	2,5%	12,9%	42,4%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914 6888 ext 257

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Mảng BĐS: kỳ vọng thoái vốn thành công Khách sạn Xanh Huế

Năm 2016, VNE đã tiến hành bán đấu giá ba lần khách sạn xanh nhưng chưa thành công. Sang năm 2017, công ty tiếp tục đàm phán với một số đối tác trong và ngoài nước tuy nhiên mức giá vẫn chưa đạt kỳ vọng của ban lãnh đạo. Năm 2018, VNE tiếp tục đàm phán với một số đối tác và hiện đang có tín hiệu hết sức khả quan cho thấy khả năng thoái vốn thành công trong thời gian sắp tới. Chúng tôi ước tính giá trị thoái vốn của Khách sạn Xanh Huế vào khoảng 275 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp xấp xỉ 60%. VNE cũng dự kiến sẽ ghi nhận khoảng 150 tỷ đồng doanh thu từ dự án Mỹ Thương trong năm 2018.

Mảng xây lắp điện tiếp tục đà tăng trưởng

Theo chia sẻ từ công ty, giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2017 năm 2018 là 400 tỷ và giá trị hợp đồng kỳ mới từ đầu năm 2018 đến nay là 300 tỷ đồng. Với tình hình triển khai chậm các dự án xây lắp đường dây tải điện thì lượng dự án chuyển tiếp sang năm 2018 của EVN sẽ rất lớn. Tuy nhiên, do khó khăn từ Quyết định 4970 của Bộ Công thương, chúng tôi ước tính doanh thu mảng xây lắp năm 2018 của VNE đạt 684 tỷ đồng (+20% yoy). Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng này là 10% tương đương với mức năm 2017.

Mảng sản xuất công nghiệp duy trì ổn định

Mảng sản xuất công nghiệp tương đối ổn định qua nhiều năm nay. Chúng tôi dự báo mảng kinh doanh này sẽ tiếp tục ổn định trong năm tới với doanh thu dự kiến đạt 41 tỷ đồng (+1% yoy) và biên lợi nhuận gộp 20,9% là mức tương đương với năm 2017.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2018

Với tình hình khả quan trong việc đàm phán thoái vốn Khách sạn Xanh, BVSC cho rằng VNE sẽ sớm thoái vốn thành công khách sạn này với mức giá thoái vốn vào khoảng 275 tỷ đồng và ghi nhận khoảng 150 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, BVSC cũng đánh giá VNE sẽ chưa hoàn nhập dự phòng chi phí quản lý trong 2018. Với những giả định này, chúng tôi dự báo VNE sẽ ghi nhận 1.024 tỷ đồng doanh thu (+12,7% yoy) và 126 tỷ đồng LNST (+98,19% yoy).

Định giá.

Sử dụng phương pháp định giá riêng cho từng mảng kinh doanh của VNE, BVSC đánh giá mức giá hợp lý của VNE là 11.800 VND/CP.

Mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E với mức P/E kỳ vọng tương đương với trung bình các công ty xây lắp là 9 lần. Đây cũng là mức PE trung bình trong lịch sử giao dịch của cổ phiếu VNE khi loại trừ các giá trị ngoại biên ($P/E < 0$ và $P/E > 20$).

Mảng bất động sản: Chúng tôi đánh giá lại giá trị một số tài sản chính gồm có: (1) Khách sạn Xanh Huế 275 tỷ đồng; (2) Đối với quỹ đất tại Tp. Hồ Chí Minh, với quan điểm thận trọng, chúng tôi loại bỏ toàn bộ giá trị đối với quỹ đất liên quan đến hai cá nhân Lâm Phúc Lâm và Lã Thị Thùy Vân (140 tỷ đồng) và ghi giảm 50% giá trị đối với quỹ đất liên quan đến CTCP DVTM kinh doanh nhà Tín Nghĩa (Trong tương lai VNE có thể sẽ giải quyết theo cách tương tự như một vụ án khác liên quan đến Lâm Phúc Lâm và Lã Thị Thùy Vân là đền bù cho một số bị hại để hoàn thành thủ tục pháp lý. Vụ trách chấp đã diễn ra trong thời gian dài vì vậy giá đất trên thực tế đã tăng cao hơn nhiều so với giá trị sổ sách vì vậy ngay cả trong trường hợp đứng ra bồi thường cho các bị hại thì VNE vẫn thu hồi được một phần vốn); (3) giá trị tài sản đất chưa bán ở khu đô thị Mỹ Thượng; (4) giá trị sổ sách của một các lô đất và dự án khác.

