

HOSE: C47

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá mục tiêu	35,135

Thông tin giao dịch

Giá tham chiếu	22,900
SLCP Lưu hành	17,020,130
Giá cao nhất 52 tuần	22,900
Giá thấp nhất 52 tuần	8,200
KLGD bình quân 3 tháng	206,248
Vốn hóa thị trường	389.76 tỷ đồng
% sở hữu nước ngoài	3.3%

Các chỉ số định giá

EPS TTM	113.50
P/E	201.76
BVPS	17,621
P/B	1.30
ROA	8.60%
ROE	17.42%
Beta	0.18

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



Cơ cấu cổ đông

Nguyễn Lương Am & gia đình	15.17%
Lê Trường Sơn	8.92%
Ban lãnh đạo khác	3.34%
Cổ đông khác	72.57%

Sơ lược về Công ty

Công ty cổ phần xây dựng 47, tiền thân Công ty Xây dựng thủy lợi 7, thành lập từ năm 1975, trực thuộc Bộ Thủy lợi. Công ty thực hiện cổ phần hoá từ tháng 7/2005 và chính thức niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE vào năm 2011. C47 hoạt động theo mô hình kinh doanh đa ngành, trong đó 90% doanh thu từ hoạt động thi công xây lắp. Công ty có thế mạnh về thi công các công trình thủy lợi và thủy điện, đặc biệt tại khu vực miền Trung và Tây Nguyên.

CÂU CHUYỆN TÁI CƠ CẤU LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG GIÁ TRONG NGẮN HẠN

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

C47 là doanh nghiệp nằm trong top 10 công ty xây dựng lớn nhất cả nước với doanh thu hàng năm trên 1,000 tỷ đồng. Tuy nhiên, do đặc thù các công trình mà Công ty thực hiện được tài trợ bằng ngân sách Nhà nước, việc nghiệm thu và thanh toán luôn bị chậm, cùng với việc phải đầu tư trang thiết bị lớn, C47 luôn phải duy trì nợ vay ở mức cao so với vốn CSH. Lãi vay là nguyên nhân trực tiếp khiến cho biên lợi nhuận ròng của Công ty luôn ở mức thấp.

Năm 2017, Công ty đã quyết định tiến hành tái cơ cấu hoạt động kinh doanh, dự kiến thoái vốn tại các khoản đầu tư ngoài HĐKD chính, trong đó đáng kể nhất Cụm Khách sạn Hải Âu và 2 doanh nghiệp thủy điện, Buôn Đôn và Định Bình.

Việc thoái vốn tại các doanh nghiệp này sẽ đem lại lượng tiền mặt khá lớn. Đây sẽ là hỗ trợ cho C47 trong bối cảnh phải phụ thuộc lớn vào nợ vay, giúp giảm chi phí lãi vay trong tương lai.

Đồng thời, việc định giá lại tài sản và thoái vốn sẽ mang đến những thay đổi tích cực trong cơ cấu tài chính của Công ty. Ước tính, sau khi hoàn tất việc thoái vốn, giá trị sổ sách của C47 sẽ tăng lên đáng kể, từ mức 17,621 đồng/cp lên mức 29,744 đồng/cp, đồng thời, lợi nhuận của năm 2017 sẽ có đột biến.

Do đặc thù ngành xây dựng thâm dụng vốn lớn, chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu C47 là 35,135 đồng, tương đương mức P/B trung bình các công ty tương đồng trong ngành là 1.18 lần, và khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu C47.

Thông tin chung về C47

C47 là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực thi công các công trình thủy lợi, thủy điện tại khu vực miền Trung, Tây Nguyên, miền Nam. C47 thành lập năm 1975, đón nhận danh hiệu: Anh Hùng Lao Động Thời Kỳ Đổi Mới năm 2000.

C47 là đơn vị duy nhất trong nước tại Việt Nam sở hữu rô bốt TBM Model 39E đào hầm, theo công nghệ tiên tiến của Đức không gây nổ và đồng thời lắp dựng bê tông đúc sẵn làm vỏ đường hầm, nên đường hầm được hoàn thiện ngay khi đào xong, có thể đảm trách các dự án lớn và trọng điểm quốc gia có độ phức tạp cao.

