

Ngành: Xây Lắp Công nghiệp
Mã ngành: 2300

15/03/2011

S.S

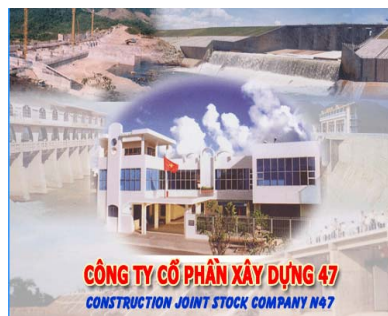
S

N

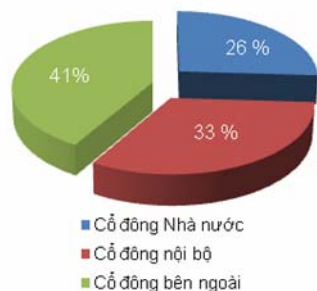
B

S.B

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ



CƠ CẤU SỞ HỮU



Thông tin chung	
CPLH hiện tại (triệu cp)	8,0
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	145,9
Sở hữu nước ngoài (%)	0,0
EPS điều chỉnh_TTM (đ)	n/a

Thông tin giao dịch	Giá trị
Giá giao dịch gần nhất (đ/cp)	18.000 – 19.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ)	18.000
Giá cao nhất 52 tuần (đ)	20.500
+/- 3 tháng qua (%)	+14
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	20

Chỉ tiêu định giá	2010
P/E ngành (cuối kỳ)	6.3
P/B (cuối kỳ)	0.9

- ❖ Công ty Cổ phần Xây dựng 47 (C47) là một trong những nhà thầu hàng đầu về thi công xây dựng các công trình đập thủy điện thủy lợi, lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng mạnh ở Việt Nam. Trong những năm qua, C47 không ngừng nâng cao vị thế cạnh tranh trên thị trường về chất lượng, uy tín, giá thầu, tiến độ thi công...
- ❖ Công nghệ quản lý và kỹ thuật thi công tiên tiến giúp C47 kiểm soát hiệu quả chi phí, đảm bảo nguồn lực và chất lượng thi công trên các khâu của quá trình sản xuất kinh doanh, là nền tảng giúp doanh nghiệp đưa giá chào thầu cạnh tranh và tiếp cận các khách hàng lớn.
- ❖ Giai đoạn 2007-2010, C47 đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận vượt bậc (tương ứng 51%/năm và 42%/năm), cao hơn tăng trưởng tổng tài sản là 41%/năm. Các chỉ tiêu về tài chính doanh nghiệp có những chuyển biến khá ấn tượng trong môi trường vĩ mô khó khăn.
- ❖ Cổ tức luôn được duy trì ở mức $\geq 20\%/năm$. Việc liên tục trúng thầu nhiều công trình trọng điểm góp phần giúp C47 đảm bảo nguồn doanh thu, lợi nhuận và khả năng chi trả cổ tức ít nhất trong 3 năm tới. Dự kiến năm 2011, LNST đạt tối thiểu 37 tỷ đồng, tăng 27% so với năm 2010 và EPS dự kiến đạt 4.642 đồng/cổ phiếu*
- ❖ Khách sạn Hải Âu - một trong số ít khách sạn đạt tiêu chuẩn 4 sao, tọa lạc ngay bên bờ biển trung tâm TP. Quy Nhơn, tỉnh Bình Định – địa danh với nhiều di tích lịch sử và thắng cảnh du lịch - được C47 làm chủ đầu tư, thi công xây dựng và đưa vào hoạt động từ năm 2007 với giá trị tài sản ròng thực tế lớn hơn khoảng hai lần giá trị sổ sách đang được ghi nhận.
- ❖ **Chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào cổ phiếu C47 ở vùng giá hợp lý là 19.000 - 21.000 đồng/cổ phiếu xét trên quan điểm đầu tư ngắn và trung hạn.**

(* Giá định doanh nghiệp chưa tăng vốn trong năm nay và chỉ triển khai những hợp đồng thầu xây lắp đang thực hiện từ trước).

Chỉ tiêu cơ bản	2007	2008	2009	2010	2011E
Tổng tài sản (tỷ đ)	446,8	621,4	919,6	1,234,5	n/a
Vốn điều lệ (tỷ đ)	35	35	39,75	80	80
Doanh thu thuần (tỷ đ)	462,6	605,8	808,1	1.577,6	1.648,4
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	10,3	10,9	24,4	29,2	37,1
ROE (%)	19,0	18,5	5,3	19,9	20,0
EPS** (đ)	2.933	3.113	5.375	3.650	4.642

(Nguồn: CTCP Xây dựng 47 & BSC, (**)) theo số CP lưu hành cuối kỳ)

Mọi chi tiết xin liên hệ:		Phòng Phân tích Đầu tư	
Trụ sở: Công ty CP Chứng Khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam Tháp A Vincom, 191 Bà Triệu, Hà Nội T: (04) 2220 0668 F: (04) 2220 0669 E: info@bsc.com.vn	Chi nhánh: Lầu 9, 146 Nguyễn Công Trứ, quận 1, TP. Hồ Chí Minh T: (08) 3821 8508 F: (08) 3821 8510	Phạm Xuân Anh, MA Trưởng Bộ phận PTCB T: +84 22200668 M: 0912448688 pxuananh@bsc.com.vn	Trần Bích Nhung Cán bộ Phân tích T: +84 22200668 M: 0918479366 nhungtb@bsc.com.vn

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	Công ty Cổ phần Xây dựng 47
Tên giao dịch:	Công ty Cổ phần Xây dựng 47
Tên viết tắt:	C47
Địa chỉ:	Số 8 Biên Cương – TP.Quy Nhơn – Tỉnh Bình Định
Tel:	(84-56) 3522166 – 3522931
Fax:	
Website:	www.xaydung47.vn
Vốn điều lệ:	80.0000.0000.000 VND
Lĩnh vực hoạt động	Xây lắp công nghiệp
Ngành nghề kinh doanh chính	<ul style="list-style-type: none"> - Xây dựng các công trình thủy lợi, thủy điện, giao thông, công nghiệp, dân dụng; - Khai thác, vận chuyển vật liệu xây dựng; - Kinh doanh khách sạn, nhà hàng, rượu, bia, thuốc lá, dịch vụ massage. Kinh doanh lữ hành nội địa và quốc tế và các dịch vụ du lịch khác

Lịch sử hình thành	
Thời gian	Sự kiện
08/09/1975	Công ty Xây dựng Thủy lợi 7 được thành lập
03/02/1996	Đổi tên thành Công ty Xây dựng 47 trực thuộc Tổng Công ty Xây dựng 4
12/01/1999	Chuyển thành Doanh nghiệp Nhà nước độc lập, trực thuộc Bộ NN&PTNT
01/07/2005	Thực hiện cổ phần hóa, chuyển cơ chế hoạt động thành Công ty Cổ phần Xây dựng 47

Quá trình tăng vốn điều lệ	
Thời gian	Sự kiện
2005	Thành lập Công ty CP Xây dựng 47 với Vốn điều lệ 25 tỷ đồng
2006	Tăng vốn điều lệ lên 35 tỷ đồng
2009	Phát hành cổ phiếu ra công chúng tăng vốn điều lệ lên 39,75 tỷ đồng.
2010	Phát hành cổ phiếu ra công chúng tăng vốn điều lệ lên 80 tỷ đồng.

TT	Các công ty con	Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
1	Công ty CP Du lịch Hàm Hồ	590.400	73,8%

TT	Các công ty liên kết	Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
1	Công ty CP Thủy điện Định Bình	1.319760	18,33%

CỔ ĐỒNG SÁNG LẬP

Bảng 1: Danh sách cổ đồng sáng lập

TT	Tên	Số CP	% vốn	Loại cổ phần
1	Nhà nước (Bộ NN & PTNT)	1.275.000	51,0	Phổ thông
2	Nguyễn Lương Am	41.000	1,6	Phổ thông
3	Phan Văn Tôn	25.000	1,0	Phổ thông
4	Phan Tấn An	25.000	1,0	Phổ thông
5	Lê Xuân Hỷ	25.000	1,0	Phổ thông
6	Lê Văn Đồng	27.200	1,1	
7	Các cổ đồng khác	1.081.800	43,3	Phổ thông
	Tổng cộng	2.500.000	100,0	

(Nguồn: BCB CTCP XD 47)

CỔ ĐỒNG NẴM GIỮ TỪ TRÊN 5% VỐN ĐIỀU LỆ

Bảng 2: Danh sách cổ đồng nắm giữ từ trên 5% VDL

TT	Tên	Số CP	% Vốn	Loại cổ phần
1	SCIC	2.076.427	25,96	Phổ thông P
	Tổng cộng	2.076.427	25,96	Phổ thông P

(Nguồn: BCB CTCP XD 47)

