

Chuyên đề 5:

TỔNG QUAN DÒNG VINACONEX



Quản lý theo mô hình TCT: sử dụng uy tín của công ty mẹ

Cho đến thời điểm 31/03/2010, Vinaconex có 42 công ty cổ phần với vốn góp chi phối, 9 công ty có vốn góp từ 20-50%, 20 công ty có vốn góp dưới 20%, 3 công ty liên doanh

Nhóm	VĐL	Tỷ lệ của VCG
Xây dựng		
V11	50	51%
V15	60	51%
V21	20	60%
VC5	50	51%
VC6	40	51%
VC7	50	51%
VCC	40	51%
VMC	65	51.40%
XMC	100	51%
CTN	48.85	30%
Xây dựng-BĐS		
V12	30	51%
VC1	80	55.14%
VC2	78	52.04%
VC3	80	51%
VC9	80	54.33%
VCR	300	53.30%
Khác		
VCM	3	44.20%
VCS	15	51%

Nguồn: BCTN của Vinaconex, TVSI tổng hợp

Ngày 20/11/1995, Tổng Công Ty Xuất Nhập Khẩu và Xây Dựng Việt Nam chính thức hoạt động theo mô hình TCT 90. Theo đó, TCT XNK và XD Việt Nam được Bộ Xây Dựng cho phép tiếp nhận một số công ty xây dựng trực thuộc Bộ về trực thuộc TCT. Như vậy, các công ty trong cùng một TCT hoạt động chung trong một lĩnh vực xây dựng. Mỗi quan hệ giữa công ty mẹ và công ty con thường được thực hiện bởi việc đóng góp vốn chi phối vào vào công ty con. Ngoài ra, công ty mẹ Vinaconex sử dụng uy tín, thương hiệu, tiềm lực tài chính của công ty mẹ trong việc tìm kiếm các dự án lớn trong lĩnh vực xây dựng và BĐS, cho vay hoặc đầu tư tài chính vào các công ty con. Công ty mẹ còn bảo lãnh cho các công ty con để tham gia tiến hành hoạt động kinh doanh, cho phép sử dụng thương hiệu theo hợp đồng License tham gia các cơ hội kinh doanh của TCT. Chính vì vậy, các công ty con và công ty cháu ngoài việc hoạt động với nội lực vốn có của mình, các thành viên Vinaconex luôn nhận được sự hậu thuẫn và quản lý của công ty mẹ.

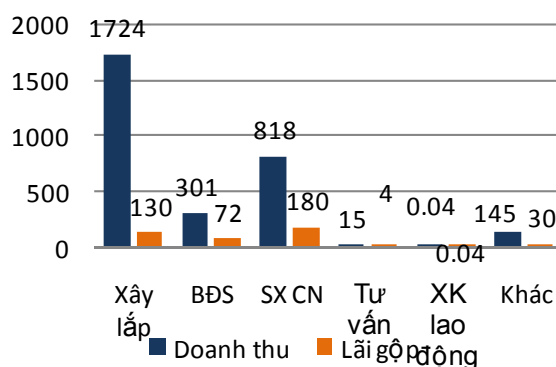
Sự ràng buộc không chặt, có sự cạnh tranh giữa các thành viên

Hiện tại Vinaconex có 42 công ty con, trong đó có 16 công ty thuộc lĩnh vực xây dựng, 11 công ty BĐS và XD, 10 công ty VLXD và còn lại là 5 công ty thương mại dịch vụ và tư vấn thiết kế. Tuy nhiên, khác với cơ cấu của một số tập đoàn như dầu khí, tập đoàn Bảo Việt v.v... các thành viên có mối liên kết, hỗ trợ nhau trong hoạt động kinh doanh. Điều này có thể do đó là đặc thù của từng ngành và mỗi công ty thành viên thực hiện một chức năng trong lĩnh vực hoạt động đó. Đối với các công ty dòng Vinaconex, ngoài nhóm xây lắp và BĐS & Xây lắp ra, chỉ có duy nhất nhóm sản xuất công nghiệp và VLXD bao gồm nhiều lĩnh vực hoạt động phụ trợ cho hoạt động truyền thống như sản xuất xi măng, bê tông, nước, điện, gạch, đá, nhựa v.v... Nhưng đối với các doanh nghiệp hoạt động chính trong ngành xây lắp hoặc bao gồm xây lắp và BĐS thì hầu hết lĩnh vực hoạt động giống nhau nên việc cạnh tranh trong ngành là điều tất yếu mặc dù một số công ty cùng sử dụng thương hiệu của công ty mẹ để có được các hợp đồng lớn. Hơn nữa vì không có sự liên hệ và phụ thuộc lẫn nhau, nên các công ty khá độc lập trong việc kinh doanh và cạnh tranh bình đẳng.

Tập trung vào mảng xây dựng, đang dần hướng sang BĐS

Xuất phát từ chính bản thân công ty mẹ, VCG bắt nguồn từ chuyên ngành hoạt động quản lý nước ngoài, nhưng sau 4 năm, Vinaconex được cơ cấu và bắt đầu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng, XNK và XK lao động. Đến năm 1995, công ty chuyển đổi mô hình TCT 90-91 và tập trung vào lĩnh vực xây dựng và bắt đầu chú ý đến lĩnh vực BĐS với khu nhà ở CBCNV Tổng Công Ty H12-13. Tuy nhiên, các thành viên của TCT Vinaconex cũng mới đang dần chuyển hướng sang bên lĩnh vực BĐS. Cụ thể, doanh thu BĐS của một số công ty được nhóm thành Xây Lắp-BĐS đạt gần 50%. Ví dụ như VC1 với thế mạnh là xây dựng công nghiệp và dân dụng, nhưng cũng đang hướng dần sang BĐS. Công ty được thành lập năm 1973 với lĩnh vực hoạt động chính là xây dựng, nhưng đến năm 2000 công ty mới thực hiện dự án BĐS đầu tư đầu tiên. VC9 cũng phải đến năm 2004 mới khởi công xây dựng khu đô thị đầu tiên ở Nghệ An mặc dù công ty được thành lập từ năm 1977.

Cơ cấu doanh thu & lợi nhuận



Nguồn: BCTC Quý I/2010

Chủ yếu là mảng dân dụng và công nghiệp

Mặc dù Vinaconex tham gia vào tất cả các lĩnh vực trong hoạt động xây lắp, nhưng mảng dân dụng chiếm phần lớn

Xét riêng lĩnh vực xây lắp truyền thống của Vinaconex, có thể nhận thấy Vinaconex tập trung chủ yếu vào 2 lĩnh vực chính đó là dân dụng và công nghiệp với hàng loạt các công trình như xây dựng nhà máy, khu công nghiệp, trung tâm thương mại, bệnh viện, trường học...v.v. Vinaconex cũng tham gia xây dựng các công trình hạ tầng, kỹ thuật nhưng số lượng không nhiều bằng các nhóm xây dựng khác như Sông Đà. Tính cho đến thời điểm hiện tại VCG thực hiện đc 16 công trình dân dụng, 10 công trình công nghiệp và các công trình giao thông, thủy lợi, hạ tầng kỹ thuật đều dưới 7 công trình. Các công ty con như V15, công trình dân dụng gấp 2 lần công trình công nghiệp và các loại công trình khác.

Chênh lệch quy mô giữa công ty mẹ và con

Mặc dù có rất nhiều công ty con, nhưng quy mô của các công ty con này còn khá nhỏ. Một số công ty, vốn điều lệ chỉ có 3 tỷ đồng.

So với doanh nghiệp niêm yết trên sàn, VCG là công ty đứng thứ 2 với tổng tài sản cuối năm 2009 lên đến hơn 27 nghìn tỷ đồng với vốn chủ sở hữu gần 3000 tỷ đồng. VCG là cổ phiếu có giá trị vốn hóa thứ 20 trong hơn 500 cổ phiếu trên hai sàn. Tuy nhiên, quy mô công ty con của VCG còn khá khiêm tốn với mức trung bình tài sản khoảng 550 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu chỉ ở mức 122 tỷ đồng. So với các nhóm cổ phiếu xây dựng khác, quy mô của các công ty con dòng Vinaconex còn khá nhỏ. Ví dụ dòng sông Đà, có tài sản trung bình khoảng 632 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu là 167 tỷ.

