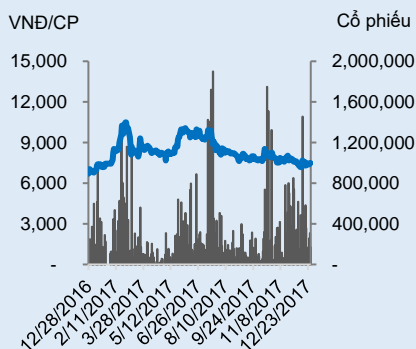


Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	12.000
Giá thị trường (27/12/2017)	7.480
Lợi nhuận kỳ vọng	60%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	6.700-10.490
Vốn hóa	613 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	81.934.033
KLGD bình quân 10 ngày	415.545
% sở hữu nước ngoài	15,16%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,7%

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNE	9,0%	-1,3%	-3,5%	-24,7%
VN-Index	44,1%	2,0%	20,3%	25,1%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914 6888 ext 257

lethanhoa@baoviet.com.vn

Công ty có nhiều tài sản ngầm đang tái cấu trúc

Ban lãnh đạo cũ quay lại đưa công ty trở lại quỹ đạo tăng trưởng

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 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 tái tạo từ đó giúp cho công ty có thể tăng trưởng và ổn định hơn trong tương lai.

Lợi nhuận có thể tăng trưởng đột biến nhờ thoái vốn hay hoàn nhập dự phòng

VNE có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến đồng thời trở thành công ty tăng trưởng ổn định bền vững khi thực hiện thành công chương trình tái cấu trúc hoạt động. Chương trình tái cấu trúc hoạt động kinh doanh của VNE là: (1) chuyển nhượng các tài sản như Khách sạn Xanh Huế, Greenmart, Khách sạn Xanh Đà Nẵng và bất động sản tại TP HCM; (2) tập trung toàn bộ nguồn lực phát triển các dự án Năng lượng tái tạo và tập trung vào hoạt động Xây lắp các công trình điện. Việc thực hiện thành công chương trình tái cấu trúc đồng nghĩa với việc các khoản dự phòng cũng sẽ được hoàn nhập và đóng góp vào lợi nhuận của VNE

Công ty thực hiện mua cổ phiếu quỹ

Với lượng tiền mặt lớn và đánh giá giá cổ phiếu VNE đang nằm dưới giá trị, công ty đã mua thêm 6,9 triệu cổ phiếu quỹ trong tháng 11/2017, nâng tổng số phiếu quỹ lên 8,5 triệu cổ phiếu tương ứng với 9,39% cổ phiếu niêm yết. Điều này cũng tương đương với việc lượng cổ phiếu lưu hành ít đi giúp cho EPS tăng lên từ đó giúp tăng giá cổ phiếu.

Khó khăn từ Quyết định 4970 nhưng đây cũng có thể là cơ hội tăng trưởng mạnh trong tương lai

Tháng 12/2016, Bộ Công thương ban hành Quyết định 4970 quy định về định mức dự toán cho công tác xây dựng đường dây tải điện và lắp đặt trạm biến áp. Chiếu theo quy định mới này, xây dựng nền móng của các công trình truyền tải điện và biến áp có định mức tương đương với các công trình xây dựng dân dụng. Đối với các công trình đường dây tải điện cao áp thì phần móng chiếm tỷ trọng từ 30-40% giá trị xây lắp. Điều này làm cho biên lợi nhuận gộp các công ty xây lắp điện giảm mạnh và hiệu quả hoạt động giảm về mức thấp dẫn tới các công ty xây lắp không còn mặn mà với các dự án xây lắp điện. Đây là một trong những nguyên nhân làm cho việc triển khai dự án xây lắp đường dây điện và trạm biến thế bị chậm so

với kế hoạch. Ước tính các dự án xây lắp đường dây và trạm biến thế trong năm 2017 mới chỉ thực hiện được khoảng 60%-70% so với kế hoạch đề ra. Để đảm bảo cho khả năng cung cấp điện thì Chính phủ sẽ cần đẩy nhanh hoạt động xây lắp đường dây. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng rào cản từ Quyết định 4970 sẽ được gỡ bỏ trong năm tới và đây sẽ là động lực tăng trưởng mạnh cho các công ty xây lắp điện sau một năm giảm sút.

Quan điểm đầu tư

Với mức giá đóng cửa ngày 27/12/2017 là 7.480 VND/CP, VNE đang giao dịch thấp hơn 60,42% so với mức giá hợp lý của VNE. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VNE với mức giá mục tiêu cho năm 2018 là **12.000 VND/CP**. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý giá trị định giá BĐS chiếm một tỷ trọng khá lớn trong khi LNST của VNE có thể tăng trưởng âm trong năm 2018, điều này sẽ ảnh hưởng tới động lực tăng giá của của cổ phiếu VNE. **Một số yếu tố có thể hỗ trợ cho cổ phiếu VNE có thể sớm quay về giá trị hợp lý như: (1) Thoái vốn khách sạn Xanh Huế; (2) Khó khăn từ Quyết định 4970 được tháo gỡ; (3) Hoàn nhập trích lập dịch phòng.**

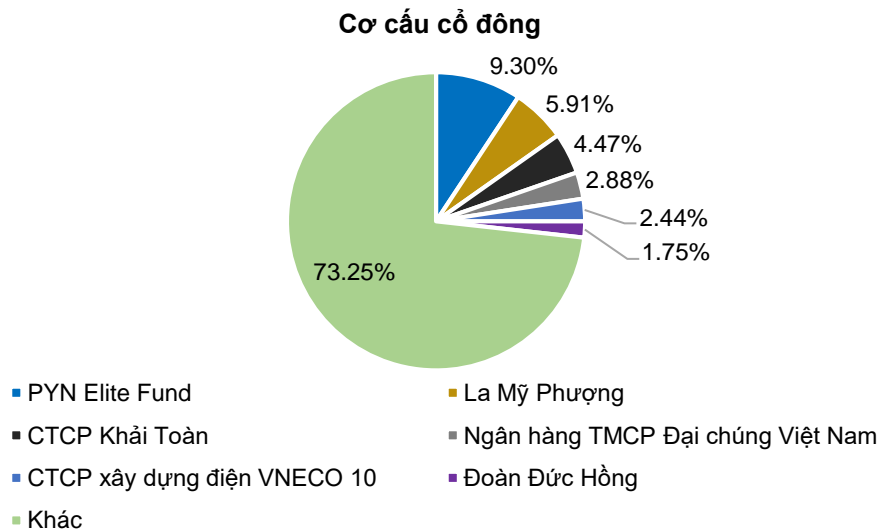
Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam

Giới thiệu tổng quan

Tổng công ty cổ phần xây dựng điện Việt Nam (VNE) có tiền thân là Công ty xây lắp điện 3. Công ty được cổ phần hóa vào năm 2005 và niêm yết trên sàn HSX vào năm 2007. Trải qua gần 30 năm xây dựng và phát triển, VNE đã trở thành một trong 6 doanh nghiệp xây dựng điện hàng đầu Việt Nam. Công ty hoạt động trong 3 lĩnh vực kinh doanh chính là: Xây lắp điện, Sản xuất cột điện và Bất động sản. VNE cũng đang hướng tới lĩnh vực mới đó là năng lượng điện gió và điện mặt trời. Công ty dự kiến sẽ bắt đầu đi vào xây dựng nhà máy điện gió Thuận Nhiên Phong ở Bình Thuận.