CƠ CẤU CỔ ĐỒNG

Bảng 3: Cơ cấu cổ đồng đến 16/08/2010

TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Số lượng cổ đồng
1	Cổ đồng nhà nước	2.076.427	25,96	1
2	Cổ đồng bên trong	2.606.036	32,58	692
	- Hội đồng quản trị	494.913	6,19	5
	- Ban kiểm soát	79.330	0,99	3
	- Ban Giám đốc	43.546	0,54	2
	- CBCNV	1.988.247	24,85	682
3	Cổ đồng bên ngoài	3.317.537	41,47	230
	- Trong nước	3.317.537	41,47	230
	- Nước ngoài	-	0,00	-
	Tổng cộng	8.000.000		923

(Nguồn: BCB CTCP XD 47)

Tiền thân của Công ty Cổ phần xây dựng 47 là Công ty Xây dựng thủy lợi 7 được thành lập ngày 08/09/1975 theo Quyết định số 888 QĐ/TCCB của Bộ Thủy lợi, trên cơ sở Đội thi công cơ giới khu V, với nhiệm vụ xây dựng các công trình thủy lợi phục vụ nông nghiệp, dân sinh kinh tế cho các tỉnh miền Trung và Tây Nguyên. Nhờ coi trọng công tác quản lý chất lượng, mạnh dạn đầu tư công nghệ mới, mở rộng sản xuất, năng động trong khâu tìm kiếm việc làm, phân phối thu nhập tương đối công bằng... C47 đã không ngừng lớn mạnh. Năm 2000, Công ty đã được Nhà nước phong tặng danh hiệu: Anh hùng lao động thời kỳ đổi mới. Hiện nay công ty là một trong những công ty hàng đầu trong nước chuyên về lĩnh vực thi công các công trình thủy lợi thủy điện. Các công trình do công ty đảm nhận thi công luôn được các cơ quan ban ngành đánh giá cao về chất lượng, mỹ thuật và đảm bảo tiến độ.

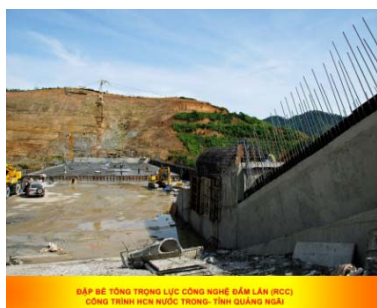
Hệ thống cấu trúc của C47 khá đơn giản và thể hiện chiến lược đầu tư tập trung; có hiệu quả và hỗ trợ trực tiếp cho các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Với cơ cấu cổ đồng khá ổn định và có xu hướng chuyển từ Nhà nước nắm quyền chi phối sang quyền sở hữu của các cổ đồng nội bộ và cổ đồng bên ngoài đã giúp cho hoạt động của C47 ngày càng năng động và đạt hiệu quả cao.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP

SẢN PHẨM – DỊCH VỤ CỐT LÕI



Hạ lưu đập CTĐT Đồng Nai 4



Hình ảnh thi công CTĐT Seperok 4



Hình ảnh khách sạn Hải Âu

1. Xây lắp công nghiệp

- Là hoạt động cốt lõi, đóng góp 90% doanh thu và lợi nhuận của C47
- C47 là một trong những đơn vị hàng đầu trong cả nước về lĩnh vực thi công các công trình đập thủy điện, thủy lợi, các công trình giao thông, công nghiệp, dân dụng với các loại kết cấu đa dạng: đập bê tông trọng lực, đập đập đất đầm nén, kênh dẫn nước...
- Thương hiệu, uy tín, chất lượng của C47 đã được minh chứng thông qua sự bền vững của các công trình, được các cơ quan ban ngành đánh giá cao về chất lượng, mỹ thuật và tiến độ như:

Bảng 4: Các công trình tiêu biểu

Tên công trình	Giá trị (tỷ đ)	Mức độ khen thưởng	Cơ quan đánh giá
Tháp radar Vũng Chùa (Năm 1994)	n/a	Huy chương vàng chất lượng	Hội Xây dựng Việt Nam
Đập đất HCN Thuận Ninh (Bình Định) (Năm 1996)	n/a	Huy chương vàng chất lượng	-nt-
Công trình đầu mối hệ thống thủy nông Thạch Nham (Quảng Ngãi) (Năm 1991)	n/a	Công trình chất lượng tiêu biểu thập kỷ 90	-nt-
Đập đất HCN Suối Dầu (Khánh Hòa) (Năm 2004)	35,7	Công trình chất lượng tiêu biểu giai đoạn 2000 -005	-nt-
Đập bê tông HCN Tân Giang (Ninh Thuận) (Năm 2001)	15,7	Công trình chất lượng tiêu biểu giai đoạn 2000 - 2005	-nt-
Đập bê tông HCN Lòng Sông (Bình Thuận) (Năm 2004)	76,9	Công trình chất lượng tiêu biểu giai đoạn 2000-2005	-nt-

(Nguồn: CTCP Xây dựng 47)

- Từ năm 2009 đến nay, C47 liên tục trúng thầu nhiều công trình lớn, trong đó có những công trình trọng điểm với giá trị thi công rất lớn: Thủy điện Đồng Nai 4 (> 3.000 tỷ đồng), Đập Định Bình, Nước Trong (> 700 tỷ đồng), thủy điện Thượng Kon Tum (> 500 tỷ đồng), thủy điện Sông Bung 5 (>400 tỷ đồng)... , đảm bảo sự tăng trưởng doanh thu trong những năm qua và doanh thu ổn định cho những năm tới.

2. Kinh doanh khách sạn

- C47 sở hữu Khách sạn Hải Âu, hiện là một trong ba khách sạn duy nhất tọa lạc trên bờ biển TP. Quy Nhơn. Với vị trí đặc địa, Khách sạn Hải Âu có lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút khách du lịch cũng như lợi thế về giá trị quyền sử dụng đất và tài sản trên đất. Giá trị quyền sử dụng của toàn bộ khu đất ước tính trong khuôn viên khách sạn tối thiểu khoảng 100 tỷ đồng.
- Khách sạn Hải Âu được chính C47 làm chủ đầu tư và thi công xây dựng trên nền đất rộng 5.183 m2 từ năm 2007 theo tiêu chuẩn 4 sao với quy mô 170 phòng ngủ, 5 nhà hàng có sức chứa 1000 – 1000 – 350 – 170 – 150 khách; 03 quầy Bar. Đây là sản phẩm dịch vụ hỗ trợ để C47 chuẩn bị phát triển hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực xây lắp dân dụng và kinh doanh khách sạn – nhà hàng.
- Với định hướng đầu tư mở rộng và nâng cao chất lượng các dịch vụ kinh doanh khách sạn và khai thác ưu thế về tiềm năng du lịch biển, danh lam thắng cảnh đa dạng và nhiều nền văn hóa phong phú, lĩnh vực kinh doanh khách sạn – du lịch hứa hẹn mang lại hiệu quả cao trong thời gian tới.

3. Các lĩnh vực khác

- ❖ Sản xuất vật liệu xây dựng được C47 đầu tư nâng cấp mạnh mẽ. Tại các công trình lớn, doanh nghiệp đều trang bị hệ thống dây chuyền thiết bị tiên tiến để khai thác, sản xuất vật liệu đá, dăm, cát công suất



Khu du lịch Định Bình

lớn, tự cung ứng cho các công trình, giá trị sản lượng hàng năm đạt trên 150 tỷ đồng, cơ bản đáp ứng cho nhu cầu vật liệu tại các công trình. Hiện tại, C47 đang triển khai dây chuyền nghiền cát từ đá để phục vụ cho các công trình không có cát thiên nhiên như công trình Thủy điện Đồng Nai 4.

- ❖ **Dịch vụ xuất khẩu lao động:** là doanh nghiệp đầu tiên của tỉnh Bình Định được Bộ Lao động và Thương binh xã hội cấp phép hoạt động dịch vụ đưa người lao động, chuyên gia Việt Nam đi làm việc ở nước ngoài (tháng 11-2008). Hiện nay, Công ty đã nhận được một số hợp đồng xuất khẩu lao động đi các nước như Malaysia, Ma Cao và dự kiến sẽ mở rộng thêm thị trường Úc, Nhật, tiếp cận một số thị trường mới.
- ❖ **Hoạt động đầu tư và góp vốn:** C47 tham gia đầu tư 75% vốn cổ phần vào CTCP Du lịch Hàm Hồ để khai thác khu du lịch sinh thái Hàm Hồ nhằm tăng năng lực và khả năng cạnh tranh trong sự phát triển ngành du lịch trong khu vực. Ngoài ra, Công ty đã thực hiện góp 18,3% vốn cổ phần vào CTCP Thủy điện Định Bình để sản xuất và kinh doanh điện, mang lại tỷ suất lợi nhuận 21%/năm.