Tính minh bạch thông tin còn hạn chế

Sự minh bạch thông tin trong báo cáo tài chính, các dự án thi công, và cả tập đoàn còn rất hạn chế

Trong năm 2009 vừa qua, rất nhiều thông tin trước và sau kiểm toán của chính công ty mẹ và một số công ty con đã có sự khác biệt. Đây chính là vấn đề nhà đầu tư thường băn khoăn đến chính xác của các báo cáo tài chính hay thông tin dự án liên quan để xác định đầu tư. VCG cũng phải giải trình về sự chênh lệch lợi nhuận sau thuế 269,11 tỷ đồng và 5,821 tỷ đồng với nguyên nhân chính được đưa ra là do cách hạch toán khoản chênh lệch tỷ giá trong quá trình thực hiện dự án xi măng Cẩm Phả. VC5 cũng phải giải trình trong báo cáo tóm tắt quý III về việc bỏ sót quỹ dự phòng tài chính. V15 cũng phải giải trình báo cáo năm 2009 về việc chênh lệch tài sản và nguồn vốn so với trước kiểm toán. VC3 cũng chưa làm thỏa mãn thắc mắc của nhà đầu tư liên quan đến lợi nhuận không được hạch toán hoặc các thông tin chưa rõ ràng liên quan đến các dự án mà VC3 thực hiện

Đặc điểm và lĩnh vực hoạt động

Dòng họ Sông Đà

Là họ cổ phiếu có số lượng niêm yết lớn nhất trên thị trường hiện nay với khoảng gần 40 doanh nghiệp niêm yết.

Hiện nay một số tổng công ty xây dựng đã hội tụ về Tập đoàn Sông Đà, bao gồm: Tổng công ty lắp máy Việt Nam (LILAMA), tổng công ty xây dựng và phát triển hạ tầng (LICOGI), tổng công ty cơ khí xây dựng (COMA), tổng công ty cổ phần Sông Hồng và tổng công ty cổ phần đầu tư phát triển xây dựng (DIC).

Hầu hết các cổ phiếu họ sông Đà đều là các cổ phiếu của những công ty có quy mô vốn nhỏ, trung bình được niêm yết và giao dịch trên HNX. TCT Sông Đà hiện nay được quy tụ về Tập đoàn Công nghiệp Xây dựng Việt Nam (VNIC) được thành lập từ đầu năm 2010 do sự sáp nhập của một số Tổng công ty trong lĩnh vực xây dựng. Vốn điều lệ của Tập đoàn này tại thời điểm thành lập là vốn chủ sở hữu của TCT Sông Đà và phần vốn nhà nước tại 5 TCT sẽ được Bộ Xây dựng chuyển giao tại thời điểm thành lập, sau khi được xác định lại. Hiện tại, VNIC có 6.600 tỉ đồng Vốn Điều Lệ (tương đương 360 triệu USD), Vốn Chủ Sở Hữu 18.000 tỉ đồng, và Tổng Tài Sản là 68.000 tỉ đồng

Xét riêng nhóm các công ty trong họ Sông Đà, các công ty này có thể mạnh và chuyên môn hóa trong lĩnh vực thi công xây dựng các công trình thủy điện, công trình công nghiệp (các nhà máy nhiệt điện) và các công trình hạ tầng giao thông, do đó, hoạt động kinh doanh có tính ổn định cao. Trong năm 2009, 13 dự án thủy điện, 2 dự án sản xuất công nghiệp, 12 dự án khu đô thị và nhà ở, 2 dự án khai thác khoáng sản và 1 khu công nghiệp. Ngoài hoạt động chủ đạo là xây dựng, các doanh nghiệp trong họ sông Đà còn tham gia trong một số lĩnh vực khác như: sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng, kinh doanh bất động sản và đào tạo lao động.

Năm 2010 cũng ghi nhận sự thành lập của nhiều tập đoàn trong ngành xây dựng như Tập đoàn Sông Đà, Tập đoàn phát triển Nhà và đô thị Việt Nam, Tập đoàn công nghiệp và xây dựng Việt Nam. Hiện chỉ có Vinaconex chưa là thành lập tập đoàn nào. Tuy nhiên sẽ tiến tới trở thành tập đoàn đa ngành.

Họ Lilama

Mặc dù chiếm số lượng ít hơn, với 8 công ty niêm yết trên hai sàn, TCT lắp máy Việt Nam có tới 17 công ty thành viên và 1 công ty cổ phần liên kết. Các công ty trong họ Lilama cũng đã tạo sóng trong thời gian gần đây.

Hoạt động trong lĩnh vực xây dựng chuyên dụng, các công ty trong ngành tham gia dưới dạng tổng thầu EPC và nhà thầu phụ (hầu hết) các công trình công nghiệp: nhà máy thủy điện, nhiệt điện, xi măng, hóa chất. TCT đã và đang thực hiện công tác chế tạo, cung cấp vật tư thiết bị và xây lắp cho các công trình Từ năm 2010 đến năm 2013, TCT Lắp máy Việt Nam tập trung thực hiện một số các dự án trong các lĩnh vực thủy điện, nhiệt điện, xi măng, đóng tàu.

Tất cả các công ty niêm yết đều hoạt động trong lĩnh vực chế tạo và lắp đặt máy cho các công trình công nghiệp. Các công ty đều là công ty con của TCT lắp máy Việt Nam, hiện tại cũng đã hội tụ về Tập đoàn Công nghiệp Xây dựng Việt Nam cùng với 5 TCT khác

Tên dự án	Công suất	Tổng mức đầu tư	Thời gian thực hiện
Nhà máy Nhiệt điện Vũng áng 1	1.200 MW	1.200.000	2007 - 2010
Nhà máy Nhiệt điện Vũng áng 2	1.2000 MW	1.200.000	2009 - 2013
nhà máy Nhiệt điện khu vực Miền Trung,Miền Nam	6.000 MW	6.000.000	2008 - 2015
Nhà máy Thủy điện Hủa Na	180 MW	260.000	2008 - 2011
Nhà máy Chế tạo thiết bị CN nặng số 2 LILAMA	20.000 T/năm	230.000	2008 - 2011
Nhà máy Đóng tàu 50.000 DWT	50.000 DWT	420.000	2008-2012
Nhà máy Luyện cán thép	3.000.000 T/ năm	450.000	2009 - 2103
Các dự án đô thị và nhà ở cao tầng LILAMA		20.000	2008 - 2012
Các dự án đầu tư khác		120.000	2007-2010

Đặc điểm và lĩnh vực hoạt động

Họ Licogi

Licogi có 25 đơn vị trực thuộc, trong đó có 14 CTCP. Tính đến thời điểm hiện tại, trên hai sàn có 4 công ty thuộc họ Licogi niêm yết. Licogi - Tổng công ty Xây dựng và Phát triển Hạ tầng cũng đã hội tụ về Tập đoàn Công nghiệp Xây dựng Việt Nam.

Hoạt động của các doanh nghiệp thuộc Licogi khá đa dạng, bao gồm tất cả các phân khúc của lĩnh vực xây dựng (dân dụng, công nghiệp, chuyên dụng). Tuy nhiên, Licogi chú trọng mảng xây dựng kỹ thuật với lĩnh vực thi công cơ giới, xử lý nền móng, công trình ngầm. Ngoài ra cũng tham gia các hoạt động khác như sản xuất và kinh doanh VLXD (gạch, bê tông, cốt pha CLC, ống nhựa), kinh doanh BĐS và đào tạo nhân lực.

Hiện tại các công ty niêm yết hoạt động trong hai lĩnh vực là xây dựng các công trình kỹ thuật và đầu tư kinh doanh bất động sản.

Dòng VE

TCT CP Xây Dựng Điện Việt Nam có 9 công ty con và 7 công ty liên kết. TCT CP Xây Dựng Điện Việt Nam đã niêm yết trên sàn từ năm 2007 và hiện tại có 5 công ty niêm yết trên HNX.

Hoạt động của TCT khá tập trung bao gồm thi công xây lắp các công trình hệ thống lưới điện, nguồn điện và truyền tải điện, sản xuất sản phẩm cơ khí, VLXD, kinh doanh BĐS và dịch vụ giải trí.

Dòng VE không tham gia vào tập đoàn Công nghiệp Xây dựng Việt Nam (VNIC) giống Vinaconex một phần là do đặc thù xây dựng của Vneco cũng khá chuyên biệt, tập trung vào ngành điện. Trong năm 2010, Vneco đã ký được các công trình điện, viễn thông với giá trị trên 150 tỷ đồng góp phần thúc đẩy doanh thu của mảng hoạt động kinh doanh chính. Ngoài ra, Vneco còn thúc đẩy thực hiện các dự án BĐS tập trung chủ yếu tại HCM và miền Trung và dự án thủy điện Hồi Xuân thi công trong năm nay.