Máy móc thiết bị của C47 được khấu hao nhanh đến cuối Q2/2017, TSCĐ còn lại theo giá trị sổ sách được ghi nhận 854 tỷ đồng (trong đó: TSCĐ theo nguyên giá là 1,521 tỷ VNĐ, giá trị hao mòn lũy kế đã khấu hao là 667 tỷ VNĐ), chiếm 37% tổng tài sản. Giá trị của máy TBM sẽ được khấu hao hết vào công trình đang thi công năm 2017 và 2018.

C47 còn sở hữu ưu thế thiết bị xe máy gồm nhiều loại mới, hiện đại như: 47 máy đào, 28 máy khoan đá, 122 ô tô tải Ben, 17 trạm trộn bê tông, 41 ô tô chuyển trộn, 43 máy đầm, 6 ô tô cẩu, 28 máy cẩu – nâng, 8 máy bơm bê tông, 19 trạm – máy nghiền, 24 máy khoan, 6 thiết bị thí nghiệm đất, 10 thiết bị thí nghiệm bê tông và vật liệu, 3 máy cào vơ, 6 máy khoan hầm, 14 máy ủi, 2 xe nâng của nhóm tám nước công nghiệp phát triển G8.

Năng lực xây dựng nổi trội của C47: đào đắp đất đá 4 triệu m³/năm, thi công bê tông 1.5 triệu m³/năm, đá xây lát 50,000 m³/năm. Sản xuất đá các loại 1,3 triệu m³/năm.

C47 có quy mô nhân sự 1.626 người với đội ngũ cán bộ quản lý giỏi, kỹ sư, chuyên viên nghiệp vụ, công nhân lành nghề có trình độ cao và giàu kinh nghiệm (trình độ đào tạo: 1. Đại học: 240 người, 2. Trung cấp: 99 người, 3. Sơ cấp: 17 người, 4. Lao động có kỹ thuật được đào tạo qua trường dạy nghề: 1.193 người, 5. Lao động phổ thông: 77 người). Nhân sự phân cấp quản lý chi tiết: a) cán bộ quản lý: 92 người, b) nhân viên nghiệp vụ: 228 người, c) công nhân trực tiếp: 1.306 người.

Kế hoạch thoái vốn tại các khoản đầu tư dài hạn

CTCP Thủy điện Buôn Đôn là doanh nghiệp vận hành nhà máy thủy điện Serepok 4A, với 2 tổ máy có tổng công suất 64MW bắt đầu phát điện từ đầu năm 2014.

KQKD nửa đầu năm 2017 của Buôn Đôn là hết sức tích cực. Doanh thu tăng 175.7% y/y, đạt 145.7 tỷ đồng, LNST đạt 58.38 tỷ đồng trong khi cùng kỳ lợi nhuận âm. Trailing EPS 12 tháng là 3,887 đồng/cp.

Hiện tại, C47 nắm giữ 3,041,800 cổ phần tại Thủy điện Buôn Đôn, tương ứng với tỉ lệ nắm giữ 8%. Theo nguồn tin của chúng tôi, C47 dự kiến sẽ thoái toàn bộ lượng cổ phiếu này ở mức giá tương đương 2.5 lần mệnh giá. Như vậy, cổ phiếu của Thủy điện Buôn Đôn được dự kiến giao dịch ở mức PE khoảng 6.48 lần, tương đối hợp lý. Đây là mức thấp tương đối so với các doanh nghiệp thủy điện niêm yết trên thị trường hiện nay. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu của Buôn Đôn đang phải chịu chiết khấu so với thị trường do là doanh nghiệp chưa niêm yết.