Cơ cấu cổ đông

Gần đây, Công ty tiến hành mua cổ phiếu quỹ nâng tổng số cổ phiếu quỹ lên 8,5 triệu cổ phiếu và trở thành tổ chức nắm giữ nhiều cổ phiếu VNE nhất. Cổ đông lớn nhất của công ty là PYN Elite Fund với tỷ lệ nắm giữ là 9,3%.



Nguồn: Stockbiz

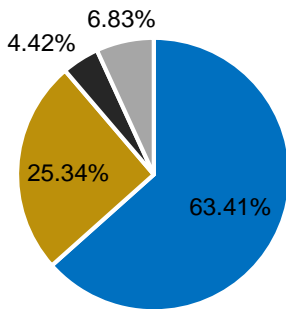
Ban lãnh đạo

Đa số thành viên Ban lãnh đạo VNE đều có thâm niên công tác lâu năm trong công ty, trong đó các thành viên chủ chốt đều có gần 30 năm gắn bó cùng nhau tại VNE. Điều này giúp cho Ban lãnh đạo VNE có hiểu biết sâu sắc về hoạt động kinh doanh cốt lõi và có mối quan hệ rộng rãi trong ngành cũng như sự đồng lòng quyết tâm trong nội bộ công ty giúp cho VNE hoạt động ngày một tốt hơn. Theo tìm hiểu của chúng tôi, tổng số cổ phiếu mà Ban lãnh đạo cùng người thân nắm giữ vào khoảng 40%, đây là một tỷ lệ cao cho thấy cam kết đồng hành và định hướng lâu dài của Ban lãnh đạo với doanh nghiệp giúp cho VNE phát triển bền vững.

Hoạt động kinh doanh

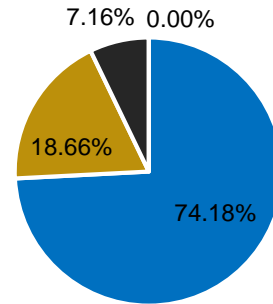
VNE có ba mảng hoạt động kinh doanh chính: Xây lắp điện, Sản xuất công nghiệp và Bất động sản. Mảng xây lắp điện là mảng có vai trò chủ chốt với tỷ lệ đóng góp doanh thu trên 60% và lợi nhuận gộp trên 74%.

Cơ cấu doanh thu năm 2016



■ Xây lắp điện ■ BĐS ■ Sản xuất công nghiệp ■ Khác

Cơ cấu lợi nhuận gộp năm 2016



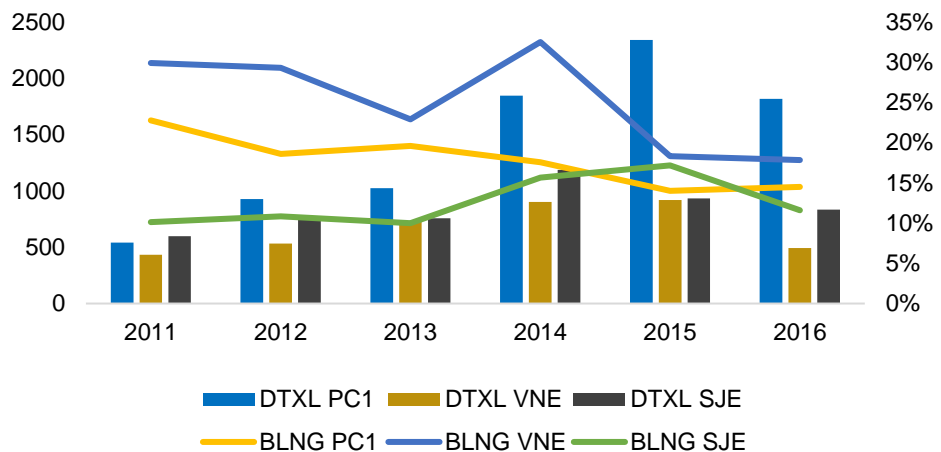
■ Xây lắp điện ■ BĐS ■ Sản xuất công nghiệp ■ Khác

Nguồn: VNE

1. Mảng Xây lắp điện bắt đầu phục hồi khi Ban lãnh đạo cũ quay trở lại

VNE thực hiện thi công xây lắp các công trình đường dây tải điện, trạm biến áp và các công trình nguồn điện khác. Công ty nằm trong nhóm những công ty xây dựng điện hàng đầu Việt Nam và nằm trong số vài doanh nghiệp có thể thi công đường dây 500 kV cũng như số ít doanh nghiệp có thể thực hiện dự án EPC cho các công trình đường dây tải điện cao áp và trạm biến áp cao áp. Trước năm 2015, công ty chiếm thị phần khoảng 15-20%. Tuy nhiên, việc công ty bị thu tóm và thay đổi ban lãnh đạo đã làm ảnh hưởng nghiêm trọng tới hoạt động của VNE kéo theo thị phần của VNE giảm xuống còn khoảng 10% trong năm 2016.

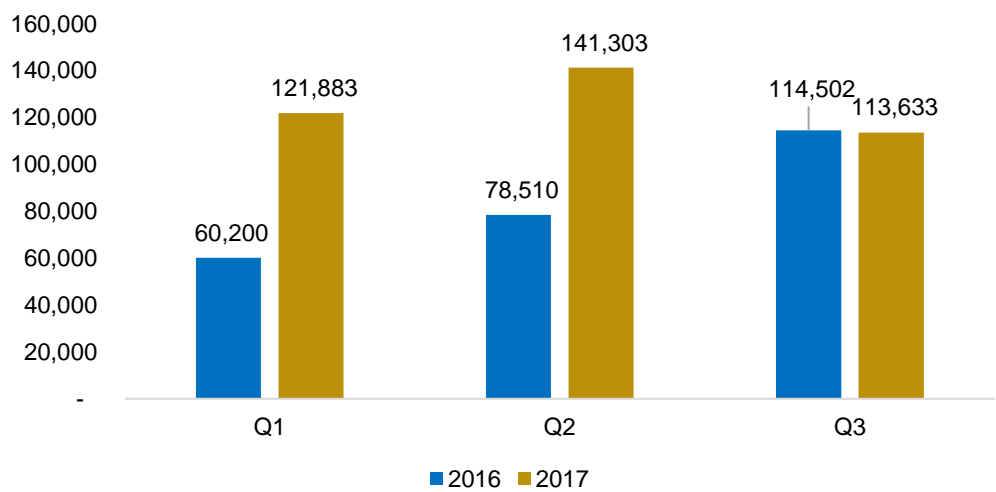
Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp



Nguồn: BVSC tổng hợp

Nhóm đầu tư VNE là CTCP Khải Toàn và CTCP Bảo Phước đã không đạt được những mục tiêu ban đầu vì vậy nhóm này đã bán ra cổ phiếu cũng như rút lui ra khỏi ban điều hành VNE. Nhóm các nhà lãnh đạo cũ đã quay lại ban điều hành và từ đó giúp cho hoạt động kinh doanh VNE quay trở lại quỹ đạo. **Doanh thu hoạt động xây lắp điện tăng trưởng so với cùng kỳ lần lượt là 102% và 80% trong Quý 1 và Quý 2/2017. Với sự trở lại của ban điều hành nhiều kinh nghiệm trong hoạt động xây lắp điện, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh cốt lõi VNE sẽ tiếp tục cải thiện và tăng trưởng trong tương lai.**

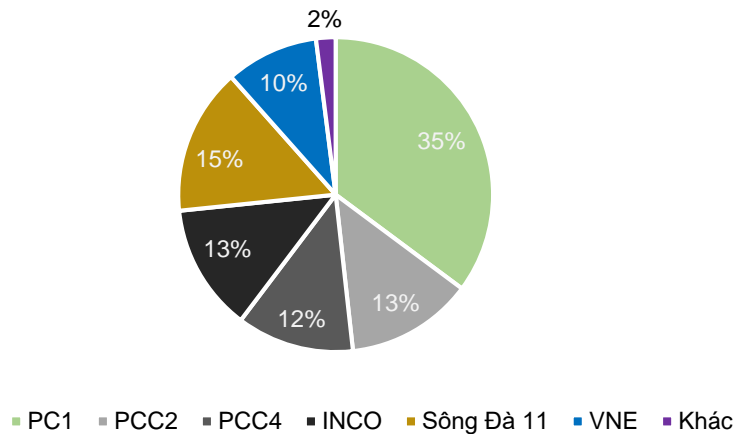
Doanh thu xây lắp (triệu đồng)



Nguồn: BCTC VNE

VNE chủ yếu thực hiện các dự án xây lắp điện cao thế. Doanh thu từ các dự án điện cao thế từ 110 kV đến 500 kV chiếm hơn 90% doanh thu xây lắp của công ty. Đây là các dự án yêu cầu trình độ kỹ thuật cao. Vì vậy, chỉ có một số ít doanh nghiệp có năng lực thi công các dự án này như VNE, PC1, PCC2, PCC4, Công ty Cổ phần lắp máy (Inco) và CTCP Sông Đà 11 (SJE).

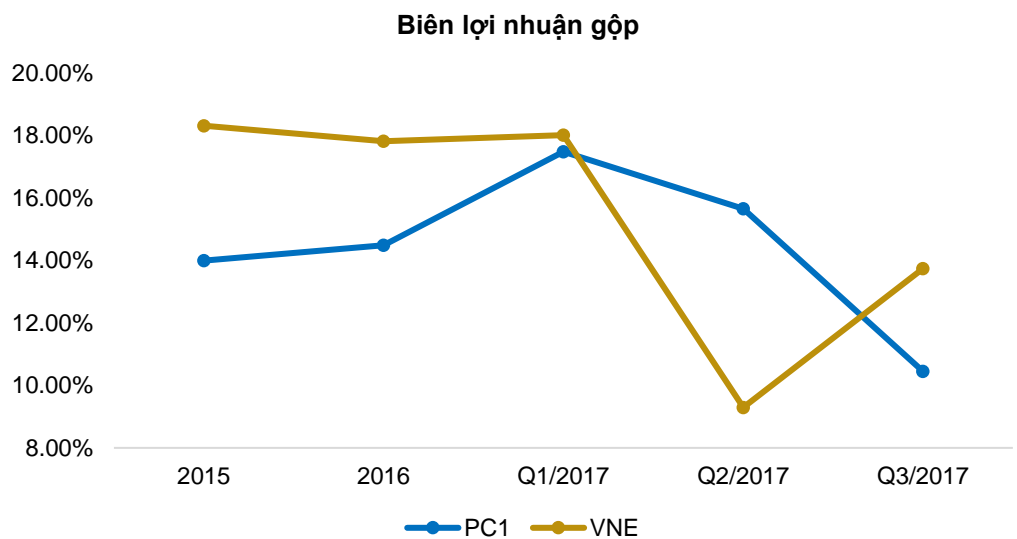
Cơ cấu thị phần xây lắp điện (2016)



Nguồn: VNE và BVSC

Quyết định 4970 của Bộ Công Thương làm giảm biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp xây dựng điện

Tháng 12/2016, Bộ Công thương ban hành Quyết định 4970 quy định về định mức dự toán cho công tác xây dựng đường dây tải điện và lắp đặt trạm biến áp. Chiếu theo quy định mới này, giá trị xây dựng nền móng của các công trình truyền tải điện và biến áp có định mức tương đương với các công trình xây dựng dân dụng và thấp hơn khá nhiều so với quy định trước đó. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo công ty thì các công trình xây lắp điện thường có địa hình phức tạp dẫn tới công tác thi công cũng như vận chuyển nguyên vật liệu rất khó khăn và nguy hiểm. Điều này làm cho giá thành xây điện thường cao hơn giá thành của xây dựng dân dụng. Đối với các công trình đường dây tải điện cao áp thì phần móng chiếm tỷ trọng lớn (từ 30-40% giá trị xây lắp), vì vậy khi áp dụng quyết định 4970 đã làm giảm mạnh biên lợi nhuận gộp và ảnh hưởng mạnh tới hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty xây lắp điện.



Nguồn: BCTC VNE và PC1

Tiềm năng tăng trưởng

Nhu cầu điện năng có tốc độ tăng trưởng bình quân 13,07% mỗi năm từ năm 2000 đến nay. Nhu cầu tiêu thụ điện được dự báo sẽ tiếp tục tăng nhanh trong những năm tới do nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng cao. Theo dự báo của Quy hoạch điện VII điều chỉnh năm 2016 thì nhu cầu điện năng dự kiến tăng trưởng với CAGR 10% từ nay cho đến 2025. Để đáp ứng nhu cầu điện năng, Quy hoạch này cũng tính toán hạng mục xây lắp chính như bảng dưới đây. Khối lượng hạng mục này có thể đảm bảo mảng xây lắp điện có thể tăng trưởng ít nhất 8-10% trong 5 năm tới.