Khác

Chiếm một tỷ trọng không nhỏ khác (số lượng tương đương với họ Sông Đà) là các công ty xây dựng thuộc và không thuộc các Tổng công ty nhà nước. Các công ty này tạo ra sức cạnh tranh rất lớn trên thị trường xây dựng hiện nay. Tuy nhiên, nếu so sánh tính cạnh tranh của các công ty này trong việc đấu thầu thì các doanh nghiệp này có thể kém ưu thế hơn so với các TCT có quy mô vốn lớn và hỗ trợ của NN

Ví dụ như một số công ty tiêu biểu trong ngành xây dựng đang niêm yết trên sàn như HBC, CTD..

Tài chính

Quy mô nhóm

Với số lượng áp đảo trên cả hai sàn HNX và HOSE, tổng tài sản của họ Sông Đà tính hết quý I/2010 vào khoảng 21 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên do dòng Vinaconex có sự tham gia của TCT xây dựng Việt Nam với tổng tài sản của công ty mẹ lên đến hơn 27 nghìn tỷ dẫn đến tổng tài sản của dòng Vinaconex đạt mức 37 nghìn tỷ, lớn nhất trong tất cả các họ xây dựng đang niêm yết trên sàn. Xét về quy mô vốn hóa trên thị trường, dòng hiện tại, dòng Vinaconex vẫn được xem là dòng xây lắp lớn nhất trên sàn chứng khoán Việt Nam

Khả năng thanh toán

Tuy nhiên, tổng tài sản của dòng Vinaconex lại phụ thuộc phần lớn vào các khoản vay, khi ít hơn 1/5 tổng tài sản được đóng góp bởi vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ này cũng khá thấp so với các nhóm cổ phiếu xây dựng khác như Sông Đà, Lilama, Licogi. Chính vì vậy, mà ảnh hưởng trực tiếp các chỉ tiêu thanh toán của dòng Vinaconex so với các nhóm khác. Trong các nhóm được so sánh, nhóm Licogi cho thấy là nhóm có khả năng thanh toán khá tốt, tuy nhiên trong nhóm niêm yết mới chỉ có 3 cổ phiếu và một trong 3 cổ phiếu thuộc ngành BĐS nên chưa phản ánh đầy đủ và chính xác đặc điểm của nhóm ngành xây dựng.

Khả năng sinh lời

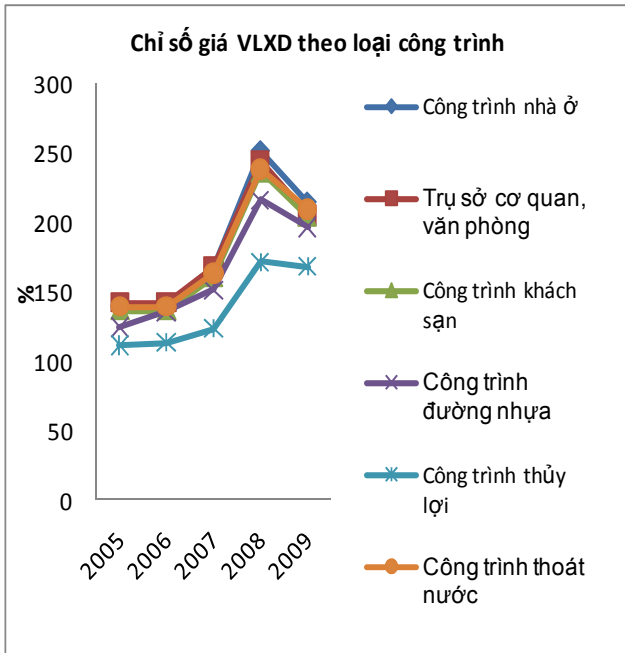
Mặc dù nhóm Vinaconex vay nợ khá nhiều nhưng khả năng sinh lời trên VCSH vẫn không cao bằng các nhóm khác. Dòng Sông Đà trong 4 quý gần nhất đã thể hiện là dòng mang lại lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và tài sản cao nhất trong tất cả các nhóm xây dựng. Điều này một phần là do chính các công ty trong dòng như SD5, SD7, SJS, STL đã góp phần làm nên thành quả chung cho cả nhóm. Dòng Vineco với lĩnh vực chính là xây lắp các công trình điện, tuy nhiên gần đây công ty cũng hướng tới lĩnh vực xây lắp và kinh doanh BĐS để thúc đẩy nguồn thu, tăng lợi nhuận.

Chỉ số thị trường

Chỉ số EPS của thị trường của dòng Vinaconex không cao như dòng Sông Đà, Lilama hay Licogi. Chính vì vậy, chỉ số P/E của Vinaconex khá cao vào mức 18.19, làm giảm tính hấp dẫn của cổ phiếu Vinaconex. Tuy nhiên, trong dòng Vinaconex cũng có một số mã có P/E khá hợp lý như XMC (P/E ở mức 7), CTN có P/E khoảng 8. Tương tự cho chỉ số BPS của Vinaconex cũng khá thấp so với cổ phiếu của các nhóm xây dựng khác

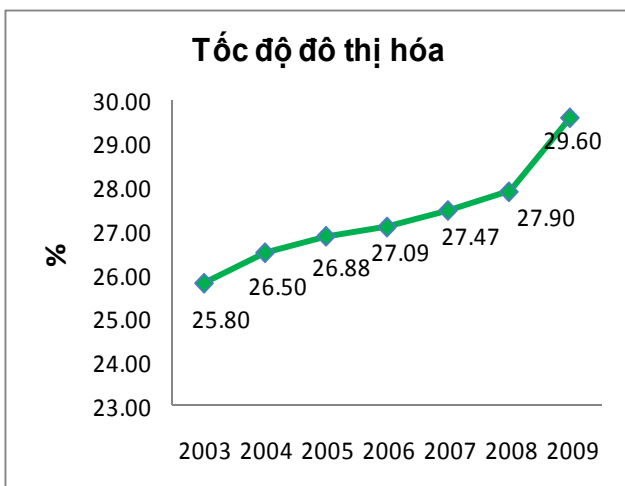
Nhóm ngành	TTS TB (tỷ đồng)	NVCSH TB (tỷ đồng)	Thanh toán ngắn hạn	Thanh toán nhanh	Hệ số nợ	ROA trailing	ROE trailing	Tăng trưởng LN	GTVH TB (tỷ VND)	EPS trailing ('000 VND)	BPS ('000 VND)	P/E	P/B
Vinaconex	2,512.22	372.15	1.12	0.65	0.86	2.58%	19.80%	97.48%	789.45	2.38	14.71	18.19	2.86
Sông Đà	600.21	184.32	1.28	0.79	0.69	10.16%	31.70%	66.75%	488.88	4.96	20.12	10.18	2.81
Lilama	291.37	76.51	1.28	0.81	0.74	7.55%	21.56%	61.86%	129.70	3.37	15.39	9.04	1.77
Licogi	1,193.40	580.44	1.70	1.03	0.51	16.48%	29.58%	73.09%	872.32	6.23	37.45	6.21	1.50
Khac	527.91	162.95	1.33	0.90	0.69	1.21%	3.71%	968.46%	477.97	0.49	16.56	59.14	1.88

Giá cả vật liệu xây dựng ảnh hưởng đến tiến độ thi công các công trình xây dựng và hạch toán doanh thu của các doanh nghiệp trong ngành



Số liệu áp dụng cho Tp. Hà Nội với năm gốc là năm 2000

Nhu cầu xây dựng gia tăng là điều kiện để các doanh nghiệp xây dựng gia tăng doanh thu. Các dự án xây dựng cơ bản của Bộ, xây dựng công nghiệp của các tập đoàn lớn, xây dựng dân dụng của các công ty bất động sản là sức cầu chủ yếu của các doanh nghiệp xây dựng.