Công ty Cổ phần Thủy điện Định Bình (UpCOM: TDB) vừa chính thức được niêm yết lên sàn giao dịch UpCOM giữa tháng 7 vừa qua. C47 là 1 trong 4 cổ đông sáng lập của TDB, hiện nắm giữ 17.64% vốn điều lệ của Công ty. TDB hiện đang vận hành nhà máy thủy điện Định Bình với tổng công suất 9.9MW. Hoạt động của nhà máy ổn định nhờ vào những lợi thế sẵn có, vị trí được bổ sung nguồn nước từ các thủy điện Vĩnh Sơn, Trà Xôm, Vĩnh Sơn 5 nên việc sản xuất điện từ nhà máy ổn định, ít phụ thuộc vào thời tiết. Vì vậy, trong năm 2016, mặc dù chịu ảnh hưởng lớn từ hiện tượng El Nino, hoạt động sản xuất của nhà máy vẫn không bị ảnh hưởng quá nhiều. KQKD năm 2016 của nhà máy thậm chí còn tăng nhẹ 6.42% về doanh thu và 5.21% về LNST so với năm 2015. Nửa đầu năm 2017, TDB tiếp tục công bố KQKD với lợi nhuận khả quan. Nhà máy sản xuất được 39.26 triệu kWh, đạt 76.28% kế hoạch năm, tăng trưởng 62.42% y/y. Tổng doanh thu đạt 43.87 tỉ đồng, đạt 72.93% kế hoạch năm, tăng trưởng 27.98% y/y. LNST là 26.63 tỉ đồng, đạt 84.72% kế hoạch năm, tăng trưởng 30.69% y/y.

Theo BCTC quý 2/2017 của C47, giá trị sổ sách của khoản đầu tư vào TDB của C47 là 13.2 tỷ đồng. Hiện tại, thị giá cổ phiếu TDB đang được giao dịch ở mức giá 31,200 đồng/cp, tương đương với mức trailing PE 8.24 lần. Đây là mức giá tương đối hợp lý so với các doanh nghiệp vận hành thủy điện trên thị trường hiện nay. Như vậy, theo giá thị trường, giá trị hợp lý của khoản đầu tư vào TDB của C47 là hơn 45 tỷ đồng, và trong trường hợp C47 hoàn thành việc chuyển nhượng phần vốn tại TDB, Công ty có thể ghi nhận thêm 31 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

Thông tin cập nhật về việc cổ phần hoá khách sạn Hải Âu

Theo nghị quyết số 1163/NQ-HĐQT, HĐQT CTCP Xây dựng 47 (HOSE: C47) đã thông qua kế hoạch chi tiết về việc cổ phần hoá khách sạn Hải Âu. Theo đó, C47 sẽ thành lập pháp nhân mới là CTCP Du lịch Khách sạn Hải Âu, vốn điều lệ 183 tỷ đồng, tương ứng tổng số cổ phần 18.3 triệu cổ phần.

Theo kế hoạch, Công ty sẽ chuyển nhượng 49% vốn điều lệ của công ty mới thành lập này thông qua hình thức chào giá cạnh tranh, mức giá khởi điểm chào bán là 15,000 đồng/cổ phần.

Theo thông tin từ Công ty, giá trị sổ sách còn lại tính đến cuối năm 2016 của cụm khách sạn chỉ là 54 tỷ đồng. Như vậy, với việc hoàn thành định giá lại cụm khách sạn Hải Âu, Công ty có thể ghi nhận phần tăng lên từ việc đánh giá lại tài sản, ước tính hơn 129 tỷ đồng, vào thu nhập khác ngay trong quý 3. Bên cạnh đó, Công ty cũng sẽ nhanh chóng tìm kiếm đối tác để thực hiện việc chuyển nhượng 49% vốn tại cụm Khách sạn Hải Âu ngay trong tháng 7 năm nay. Nếu như việc chuyển nhượng vốn này được hoàn thành sớm trong quý 3, Công ty có thể ghi nhận tiếp ít nhất 44.85 tỷ đồng lợi nhuận từ giao dịch này, tương ứng với mức giá khởi điểm chào bán 15,000 đồng/cổ phần.