Quy hoạch điện VII điều chỉnh năm 2016

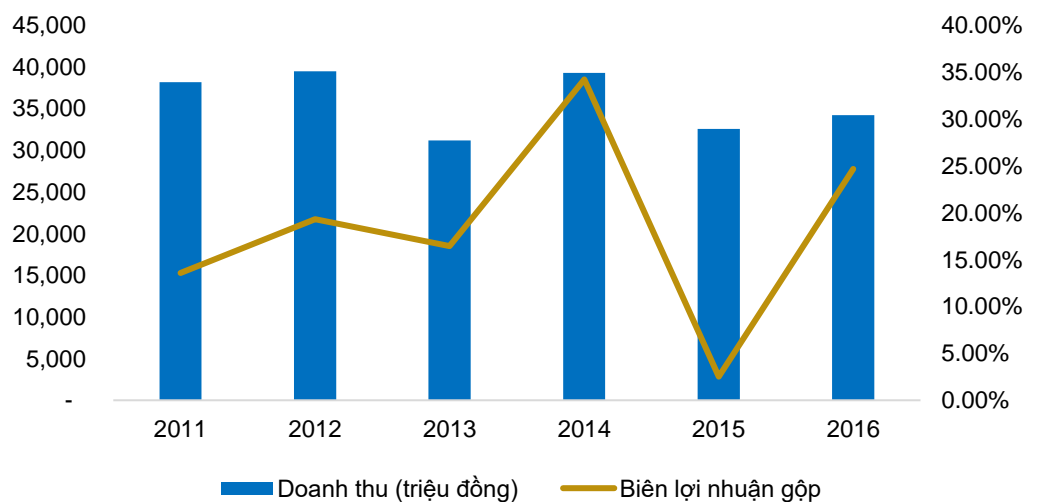
Hạng mục	Đơn vị	2016-2020	2021-2025	2026-2030
Đường dây 500 kV	Km	2.476	3.592	3.714
Đường dây 200 kV	Km	7.488	4.076	3.435
Trạm 500 kV	MVA	26.700	26.400	23.550
Trạm 200 kV	MVA	34.966	33.888	32.750

Nguồn: Quy hoạch điện VII điều chỉnh 2016

Bên cạnh đó, tính đến thời điểm hiện tại, ước tính các dự án xây lắp đường dây và trạm biến thế trong năm 2017 mới chỉ thực hiện được khoảng 50%-60% so với kế hoạch đề ra. Nguyên nhân là do giải ngân đầu tư công bị chậm lại trong năm nay, giải phòng mặt bằng chậm và Quyết định 4970 của Bộ Công thương làm cho các công ty xây lắp không còn mặn mà với các dự án xây lắp điện. Để đảm bảo cho khả năng cung cấp điện thì Chính phủ sẽ cần đẩy nhanh hoạt động xây lắp đường dây. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng rào cản từ Quyết định 4970 sẽ được tháo gỡ trong năm tới và đây sẽ là động lực tăng trưởng mạnh cho các công ty xây lắp điện sau một năm giảm sút.

2. Mạng sản xuất công nghiệp duy trì ổn định.

VNE sản xuất cột điện thép đơn thân, cột điện thép thanh rì và cột điện bê tông ly tâm. Doanh thu của mảng này khá ổn định qua các năm với biên lợi nhuận gộp khá cao. Hiện tại VNE chưa có kế hoạch đẩy mạnh hoạt động sản xuất công nghiệp vì vậy chúng tôi đánh giá mảng kinh doanh này sẽ tiếp tục duy trì ổn định trong những năm tới.

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp


Nguồn: VNE

3. Đẩy mạnh hoạt động thoái vốn ra khỏi các dự án BĐS.

Cùng với làn sóng đầu tư BĐS năm 2005-2007, VNE cũng đẩy mạnh hoạt động đầu tư BĐS với việc khởi công các dự án BĐS cũng như tích lũy quỹ đất. Nhận thấy mảng kinh doanh này không phải là thế mạnh cốt lõi của VNE, Ban lãnh đạo tái cấu trúc công ty đưa VNE về các hoạt động chính liên quan đến năng lượng. VNE đã thực hiện bán một loạt dự án BĐS, đã và đang thoái vốn ra khỏi các khách sạn, trong thời gian tới VNE sẽ tiếp tục thoái ra các quỹ đất hoặc góp đất với các đối tác để thực hiện dự án chứ không trực tiếp thực hiện dự án trong tương lai.

Dự án Sơn Trà

VNE đã thoái vốn dự án Sơn Trà với trong Q2/2017 với giá bán 221 tỷ đồng. Dự án này đạt biên lợi nhuận gộp 70,07%. Đây là nhân tố giúp cho lợi nhuận Q2/2017 tăng vọt. Tuy nhiên, trong quý này, VNE cũng thực hiện trích lập dự phòng chi phí quản lý doanh nghiệp 50,59 tỷ đồng. Khi VNE hoàn nhập khoản trích lập dự phòng này sẽ giúp cho lợi nhuận VNE tăng đột biến.

Dự án khu du lịch Xanh Lãng Cô

VNE đã thoái vốn toàn bộ tại Công ty TNHH Một thành viên Trùng Phương – Lãng Cô (công ty sở hữu dự án khu du lịch Xanh Lãng Cô) với giá chuyển nhượng 32,55 tỷ đồng. Với mức giá này, VNE vẫn có lãi nhưng không đáng kể.

Khách sạn Xanh Huế

VNE định hướng thoái toàn bộ vốn tại Khách sạn Xanh Huế. Theo Ban lãnh đạo công ty, đã có khách hàng chào mua với giá 210 tỷ đồng tuy nhiên công ty chưa quyết định bán. Bên cạnh đó, VNE cũng cho biết công ty đang đàm phán đối tác nước ngoài với mức giá khoảng 15 triệu USD. Nếu thành công chuyển nhượng khách sạn Xanh Huế thì công ty sẽ ghi nhận lợi nhuận đột biến.

Quỹ đất tại TP. Hồ Chí Minh

VNE có một số khu đất có giá trị lớn ở Tp. Hồ Chí Minh. Ban lãnh đạo VNE cho biết công ty đã nắm giữ sổ đỏ nhưng vẫn vướng mắc một số thủ tục pháp lý vì vậy vẫn chưa thể chuyển nhượng hay triển khai dự án.

Đối với khu đất ở Nguyễn Thị Minh Khai, phường Ngũ Lão, Quận 1, VNE có khoản phải thu và trả trước 140 tỷ đối với Công ty TNHH TMXD Phúc Vân Hà và hai cá nhân là Lâm Phúc Lâm và Lã Thị Thùy Vân. Hiện tại Công ty đã trích lập dự phòng 111 tỷ đồng trên tổng số 140 tỷ đồng. Hiện tại, VNE đang phối hợp với Văn phòng luật sư Trilaw để có thể hoàn tất quyền sử dụng đất và tài sản gắn liền trên đất cho VNE.