Chi phí nguyên vật liệu đầu vào

Trong một công trình xây dựng, cơ cấu vật liệu chiếm 60-80% giá thành xây dựng nên khi giá VLXD tăng 1% có thể ảnh hưởng đến giá thành xây dựng. Nếu giá VLXD tăng quá cao, nhiều doanh nghiệp xây dựng sẽ phải hoãn hay tạm dừng thi công và có thể đứng trước nguy cơ thua lỗ và phá sản. Năm 2010, diễn biến giá nguyên vật liệu thiên về chiều hướng tăng mạnh đặc biệt do biến động giá năng lượng ảnh hưởng đến chi phí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng do đó mà giá cả một số vật liệu xây dựng quan trọng như xi măng, thép đã tăng khá mạnh. Theo như tính toán, kết cấu cốt thép chiếm tới 40% giá trị xây lắp thô và tính chung cho tổng chi phí cho các công trình xây dựng thì thép chiếm đến 25% và xi măng chiếm tới 70% trong cơ cấu giá thành công trình xây dựng. Chính vì thế, khi thép và xi măng tăng giá sẽ tác động mạnh đến lợi nhuận của các công ty xây dựng. Tính từ đầu năm đến nay, giá thép đã tăng khoảng 1,000,000 VND/tấn, giá xi măng tăng khoảng 70,000-100,000 VND/tấn. Trong các nhóm hàng tính CPI 6 tháng đầu năm, nhà ở và VLXD tăng cao nhất với mức tăng 9.08% so với cuối năm 2009. Dự báo, giai đoạn nửa cuối năm giá cả vật liệu xây dựng sẽ vẫn có thể tiềm ẩn nguy cơ tiếp tục tăng giá do tác động của chính sách tiền tệ, tài khóa nới lỏng, khủng hoảng kinh tế Châu Âu và đồng Nhân dân Tệ tăng giá. Tuy nhiên với mục tiêu bình ổn thị trường và kiểm soát chặt chẽ lạm phát thì mức độ tăng giá của VLXD giai đoạn cuối năm sẽ là không nhiều.

Nhu cầu xây dựng đối với dòng Vinaconex

Mặc dù các công ty Vinaconex thực hiện hầu hết tất cả các loại công trình xây dựng, nhưng Vinaconex luôn được biết đến nhiều nhất qua các công trình xây dựng dân dụng. Nhu cầu xây dựng các công trình dân dụng phụ thuộc rất nhiều vào nhu cầu dân cư xây dựng, biến động của thị trường bất động sản và hoạch định phát triển của chính phủ về xây dựng nhà ở. Nhu cầu xây dựng dân cư chịu tác động rất lớn vào tốc độ tăng trưởng nền kinh tế, đô thị hóa. Chính vì vậy, khi nền kinh tế đang trên đường hồi phục thì ngành xây dựng cũng được hưởng lợi bởi đó là chính sách ưu tiên phát triển của chính phủ và đó là ngành chủ đạo kích thích tăng trưởng. Năm 2010 là năm ghi nhận sự kiện trọng đại của đất nước (đại lễ 1000 năm Thăng Long) do đó nhu cầu xây dựng đặc biệt là xây dựng cơ bản tại Hà Nội là rất cao. Một số công trình Vinaconex được Bộ Xây dựng giao để kỷ niệm sự kiện trọng đại này như: Trung tâm thương mại Chợ Mơ, tổ hợp NO5 Trung Hòa -Nhân Chính, đường cao tốc Láng Hòa Lạc, Bảo tàng Hà Nội... Ngoài ra, nhu cầu xây dựng dân dụng còn chịu ảnh hưởng lớn của sự biến động thị trường BĐS. Khi nền kinh tế hồi phục và phát triển, thị trường BĐS ngày càng thu hút sự tham gia, mở rộng hoạt động của các DN với các dự án khu đô thị, cụm nhà ở, trụ sở, văn phòng cho thuê. Các DN họ Vinaconex chủ yếu ở phía Bắc, thị trường hoạt động tập trung ở Hà Nội và một số tỉnh lân cận. Tiến tới mở rộng ra trên phạm vi toàn quốc mà trước mắt là Thanh Hóa, Đà Nẵng

Nhu cầu xây dựng đối với dòng Vinaconex

Với lộ trình giảm lãi suất của NHNN, giai đoạn cuối năm là điều kiện thuận lợi để các DN BĐS đẩy nhanh tiến độ thực hiện các dự án của mình. Ngoài ra tốc độ đô thị hóa ngày càng nhanh, do đó, quy mô thị trường sẽ ngày càng mở rộng và cơ hội cho các DN xây dựng là rất lớn.

Ngoài mảng xây dựng dân dụng, Vinaconex còn xây dựng các công trình công nghiệp và cơ sở hạ tầng. Nhu cầu xây dựng nhà máy, khu công nghiệp tuy không còn tăng mạnh như cách đây 5 năm, nhưng các dự án đó vẫn nhận được dòng vốn ODA liên tục tăng trong các năm gần đây. Các dự án xây dựng cơ bản luôn là dự án giải ngân ưu tiên hàng đầu cho dòng vốn ODA. Theo số liệu thống kê, trong năm 2009, vốn FDI đạt 119.200 tỷ đồng, vốn ODA đạt 6,1 tỷ USD, giải ngân trên 3,6 tỷ USD. Điều đó cho thấy, Vinaconex có thể tận dụng được lợi thế khi là một tổng công ty lớn có thể đảm nhận được các dự án rót vốn từ ODA.

Xét chung về 6 tháng cuối năm – là giai đoạn được xem là mùa xây dựng và bất động sản bởi sau 2 tháng mưa bão như tháng 7 và tháng 8 tại miền Bắc và mùa mưa từ tháng 5 đến tháng 10 tại miền Nam, quý III, IV sẽ là quý mà các công ty ngành xây dựng trong đó có Vinaconex tăng doanh thu và lợi nhuận. Ngay từ đầu năm, Bộ Xây dựng dự kiến tổng giá trị đầu tư thực hiện trong năm của các đơn vị trực thuộc đạt gần 42,000 tỷ đồng, tăng 22% so với năm 2009. 6 tháng đầu năm, giá trị xây lắp của các đơn vị thuộc Bộ Xây dựng ước thực hiện bằng 49.3% so với kế hoạch năm. Như vậy nhu cầu xây dựng cuối năm với các dự án thuộc bộ sẽ tiếp tục tăng và đặc biệt khi cuối năm là thời kỳ cao điểm của mùa xây dựng.

Nhu cầu xây dựng đối với dòng Vinaconex

Thị trường xây dựng với rất nhiều các doanh nghiệp tạo ra sức cạnh tranh rất lớn. Hiện tại, các doanh nghiệp họ vinaconex thiên về xây dựng dân dụng. Đây cũng là thị trường có sự cạnh tranh mạnh mẽ đặc biệt với HUD tại địa bàn Hà Nội bên cạnh mảng xây dựng công nghiệp. Tuy nhiên Vinaconex tiến tới đa dạng hóa để trở thành Tập đoàn.

Cạnh tranh trên thị trường xây dựng sẽ ngày càng gay gắt. Tuy nhiên, Vinaconex hiện có lợi thế về thương hiệu trong xây dựng dân dụng, ngoài ra việc đảm bảo tốt tiến độ các dự án là một lợi thế trong cạnh tranh của các doanh nghiệp thuộc họ này

Khả năng thanh toán

VC3 và V15 là hai công ty có khả năng thanh toán cao nhất trong họ Vinaconex

Nhìn chung, hầu như tất cả các công ty trong dòng Vinaconex đều có khả năng thanh toán hiện hành đảm bảo bởi chỉ số này lớn 1, tuy nhiên có thể thấy rằng lượng hàng tồn kho của các công ty trong quý I đều rất lớn và vì đây là mới quý I nên các công ty chưa thúc đẩy tiến hành việc vay NH thực hiện các dự án, công trình. Đó là lý do chỉ số thanh toán nhanh của các công ty dòng Vinaconex đều ở mức thấp, trong khoảng 0.6.

Hiệu suất sử dụng tài sản

Nợ/VCSH của các công ty trong họ Vinaconex là khá cao, gần 4 lần. Tuy nhiên việc sử dụng đòn bẩy chưa thực sự hiệu quả

Một đặc điểm chung nữa của cả dòng Vinaconex chính là hiệu suất sử dụng tài sản chưa hiệu quả. Mặc dù đặc điểm chung của doanh nghiệp hoạt động trong ngành xây dựng là bị đọng vốn bởi nó phụ thuộc vào tiến độ thực hiện dự án và thời gian hoàn trả tiền của chủ đầu tư. Tuy nhiên, so với các doanh nghiệp của nhóm ngành khác như Sông Đà, Lilama, các công ty trong dòng Vinaconex có khả năng thu hồi vốn chậm, điều này có thể lý giải một phần bởi khách hàng của các công ty con Vinaconex là các chính Vinaconex hay doanh nghiệp nhà nước nên việc chậm thời gian trả tiền là hoàn toàn dễ hiểu. Ngoài ra, vòng quay hàng tồn kho, tài sản cố định và vòng quay tổng tài sản còn khá thấp trong quý I vừa qua cho thấy các công ty chưa quản lý được lượng hàng tồn kho. Tuy nhiên, quý I không phải là thời gian mùa vụ của công ty nên quý I chưa phản ánh được toàn bộ KQKD cả năm của công ty.