Trạm - Máy nghiền:

TT	Tên Thiết bị	Công suất Đặc trưng kỹ thuật	Số lượng
1	Trạm nghiền Muso	200T/h	01
2	Trạm nghiền TDSU 120	120 m3/h	01
3	Trạm nghiền CMD186-187	50T/h	02
4	Trạm nghiền CMD186-187	33 T/h	03
5	Máy nghiền Thiên Tân	3 m3/h	01
6	Máy nghiền Thiên Tân	15 KW - 3 m3/h	01
7	Máy nghiền Thiên Tân	16 KW - 3 m3/h	01

Ô tô tải ben:

STT	Tên Thiết bị	Công suất Đặc trưng kỹ thuật	Số lượng
1	Hyundai HD270	250KW-15T	48
2	Hyundai 15 TON	235KW-15T	14
3	Kamaz 65115	191KW-15T	15
4	Kamaz 55111	176KW-13T	11
5	Volvo N10	192KW-12T	01

Máy khoan:

STT	Tên Thiết bị	Công suất Đặc trưng kỹ thuật	Số lượng
1	Furukawa HCR-1200 DS	168KW	01
2	Furukawa PCR200	190CV-1200m3/h	04
3	Furukawa HCR 9-DS	125 CV	03
4	CBU-100G	20KW-4,5KW	04
5	Tokyo Ryuki CDH700C	98KW	03
6	Tokyo Ryuki HCR 9	98KW	01
7	RHINO		01
8	BMK5		05

NGUYÊN - NHIÊN - VẬT LIỆU ĐẦU VÀO CHỦ YẾU

Với sản phẩm cốt lõi là xây dựng các công trình thủy lợi, thủy điện, giao thông, xây lắp công nghiệp và dân dụng, các loại nguyên nhiên vật liệu chủ yếu là: sắt, thép, xi măng, cát, đá, đất đắp...

Các nguồn cung cấp nguyên, nhiên vật liệu khá ổn định về chất lượng và số lượng: do các nhà cung cấp chủ yếu là các Tổng Công ty lớn cung ứng thường xuyên cho C47 với quan hệ khá lâu năm. Đối với các loại vật liệu khác cung cấp tại chỗ như đất, cát, đá các loại thì được C47 khai thác ngay tại địa phương công trình hoặc ký hợp đồng mua tại các điểm đã khảo sát từ trước.

Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá thành sản phẩm xây lắp. Việc điều chỉnh, bổ sung do trượt giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào trong thời gian thi công các dự án dưới cơ chế đấu thầu hiện nay còn nhiều khó khăn, có thể ảnh hưởng lớn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp song C47 có kinh nghiệm nhiều năm trong tính toán giá chào thầu để kiểm soát rủi ro trượt giá các yếu tố đầu vào.

Bảng 5: Các nhà cung cấp lớn của doanh nghiệp

Nhà cung cấp	Yếu tố đầu vào	Năm 2010	
		Giá trị (tỷ đ)	% tổng chi phí tương ứng
Công ty TNHH Thương mại và Dịch vụ Phương Lộc Phát	Xi măng	16,9	66,7
Công ty CP Xây dựng và Kinh doanh vật tư	Xi măng	5,4	21,4
Công ty CP Xi măng VLXD-XL Đà Nẵng	Xi măng	3,0	11,9
Chi nhánh Hóa dầu Đà Nẵng	Xăng dầu	11,7	62,0
Công ty Xăng dầu Sông Bé	Xăng dầu	5,8	30,8
Công ty TNHH Lưới thép hàn Song Hợp Lực	Sắt thép	0,9	89
Công ty CP Thép Việt Trung	Sắt thép	0,1	11
Công ty Sika Hữu hạn Việt Nam	Phụ gia	2,6	76
Công ty CP Đầu tư Thương mại Đại Thế giới	Phụ gia	0,8	22
Chi nhánh Hóa chất mỏ Đắk Lắk	Vật liệu nổ	8,8	55,4
Chi nhánh Công nghiệp Hóa chất mỏ Quảng Ngãi	Vật liệu nổ	6,7	42,5

(Nguồn: CTCP Xây dựng 47)

TRÌNH ĐỘ CÔNG NGHỆ

C47 đã chứng tỏ năng lực xây lắp và bề dày kinh nghiệm qua nhiều công trình quốc gia nhờ liên tục ứng dụng công nghệ tiên tiến trong thi công xây dựng và đầu tư nhiều thiết bị thi công cơ giới hiện đại, chuyên dụng. Hiện nay, doanh nghiệp đã làm chủ nhiều công nghệ thi công mới được áp dụng tại VN:

- Công nghệ thi công và xử lý nền móng;
- Công nghệ khoan cọc nhồi; Công nghệ hạ ép cọc và ép rung các loại;
- Công nghệ thi công đắp đập vật liệu địa phương bằng phương pháp đầm nén;



Trạm trộn Bê tông đầm lăn IMI
Công suất : 120m³/h



Đàn rung BOMAG BW161AD-4



Đàn chày KUBOTA KX251A
công suất: 59CV



Kiểm tra độ chặt BTĐL
bằng máy phóng xạ HS - 5001C

- Công nghệ thi công đắp đập bê tông đầm lăn;
- Công nghệ thi công công trình kết cấu bê tông truyền thống;
- Công nghệ sản xuất vật liệu.

C47 là đơn vị đi đầu trong việc ứng dụng công nghệ thi công Bê tông đầm lăn vào công trình Hồ chứa nước Định Bình (Bình Định) – công nghệ xây dựng tối ưu áp dụng cho đập trọng lực mới được đưa vào VN, mang lại hiệu quả kinh tế cao nhờ giảm đáng kể giá thành đầu vào và rút ngắn ½ thời gian thi công so với công nghệ thông thường. Công nghệ này cũng đang được áp dụng vào Công trình Thủy điện Đồng Nai 4 (Đắk Nông) và Đập Nước Trong (Quảng Ngãi).

Bảng 6: Các thiết bị chủ yếu của doanh nghiệp

TT	Tên thiết bị	Năm đã sử dụng	Số năm sử dụng dự kiến
1	Máy đào Hitachi	2006 - 2008	8
2	Máy đào Kobelco	2006 - 2009	8
3	Máy đào Komatsu	2007 - 2009	8
4	Máy đào Caterpillar	2007 - 2009	8
5	Máy điện Mitsubishi	2007	7
6	Máy ủi Komatsu	2005 - 2009	8
7	Máy xúc Kawasaki	2008	8
8	Máy xúc lật Furukawa	2008 - 2009	8
9	Cầu tháp Fusan	2008	10
10	Cầu tháp Potain	2010	10
11	Cầu xích Kobelco	2007	6
12	Cầu bánh lốp Kobelco	2007 - 2009	6
13	Khoan thủy lực Furukawa	2006	8
14	Lu rung 02 bánh lốp, 01 bánh sắt	2009	8
15	Lu rung bánh thép chân cừu	2009	8
16	Trạm nghiền dăm, cát	2007	10
17	Trạm nghiền sàng đá	2006 - 2009	10
18	Hệ thống máy nghiền sàng đá	2008	10
19	Trạm trộn bê tông	2005 - 2010	8
20	Trạm trộn bê tông đầm lăn	2008 - 2010	8

(Nguồn: CTCP Xây dựng 47)

CƠ CHẾ QUẢN LÝ

Mô hình quản trị kinh doanh theo cơ chế quản lý tập trung tại trụ sở công ty và bề dày kinh nghiệm của Ban Điều hành Công ty đã giúp C47 phát huy sức mạnh tổng hợp về tài chính, nhân lực và tận dụng được tối đa về năng lực thiết bị, xe, máy... cũng như kiểm soát chặt chẽ tình hình sử dụng nguyên nhiên vật liệu. Nhờ đó, doanh nghiệp có thể kiểm soát hiệu quả chi phí và luôn đảm bảo đủ nguồn lực cho thi công tại một thời điểm cùng tiến hành đồng thời nhiều công trình tại các địa bàn, địa hình khác nhau với đặc thù công nghệ thi công khác nhau. Có thể nói, đây chính là ưu thế cạnh tranh của C47 so với các công ty cùng ngành nghề trên một quy mô tương đương.

TRIỂN VỌNG NGÀNH, VỊ THẾ CỦA DOANH NGHIỆP VÀ ĐÁNH GIÁ RỦI RO

VỊ TRÍ CỦA NGÀNH

Lĩnh vực xây dựng hạ tầng công nghiệp có mối quan hệ cùng chiều, hỗ trợ cho ngành Điện, Nông nghiệp, Thủy lợi, Giao thông vận tải...; đặc biệt tại các công trình nhà máy thủy điện, các hồ, đập chứa nước, kênh dẫn nước... Đây là những ngành trọng điểm của nền kinh tế quốc dân, luôn được Chính phủ, các Bộ, ngành tập trung đầu tư trên quy mô lớn trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm.