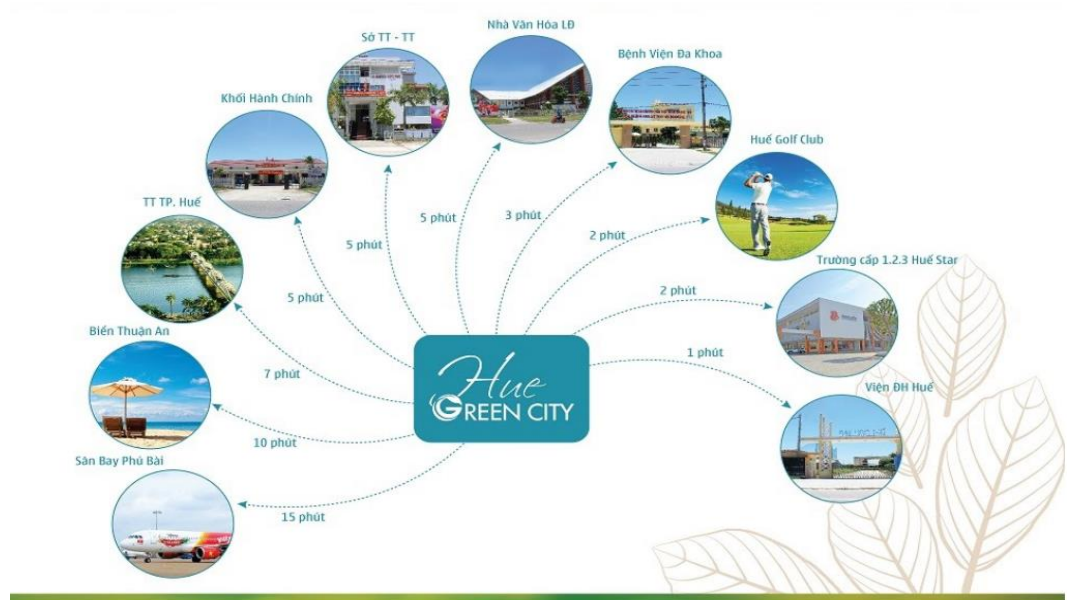
Ở khu đất Nguyễn Thị Minh Khai, VNE cũng có khoản phải thu 116 tỷ đồng và trả trước 65 tỷ đồng cho đối tác CTCP DVTM kinh doanh nhà Tín Nghĩa. VNE cho biết công ty đã nắm giữ sổ đỏ tuy nhiên bên bán vẫn chưa nộp thuế thu nhập dẫn tới chưa thể hoàn tất thủ tục pháp lý.

Dự án Green mart Đà Nẵng

VNE cho biết, hiện đang có đối tác đặt vấn đề hợp tác xây dựng dự án BĐS trên khu đất dự án Green mart. VNE sẽ góp vốn bằng giá trị đất đai và chia sẻ lợi nhuận. Hiện tại, dự án vẫn đang trong quá trình đàm phán nên chúng tôi chưa có nhiều thông tin về dự án này.

Dự án khu đô thị Mỹ Thượng – Huế (Huế Green City)

Dự án khu đô thị Mỹ Thượng nằm trên tuyến đường huyết mạch 36m Tỉnh Lộ 10 cắt với 3 trục: Phạm Văn Đồng - Thủy Dương – Quốc Lộ 49 kết nối trực tiếp đến bãi tắm Thuận An giúp cho cư dân khu đô thị dễ dàng và nhanh chóng đi tới các trung tâm giải trí, tiện ích, học tập cũng như làm việc.



Nguồn: Datxanhbacmien trung

Quy mô dự án gồm có: (1) 124.641 m² chia ra 73 lô biệt thự và 905 lô nhà phố; (2) 32.559 m² đất thương mại dịch vụ kết hợp chung cư. Dự án có hệ thống kênh và cây xanh bao quanh cũng như thuận tiện kinh doanh và thuận tiện đi lại vì vậy Huế Green City đã trở thành điểm đến hấp dẫn cho nhà đầu tư cũng như mua để ở.

Công ty VNE cho biết hiện tại công ty đã cơ bản đã bán xong các lô đất thấp tầng với mức giá xấp xỉ 3 triệu đồng/m². Biên lợi nhuận gộp của diện tích thấp tầng vào khoảng 20%. Công ty đã ghi nhận khoảng 170 tỷ doanh thu trong năm 2016 và 2017. Năm 2018, công ty dự kiến tiếp tục ghi nhận khoảng 150 tỷ doanh thu từ dự án này.

Về diện tích thương mại và chung cư, công ty có thể chuyển nhượng đất hoặc xây dựng chung cư như kế hoạch trong tương lai.

Phân tích tài chính.

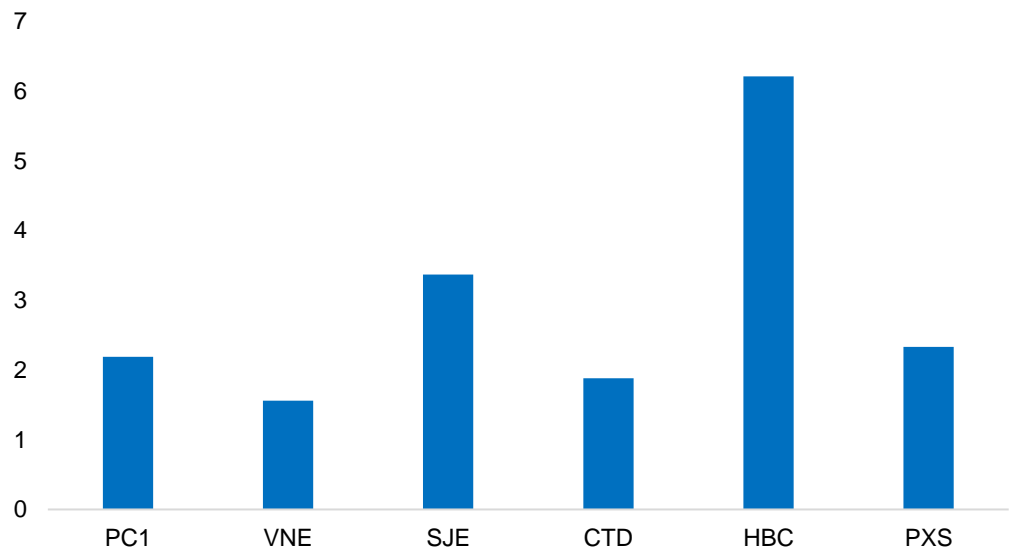
Số lượng cổ phiếu lưu hành giảm

Với lượng tiền mặt lớn và đánh giá mức giá VNE đang nằm dưới giá trị, công ty đã quyết định mua thêm 6,9 triệu cổ phiếu quỹ trong tháng 11/2017 nâng tổng số phiếu quỹ lên 8,5 triệu cổ phiếu tương ứng với 9,39% cổ phiếu niêm yết. Điều này cũng tương đương với việc lượng cổ phiếu lưu hành giảm giúp cho EPS tăng lên từ đó giúp tăng giá cổ phiếu.