Cơ cấu vốn

Không chỉ riêng công ty mẹ có khoản vay lớn mà các công ty con trong dòng Vinaconex đều có tỷ lệ vay/vốn chủ sở hữu là lớn hơn so với các nhóm cổ phiếu xây dựng khác. Một trong những nguyên nhân lý giải cho cơ cấu này là do VCG có rất nhiều các dự án có quy mô lớn, và VCG được ưu đãi khi vay tại các NHNN. Còn đối với công ty con như V11, V15..v.v, các công ty này có thể nhận lại dự án do VCG chuyển nhượng lại hoặc trợ cấp về mặt tài chính để thực hiện những dự án như vậy nên cơ cấu vốn của các công ty con khá tương đồng với mẹ.

EPS của các doanh nghiệp xây dựng thấp hơn các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản. Điều này cũng phản ánh lý do nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu BĐS hơn nhóm cổ phiếu xây dựng

Khả năng sinh lời

So với các doanh nghiệp khác trong ngành, nhóm Vinaconex có khả năng sinh lời đạt mức trung bình của ngành, thấp hơn không đáng kể so với nhóm Sông Đà, ROA và ROE đạt mức gần tương đương với nhóm sông Đà. Mặc dù phản ánh khả năng sinh lời của Vinaconex không thua kém so với các cổ phiếu xây dựng khác nhưng quy mô tài sản và vốn chủ sở hữu của các công ty con Vinaconex thường nhỏ hơn nhóm sông Đà (trừ công ty mẹ). Trung bình lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu của dòng Vinaconex đều thấp hơn so với nhóm sông Đà. Do đó có thể lý giải tại sao cổ phiếu dòng sông Đà được nhà đầu tư ưa chuộng hơn so với nhóm Vinaconex.

Dòng tiền

Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh âm là đặc điểm dễ nhận thấy trong các báo cáo lưu chuyển tiền tệ của các doanh nghiệp Vinanconex. Điều này cho thấy việc đọng vốn khá lớn của các doanh nghiệp đối với khoản phải thu và lượng hàng tồn kho khá lớn. Điều này còn phản ánh việc quản lý dòng tiền của các doanh nghiệp này còn khá hạn chế và mức độ rủi ro tương đối cao trong hoạt động của công ty

ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Một số chỉ tiêu tài chính Q1/2010 của các doanh nghiệp Xây dựng họ Vinaconex

	VCG	XMC	V11	V15	VC5	VC6	VC7	VCC	VMC	CTN
KN thanh toán hiện hành (lần)	1.07	1.21	-	1.25	1.17	1.1	0.81	1.07	1.1	1.07
KN thanh toán nhanh (lần)	0.63	0.61	-	0.96	0.53	0.62	0.71	0.82	0.52	0.66
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	168.27	141.67	219.44	620.16	189.29	109.11	231.54	160.09	97.69	469.78
Vòng quay hàng tồn kho (lần)	0.42	0.37	0.32	0.35	0.25	0.84	2.07	1.48	0.54	0.22
Nợ phải trả/Tổng Tài sản	83.33%	75.15%	-	78.18%	82.12%	73.24%	81.83%	80.71%	81.82%	77.98%
Lợi nhuận biên gộp	15.17%	22.46%	6.9%	17.25%	7.91%	10.73%	13.86%	10.39%	6.45%	16.93%
ROA	0.44%	1.5%	0.28%	0.64%	0.33%	1.81%	1.12%	0.97%	0.95%	1.38%
ROE	4.04%	6.89%	-	2.95%	1.89%	6.78%	6.19%	5.05%	5.36%	6.28%
Trailing EPS ('000 VND)	1.73	5.33	1.94	-	4.00	2.52	1.84	2.65	6.41	3.74
P/E điều chỉnh (trailing) (cuối kỳ)	24.05	7.57	13.08	-	- 0.34	16.49	17.06	13.26	9.83	8.15
Tăng trưởng doanh thu quý I/2010	-47.6%	-20.69	-70.15%	-26.96	-61.67%	-37.89%	4.72%	20.9%	-41.85%	-75.3%

Một số chỉ tiêu tài chính Q1/2010 của các doanh nghiệp Xây dựng - Bất động sản họ Vinaconex

	VC1	VC2	VC3	VC9	V12	VCR
KN thanh toán hiện hành (lần)	1.22	1.24	1.94	0.98	1.07	2.09
KN thanh toán nhanh (lần)	0.44	0.78	1.00	0.49	0.38	2.05
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	131.09	131.58	324.43	123.18	77.46	48.99
Vòng quay hàng tồn kho (lần)	0.33	0.73	0.13	0.34	0.33	2.92
Nợ phải trả/Tổng Tài sản	72.51%	69.34%	83.95%	87.06%	88.38%	17.26%
Lợi nhuận biên gộp	7.33%	7.94%	14.28%	7.68%	7.08%	68.48%
ROA	1.13%	1.47%	0.71%	0.59%	0.67%	3.64%
ROE	4.26%	4.87%	4.49%	4.64%	6.75%	4.41%
Trailing EPS ('000 VND)	4.51	5.24	4.08	-	-	-
P/E điều chỉnh (trailing) (cuối kỳ)	13.20	12.67	18.82	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu quý I/2010	17.49%	-22.96%	-21.01%	-22.07%	0.07%	-

Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

Thông tin cổ phiếu	
MCK	VCG
Giá (12/07/2010) (VND)	41,700
SLCP LH hiện tại (cp)	185.080.387
Lợi suất 1 tháng	-3.7%
KLGD TB 1 tháng (cp)	968.776
GTGD TB 1 tháng (tỷ VND)	42.31
EPS trailing (VND)	1.73
P/E	24.05
BVPS (31/03/2010) (VND)	13.09
P/B	3.18

VCG - CTCP Xuất Nhập Khẩu và Xây Dựng Việt Nam

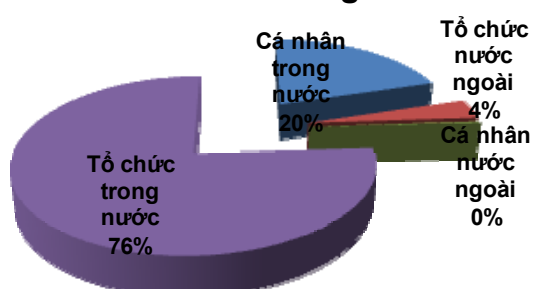
Đặc điểm nổi bật

- ♦ TCT Vinaconex hoạt động theo mô hình mẹ con, trong đó Vinaconex là công ty mẹ và có 42 công ty con và 5 công ty liên doanh cùng với 14 công ty liên kết, bao gồm rất nhiều rất nhiều lĩnh vực hoạt động, nhưng doanh thu chủ yếu từ xây lắp và BĐS.
- ♦ Vinaconex đã và đang thực hiện rất nhiều dự án có quy mô lớn như dự án khu đô thị N05 Trần Duy Hưng, khu đô thị Splendor, xây dựng nhà máy nước Sông Đà, xi măng Cẩm Phả. Khi những dự án này được hạch toán lợi nhuận thì sẽ mang lại một khoản không nhỏ trong cho VCG
- ♦ Là doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa được 4 năm và hiện tại NH vẫn giữ cổ phần chi phối nên VCG vẫn gặp phải vấn đề tồn tại của doanh nghiệp nhà nước. Đó là hiệu quả sử dụng vốn thấp, bộ máy quản lý cồng kềnh. Tuy nhiên, VCG có thể vay được những khoản vay có lãi suất ưu đãi và có được các công trình quy mô lớn. Tuy nhiên, chính vì vay khá nhiều mà hệ số đòn bẩy của VCG khá lớn
- ♦ Báo cáo lợi nhuận trước và sau kiểm toán năm 2009 có sự chênh lệch rất lớn (5.921 tỷ đồng so với 269.113 tỷ đồng). Nguyên nhân bắt nguồn từ việc trên bản báo cáo kiểm toán năm 2008, VCG chưa ghi nhận chi phí tài chính năm 2008 và thay vào đó lại tính vào khoản chênh lệch tỷ giá và lợi nhuận chưa phân phối cho khoản chênh lệch tỷ giá phát sinh trong quá trình xây dựng nhà máy xi măng Cẩm Phả.