CƠ HỘI – THÁCH THỨC CỦA NGÀNH ĐỐI VỚI DOANH NGHIỆP

Cơ hội: phát triển đối với lĩnh vực xây dựng các đập thủy điện còn rất lớn trước sức ép về tiêu thụ điện năng của nền kinh tế luôn gia tăng với tốc độ bình quân từ 15-17%/năm (mức trung bình của thế giới chỉ là 2,3%/năm). Tổng cung các nguồn điện thường xuyên thấp hơn so với cầu tiêu thụ, khiến Việt Nam thường xuyên phải nhập khẩu điện. Trong cơ cấu tổng nguồn cung, thủy điện chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 38%, do Việt Nam có lợi thế phát triển thủy điện nhờ địa hình các sông ngòi dày đặc và đổ dốc theo hướng Tây Bắc – Đông Nam. Trong quy hoạch phát triển ngành Điện, Chính phủ đang ưu tiên phát triển thủy điện có lợi ích tổng hợp (cấp nước, chống lũ, chống hạn...), khuyến khích đầu tư các thủy điện vừa và nhỏ với nhiều hình thức đầu tư khác nhau, đặc biệt là tại khu vực Tây Nguyên, Miền Trung và Tây Bắc trong vòng 20 năm tới. Đây chính là cơ hội thuận lợi cho những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây dựng các công trình hạ tầng thủy điện.

Thách thức: Điểm đáng lưu ý là, việc phát triển quá nhanh và nhiều các công trình thủy điện lớn có thể dẫn tới sự hủy hoại về môi trường sinh thái và gây thảm họa cho các vùng hạ lưu xả lũ của các công trình. Đây chính là thách thức có thể làm giảm số lượng các dự án chỉ đầu tư vào thủy điện độc lập trong khoảng 10 năm tới, sẽ tác động trực tiếp tới giá trị sản lượng sản xuất của các doanh nghiệp nhưng lại mở ra cơ hội mới, lớn hơn về thực hiện các công trình thủy điện có gắn với các công trình thủy lợi, điều tiết lũ, kênh dẫn nước chống khô hạn ở khu vực hạ lưu. Tuy nhiên, để có thể duy trì được vị trí tổng thầu các công trình lớn, đòi hỏi các doanh nghiệp xây lắp nói chung và C47 nói riêng tiếp tục phải đẩy mạnh vượt bậc năng lực thi công và năng lực tài chính so với yêu cầu hiện tại.

ĐIỂM MẠNH – ĐIỂM YẾU VÀ VỊ THẾ DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

- **Điểm mạnh:**

C47 đã xây dựng được một thương hiệu mạnh trong lĩnh vực thi công xây dựng các công trình thuộc các dự án thủy điện, thủy lợi, đặc biệt là các đập thủy điện. Nhờ đó, doanh nghiệp có lợi thế trong lựa chọn, tiếp cận các chủ đầu tư có năng lực tài chính tốt, thực hiện thanh toán đúng theo tiến độ thi công của các công trình.

C47 đang làm chủ những công nghệ thi công xây dựng tiên tiến nhất hiện nay, luôn đáp ứng được mọi yêu cầu kỹ thuật của các công trình xây dựng trên các địa hình phức tạp khác nhau, gia tăng khả năng trúng các hợp đồng thầu lớn trong thời gian tới so với các đối thủ cạnh tranh.

Mô hình quản lý phù hợp và bộ máy điều hành có bề dày kinh nghiệm trong xử lý, thi công các hạng mục phức tạp giúp C47 kiểm soát hiệu quả chi phí, sử dụng tối ưu nguồn lực tài sản, góp phần đưa ra các mức giá chào thầu cạnh tranh.

Doanh nghiệp có lợi thế thặng dư về giá trị quyền sử dụng đất và tài sản công trình trên đất đối với Khách sạn Hải Âu được chính C47 làm chủ đầu tư và thi công xây dựng (khách sạn được đầu tư xây dựng với giá vốn thấp hơn 30% so với mặt bằng giá cùng thời điểm đầu tư).

- **Điểm yếu:**

Đòn bẩy tài chính: Việc duy trì đòn bẩy tài chính ở mức cao có thể gây khó khăn trong quyết định làm chủ đầu tư hoặc chủ thầu thi công các công trình lớn, phát sinh rủi ro về chi phí lãi vay.

Quy mô vốn: của doanh nghiệp còn khá nhỏ và địa bàn hoạt động chủ yếu ở khu vực Nam Trung Bộ và Tây Nguyên. Việc gia tăng vốn chủ sở hữu sẽ gây sức ép đến hiệu quả sử dụng vốn trong ngắn hạn nhưng là con đường duy nhất để doanh nghiệp có thể cạnh tranh được với các đối thủ cạnh tranh là

thành viên của Tập đoàn Sông Đà đang lớn mạnh và được sự hỗ trợ trực tiếp của Tập đoàn.

Bảng 7: Thông số chung của lĩnh vực doanh nghiệp hoạt động

TT	Doanh nghiệp	Doanh thu (tỷ đ)	Vốn điều lệ (tỷ đ)	Tỷ lệ biến theo doanh thu					ROA	ROE	ROS	P/E	P/B
				Lợi nhuận gộp	Chi phí bán hàng	Chi phí QLDN	Lợi nhuận thuần	Lợi nhuận sau thuế					
Toàn ngành		557.6	107.3	17.6%	0.1%	6.5%	8.0%	6.4%	4.7%	16.2%	7.2%	6.3	0.9
1	C47	1577.6	80	8.8%	0.0%	2.0%	2.3%	1.9%	2.4%	19.9%	1.9%		
2	CDC	383.6	124.7	16.2%	0.2%	3.6%	10.8%	8.2%	4.7%	12.7%	8.2%	8.8	1.1
3	CTN	320.8	63.3	13.7%	0.0%	5.1%	5.3%	4.5%	2.4%	12.9%	4.5%	4.7	0.6
4	L18	620.7	54	2.8%	0.1%	3.3%	2.6%	2.6%	2.3%	15.1%	2.6%	6.0	0.9
5	LIG	815	120	12.0%	0.0%	3.3%	5.3%	4.6%	4.1%	21.8%	4.6%	4.3	0.9
6	PVA	591.97	100	6.1%	0.6%	4.3%	11.5%	9.0%	2.6%	29.6%	9.0%	5.2	1.5
7	S91	51.71	29.4	40.8%	0.0%	19.5%	9.7%	10.8%	4.3%	13.0%	10.8%	6.6	0.9
8	SD2	389.24	120	13.3%	0.0%	6.4%	5.9%	4.5%	4.1%	9.9%	4.5%	9.2	0.9
9	SD3	386.43	160.0	16.8%	0.0%	7.9%	6.5%	5.7%	4.2%	7.3%	5.7%	8.1	0.6
10	SD4	320	103	22.2%	0.0%	7.3%	5.6%	4.0%	2.6%	10.9%	4.0%	6.9	0.8
11	SD5	1,316	90	14.4%	0.0%	5.7%	5.4%	5.1%	9.4%	18.6%	5.1%	6.2	1.1
12	SD7	765.4	90	6.9%	0.0%	4.1%	2.8%	4.7%	3.8%	10.6%	4.7%	6.2	0.7
13	SD9	607.1	292.5	38.5%	0.0%	9.1%	18.1%	16.5%	5.7%	20.0%	16.5%	4.5	0.9
14	SDT	976.3	117	21.8%	0.0%	6.1%	11.8%	10.3%	6.5%	21.8%	10.3%	4.0	0.9
15	SNG	262.7	38.95	21.3%	0.0%	4.9%	10.4%	9.6%	8.5%	22.8%	9.6%	3.2	0.7
16	MCO	225.5	41.0	9.5%	0.0%	2.2%	1.6%	2.0%	1.8%	9.1%	2.0%	9.8	0.9
17	PXM	472	150	13.7%	0.1%	4.2%	5.3%	4.1%	3.2%	12.1%	4.1%	6.6	0.8

(Nguồn: BSC tổng hợp)

• Vị thế của doanh nghiệp trong ngành

Tham chiếu ngành: Khi xây dựng thông số chung và xác định cơ sở so sánh trong lĩnh vực cốt lõi mà doanh nghiệp đang hoạt động, chúng tôi lựa chọn 16 doanh nghiệp được xem là có tính chất ngành nghề tương đồng nhất với C47 trên cả hai sàn niêm yết, bao gồm những doanh nghiệp cùng thi công xây lắp đập thủy điện, thủy lợi, hạ tầng công nghiệp, và các công trình ngầm....

So với phân ngành mà doanh nghiệp đang hoạt động, C47 tuy chỉ là một doanh nghiệp nhỏ về quy mô vốn nhưng được xem là doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong ngành, cụ thể

- *Vị trí về quy mô:* quy mô về vốn điều lệ của C47 chỉ ở mức trung bình ngành nhưng quy mô về tổng tài sản, doanh thu thuộc loại doanh nghiệp lớn nhất trong ngành hiện nay.
- *Vị trí về hiệu quả hoạt động:* do C47 sử dụng đòn bẩy tài chính lớn nên hiệu quả hoạt động cũng thay đổi đáng kể theo diễn biến của thị trường tín dụng và mức lãi vay. Tuy nhiên, C47 đang giữ được ở mức cao hơn so với mức trung bình ngành ở tỷ suất sinh lợi của doanh nghiệp.
- *Vị trí về giá trị doanh nghiệp:* hiện nay, giá trị của doanh nghiệp ghi nhận trên sổ sách thuộc loại cao so với các doanh nghiệp khác. Tuy nhiên, điểm đáng chú ý là giá trị tài sản ròng thực tế của doanh nghiệp được định giá trên thị trường còn cao hơn.
- *Vị trí về tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp:* C47 thuộc nhóm tăng trưởng nhanh nhất so với các doanh nghiệp khác cả về tài sản, doanh thu và LNST.