Lượng tiền mặt dồi dào và nợ vay thấp

Kết thúc Quý 3/2017, VNE có 221 tỷ đồng tiền mặt trong khi chỉ vay nợ 193 tỷ đồng trong đó chỉ có 3,2 tỷ đồng là nợ dài hạn. VNE cũng là doanh nghiệp có hệ số đòn bẩy thấp nhất trong các doanh nghiệp xây lắp và xây dựng hàng đầu như PC1, CTD, HBC, SJE... Hệ số đòn bẩy có thể sẽ tăng mạnh nếu VNE thực hiện dự án điện gió khi mà dự án này dự kiến sẽ cần vay khoảng 800 tỷ đồng.

Hệ số đòn bẩy



Nguồn: BVSC tổng hợp

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017-2018

LNST năm 2017 tăng đột biến nhờ thoái vốn dự án BĐS

Năm 2017, chúng tôi dự báo VNE sẽ ghi nhận 874 tỷ đồng doanh thu (+13% yoy) và 88,9 tỷ đồng LNST (+781% yoy) tương ứng với EPS là 1.017 VND/CP. Tăng trưởng của lợi nhuận chủ yếu là nhờ thoái vốn từ dự án BĐS Sơn Trà.

Dự báo kết quả kinh doanh 2018: Doanh thu tăng nhưng LNST có thể sụt giảm

Kết quả kinh doanh năm 2018 sẽ có sự khác biệt lớn nếu VNE thực hiện hoàn nhập dự phòng hay thoái vốn thành công Khách sạn Xanh Huế. Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh dựa trên ba kịch bản chính như sau:

Kịch bản 1: không thực hiện hoàn nhập dự phòng và chưa thoái Khách sạn Xanh Huế

Với kịch bản này chúng tôi dự báo năm 2018 VNE ghi nhận 880 tỷ đồng doanh thu (+0,6% yoy) và 42 tỷ đồng LNST (-52,71% yoy) tương ứng với EPS là 481 VND/CP.

Kịch bản 2: Thực hiện hoàn nhập dự phòng chi phí quản lý và chưa thoái Khách sạn Xanh Huế

Thực hiện hoàn nhập dự phòng sẽ giúp cho chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 50,51 tỷ đồng. Vì vậy giúp cho lợi nhuận dự báo tăng lên mức 83 tỷ đồng (-6,65% yoy) và doanh thu tương đương với kịch bản 1.

Kịch bản 3: Thoái vốn thành công Khách sạn Xanh Huế và chưa hoàn nhập dự phòng

Ở mức thận trọng chúng tôi dự báo Khách sạn Xanh được thoái vốn ở mức giá 210 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp vào khoảng 47%. Với kịch bản này chúng tôi dự báo doanh thu đạt 1.068 tỷ đồng (+22,2% yoy) và LNST đạt 108 tỷ đồng (+21,73% yoy). Chúng tôi đánh giá VNE sẽ không hoàn nhập dự phòng chi phí quản lý trong trường hợp VNE thoái vốn thành công Khách sạn Xanh Huế. Vì vậy chúng tôi không đưa ra kịch bản tích cực nhất là vừa thoái vốn thành công và vừa hoàn nhập dự phòng.

Mảng xây lắp điện tiếp tục đà tăng trưởng

Tính đến giữa tháng 12/2017, tổng giá trị hợp đồng xây lắp điện VNE dự kiến chuyển tiếp sang năm 2018 là 350 tỷ. 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 vướng mắc từ Quyết định 4970 của Bộ Công thương, chúng tôi ước tính doanh thu mảng xây lắp năm 2018 của VNE đạt 678 tỷ đồng (+15% yoy). Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng này là 12,5% tương đương với mức năm 2017. Nếu khó khăn từ Quyết định 4970 được tháo gỡ, chúng tôi ước tính doanh thu có thể tăng lên mức 1.000 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp có thể quay trở về trên mức 18% như những năm trước.

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 35,6 tỷ đồng (+2% yoy) và biên lợi nhuận gộp 24% là mức tương đương với năm 2017 và 2016.

Mảng BĐS: dự kiến ghi nhận khoảng 150 tỷ đồng từ dự án Mỹ Thượng

VNE dự kiến sẽ ghi nhận khoảng 150 tỷ đồng doanh thu từ dự án Mỹ Thượng trong năm 2018, biên lợi nhuận gộp của dự án ước tính vào khoảng 20%.

Trong trường hợp VNE chuyển nhượng thành công Khách sạn Xanh Huế trong năm 2018 với mức giá chuyển nhượng là 210 tỷ đồng thì kết quả kinh doanh sẽ tăng vọt. Doanh thu hợp nhất dự kiến sẽ đạt 1.089 tỷ đồng và LNST đạt 124 tỷ đồng tương ứng với mức EPS là 1.427 VND/CP (chưa tính đến khả năng hoàn nhập dự phòng từ khoản trích lập chi phí quản lý trong năm 2017).

Định giá

VNE hoạt động trên một số lĩnh vực khác nhau vì vậy chúng tôi sử dụng tổng giá trị định giá riêng cho từng mảng có đặc thù khác nhau (SOP). Với phương pháp này, mức giá mục tiêu cho cổ phiếu VNE là 12.000 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 (PC1, CTD, HBC, SJE và PXS) 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 210 tỷ đồng tương đương với mức giá mà đối tác trong nước chào mua nhưng VNE chưa bán; (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, trừ chi phí mua cổ phiếu quỹ và chi phí trả cổ tức thực hiện trong Quý 4/2017 thì lượng tiền mặt còn lại để cộng vào định giá là 50 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	176.137	81,93	2.150
Năng lượng	BV	184.000	81,93	2.246
Bất động sản	RNAV và BV	520.840	81,93	6.357
Công ty liên kết	BV	17.555	81,93	214
Đầu tư vào đơn vị khác	BV	40.865	81,93	499
Tiền mặt		50.000	81,93	610
Giá cổ phiếu				12.000

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 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. **Với mức giá đóng cửa ngày 27/12/2017 là 7.480 VND/CP, VNE đang giao dịch thấp hơn 60,42% so với mức giá hợp lý của VNE. Chúng tôi khuyến nghị OUTPERFORM đối với cổ phiếu VNE với mức giá mục tiêu cho năm 2018 là 12.000 VND/CP.** Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý giá trị định giá mảng BĐS chiếm một tỷ trọng lớn trong khi LNST của VNE có thể tăng trưởng âm trong năm 2018, điều này sẽ ảnh hưởng tới động lực tăng giá của của cổ phiếu VNE. Một số yếu tố có thể hỗ trợ cho cổ phiếu VNE có thể sớm quay về giá trị hợp lý như: (1) Thoái vốn khách sạn Xanh Huế; (2) Khó khăn từ Quyết định 4970 được tháo gỡ; (3) Hoàn nhập trích lập dịch phòng.

Rủi ro.

Rủi ro pháp lý.

Quy đất của VNE ở Tp. Hồ Chí Minh vẫn đang chưa hoàn thiện thủ tục pháp lý. Mặc dù đã thuê văn phòng luật sư để hỗ trợ nhưng vẫn chưa thể giải quyết những tranh chấp đã kéo dài. VNE nắm giữ lợi thế khi nắm giữ sổ đỏ tuy nhiên việc giải quyết tranh chấp sẽ khó hoàn tất trong ngắn hạn.