Đánh giá tình hình hoạt động

- ♦ Năm 2009, TCT đã triển khai 63 dự án BĐS, 2 dự án sản xuất công nghiệp, 11 dự án sản xuất VLXD và 9 dự án khác. Xét toàn TCT, kết quả thực hiện đầu tư đạt 116,03% nhưng công ty mẹ chỉ đạt 98.1%.
- ♦ Những năm trước đây, cơ cấu doanh thu của VCG khá ổn định, nhưng trong năm 2009, lĩnh vực sản xuất CN và VLXD đã có sự tăng trưởng mạnh đó là do việc đưa nhà máy xi măng Cẩm Phả vào hoạt động. Hoạt động BĐS cũng tăng mạnh trong năm 2009 từ 5.8% lên 13.3% tổng doanh thu là do năm 2009 hoạt động cho thuê và chuyển nhượng dự án BĐS của công ty mẹ gặp nhiều thuận lợi.
- ♦ Như đã nói, VCG sử dụng đòn bẩy khá cao, hơn 7 lần trong năm 2009. Nếu là một doanh nghiệp bình thường thì đây là tỷ lệ rất rủi ro, tuy nhiên VCG luôn có sự hỗ trợ vốn từ NH nên đây có thể coi là lợi thế của VCG. Vốn dài hạn của VCG vay là 7.6 ngàn tỷ đồng, vay ngắn hạn là 3.5 ngàn tỷ. Tuy nhiên, xét về hiệu quả việc sử dụng đòn bẩy thì không cao, chỉ số nợ phải trả/doanh thu là rất cao so với các doanh nghiệp cùng ngành
- ♦ KQKD quý I tăng khá mạnh so với cùng kỳ năm 2009, nhưng đó chưa phản ánh hết hiệu quả hoạt động của VCG bởi quý I năm 2009 hầu hết các doanh nghiệp đang trong khủng hoảng. Nhìn chung, KQKD của VCG khả quan hơn vào quý III và đó cũng là tình hình chung của các doanh nghiệp xây dựng và BĐS. Nhìn chung, các chỉ số sinh lời, hiệu quả sử dụng tài sản đều cho thấy lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của VCG trong những tháng đầu năm còn hạn chế

Cơ cấu cổ đông



Triển vọng

- ◆ Lĩnh vực xây lắp vẫn sẽ không có gì đột biến, VCG vẫn xây các công trình trong các dự án BĐS và kỳ vọng tỷ trọng doanh thu giữ ở mức 50%
- ◆ Lĩnh vực BĐS sẽ có nhiều khởi sắc nếu như không có biến động trong việc thực hiện dự án trong năm và lợi nhuận sẽ được hạch toán vào cuối năm cùng với giả thuyết thị trường BĐS không có sự suy giảm nghiêm trọng
- ◆ Lĩnh vực SX CN và VLXD đã có sự tăng trưởng mạnh trong năm 2009, nhưng năm 2010 sẽ không có đột biến và dự đoán giữ mức doanh thu tăng trưởng ở mức cùng với ngành

VCG

STT	Tên dự án	Mục tiêu	Tổng vốn ĐT (tỷ)	Góp vốn	Địa điểm	Quy mô	Tổng DT (m2)	Tiến độ	Tình hình KD số tầng
1	Cụm nhà hỗn hợp No5	Xây dựng tổ hợp dịch vụ TM và chung cư	1842		Thuộc khu đô thị Đông Nam đ. Trần Duy Hưng, Hà Nội	2 khối nhà 15 tầng 2 khối nhà 29 tầng	270.098	2007- 2011	Đã bán được 125 căn hộ (60% tổng số căn hộ) 12 tầng
2	Đô thị mới Splendolar	Xây dựng đô thị	3391.45	VCG: 50% Posco E&C: 50%	Giáp KCN An Khánh và cao tốc Láng Hòa Lạc	- Biệt thự: 249.248 m ² - Liên kề: 91.934 m ² - Nhà chung cư: 241.549 m ² - Công trình dịch vụ: 97.843 m ² - Công trình hỗn hợp: 163.866 m ² - Công trình khác: 1.796.905 m ²	264.47 ha	2007-2012	Giải phóng mặt bằng đã hoàn thành hoàn thành thủ tục huy động vốn đợt 1 2010: bắt đầu xây dựng và tiếp tục gọi vốn cho đợt sau
3	Nhà máy nước Sông Đà	Xây dựng và chuyển giao lại vốn	1515		51%Hòa Bình	Chia làm 2 giai đoạn với CS: 300.000m3/ngày		2005-2010	Giai đoạn 1 đã hoàn thành và đưa vào sử dụng từ năm 2009 Dự định bán lại phần góp vốn của VCG trong năm nay Bán với giá không thấp hơn 16.000/CP, thặng dư khoảng: 153 tỷ
4	Thoái vốn tại Xi măng Cẩm phà	Chuyển giao lại vốn	6081		51%Quảng Ninh	2.3tr tấn/năm		2005-2008	Hoàn thành và đưa vào sử dụng

XMC-CTCP Bê Tông và XD Vinaconex Xuân Mai

Thông tin cổ phiếu	
MCK	XMC
Giá (12/07/2010) (VND)	40.300
SLCP LH hiện tại (cp)	9.998.240
Lợi suất 1 tháng	-0.49%
KLGD TB 1 tháng (cp)	80.886
GTGD TB 1 tháng (tỷ VND)	3.43
EPS trailing (VND)	5.33
P/E	7.57
BVPS (31/03/2010) (VND)	23.78
P/B	1.69

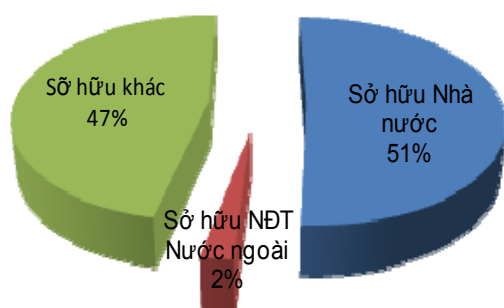
Cổ phiếu XMC có thanh khoản khá cao và cơ bản khá tốt so với các công ty đồng Vinaconex. Vinaconex Xuân Mai tiền thân là công ty VLXD, nhưng công ty cũng đang hướng sang mảng xây lắp, BĐS.

Đặc điểm nổi bật

- ◆ Tiền thân là nhà máy bê tông Xuân Mai nên XMC vẫn tiếp tục duy trì hoạt động này với doanh thu của sản xuất CN và VLXD chiếm hơn 44%. Tuy nhiên, công ty vẫn xác định hoạt động trọng tâm của mình là xây lắp và đang hướng dần sang lĩnh vực BĐS
- ◆ XMC là một trong những doanh nghiệp lớn trong ngành betong, XMC đang sử dụng công nghệ dự ứng lực mới xuất hiện tại thị trường Việt Nam với ưu điểm có thể áp dụng trong việc thi công lắp dựng các công trình xây dựng cao tầng, nhà CN. Với lợi thế này, XMC là công ty duy nhất cung cấp bê tông dự ứng lực tại miền Bắc và miền Trung
- ◆ So với các công ty khác trong dòng Vinaconex, XMC là công ty có hiệu quả khai thác và sử dụng tài sản cao hơn, khả năng sinh lời tốt hơn và công ty thể hiện khả năng quản lý khá tốt nguồn tài trợ của mình để thực hiện các dự án.
- ◆ So với công ty mẹ và các công ty con khác, XMC khá minh bạch trong việc khai báo thông tin và hoạch toán kế toán