RỦI RO

Rủi ro về thời tiết: Do đơn vị thi công chủ yếu ở khu vực đồi, núi dốc, có thể gặp lũ quét vào mùa mưa, mưa rừng có thể gây chậm tiến độ thi công và ảnh hưởng đến chất lượng công trình và tiến độ giải ngân vốn của các chủ đầu tư.

Rủi ro về lãi suất: là rủi ro kinh tế lớn, có thể khấu trừ phần lớn kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể suy giảm khi tiến độ thi công chậm, tỷ trọng sản xuất kinh doanh dở dang lớn, tồn kho thành phẩm lớn, phải thu của khách hàng lớn (bị chủ đầu tư chiếm dụng vốn) trong khi phần lớn nguồn vốn tài trợ hình thành từ vốn tín dụng ngân hàng.

Rủi ro về lao động: Với đặc thù của doanh nghiệp sử dụng nhiều lao động, sự biến động về nhân công, đặc biệt là những cán bộ kỹ thuật giỏi có thể tác động trực tiếp đến tiến độ và chất lượng thi công các công trình.

Rủi ro về môi trường: nhu cầu xây dựng các nhà máy thủy điện quy mô lớn tại khu vực địa bàn miền Trung giảm dần do tác động tiêu cực của các đập hồ thủy điện đến sự mất cân bằng sinh thái và khu

vực hạ lưu các công trình. Điều này có thể giảm các hợp đồng nhận thầu thi công, đặc biệt là từ sau năm 2015 trở đi.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Thông tin cơ bản	2008	2009	2010
Doanh thu thuần (tỷ đ)	605,8	808,2	1.577,6
% tăng trưởng y-o-y	31	33,4	95,2
Tổng tài sản (tỷ đ)	621,4	919,6	1.234,5
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	58,9	84,4	146,8
Vốn điều lệ (tỷ đ)	35	39,75	80
CPLH bình quân (tr.cp)	3,5	3,975	8,0
LN sau thuế (tỷ đ)	10,9	24,4	29,2
% tăng trưởng y-o-y	5,9	123,9	36,8
EPS cơ bản (đ/cp)	3.113	6.136	3.650
Giá trị sổ sách (đ/cp)	16.597	21.233	18.345

C47 xây dựng được năng lực tài chính doanh nghiệp khá lành mạnh và bền vững. Các chỉ tiêu tài chính trong giai đoạn 2008 – 2010 đều có sự chuyển biến tích cực trong bối cảnh môi trường vĩ mô phức tạp. Điểm quan trọng giúp doanh nghiệp cải thiện hoặc giữ vững là nhờ vai trò quản trị điều hành của Ban Lãnh đạo công ty và sự chuyển dịch mạnh mẽ về chất lượng khách hàng sang các chủ đầu tư có hợp đồng giá trị xây lắp lớn, có uy tín và tiềm lực tài chính. Tuy nhiên, xuất phát từ đặc thù của ngành, chúng tôi cũng lưu ý rằng, việc sử dụng đòn bẩy tài chính lớn sẽ tạo ra những rủi ro về chi phí lãi vay không nhỏ, có thể làm suy giảm đáng kể kết quả kinh doanh.

TĂNG TRƯỞNG

C47 đang ở giai đoạn tăng trưởng nhanh trong vòng đời phát triển của một doanh nghiệp và chuẩn bị chuyển tiếp sang giai đoạn tăng trưởng bền vững trong những năm tới.

Giai đoạn 2007 - 2010, tăng trưởng doanh thu đạt bình quân 51%/năm, cao hơn tăng trưởng tổng tài sản (TTS) là 41%/năm, cho thấy doanh nghiệp đang sử dụng khá tốt tài sản để tạo doanh thu. Mặt khác, sự gia tăng đầu tư vào tài sản cố định nhằm nâng cao năng lực thi công giúp C47 có thể đảm nhận những công trình quy mô lớn, phức tạp cùng khả năng khai thác tối ưu các thiết bị, xe, máy qua nhiều công trình giúp doanh nghiệp sử dụng tiết kiệm nguồn lực tài sản, giảm chi phí giá thành thi công. Ngoài ra, việc C47 nhận chỉ định thầu và trúng thầu thi công nhiều công trình cấp quốc gia, cấp tỉnh với giá trị lớn, bình quân trên 600 tỷ đồng/công trình, cho phép doanh nghiệp có thể duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân tối thiểu trên dưới 15%/năm trong những năm tới.

C47 là một trong số ít doanh nghiệp thuộc lĩnh vực xây lắp đạt tốc độ tăng trưởng LNST khá cao, gần 42%/năm. Tuy nhiên, do nhu cầu gia tăng năng lực tài chính để đáp ứng hoạt động sản xuất - kinh doanh, C47 đã tăng vốn điều lệ khá nhanh khiến EPS chỉ duy trì ở mức tăng trưởng khá trong thời gian qua, nhưng hứa hẹn sự tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới.

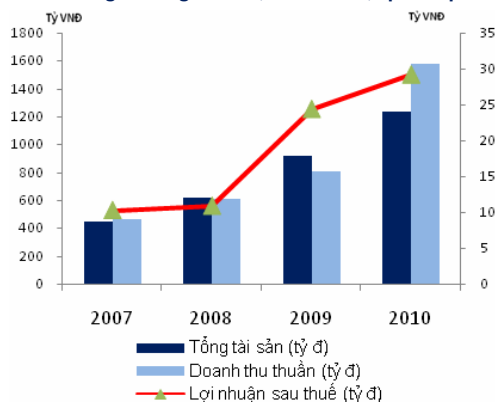
CƠ CẤU TÀI SẢN

Do đặc thù của lĩnh vực thi công xây lắp, quy mô công nợ phải thu, hàng tồn kho thường chiếm tỉ trọng lớn trong TTS (khoảng 48%) nên cơ cấu tài sản của C47 thường nghiêng về tài sản ngắn hạn, chiếm khoảng 64,4% TTS giai đoạn 2007 – 2010, điều này cho thấy tài sản của doanh nghiệp chủ yếu phục vụ cho hoạt động kinh doanh cốt lõi.

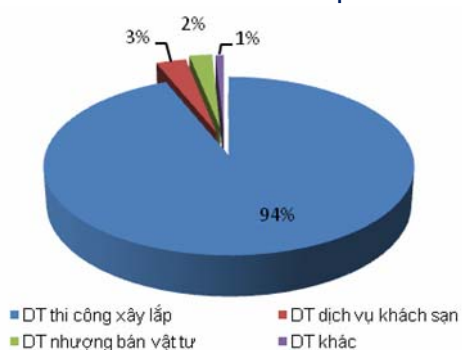
Các khoản phải thu tập trung chủ yếu ở các công trình lớn, chủ đầu tư là các khách hàng truyền thống, trực thuộc Bộ NN&PTNT hoặc Tập đoàn Điện lực VN:

- Công trình Thủy điện Đồng Nai 4** tại xã Quảng Khê, tỉnh Đắk Nông do BQL ĐT và XD Thủy lợi 6 (Bộ NN&PTNT) làm chủ đầu tư, với tổng trị giá xây lắp khoảng 3.000 tỷ đồng, đã ghi nhận được khoảng 50% giá trị doanh thu tính đến hết năm 2010. Phát sinh khoản phải thu từ công trình này là 362 tỷ, chiếm 79% tổng dư nợ phải thu phát sinh; dư nợ cuối kỳ chiếm khoảng 67% tổng dư nợ phải thu. Theo phỏng vấn Lãnh đạo doanh nghiệp, C47 đã thu được 287 tỷ vào đầu tháng 2, giảm dư nợ phải thu của công trình xuống còn 120 tỷ, là mức thông thường của một công trình có giá trị xây lắp lớn.
- Công trình thủy điện Sêrêpôk 4** tại Huyện Cư Jut tỉnh Đắk Nông và Huyện Buôn Đôn tỉnh Đắk Lắk do CTCP Đầu tư và Phát triển Điện Đại Hải làm chủ đầu tư, với tổng giá trị thi công là 343 tỷ đồng, đã ghi nhận giá trị doanh thu

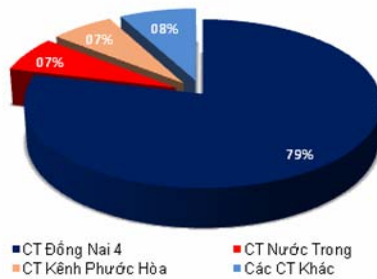
Tăng trưởng tài sản, doanh thu, lợi nhuận



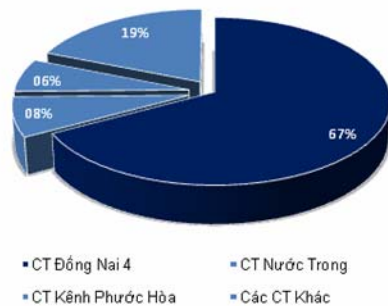
Cơ cấu doanh thu bình quân



Cơ cấu phải thu phát sinh trong năm 2010



Cơ cấu dự nợ phải thu tính đến 31/12/2010



Hình ảnh thi công đập bê tông trọng lực RCC



Chỉ tiêu cơ bản	2008	2009	2010
Cơ cấu vốn			
Vốn vay/VCSH	9,5	9,9	7,4
Tổng tài sản/VCSH	10,6	10,9	8,4
Cơ cấu tài sản			
TS ngắn hạn/ Tổng TS	0,6	0,6	0,7
TS dài hạn/Tổng TS	0,4	0,4	0,3
Khả năng thanh toán			
Hệ số TT ngắn hạn	0,8	1,1	1,1
Hệ số TT nhanh	0,6	0,6	0,9
Năng lực HĐ (ngày)			
Số ngày tồn kho	58	88	49

tính đến hết năm 2010. Phát sinh khoản phải thu trong năm là 5,2 tỷ đồng, chiếm 1,1% tổng dự nợ phải thu phát sinh; dự nợ cuối kỳ chiếm khoảng 7,5% tổng dự nợ phải thu. Dự kiến khoản dự nợ này sẽ được thanh toán sau khi hoàn tất nghiệm thu.

- Công trình Kênh dẫn Phước Hòa tại huyện Chơn Thành, tỉnh Bình Phước do BQL ĐT & XD Thủy lợi 9 (Bộ NN&PTNN) làm chủ đầu tư, với tổng giá trị thi công là 302 tỷ đồng, đã ghi nhận được 75% giá trị doanh thu tính đến hết năm 2010. Phát sinh khoản phải thu trong năm là 30 tỷ đồng, chiếm 6,5% tổng dự nợ phải thu phát sinh; dự nợ cuối kỳ chiếm khoảng 6,4% tổng dự nợ phải thu. Dự kiến công trình sẽ hoàn tất trong năm 2011. Đáng lưu ý là dự nợ phải thu chủ yếu là khoản mới phát sinh trong năm 2010 và nguồn vốn đầu tư xây dựng công trình được giải ngân từ nguồn vốn ODA của ADB và Cơ quan phát triển Pháp, nên chúng tôi đánh giá đây là khoản phải thu theo tiến độ.
- Các khoản phải thu khác trên dưới 10 tỷ đồng đều là những công trình đang triển khai và thu nợ dần theo tiến độ thi công nên không đáng lo ngại, doanh nghiệp chưa phải trích lập dự phòng phải thu trong năm 2011. Riêng công trình Thủy điện Sông Ba Hạ đã hoàn tất trong năm 2009, chủ đầu tư là CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ đã thanh toán 17,9 tỷ đồng trong năm 2010 và dự kiến thanh toán theo tiến độ nghiệm thu phần còn lại trong năm 2011.

Tài sản cố định hữu hình có giá trị thực tế cao hơn giá trị được ghi nhận trong sổ sách, theo chúng tôi đánh giá. Nhóm tài sản này chiếm khoảng 32% trong TTS, chủ yếu là TSCĐ hữu hình, MMTB và Phương tiện vận tải, sau đó là nhà cửa, vật kiến trúc.

MMTB và phương tiện vận tải chủ yếu là những thiết bị hiện đại, xuất xứ từ các nước có nền công nghiệp tiên tiến như Đức, Nhật Bản, Hàn Quốc..., được đưa vào sử dụng sau năm 2000 và phổ biến là từ 2004 trở lại đây, đảm bảo thi công các công trình quy mô lớn, yêu cầu kỹ thuật phức tạp, áp dụng công nghệ thi công mới. Hầu hết các tài sản này được C47 áp dụng chế độ khấu hao đường thẳng nhanh nhất theo quy định của Bộ Tài chính. Do đó, tính đến 31/12/2010, nhiều MMTB và phương tiện vận tải trên thực tế vẫn còn giá trị sử dụng tốt, vẫn được đưa vào sử dụng tại các công trình, nhưng về sổ sách đã ghi nhận hết khấu hao. Có thể nói, đây là một trong những yếu tố quan trọng giúp C47 giảm được chi phí khấu hao trong COSG.

Nếu chỉ tính riêng tài sản là quyền sử dụng 5.183 m² đất, thời gian thuê còn 38 năm, và tài sản gắn liền với đất là khu khách sạn Hải Âu cùng các công trình phụ trợ được ghi nhận giá trị còn lại tính đến 31/12/2010 trên sổ sách khoảng gần 43 tỷ đồng. Theo chúng tôi đánh giá, với vị trí đắc địa, tọa lạc ngay trên bờ biển của TP. Quy Nhơn, giá trị tài sản ròng (được lấy tham chiếu ở mức thận trọng nhất) cũng đạt khoảng 100 tỷ đồng. Đây là giá trị lợi thế thương mại chưa được ghi nhận trong BV của doanh nghiệp.

CƠ CẤU NGUỒN VỐN

Doanh nghiệp duy trì một tỷ lệ đòn bẩy tài chính ở mức khá cao trong giai đoạn 2007 - 2010, bình quân là 9,3x. Trong cơ cấu nợ phải trả, nguồn nợ chủ yếu là vay tín dụng ngắn hạn và dài hạn, chiếm khoảng 54% tổng nguồn vốn doanh nghiệp sử dụng. Theo chúng tôi đánh giá, đây là mức khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành, tiềm ẩn những rủi ro về chi phí lãi vay khi nền lãi suất tín dụng đang ở mức khá cao trong năm 2011. Theo tính toán của chúng tôi, với nền lãi suất vay ngắn hạn bình quân trong năm 2010 là 14,2%/năm và vay dài hạn là 15-16%/năm, việc sử dụng đòn bẩy tài chính không giúp cải thiện ROE của doanh nghiệp khi tỷ suất vốn đầu tư của doanh nghiệp chỉ vào khoảng 13%/năm.

KHẢ NĂNG THANH TOÁN

Khả năng thanh toán của C47 khá an toàn và được cải thiện qua các năm. Tuy doanh nghiệp duy trì một tỷ trọng nợ tín dụng/VCSH khá cao trong giai đoạn 2007 - 2010, nhưng phần lớn các công trình đều được các chủ đầu tư thanh toán theo đúng tiến độ thi công và tiến độ nghiệm thu công trình nên doanh

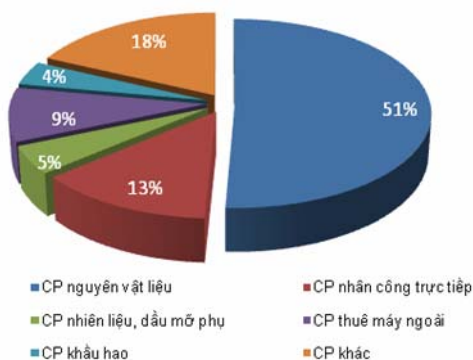
Số ngày phải thu	88	72	90
Khả năng sinh lời (%)			
Lợi nhuận gộp biên	10,8	9,5	8,9
ROS	1,8	3,0	1,9
ROE	18,5	28,9	19,9
ROA	1,8	2,6	2,4

(Nguồn: CTCP Xây dựng 47)

Hình ảnh thi công đập bê tông trọng lực RCC



Cơ cấu giá vốn hàng bán theo yếu tố năm 2010



nghiệp luôn thực hiện nghĩa vụ trả nợ đúng hạn. Vì vậy, C47 luôn được các tổ chức tín dụng đánh giá cao về khả năng thanh toán, và thường được cấp hạn mức tín dụng cao hơn so với nhu cầu thực tế cần giải ngân.

Khả năng thanh toán nhanh hơn thấp nhưng do đặc thù kinh doanh đòi hỏi phải có một khối lượng vốn lớn dành cho dự trữ nguyên vật liệu nên dòng tiền thường được chuyển hoá vào các khoản ứng trước cho người bán và hàng tồn kho.

NĂNG LỰC HOẠT ĐỘNG

Năng lực hoạt động của C47 có xu hướng cải thiện dần theo thời gian, đây là hệ quả của quá trình nâng cao năng lực quản trị kinh doanh của Ban lãnh đạo doanh nghiệp.

Các chỉ tiêu vòng quay về tiền, vòng quay tổng tài sản, vòng quay tài sản cố định, vòng quay vốn, vòng quay hàng tồn kho... chuyển biến mạnh trong 2010.

Hai chỉ tiêu vòng quay quan trọng nhất đối với C47 là **vòng quay hàng tồn kho cải thiện rõ rệt trong năm 2010 so với năm 2009** do giá trị sản lượng sản xuất công nghiệp gia tăng nhanh chóng, thủ tục thanh quyết toán rút ngắn, giá trị nhiều hạng mục công trình được hạch toán thành doanh thu và kết chuyển giá vốn hàng bán, lượng hàng tồn kho giảm và duy trì ở mức an toàn. **Vòng quay phải thu** tăng nhanh trong năm 2009 nhưng lại giảm trong năm 2010 chủ yếu là do tác động của khoản phải thu từ Công trình Thủy điện Đồng Nai 4 đã được phân tích ở trên. Nếu nhập khoản thu bổ sung 287 tỷ đồng của Công trình Thủy điện Đồng Nai 4 đã được chủ đầu tư thanh toán vào đầu năm 2011 thì trên thực tế, vòng quay phải thu của công ty về bản chất là cải thiện rất lớn.

KHẢ NĂNG SINH LỜI

Trong môi trường kinh tế vĩ mô trong năm 2010 diễn biến không thuận như năm 2009 như lãi vay tăng nhanh theo thị trường trong khi doanh nghiệp không còn được hỗ trợ lãi suất như năm 2009, giá cả của hầu hết các yếu tố đầu vào cấu thành nên giá vốn hàng bán đều tăng cao.... C47 duy trì được tỷ suất lợi nhuận trên vốn CSH ở mức gần 20% trong năm 2010, đây là mức khá cao so với mặt bằng bình quân ngành là 16,2% nhờ doanh nghiệp cải thiện đáng kể năng lực hoạt động và gia tăng doanh thu.

Lợi nhuận gộp biên: tỷ lệ này có xu hướng giảm nhẹ do tốc độ trượt giá của các yếu tố đầu vào cao hơn tốc độ điều chỉnh giá thành xây lắp của các công trình (do cơ cấu giá vốn và doanh thu tương ứng chủ yếu là lĩnh vực xây lắp). Trong cơ cấu COGS chung của năm 2010, chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng trên 50%, tiếp theo là chi phí nhân công trực tiếp khoảng trên 13%. Chi phí máy thuê ngoài 9% là những chi phí chủ yếu tạo nên sức ép gia tăng COGS trong năm 2010. Theo chúng tôi đánh giá, COGS của C47 nói riêng và của các doanh nghiệp khác nói chung sẽ tiếp tục tăng trong năm 2011 khi việc điều chỉnh tăng giá của hầu hết các mặt hàng cơ bản như xăng dầu, điện, nước,... có hiệu lực.

Chi phí hoạt động: do đặc thù của ngành Xây lắp công nghiệp không có chi phí bán hàng hoặc không đáng kể, chi phí hoạt động chủ yếu là chi phí quản lý doanh nghiệp, và chi phí lãi vay.

Chi phí quản lý doanh nghiệp giai đoạn 2007-2010 được duy trì ở mức khoảng 2-3% so với doanh thu, đây là mức khá thấp so với trung bình ngành là 6,5%. **Chi phí lãi vay** đứng ở mức cao, khoảng 4,5% so với doanh thu do C47 sử dụng đòn bẩy tài chính thuộc diện cao nhất ngành. Mặc dù các khoản vay nợ tín dụng theo kỳ hạn còn được duy trì ở mặt bằng lãi suất thấp hơn thị trường và doanh nghiệp đang có dòng tiền lớn từ các khoản phải thu từ các công trình đã hoàn thành trong năm 2010, sức ép chi phí lãi vay vẫn còn khá lớn và là rủi ro lớn nhất tác động đến kết quả và hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Lợi nhuận sau thuế biên: chỉ số này nhìn chung ổn định ở mức 2-3%, tương đương với các doanh nghiệp cùng quy mô hoạt động đơn thuần trong lĩnh vực xây lắp khoảng 2,7% nhưng thấp hơn so với mức trung bình ngành.

Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản: ổn định ở mức 2% và tăng đều qua các

năm, phản ánh tích cực hiệu quả sử dụng tài sản (năm 2009 đạt khá do doanh nghiệp được hưởng lợi từ gói hỗ trợ lãi suất của Chính phủ và chính sách giảm thuế TNDN cho doanh nghiệp vừa và nhỏ).

KẾ HOẠCH VÀ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2011 - 2013

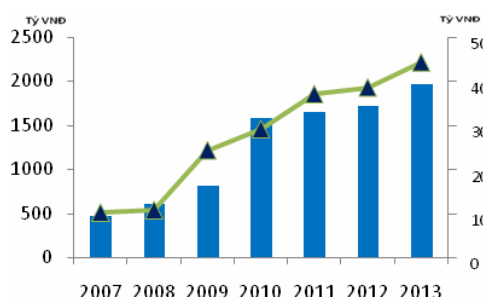
Kế hoạch kinh doanh	2011P	2012P	2013P
Doanh thu thuần (tỷ đ)	1.500	1.600	1.700
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	32	35	37
LNST/DTT (%)	2,13	2,18	2,33
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	160	180	200
Tỷ lệ LNST/VCSH (%)	20	19,4	18,5
Cổ tức (%)	20	20	20

(Nguồn: CTCP Xây dựng 47)

Dự báo KQKD 2011-2013	2011E	2012F	2013F
Tổng doanh thu thuần	1.648,4	1.713,3	1.968,1
Trong đó,			
Doanh thu từ xây lắp	1.588,4	1.646,3	1.893,2
Doanh thu từ khách sạn	50,0	55,0	60,5
Doanh thu khác	10,0	12,0	14,4
Giá vốn hàng bán	1.483,5	1.541,9	1.771,3
Chi phí quản lý DN	32,97	34,27	39,36
Chi phí tài chính	82,42	85,66	98,41
Lợi nhuận từ HĐKD	49,51	51,47	59,03
Lợi nhuận sau thuế	37,13	38,6	44,3
EPS (đ/cp)	4.642	4.825	5.537
Khả năng chi trả cổ tức	20%	20%	20%

(Nguồn: BSC dự báo)

Dự báo doanh thu - lợi nhuận 2011-2013



KẾ HOẠCH KINH DOANH

Định hướng hoạt động kinh doanh

C47 đã không ngừng đầu tư công nghệ, đào tạo nâng cao chất lượng nguồn nhân lực để mở rộng năng lực sản xuất, nâng cao năng lực cạnh tranh nhằm thực hiện chiến lược phát triển trung và dài hạn của Công ty, đó là:

- Xây dựng doanh nghiệp theo mô hình Công ty đa ngành nghề trong đó hoạt động xây dựng vẫn là nền tảng; giữ vững vị thế là một trong những đơn vị hàng đầu cả nước về lĩnh vực thi công các công trình thủy lợi, thủy điện;
- Nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư kinh doanh khách sạn, du lịch lữ hành;
- Mở rộng SXKD sang một số lĩnh vực mới như xây dựng dân dụng; vật liệu xây dựng, đầu tư kinh doanh bất động sản và xuất khẩu lao động...

Định hướng hoạt động đầu tư

- Nâng cao hiệu quả hoạt động của Khu du lịch Hầm Hồ, tiến hành cải tạo cơ sở hạ tầng, nâng cao sức cạnh tranh;
- Tiếp tục đầu tư vào dự án thủy điện Định Bình;
- Nghiên cứu tham gia góp vốn với một số đối tác thành lập Công ty Thủy điện Văn Phong.

CƠ SỞ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2011 - 2013

Chúng tôi dự báo kết quả doanh thu năm 2011 – 2013 dựa trên giá trị hợp đồng C47 đã được ký kết và đang được thực hiện trong những năm tới.

- *Doanh thu từ các công trình xây lắp:* trong các năm 2011&2012 chủ yếu từ các công trình đang thực hiện, ước đạt tương ứng là 1.588 và 1.646 tỷ đồng. Từ năm 2013, doanh thu xây lắp từ các công trình hiện tại (chủ yếu là các công trình đập thủy điện) giảm dần, ước chỉ đạt khoảng 1.000 tỷ đồng. Theo đó, C47 sẽ triển khai các công trình ký kết mới trong năm 2011 & 2012, chủ yếu là các công trình phục vụ cho thủy lợi do số lượng các dự án thủy điện lớn xây mới sẽ không còn nhiều. Dự kiến giá trị từ phần xây lắp mới đạt khoảng gần 900 tỷ đồng. *Doanh thu từ khách sạn* tăng bình quân 10%/năm, năm 2011 đạt ở mức thận trọng là 50 tỷ đồng. *Doanh thu khác* dự kiến tăng trưởng 20%/năm, năm 2011 đạt ở mức khiêm tốn là 10 tỷ đồng.
- *Giá vốn hàng bán* được giả định chiếm khoảng 90% doanh thu do doanh nghiệp bắt đầu tính yếu tố trượt giá đầu vào lên giá nhận thầu công trình mới và điều chỉnh giá nhận thầu các công trình đang thi công. Chi phí quản lý doanh nghiệp duy trì tỷ lệ bằng 2%/doanh thu. Chi phí lãi vay tăng từ mức 4,5% lên 5,0%/doanh thu do mặt bằng lãi suất trong năm nay dự kiến cao hơn năm 2010. Thuế TNDN được giả định với tất cả các lĩnh vực là 25% trên thu nhập

chịu thuế.

- iả định quy mô V&L của doanh nghiệp giữ cố định ở 8 triệu cổ phiếu, làm cơ sở cho các dự báo về doanh thu – lợi nhuận ở trên.

XÁC ĐỊNH GIÁ HỢP LÝ TRÊN MỘT CỔ PHẦN

Mô hình định giá	Tỷ trọng	Giá	Giá trị
1. P/E theo số CP lưu hành CK năm 2010 (trailing)	25%	22.995	5.749
2. P/E theo số CP lưu hành CK năm 2011 (chưa tăng vốn)	25%	29.244	7.311
3. P/E theo số CP lưu hành CK năm 2011 (tăng vốn lên 160 tỷ)	25%	14.622	3.656
4. P/B	25%	16.510	4.128
Giá bình quân trên một cổ phần			20.844

Để giúp nhà đầu tư có cơ sở đưa ra quyết định, chúng tôi xác định giá trị doanh nghiệp trên cơ sở hai phương pháp được sử dụng khá phổ biến và có tính đến yếu tố thị trường hiện tại là phương pháp so sánh P/E và P/Bv.

Do doanh thu được hình thành hợp nhất từ các công trình xây lắp và các mảng kinh doanh khá khác nhau, việc ứng dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do hay giá trị tài sản ròng đều không phù hợp khi xác định giá trị doanh nghiệp.

Phương pháp so sánh P/E:

- EPS 2010 là 3.650 đ/cp, tương ứng với số cổ phần là 8 triệu
- EPS forward 2011 là 4.642 đ/cp, tương ứng với số cổ phần giả định là 16 triệu.
- EPS forward 2011 là 2.321 đ/cp, tương ứng với số cổ phần giả định tăng vốn từ 80 tỷ lên 160 tỷ đồng.
- Hệ số P/E bình quân ngành (tại ngày 08/03/2010): **6,3x**
- Giá một cổ phần theo EPS 2010: $3.650 \times 6,3 = \mathbf{22.995 \text{ đồng/cổ phần}}$.
- Giá một cổ phần theo EPS 2011 chưa tăng vốn: $4.642 \times 6,3 = \mathbf{29.244 \text{ đồng/cổ phần}}$
- Giá một cổ phần theo EPS 2011 nếu tăng vốn lên 160 tỷ: **14.622 đồng/cổ phần**.

Phương pháp so sánh P/Bv: chúng tôi chưa tính giá trị lợi thế về quyền sử dụng đất và tài sản gắn liền với đất cùng các công trình phụ trợ của khách sạn Hải Âu và công trình khác vào giá trị sổ sách:

- Giá trị sổ sách (Book Value) mỗi cổ phần C47 tại ngày 31/12/2010 là 18.345 đồng.
- Hệ số P/Bv bình quân ngành (tại ngày 09/12/2010): **0.9x**
- Giá một cổ phần: $18.345 \times 0.9 = \mathbf{16.510 \text{ đồng/cổ phần}}$

Kết hợp trung bình cộng của các trường hợp trên, giá hợp lý trên một cổ phần là: 20.844 đồng/cổ phần.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi cho rằng, cổ phiếu của Công ty Cổ phần Xây dựng 47 niêm yết trên sàn chứng khoán HSX là một cơ hội đầu tư tốt xét trên quan điểm ngắn và dài hạn. Sự tăng trưởng bền vững về doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp dựa trên nền tảng những hợp đồng xây lắp



thủy điện, thủy lợi đã ký kết và đang thực hiện ít nhất trong 3 năm tới cho phép C47 tiếp tục đảm bảo lợi ích của các cổ đông thông qua chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn với tỷ lệ tối thiểu là 20%/năm trên mệnh giá của mỗi cổ phần. Mức giá hợp lý để đầu tư một cổ phần hiện tại là gần 21.000 đồng/cổ phiếu.

Phụ lục 1
Kết quả kinh doanh 3 năm 2008 -2010

(Đơn vị: triệu đồng)

Kết quả kinh doanh	2008	2009	2010
Doanh thu bán hàng & cung cấp DV	605.812	808.180	1.577.600
Các khoản giảm trừ		78	42
DTT về bán hàng và cung cấp DV	605.812	808.102	1.577.558
Giá vốn hàng bán	540.581	731.138	1.437.637
Lợi nhuận gộp	65.231	76.964	139.921
Doanh thu hoạt động tài chính	4.842	3.836	4.961
Chi phí tài chính	37.504	27.421	76.015
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	37.374	27374	
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	18.900	26.631	31.897
Lợi nhuận thuần	13.669	26.748	36.970
Thu nhập khác	1.519	671	1.195
Chi phí khác	662	0	345
Lợi nhuận khác	857	671	850
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	14.526	27.419	37.820
Chi phí thuế TNDN hiện hành	3.630	6.053	8.620
Chi phí thuế TNDN hoãn lại			
Lợi nhuận sau thuế TNDN	10.896	21.366	29.200
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đ/cp)	3.113	5.375	3.650
Các khoản giảm trừ			

Lưu chuyển tiền tệ	2008	2009	2010
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động sx kinh doanh	78.555	32.557	(213.224)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(97.002)	(81.937)	(111.337)
Lưu chuyển thuần từ hoạt động tài chính	33.819	85.671	280.106
Lưu chuyển thuần trong kỳ	15.372	36.291	(44.455)
Tiền và tương tiền đầu kỳ	23.720	39.095	75.727
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	39.096	75.388	31.278

Bảng cân đối kế toán	2008	2009	2010
I. Tài sản ngắn hạn	377.208	577.799	835.864
Tiền và tương đương tiền	40.028	75.727	31.278
Các khoản ĐTTC ngắn hạn	2.998	449	0
Các khoản phải thu	212.199	254.129	656.134
Hàng tồn kho	110.372	241.374	144.619
Tài sản ngắn hạn khác	11.611	6.120	3.833
II. Tài sản dài hạn	244.185	341.786	398.669
Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0
Tài sản cố định	229.638	322.635	383.415
Bất động sản đầu tư	103	0	0
Các khoản ĐTTC dài hạn	13.921	13.680	13.680
Tài sản dài hạn khác	1.153	5.471	1.574
Tổng cộng tài sản	621.393	919.585	1.234.533
I. Nợ phải trả	561.212	833.279	1.085.866
Nợ ngắn hạn	459.967	522.507	776.638
Nợ dài hạn	101.245	310.772	309.228
II. Vốn chủ sở hữu	58.897	84400	146.760
Vốn chủ sở hữu	58.088	84.400	145.944
Nguồn kinh phí và quỹ khác	809	0	816
Tổng cộng nguồn vốn	621.392	919.584	1.234.534

Phụ lục 2
Tổng hợp chỉ tiêu tài chính cơ bản của CTCP Xây dựng 47

Chỉ tiêu	2008	2009	2010
Chỉ tiêu về cơ cấu vốn			
Hệ số nợ /Tổng tài sản	0.9	0.9	0.9
Hệ số nợ /Vốn chủ sở hữu	9.5	9.9	7.4
Tỷ suất tự tài trợ	9%	9%	12%
Chỉ tiêu về cơ cấu tài sản			
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.6	0.6	0.7
Tài sản dài hạn/Tổng tài sản	0.4	0.4	0.3
Chỉ tiêu về khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán nhanh	0.8	1.1	1.1
Hệ số thanh toán hiện hành	0.6	0.6	0.9
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động			
Vòng quay tiền (ngày)	19	26	12
Vòng quay tổng tài sản (ngày)	322	348	249
Vòng quay TSCĐ (ngày)	110	125	82
Vòng quay vốn (ngày)	34	32	27
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	88	72	90
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	34	63	48
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	58	88	49
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời			
GVHB/DTT	89.2%	90.5%	91.1%
Lợi nhuận gộp biên	10.8%	9.5%	8.9%
CPBH/DTT	0.0%	0.0%	0.0%
CPQLDN/DTT	3.1%	3.3%	2.0%
Lợi nhuận biên từ HĐSXKD	2.3%	3.3%	2.3%
LNST/Doanh thu thuần	1.8%	3.0%	1.9%
ROE	18.5%	28.9%	19.9%
ROA	1.8%	2.6%	2.4%

(Nguồn: CTCP Xây dựng 47)

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

Phòng Giao dịch BSC Nam Kỳ Khởi Nghĩa

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 8214803
Fax: 84 8 8214804

Phòng Giao dịch Hàng Vôi

Tầng 1, Tòa tháp BIDV, 35 Hàng Vôi, Hà Nội
Tel: 84 4 3 9261276/278
Fax: 84 4 39261279

Bộ phận Phân tích cơ bản

Bùi Nguyệt Ánh	Vũ Phương Nga	Đinh Thế Phúc
Trần Thăng Long	Trần Kim Oanh	Phạm Thị Thu Hằng
Nguyễn Thanh Hoa	Phạm Minh Lan	Lê Thế Linh
Hoàng Minh Thái		Trần Thị Bích Nhung

Trưởng Bộ phận PTCB

Phạm Xuân Anh

Khuyến cáo sử dụng:

Miễn trách chung: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Xung đột lợi ích: BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)



Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều là trái luật.