Rủi ro thời tiết và thủy văn.

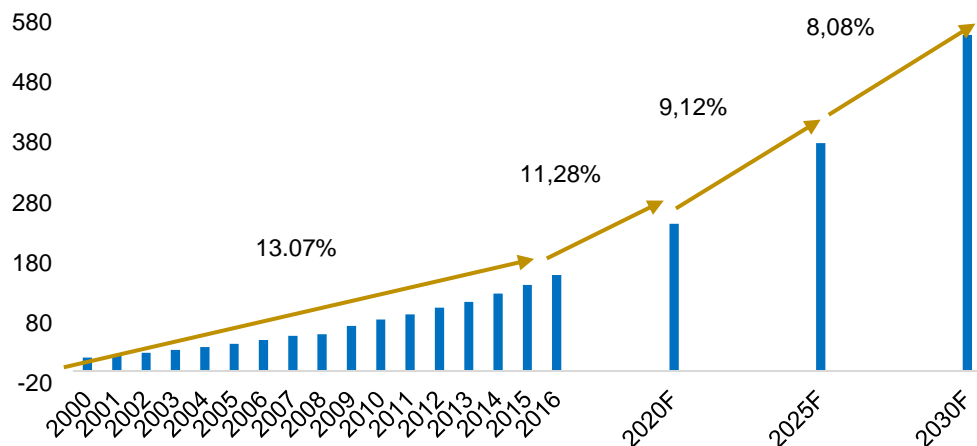
Các dự án xây lắp của VNE chủ yếu ở ngoài trời và triển khai trên các địa hình phức tạp vì vậy thời tiết mưa bão sẽ gây ảnh hưởng nặng nề đến tiến độ thi công cũng như khả năng sinh lời của dự án.

Tổng quan Ngành Điện

Nhu cầu tiêu thụ điện năng tăng trưởng vững chắc.

Trong hơn một thập kỷ qua, nền kinh tế Việt Nam đã trải qua những giai đoạn thăng trầm từ tăng trưởng nóng đến suy thoái kinh tế nhưng ngành Điện vẫn tăng trưởng bền vững qua từng năm với tốc độ tăng trưởng cao. Từ sản lượng điện thương phẩm chỉ ở mức 22,4 tỷ kWh vào năm 2000, đến năm 2016 sản lượng thương phẩm đã tăng lên 159,79 tỷ kWh tương ứng với mức tăng bình quân 13,07%/năm.

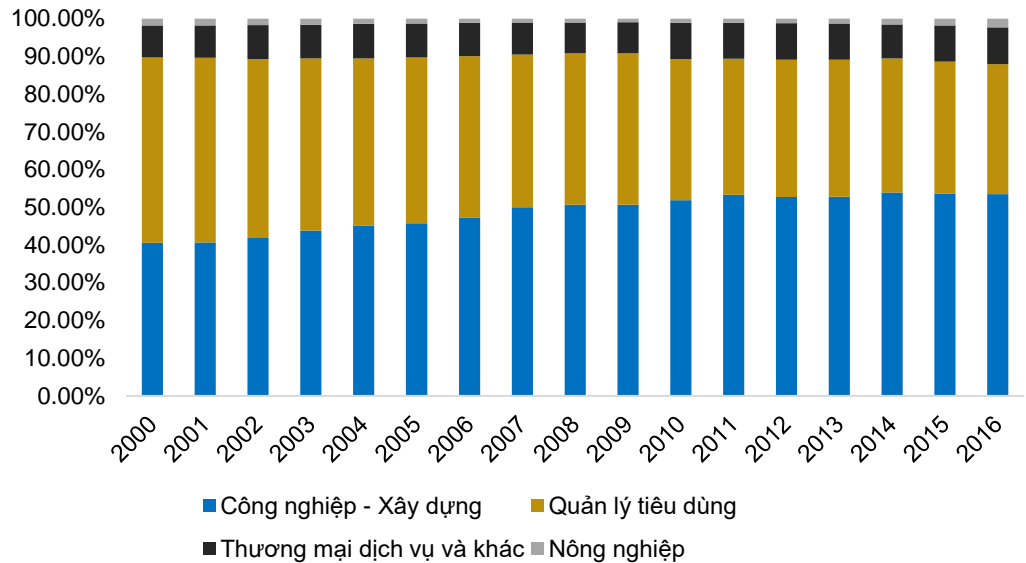
Quy hoạch điện VII điều chỉnh năm 2016 dự báo sản lượng điện thương phẩm sẽ tăng lên 235-245 tỷ kWh vào năm 2020, 352-379 tỷ kWh vào năm 2025 và 506-559 tỷ kWh vào năm 2030 tương ứng với CAGR là 11,28% trong giai đoạn 2016-2020, 9,12% trong giai đoạn 2020-2025 và 8,08% trong giai đoạn 2025-2030.

Sản lượng điện thương phẩm và CAGR (tỷ kWh)


Nguồn: EVN, Quy hoạch điện VII điều chỉnh và BVSC tổng hợp

Sự gia tăng nhanh chóng của tiêu thụ điện là nhờ sự tăng trưởng của ngành Công nghiệp – Xây dựng do tác động của quá trình dịch chuyển cơ cấu kinh tế theo hướng công nghiệp hóa hiện đại hóa. Trong vòng 16 năm, sản lượng điện tiêu thụ bởi ngành Công nghiệp và Xây dựng tăng trưởng bình quân 15,03% mỗi năm, tăng từ mức 9,09 tỷ kWh năm 2000 lên mức 85,49 tỷ kWh.

Cơ cấu tiêu thụ điện trong các ngành kinh tế



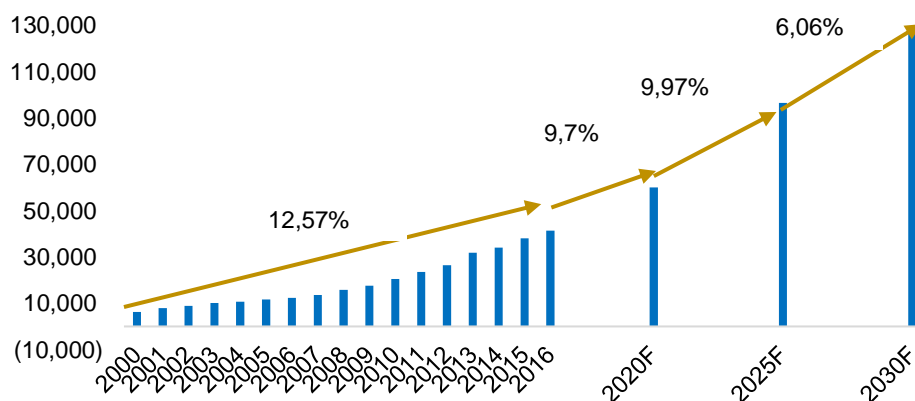
Nguồn: EVN và BVSC tổng hợp

Công suất lắp máy điện phát ra tăng nhanh và giảm dần sự phụ thuộc điện nhập khẩu.