Đánh giá tình hình hoạt động

- ◆ Doanh thu của XMC trong năm 2008 vẫn khá tốt mặc dù XMC chịu tác động của khủng hoảng kinh tế, trả cổ tức đạt mức rất cao 55.87%. Năm 2009, lợi nhuận sau thuế của công ty tăng 52.89% so với năm 2009. Trong quý I, doanh thu tăng 14.4% so cùng kỳ nhưng lợi nhuận sau thuế gấp 3 lần. Chỉ số ROE, ROA cao hơn so với ngành và chỉ số EPS trong quý I đạt 1.64 là mức khá cao so với các doanh nghiệp khác
- ◆ Về cơ cấu doanh thu, doanh thu hoạt động xây lắp chiếm tỷ lệ nhỏ 10.51%, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp của xây lắp lớn nhất, chiếm 59.55%, mảng SXCN có tỷ lệ lợi nhuận gộp là 46.69%. Lĩnh vực BĐS tuy mang doanh thu lớn nhất trong quý I nhưng tỷ lệ lãi gộp mới dừng ở mức 9.42%
- ◆ Trong những năm qua và quý I/2010, mặc dù dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của XMC liên tiếp âm đã thể hiện thực tiễn hoạt động của công ty không tạo ra tiền mặt, công ty đã tăng doanh thu bằng cho khách hàng chịu quá nhiều và tích trữ lượng hàng tồn kho lớn. Đây là điểm mà XMC cần quan tâm để quản lý dòng tiền hiệu quả hơn, tuy nhiên, đây cũng chính là tình trạng nhiều doanh nghiệp xây dựng hay mắc phải. Ngoài ra, khách hàng thường xuyên của XMC là Vinaconex, công ty mẹ, nên XMC luôn có một khoản phải thu khá lớn
- ◆ Hàng tồn kho khá lớn nhưng đây là do chi phí sản xuất kinh doanh dở dang chứ không phải là thành phẩm, điều này thể hiện công ty thực hiện các HĐ xây lắp cũng như các công trình công ty làm chủ đầu tư
- ◆ Về cơ cấu nguồn vốn, XMC cũng sử dụng rất nhiều khoản vay ngắn hạn, giống như công ty mẹ, XMC được hỗ trợ về vốn vay rất lớn từ hai ngân hàng BIDV, và NH Công Thương chi nhánh Hà Tây. Tuy nhiên, việc sử dụng nguồn tiền vay được của công ty vẫn chưa thực sự hiệu quả bằng một số công ty khác, tỷ lệ nợ phải trả/doanh thu còn khá cao.

Cơ cấu cổ đông

Triển vọng

- Doanh thu năm 2010 về lĩnh vực sản xuất CN-VLXD sẽ không có biến động mạnh dù cho XMC luôn có lợi thế về công nghệ bởi thị trường bê tông sẽ thị trường BĐS và xây dựng trong nước.
- Doanh thu BĐS năm nay dự đoán sẽ tăng mạnh do XMC hoạch toán lợi nhuận một số dự án xây dựng khu chung cư giá thấp tại Hà Nội và Hồ Chí Minh.

XMC							
STT	Tên dự án	Mục tiêu	Tổng vốn ĐT (tỷ) Góp vốn	Địa điểm	Quy mô	Tổng DT (m2)	Tiến độ Tình hình KD
1	Chung cư CT1	Chung cư có thu nhập thấp	850XMC:78% V21: 22%	Hà Đông- Hà Nội	4 tòa nhà chung cư	36.000m2 sàn	2008-2010
2	Khu hành chính mới CT2	Hỗn hợp, dịch vụ, văn phòng	647	Hà Đông-Hà 100% Nội	tòa nhà cao 30 tầng, 400 căn hộ	45.000m2 sàn	Năm 2009 đã hoàn thành xây dựng phần móng và hầm Năm 2010: xây dựng thô và hoàn thiện đến quý 4/2011
3	Khu chung cư Bình Trị Đông B	Chung cư thu nhập thấp	152	Bình Tân- 100% HCM		65.000m2 sàn	05/2009-2010
4	Chung cư tại phường Tam Hòa Đồng Nai	Chung cư thu nhập thấp	290XMC: 30% Cty Sơn An: 70%	Đồng Nai			
5	Nhà ở tại xã Mỹ Xuân	Nhà ở	610	Bà Rịa-Vũng Tàu		5.5 ha	
6	Chung cư 677A	chung cư	332	100%Quận 9-HCM			
7	Chung cư cao tầng tại Đường Đình Phong Phú	chung cư	75XMC: 50% Cty Hoàn Vũ Phong Phú: 50%	Quận 9-HCM			
8	Nhà máy bê tông khí tại Xuân Mai	xây dựng nhà máy	42	Chương Mỹ- 100% Hà Nội			
9	Nhà máy bê tông dự ứng lực	xây dựng nhà máy	128	100%Đà Nẵng			

VC1 - CTCP Xây dựng số 1

Thông tin cổ phiếu	
MCK	VC1
Giá (12/07/2010) (VND)	59,700
SLCP LH hiện tại (cp)	7,400,000
Lợi suất 1 tháng	3.10%
KLGD TB 1 tháng (cp)	77,022
GTGD TB 1 tháng (tỷ VND)	4.66
EPS trailing (VND)	4,510
P/E	13.24
BVPS (31/03/2010) (VND)	21,340
P/B	2.80

VC1 là công ty điển hình trong các TCT Vinaconex hoạt động trong hai lĩnh vực: Xây dựng và BĐS. Tính thanh khoản của VC1 khá cao do VC1 đang sở hữu nhiều dự án và được kỳ vọng cho 6 tháng cuối năm

Điểm nổi bật

- Là công ty con có tỷ lệ sở hữu của công ty mẹ lớn nhất trong số các doanh nghiệp họ Vinaconex niêm yết trên HNX.
- VC1 được xếp vào hàng doanh nghiệp loại I trong thành viên của Tổng công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex). Với 37 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng, VC1 đã hoàn thành rất nhiều công trình quan trọng như Trung tâm thương mại Tràng Tiền, Trung tâm Hội nghị quốc gia, một số tòa nhà khu đô thị Trung Hòa - Nhân Chính, Nhà máy xi măng Cẩm Phả - Quảng Ninh,....
- Ngoài hoạt động xây dựng dân dụng và công nghiệp, VC1 còn tham gia hoạt động kinh doanh bất động sản với một số dự án nhà ở, văn phòng cho thuê đang trong quá trình đầu tư xây dựng và hoàn tất. Do đó trong cơ cấu doanh thu trong thời gian vừa qua chủ yếu đến từ hoạt động xây lắp (trên 90%) và một phần từ hoạt động sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng. Dự kiến năm 2010, giá trị hoạt động kinh doanh nhà và đô thị chiếm khoảng 31.25% giá trị tổng tài sản.

Đánh giá hiệu quả kinh doanh và tình hình tài chính

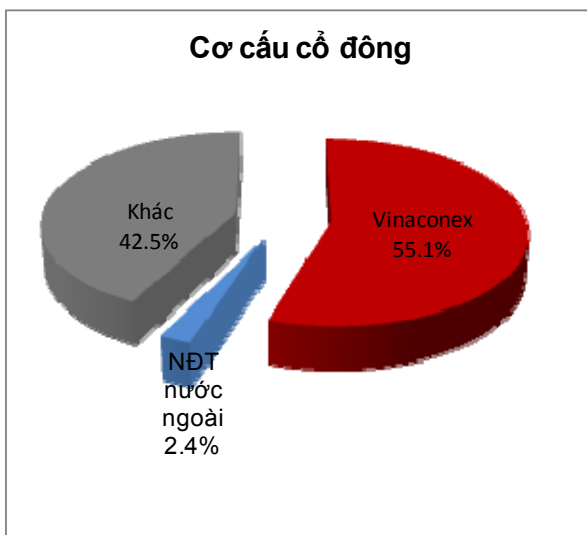
Hoạt động kinh doanh nhìn chung có sự tăng trưởng theo thời gian. Hoạt động xây lắp năm 2009 đạt được kết quả khá khả quan, vượt chỉ tiêu kế hoạch đề ra với hơn 30 công trình được thi công, tham gia đấu thầu gần 57 dự án, trúng thầu 13 dự án - đây cũng là con số khá thành công trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt. Hoạt động sản xuất vật liệu xây dựng cũng mang lại kết quả khá khả quan với doanh thu năm 2009 tăng 46% so với năm 2008. Với hoạt động kinh doanh bất động sản, một số dự án của VC1 đang trong quá trình đầu tư xây dựng, chưa mang lại doanh thu và dự kiến sẽ ghi nhận một phần dự án Chung cư Khuất Duy Tiến trong năm nay.

Kết quả kinh doanh quý 6 tháng đầu năm 2010 khá tốt, đạt 230 tỷ đồng doanh thu (bằng 38.3% kế hoạch năm) và 18 tỷ LNTT, tăng tương ứng 21% và 44% so với cùng kỳ năm trước.