Mảng năng lượng: Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách đối với mảng năng lượng do dự án điện gió Thuận Nhiên Phong vẫn đang chờ cổ đông thông qua để triển khai. Sau khi dự án có kế hoạch triển khai cụ thể chúng tôi sẽ sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền để định giá cho mảng này.

Công ty liên kết và đầu tư vào đơn vị khác: Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách đối với các công ty liên kết và các công được VNE góp vốn khác do nhóm những công ty này đang hoạt động có lãi trong 5 năm gần đây và mức ROE của các công ty liên kết vào khoảng 10-15%.

Tiền mặt: Chúng tôi thực hiện tính toán các khoản tiền liên quan đến hoạt động và chi phí trả cổ tức thì lượng tiền mặt còn lại để cộng vào định giá là 60 tỷ đồng.

Bảng định giá cổ phiếu VNE năm 2018

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị	Số lượng cổ phiếu (triệu)	Đóng góp vào giá cổ phiếu (VNĐ)
Xây lắp và công nghiệp	P/E	111.823	81,93	1.283
Năng lượng	BV	184.000	81,93	2.246
Bất động sản	RNAV và BV	560.200	81,93	6.838
Công ty liên kết	BV	15.892	81,93	194
Đầu tư vào đơn vị khác	BV	39.933	81,93	487
Tiền mặt		60.000	81,93	732
Giá cổ phiếu				11.800

Nguồn: BVSC

Khuyến nghị đầu tư.

VNE là một trong vài doanh nghiệp xây lắp điện hàng đầu Việt Nam. Sau giai đoạn xáo trộn do bị thâm tóm, hoạt động kinh doanh của VNE đã trở lại quỹ đạo tăng trưởng khi nhóm thâm tóm rút lui và Ban lãnh đạo cũ quay trở lại. Với sự trở lại của Ban lãnh đạo cũ, VNE tiếp tục định hướng định hướng tái cấu trúc doanh nghiệp là thoái vốn ra khỏi các dự án BĐS cũng như các công ty con và công ty liên kết kém hiệu quả để tập trung vào thế mạnh là xây lắp điện và năng lượng từ đó giúp cho công ty có thể tăng trưởng và ổn định hơn trong tương lai. Cùng với đó thì LNST năm 2018 được dự báo tăng trưởng xấp xỉ 100% nhờ thoái vốn từ Khách sạn Xanh Huế. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VNE với mức giá mục tiêu cho năm 2018 là 11.800 VND/CP (tiềm năng tăng trưởng 56% so với mức giá đóng cửa ngày 11/04/2018 là 7.550 VND/CP).

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018F
Doanh thu	1.044	774	909	1.024
Giá vốn	875	657	697	792
Lợi nhuận gộp	168	117	212	232
Doanh thu tài chính	36	13	14	17
Chi phí tài chính	(34)	(33)	(14)	(16)
Lợi nhuận sau thuế	103	10	63	126

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018F
Tiền & khoản tương đương tiền	261	103	219	244
Các khoản phải thu ngắn hạn	253	271	105	118
Hàng tồn kho	63	54	71	81
Tài sản cố định hữu hình	156	150	145	153
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	21	18	16	18
Tổng tài sản	1.873	1.532	1.559	1.668
Nợ ngắn hạn	434	162	192	195
Nợ dài hạn	6	5	3	2
Vốn chủ sở hữu	947	947	908	949
Tổng nguồn vốn	1.823	1.501	1.530	1.632

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	0,84%	-25,81%	17,39%	12,69%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	15,76%	-90,21%	529,78%	98,19%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	16,11%	15,08%	23,27%	22,63%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,87%	1,30%	6,99%	12,29%
ROA (%)	5,50%	0,66%	4,07%	7,54%
ROE (%)	10,88%	1,06%	6,99%	13,27%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	23,47%	10,88%	12,53%	11,78%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	46,42%	17,60%	21,50%	20,72%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.576	123	736	1.459
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.694	15.663	11.083	11.577

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp,

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp, HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888