Tính đến cuối năm 2016, tổng công suất lắp đặt của các nhà máy điện đạt 41.424 MW, tương đương với mức tăng 7 lần so với năm 2000 (tương đương với CAGR 12,57% trong 16 năm). Công suất lắp đặt của các nhà máy phát điện gia tăng nhanh chóng đã tăng cường khả năng đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện trong nước và giảm sự phụ thuộc vào sản lượng điện nhập khẩu. Tỷ trọng điện nhập khẩu giảm từ mức 2,34% năm 2012 xuống còn 0,81% năm 2016.

Nền kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh trong thập kỷ tới. Để đáp ứng nhu cầu điện cho phát triển kinh tế cũng như phục vụ đời sống xã hội Chính phủ đã sửa đổi quy hoạch điện VII (năm 2016). Theo đó, công suất lắp máy sẽ tăng lên 96.500 MW trong năm 2025, tăng 2,3 lần tương đương với CAGR xấp xỉ 10% trong 8 năm tới.

Công suất lắp máy nhà máy điện ở Việt Nam và CAGR (MW)



Nguồn: EVN, Quy hoạch điện VII và BVSC tổng hợp

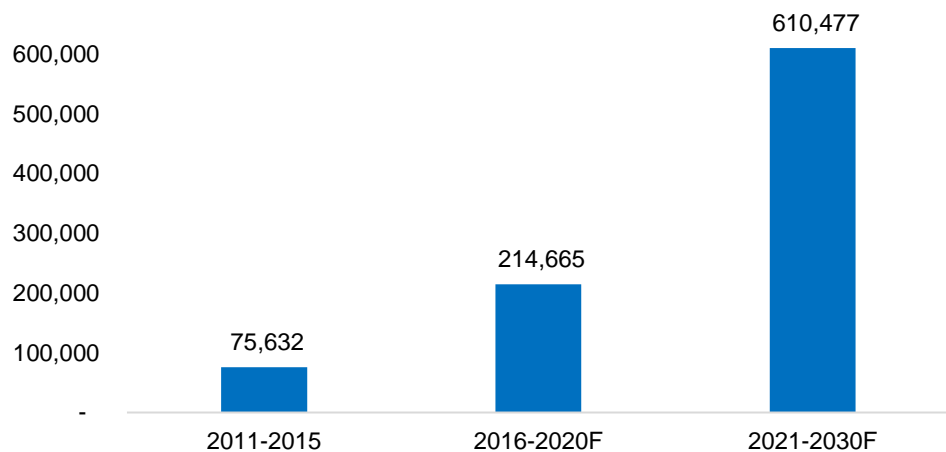
Cơ sở hạ tầng truyền tải điện còn hạn chế, tổng mức đầu tư lưới điện theo quy hoạch lên tới 824.000 tỷ đồng từ 2016-2030.

Việt Nam có đặc điểm địa lý hẹp, chiều dài đất nước kéo dài và nhiều hải đảo. Cùng với đó là phân bố các nhà máy điện không đồng đều giữa các khu vực cũng như yếu tố thời tiết làm cho lượng điện phát ra ở các khu vực tập trung nhà máy thủy điện biến động gây khó khăn cho việc truyền tải điện.

Mặc dù hệ thống lưới điện đã được đầu tư mạnh mẽ mà điển hình như hai dự án Mạch 1 và Mạch 2 500 kV Bắc-Nam, tuy nhiên việc chênh lệch nguồn cung điện cũng như nhu cầu tiêu thụ điện ở miền Nam tăng nhanh thì phương án khắc phục trong vài năm tới vẫn là truyền tải điện từ miền Bắc vào miền Nam qua hệ thống đường dây 500 kV. Hiện nay, đường dây 500 kV từ miền Trung vào miền Nam đã có 3 mạch, khả năng truyền tải lên đến 4.000 MW. Giữa miền Bắc và miền Trung hiện nay đang là 2 mạch. Tập đoàn Điện lực Việt Nam đang có kế hoạch triển khai tiếp đường dây 500 kV mạch 3 vào cuối năm 2017 đoạn từ khu vực Vũng Áng đến Pleiku với chiều dài khoảng 700 km.

Để đảm bảo đáp ứng nhu cầu điện tăng nhanh, Quy hoạch điện VII điều chỉnh 2016 đã đặt ra kế hoạch đầu tư lưới điện rất lớn trong giai đoạn từ 2016 đến 2030. Theo kế hoạch này, giai đoạn 2016-2020 tổng vốn đầu tư lưới điện là 214 nghìn tỷ đồng và giai đoạn 2021-2030 là 610 nghìn tỷ đồng. Tổng mức đầu tư lưới điện tăng trưởng mạnh mẽ hứa hẹn sẽ giúp cho ngành Xây lắp điện tăng trưởng cao từ nay tới 2030.

Tổng vốn đầu tư cho lưới điện



Nguồn: EVN, Quy hoạch điện VII và BVSC tổng hợp

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017E	2018F
Doanh thu	1.035	1.044	774	875	880
Giá vốn	722	875	657	646	757
Lợi nhuận gộp	313	168	117	229	123
Doanh thu tài chính	17	36	13	15	16
Chi phí tài chính	(75)	(34)	(33)	(17)	(17)
Lợi nhuận sau thuế	89	103	10	89	42

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017E	2018F
Tiền & khoản tương đương tiền	261	261	103	103	153
Các khoản phải thu ngắn hạn	93	253	271	240	217
Hàng tồn kho	81	63	54	54	64
Tài sản cố định hữu hình	167	156	150	300	297
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	22	21	18	19	22
Tổng tài sản	1.617	1.873	1.532	1.565	1.603
Nợ ngắn hạn	256	434	162	167	160
Nợ dài hạn	195	6	5	3	2
Vốn chủ sở hữu	762	947	947	958	991
Tổng nguồn vốn	1.571	1.823	1.501	1.529	1.560

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017E	2018F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	18,58%	0,84%	-25,81%	12,99%	0,58%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	406%	15,76%	-90,21%	781,83%	-52,71%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	30,28%	16,11%	15,08%	26,19%	14,00%
Lợi nhuận thuần biên (%)	8,60%	9,87%	1,30%	10,16%	4,78%
ROA (%)	4,95%	5,90%	0,59%	5,74%	2,65%
ROE (%)	12,29%	12,06%	1,06%	9,33%	4,31%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	27,88%	23,47%	10,88%	10,89%	10,09%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	59,20%	46,42%	17,60%	17,78%	16,31%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.442	1.202	85	1.017	481
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.585	11.970	10.859	11.697	12.102

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

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hòa

Hạ tầng, Nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

Phạm Đắc Hoàng Minh

Dệt may, Giấy và bao bì

phandachoangminh@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:

- 8 Lê Thái Tổ, 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