KQKD trong nửa đầu năm kém khả quan, kỳ vọng vào nửa cuối năm 2017

6 tháng đầu năm, C47 báo doanh thu thuần hợp nhất giảm 29.59% y/y, chỉ đạt 513.86 tỷ đồng, lãi ròng hợp nhất giảm 39.19% y/y, chỉ đạt 7.15 tỷ đồng. Nguyên nhân của việc sụt giảm về doanh thu và lợi nhuận này là do các công trình mà Công ty tham gia đang tiến vào giai đoạn hoàn thiện bàn giao như Thủy điện Trung Sơn, Sông Bung 2, Đắc Pring, ... Giai đoạn này thường không phát sinh nhiều doanh thu.

Hiện tại, Công ty đang tập trung nguồn lực cho các dự án mới như Thủy lợi Tân Mỹ, Thủy điện Đa Nhim mở rộng, Thủy điện Thượng Kon Tum. Cả 2 công trình thủy điện này đều sử dụng công nghệ khoan hầm bằng TBM nên dự kiến tiến độ sẽ được đẩy nhanh.

Mới đây, ĐHCĐ bất thường của VSH đã thông qua toàn bộ tờ trình kế hoạch kinh doanh năm 2017, trong đó có nhắc đến việc phê duyệt Hợp đồng tín dụng bổ sung cho dự án Thủy điện Thượng Kon Tum với hạn mức 1,700 tỷ đồng, và mức khen thưởng cho tiến độ dự án. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ được đẩy nhanh trong giai đoạn nửa sau năm 2017

sau khi đã bị trì trệ nhiều năm do vướng các vấn đề pháp lý giữa VSH và nhà thầu Hoa Đông, Trung Quốc.

Kế hoạch mở room khối ngoại lên 49%

Hiện tại, room khối ngoại tại C47 đang được giữ ở mức 3.3%. Do đặc thù ngành nghề kinh doanh của C47 là thực hiện các công trình thủy lợi, thủy điện và giao thông, thuộc nhóm ngành bị giới hạn sở hữu nước ngoài. Theo nguồn tin của chúng tôi thì Công ty đang có kế hoạch mở room sở hữu của khối ngoại lên mức 49% từ mức thấp 3.3% như hiện nay.

Với định vị là doanh nghiệp xây lắp thuộc top 10 nhà thầu lớn nhất Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng việc mở room khối ngoại sẽ có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp.

Định giá hấp dẫn so với quy mô tài sản

Với kỳ vọng vào hoạt động tái cơ cấu doanh nghiệp đang được C47 đẩy nhanh trong năm nay, chúng tôi kỳ vọng sẽ có sự chuyển biến lớn về cơ cấu tài chính của doanh nghiệp.

Cụ thể, việc tái cơ cấu, thoái vốn tại các thủy điện và cụm khách sạn Hải Âu sẽ đem lại nguồn tiền mặt vào khoảng trên 150 tỷ đồng. Với nguồn vốn mới này, Công ty có thể giảm bớt nợ vay, giúp cải thiện biên lợi nhuận ròng.

Ngoài ra, sau khi tái cơ cấu và định giá lại tài sản, giá trị sổ sách của C47 sẽ phản ánh chính xác hơn giá trị tài sản C47 hiện có. Chúng tôi ước tính, sau khi hoàn thành việc thoái vốn tại các doanh nghiệp kể trên, giá trị sổ sách của C47 có thể tăng thêm khoản 206 tỷ đồng, tương đương với giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu đạt BVPS = 29,744 đồng/cp.

	BVPS	MP	P/B
CII	20,160	33,000	1.64
FCN	19,570	23,500	1.20
VCG	13,610	20,200	1.48
HUT	24,020	11,800	0.49
C32	34,630	37,850	1.09
Trung bình			1.18
Trung vị			1.20
C47	29,744	35,135	1.18

Với thị giá hiện tại, cổ phiếu đang được giao dịch với mức P/B forward vào khoản 0.77 lần. Đây là mức thấp so với các doanh nghiệp xây dựng cùng ngành. Chúng tôi ước tính mức P/B hợp lý cho cổ phiếu C47 tương đương mức trung bình ngành xây dựng hạ tầng và công trình là 1.18 lần,

tương ứng với mức giá hợp lý cho cổ phiếu C47 là 35,135 đồng/cp và cho khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu C47.