Về tình hình tài chính, nhìn chung các chỉ số phản ánh khả năng thanh toán đều ở ngưỡng an toàn, tuy nhiên năm 2009, giá trị sản xuất kinh doanh dở dang lớn do đó làm giảm vòng quay hàng tồn kho theo đó là khả năng thanh toán nhanh của VC1. Các chỉ tiêu khả năng sinh lời có sự tăng trưởng do cắt giảm được một số chi phí quan trọng. Tình hình nợ vay có xu hướng ổn định.

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2010

Mặc dù kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm chưa thực sự khả quan so với kế hoạch đề ra, tuy nhiên, với tính chất mùa vụ của hoạt động xây dựng, giai đoạn cuối năm sẽ là giai đoạn doanh thu được ghi nhận nhiều hơn. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ bắt đầu mang lại doanh thu cho VC1 vào cuối năm nay khi dự án Chung cư Khuất Duy Tiến hiện đã hoàn thành phần móng và tầng hầm, sẽ đưa vào khai thác trong quý III/2010. Dự án này dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2011, tuy nhiên đến hết 2010 sẽ đảm bảo hoàn thành 10 tầng cao. Đây sẽ là điều kiện để VC1 gia tăng doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn nửa cuối năm với giá bán vào khoảng trên 20 triệu/m² tại khu vực này.

Cơ cấu cổ đông**Thông tin một số dự án**

Tên dự án	Vốn đầu tư	Vị trí	Thời gian thực hiện	Tiến độ năm 2010
Khu văn phòng và nhà ở cao cấp Vinaconex 1	1,000 tỷ đồng	Đường Khuất Duy Tiến - Hà Nội	2009-2011	Thi công xong 6 tầng nhà A,B,C
Tòa nhà văn phòng D9A	100 tỷ đồng	Đường Khuất Duy Tiến - Hà Nội	2009-2010	Nghiên cứu triển khai sao cho phù hợp nhất
Cao Xanh - Hà Khánh - Quảng Ninh		Hạ Long - Quảng Ninh		Triển khai đầu tư hạ tầng theo quy hoạch

Thông tin cổ phiếu	
MCK	VCR
Giá (12/07/2010) (VND)	32,400
SLCP LH hiện tại (cp)	30000000
Lợi suất 1 tháng	9.18%
KLGD TB 1 tháng (cp)	295,348
GTGD TB 1 tháng (tỷ VND)	9.44
EPS trailing (VND)	-
P/E	-
BVPS (31/03/2010) (VND)	11470
P/B	2.82

VCR - CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinaconex

VCR là công ty hoạt động trong ngành BDS du lịch, và có lĩnh vực khá khác biệt với các công ty Vinaconex khác. Tính thanh khoản của VCR cao hơn so với các công ty khác trong dòng và thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư

Điểm nổi bật

- Hoạt động trong lĩnh vực Bất động sản du lịch - một trong những lĩnh vực được đánh giá là rất có triển vọng trong năm 2010
- Có được sự hậu thuẫn về thương hiệu, kinh nghiệm hoạt động của công ty mẹ cũng như tiềm lực tài chính từ phía các cổ đông chiến lược.
- Hoạt động tập trung tại đảo Cát Bà - Hải Phòng với dự án Cát Bà Amatina đã được khai thác một phần (biệt thự Tùng Thu) và tiếp tục gọi vốn, đầu tư xây dựng.

Đánh giá hiệu quả kinh doanh và tình hình tài chính

Với hơn hai năm kinh nghiệm hoạt động, được phát triển từ Ban quản lý dự án Cát Bà Amatina, năm 2008 hoạt động kinh doanh bất động sản của VCR bị thua lỗ do chưa đưa vào khai thác dự án, doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động tài chính (gửi tiết kiệm). Sang năm 2009, VCR bắt đầu đưa vào khai thác 1,792 m² biệt thự Tùng Thu đã mang lại gần 48 tỷ đồng doanh thu và trên 23 tỷ đồng lợi nhuận. Quý I/2010, VCR đạt 29.5 tỷ đồng doanh thu, bằng 20.4% kế hoạch năm.

Tình hình tài chính lành mạnh với khả năng thanh toán ở mức tốt. Hệ số nợ thấp hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành do nguồn vốn chủ dồi dào và việc đầu tư dự án đang ở giai đoạn thu hút vốn đầu tư. Do đó, khi dự án bước vào giai đoạn triển khai, xây dựng thì hệ số nợ sẽ gia tăng. Khả năng sinh lợi của VCR cũng rất ấn tượng so với các doanh nghiệp cùng ngành không chỉ bởi VCR đang trong giai đoạn đầu khai thác dự án mà còn bởi chính sách tiết kiệm chi phí tốt (thể hiện ở tỷ suất lợi nhuận biên gộp 2009 đạt 69%).

Triển vọng phát triển

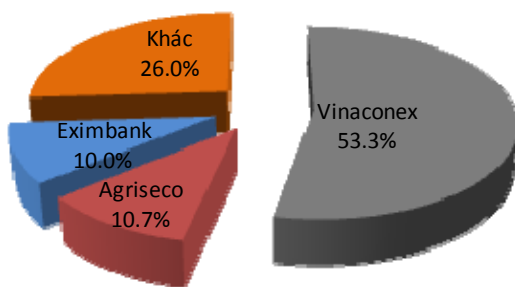
Bất động sản du lịch được đánh giá là một ngành tiềm năng trong năm 2010 và là một trong những phân khúc được quan tâm nhất trên thị trường bất động sản hiện nay.

Năm 2010, ngoài việc khai thác tiếp biệt thự Tùng Thu, VCR đưa vào khai thác hai khu biệt thự B2, B3 cùng với trung tâm hội nghị quốc tế, khách sạn 4-5 sao và 50% khu nhà cao tầng phục vụ trung tâm hội nghị quốc tế. Với 84 lô biệt thự thuộc hai khu Bazaar Avenue (B3) và Marina Bay Villas (B2) đưa vào kinh doanh từ tháng 3/2010, sau 1 tháng đã có 95% số lô biệt thự được khách hàng đăng ký mua.

Hoạt động kinh doanh du lịch với bãi tắm Tùng Thu được khai trương vào cuối tháng 5 tạo điều kiện cho du khách đến thăm quan nghỉ dưỡng cũng như khách hàng mua biệt thự tại đây. Dự kiến cuối năm 2010, VCR sẽ khởi công xây dựng một khách sạn 4 sao để phục vụ hoạt động vui chơi giải trí của du khách. Việc kết hợp kinh doanh bất động sản và các dịch vụ du lịch sẽ tạo nên một chuỗi hoạt động bổ sung cho nhau với mục tiêu chính là gia tăng mạnh mẽ doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản.

Việc tập trung toàn lực cho một dự án tại một địa điểm có thể gây ra rủi ro lớn cho hoạt động của VCR. Ngoài ra hoạt động kinh doanh du lịch tại miền Bắc chịu ảnh hưởng lớn của tính chất mùa vụ, đặc biệt là du lịch biển.

Cơ cấu cổ đông



Thông tin dự án Cát Bà - Amatina

Tổng vốn đầu tư	1 tỷ USD
Tổng diện tích đất	172.27 ha
Địa điểm	Cát Bà, huyện đảo Cát Hải - Hải Phòng
Giai đoạn 1 (2007-2010)	Hoàn thiện hạ tầng 171,57 ha, kêu gọi vốn đầu tư
Giai đoạn 2 (2010 -2015)	Tự đầu tư hoặc liên doanh để xây dựng các hạng mục công trình
Tiến độ hiện nay	Được giao 171.57 ha đất để thực hiện dự án, 51ha đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật giai đoạn I quy mô 10ha, tiếp tục san nền 70ha

KHUYẾN CÁO

Khuyến cáo sử dụng

- Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.
- TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Equity Research Department

Manager

Mrs. Hoàng Thị Thanh Thùy

Analysis Group

Analyst	:	Mrs. Trần Thị Mai Anh	anhhtm@tvsi.com.vn
		Ms. Vũ Thị Oanh	oanhvt@tvsi.com.vn



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Trụ sở chính

Tầng 5, Tòa nhà HiPT, 152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

Tel: (+84 4) 3728 0921 * Fax: (+84 4) 3728 0920

Chi Nhánh

193-203 Trần Hưng Đạo, Cô Giang, Quận 1, TP.Hồ Chí Minh

Tel: (+84 8) 3838 6868 * Fax: (+84 8) 3920 7542

Website

www.tvsi.com.vn

Email

rs@tvsi.com.vn

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN