PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

VNCS Research Center

CTCP ĐẦU TƯ XÂY DỰNG 3-2 (HSX: C32)

Báo cáo lần đầu 29/08/2018

Khuyến nghị:	Mua
Giá mục tiêu:	35.000 vnđ
Tiềm năng tăng giá:	25%
Cổ tức:	12%
Lợi suất cổ tức:	6%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng

Thông tin cổ phiếu 29/08/2018

Giá hiện tại (VND):	27.850
Số lượng CP niêm yết:	15.030.145
Vốn điều lệ (tỷ VND):	150
Vốn hóa TT(tỷ VND):	420
% Sở hữu nước ngoài:	28%
% Giới hạn sở hữu NN:	100%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	7.985	7.916	6.372
BV (vnd)	29.079	33.953	32.201
Cổ tức(vnd)	1.200	1.200	1.200
ROE(%)	34,6%	26,4%	22,4%
ROA(%)	24,7%	18,7%	14,1%

Hoạt động chính

CTCP Đầu tư Xây dựng 3-2 (C32) là doanh nghiệp xây lắp và sản xuất vật liệu xây dựng hàng đầu tại tỉnh Bình Dương. Ngoài lĩnh vực truyền thống là xây lắp và xây dựng dân dụng, C32 còn hoạt động trong lĩnh vực khai thác, cung cấp đá xây dựng và sản xuất các sản phẩm cống bê tông trên địa bàn tỉnh Bình Dương, TP.HCM.

Nguồn: VNCS tổng hợp

CƠ CẤU TÀI SẢN THUẬN LỢI CHO VIỆC MỞ RỘNG ĐẦU TƯ

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018 (F)
Doanh thu thuần *(tỷ vnđ)*	557,4	520,3	559,7	680
Tăng trưởng doanh thu	23%	-6,5%	7,5%	21%
Lợi nhuận gộp *(tỷ vnđ)*	144,4	137,8	141,0	160
Biên lợi nhuận gộp	26,0%	26,5%	25,2%	23,5%
Lợi nhuận sau thuế *(tỷ vnđ)*	101,3	93,3	91,6	115
Tăng trưởng LN Sau thuế	42%	-7,8%	-1,8%	25%
Biên lợi nhuận sau thuế	18,1%	17,9%	16,4%	16,9%
EPS (vnđ)	7.985	7.916	6.372	7.500

Luận điểm đầu tư:

- **Giá trị sản xuất xây dựng của Việt Nam luôn tăng trưởng trong hàng chục năm qua** nhờ tiềm năng của thị trường bất động sản, tốc độ đô thị hóa và dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài dẫn tới **nhu cầu xây dựng ngày càng tăng với tốc độ tăng trưởng bình quân 8-10%/năm**.
- Công ty cổ phần C32 có **doanh thu chính từ mảng sản xuất kinh doanh đá xây dựng và cống bê tông**, đồng thời duy trì vị thế là doanh nghiệp xây lắp có uy tín tại tỉnh Bình Dương và các tỉnh lân cận.
- Bằng việc **duy trì khai thác mỏ Tân Đông Hiệp đến hết 2019, đẩy mạnh khai thác mỏ đá Tân Mỹ thông qua MDG, đưa vào vận hành xưởng Bê thông Thạch Phước và tăng tỷ lệ nắm giữ tại Bê tông ly tâm Thủ Đức Long An**, lĩnh vực cống bê tông và đá xây dựng được coi là những mảng kinh doanh chủ đạo duy trì tốc độ tăng trưởng của C32 trong ít nhất 2-3 năm nữa.
- **Cơ cấu vốn của C32 được đánh giá là lành mạnh**, còn nhiều dư địa để huy động vốn vay thực hiện có hiệu quả các dự án đầu tư tài sản cố định lẫn đầu tư tài chính vào các doanh nghiệp cùng ngành.
- **Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu 2018 của C32 tăng trưởng tương ứng 32% và 15%** so với cùng kỳ 6 tháng 2017.

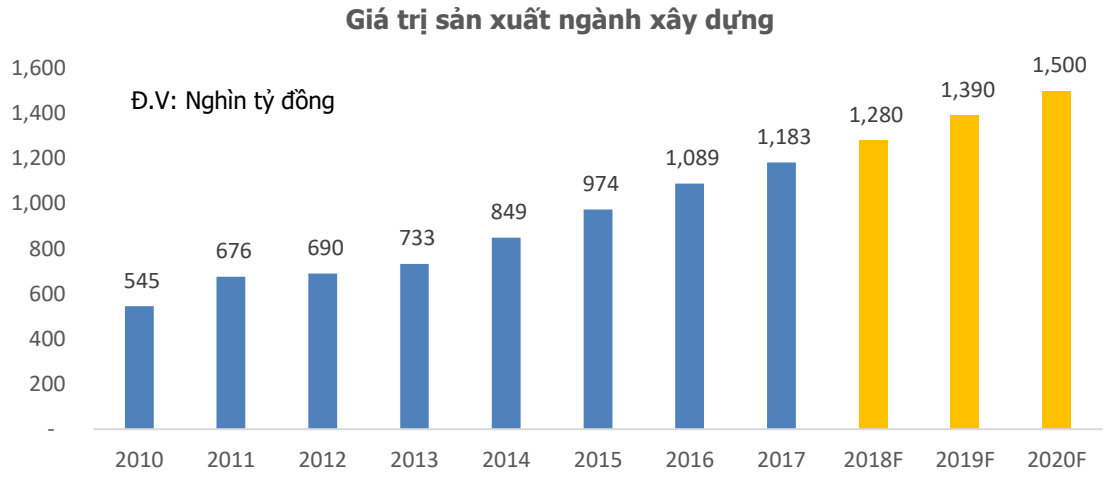
Rủi ro:

- **Mỏ đá Tân Đông Hiệp sẽ dừng khai thác vào cuối 2019** có thể ảnh hưởng đến doanh thu mảng đá xây dựng của C32 từ sau năm 2020.
- **Lãi suất có khả năng tăng trong thời gian tới tác động đến thị trường bất động sản**, qua đó có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng trong đó có C32.

Khuyến nghị: EPS dự phóng năm 2018 của C32 đạt khoảng 7.500 đồng/cp. Chúng tôi dự báo giá cổ phiếu C32 sẽ đạt khoảng 35.000 đồng/cp vào cuối 2018-Q1/2019 ứng với mức P/E khoảng 5 lần. Thị giá cổ phiếu C32 hiện đang thấp hơn khoảng 25% so với mức giá dự phóng của chúng tôi, do vậy chúng tôi khuyến nghị Mua với cổ phiếu C32 cho đầu tư trung và dài hạn.

TỔNG QUAN NGÀNH XÂY DỰNG CƠ SỞ HẠ TẦNG, BẤT ĐỘNG SẢN VÀ VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Ngành Xây dựng trong những năm gần đây tăng trưởng tốt nhờ sự sôi động của thị trường Bất động sản. Theo báo cáo của Bộ Xây dựng, năm 2017 tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng ở mức khá cao, đạt 8,7% so với 2016 và đóng góp 0,54 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng GDP. Giá trị sản xuất ngành xây dựng năm 2017 ước đạt xấp xỉ 1,2 triệu tỷ đồng và dự kiến đến 2020 sẽ đạt khoảng 1,5 triệu tỷ đồng. Ngành xây dựng trong nước hiện đang được đánh giá là có nhiều tiềm năng phát triển trong cả 3 lĩnh vực hoạt động chính bao gồm xây dựng dân dụng, xây dựng công nghiệp và xây dựng cơ sở hạ tầng.

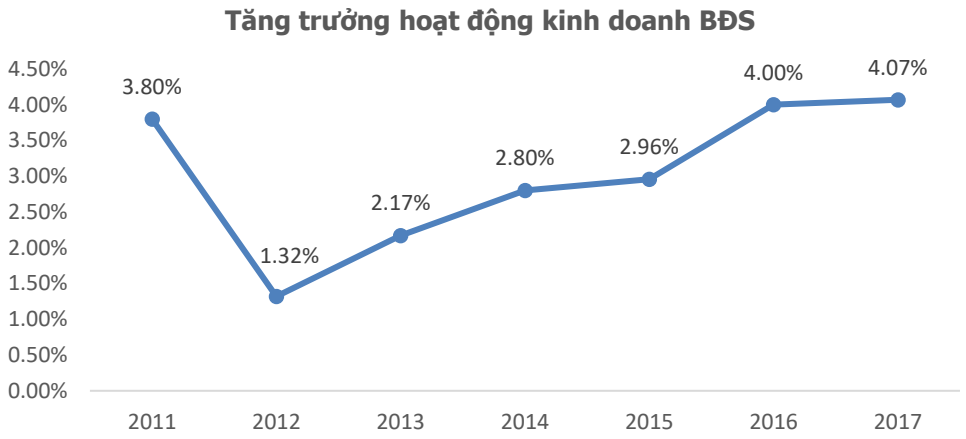


(Nguồn: Tổng cục thống kê, VNCS tổng hợp)

Trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng, theo thống kê Việt Nam có khoảng 40% số lượng đường bộ trong hệ thống giao thông có chất lượng thấp và rất thấp. Do đó, lượng vốn ước tính cần cho việc nâng cấp hệ thống đường bộ sẽ vào khoảng 48 – 60 tỷ USD cho đến năm 2020. Ngoài ra, Chính phủ cũng đã lên kế hoạch đến năm 2020 sẽ có 26 sân bay được đưa vào khai thác, sử dụng, trong đó nổi bật nhất là dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (Long Thành) với tổng vốn đầu tư 10 tỷ USD. Bên cạnh đó, việc ký kết các hiệp định thương mại tự do như EVFTA (Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU), CPTTP (Hiệp định thương mại tự do xuyên Thái Bình Dương),…. sẽ thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam, những nguồn vốn đầu tư trực tiếp này sẽ giúp tăng nhu cầu thi công hạ tầng tại Việt Nam.

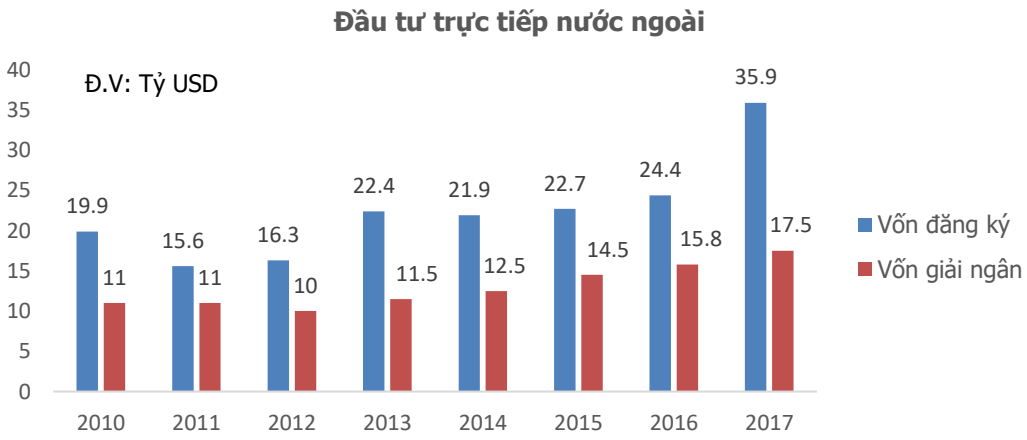
Ngành Bất động sản 2017 đạt được những chỉ tiêu tăng trưởng khả quan khi hoạt động kinh doanh bất động sản trong năm này này tăng 4,07% so với năm trước (mức cao nhất kể từ 2011) và đóng góp 0,21 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng GDP 2017, theo báo cáo của Tổng cục thống kê. Ngành Bất động sản cũng là ngành có tỷ lệ tăng trưởng cao nhất về số lượng doanh nghiệp đăng ký mới với hơn 5.000 doanh nghiệp đăng lý thành lập mới trong năm 2017 (tăng 62% so với 2016) và vốn đăng ký mới cũng đạt mức cao nhất với 388.376 tỷ đồng, chiếm 30% tổng vốn đăng ký mới của các doanh nghiệp trong

năm 2017, theo báo cáo của Cục đăng ký kinh doanh – Bộ Kế hoạch và đầu tư.



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

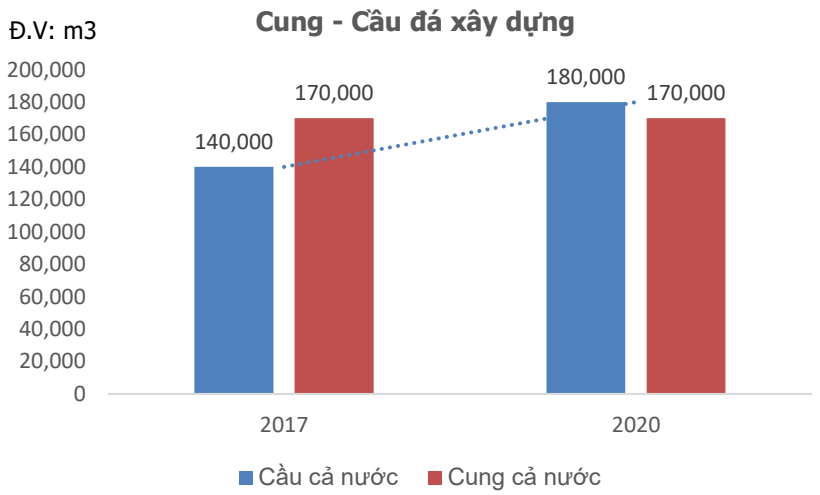
Đóng góp tích cực vào sự sôi động của ngành Bất động sản 2017 phải kể đến dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI nói chung và FDI vào thị trường Bất động sản nói riêng. Trong tổng số 35,9 tỷ USD vốn FDI đăng ký mới, lĩnh vực kinh doanh bất động sản đứng thứ 3 với tổng vốn đầu tư đang ký đạt 3,05 tỷ USD – chiếm 8,5% tổng FDI 2017. FDI tăng nhanh tác động trực tiếp và gián tiếp tới thị trường Bất động sản, tạo kỳ vọng về tiềm năng tăng trưởng về nhu cầu văn phòng, nhà ở, bất động sản lưu trú cho chuyên gia/người lao động, mặt bằng sản xuất và hạ tầng khu công nghiệp. Dòng vốn ngoại tìm đến thị trường Bất động sản có sự tham gia khá mạnh mẽ của các nhà đầu tư đến từ Hongkong, Nhật, Singapore, Trung Quốc, Hàn Quốc. Nhìn chung, triển vọng ngành Bất động sản Việt Nam là tích cực với nhiều yếu tố hỗ trợ như: cơ cấu dân số trẻ, tình hình kinh tế vĩ mô ổn định, tốc độ đô thị hóa đang tăng nhanh, cùng với nhiều chính sách đẩy mạnh xử lý nợ xấu ngân hàng mà tài sản đảm bảo chủ yếu là bất động sản cũng tạo ra nhiều cơ hội M&A trong ngành.



(Nguồn: Bộ Kế hoạch Đầu tư)

Sự phát triển của thị trường bất động sản cũng kéo theo sự sôi động của ngành vật liệu xây dựng vốn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Việt Nam hiện đứng thứ 4 trong top 10 nước sản xuất xi măng và clinke lớn nhất thế giới và không những đáp ứng đủ nhu cầu trong nước mà đã xuất khẩu xi măng tới nhiều quốc gia. Sản lượng gạch ốp lát các loại đã đạt tổng công suất trên 500 triệu m2, đáp ứng đủ nhu cầu trong nước và xuất khẩu khoảng 20-25% tổng công suất. Năng lực sản xuất các loại sứ vệ sinh cũng đáp ứng đủ nhu cầu trong nước và phục vụ xuất khẩu với tổng công suất thiết kế đang đạt khoảng 15 triệu sản phẩm/năm trong đó xuất khẩu chiếm khoảng 30-35% công suất thiết kế.

Nhu cầu về đá xây dựng giai đoạn 2017 - 2020 được dự báo sẽ chuyển biến theo hướng cầu vượt cung, khi mà sản lượng khai thác được dự báo vẫn giữ nguyên nhưng cầu sẽ tiếp tục tăng mạnh trong giai đoạn này.



(Nguồn: Bộ Kế hoạch Đầu tư, dự báo của VNCS)

Về triển vọng ngành, dự báo nhu cầu vật liệu xây dựng tại Việt Nam đến năm 2020 sẽ đạt sản lượng tiêu thụ gạch ốp lát trên 420 triệu m2, sứ vệ sinh 19-20 triệu sản phẩm tiêu thụ, kính xây dựng 200 triệu m2 QTC, vật liệu xây 41-42 tỷ viên, vật liệu lợp 220 – 228 triệu m2,…. Trong tương lai, mục tiêu phát triển của ngành Vật liệu xây dựng đã được Thủ tướng phê duyệt trong "Chiến lược phát triển nhà ở quốc gia đến 2030" là sẽ tập trung phát triển các loại vật liệu xây dựng thân thiện với môi trường, vật liệu tiết kiệm năng lượng, vật liệu cách âm cách nhiệt, vật liệu nano,… Trong thời gian tới, cơ quan chủ quản là Bộ Xây dựng sẽ tăng cường chỉ việc sản xuất các vật liệu xây dựng sẽ đổi mới công nghệ trong các sản phẩm cụ thể, như: sản xuất kính tiết kiệm năng lượng sử dụng trong các tòa nhà, các chất phủ bám bẩn trên các vách dựng kính, cải tiến công nghệ giảm tiêu hao năng lượng trong sản xuất gạch ốp lát và sứ vệ sinh, vật liệu không nung thay thế gạch đất sét nung,… Ngành Vật liệu xây dựng sẽ có những chuyển biến lớn về loại hình sản phẩm nhằm bắt kịp yêu cầu thị trường trong thời gian tới.

TỔNG QUAN VỀ CTCP ĐẦU TƯ XÂY DỰNG 3-2

Lĩnh vực hoạt động kinh doanh

Công ty cổ phần đầu tư xây dựng 3-2 (C32) được thành lập từ năm 1993 với lĩnh vực hoạt động ban đầu là xây lắp và xây dựng công trình dân dụng. Tính đến nay, bên cạnh mảng hoạt động truyền thống là xây lắp hạ tầng và xây dựng dân dụng, C32 đã phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh sang các mảng khai khác, kinh doanh đá xây dựng và mảng sản xuất, kinh doanh cống bê tông cùng các sản phẩm từ xi măng như gạch tự chèn, gạch Terrazzo và kinh doanh một số mặt hàng vật liệu xây dựng như sắt, thép.

Thị trường hoạt động chính của C32 là khu vực tỉnh Bình Dương và TP.HCM, cùng với đó công ty đang từng bước phát triển ra các thị trường các tỉnh Đồng Nai, Tây Ninh, Bình Phước, Long An, …. Khách hàng của C32 chủ yếu là các công ty xây dựng chuyên thi công các công trình giao thông, dân dụng, hạ tầng khu công nghiệp; các chủ đầu tư và ban quản lý các dự án quận, huyện, tỉnh; cùng với các đại lý và nhà phân phối, kinh doanh vật liệu xây dựng.

Các mảng hoạt động sản xuất kinh doanh và sản phẩm chủ đạo

Lĩnh vực xây lắp:

Mảng thi công xây dựng và xây lắp công trình là lĩnh vực truyền thống của C32 từ những ngày đầu thành lập công ty. C32 là đơn vị thi công xây lắp có uy tín trên địa bàn tỉnh Bình Dương và các tỉnh lân cận. Một trong những lợi thế của C32 so với các công ty cùng ngành là khả năng tự túc được nguồn nguyên vật liệu như đá, sắt thép, cống bê tông, gạch không nung. Nhìn chung, C32 được đánh giá đủ năng lực thi công các công trình dự án lớn về cả dân dụng, công nghiệp, cầu đường và hạ tầng kỹ thuật.

Lĩnh vực cống bê tông:

Các dòng sản phẩm cống bê tông chính của C32 gồm cống bê tông ly tâm và cống hộp bê tông cốt thép.

Sản phẩm cống bê tông ly tâm

(Nguồn: C32)

Các sản phẩm cống bê tông ly tâm được sản xuất theo thiết kế mẫu từ ϕ 300 - ϕ 2000 hoặc theo yêu cầu của khách hàng, đáp ứng các tiêu chuẩn như TCVN 9113:2012, ISO 9001:2015. Các sản phẩm cống bê tông ly tâm chủ lực điển hình của công ty như:

- Cống H30: Cống bê tông ly tâm chịu lực lắp đặt băng qua đường hoạt tải H10-XB80.
- Cống H30: Cống bê tông ly tâm chịu lực lắp đặt băng qua đường hoạt tải H30-XB60.
- Cống VH: Cống bê tông ly tâm lắp đặt trên vỉa hè hoạt tải người đi bộ 300kg/cm2.

Các sản phẩm cống hộp bê tông cốt thép được sản xuất theo thiết kế định hình có kích thước theo khẩu độ thoát nước từ 1000x1000 mm đến 3000x3000 mm với chiều dài từ 1200 đến 2000 mm, hoặc các kích cỡ khác theo yêu cầu của khách hàng. Các sản phẩm cống hộp bê tông cốt thép của C32 đều đáp ứng các tiêu chuẩn TCVN 9116:2012, ISO 9001:2015.

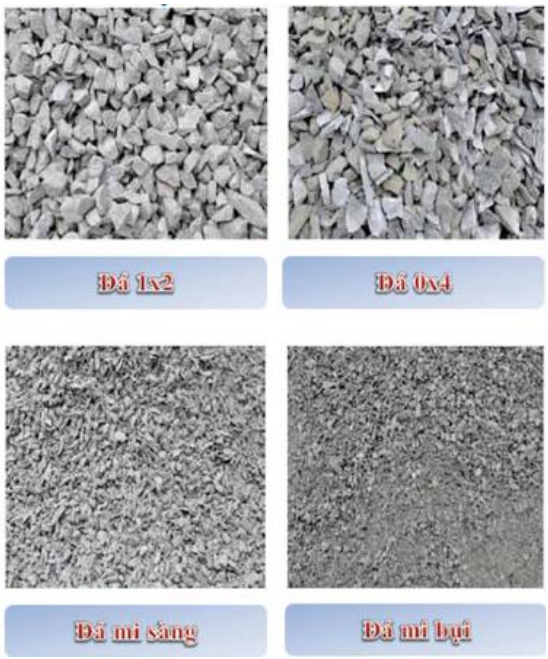
Sản phẩm cống hộp

(Nguồn: C32)

Lĩnh vực đá xây dựng:

Sản phẩm đá xây dựng của C32 được khai thác và chế biến trực tiếp tại mỏ đá Tân Đông Hiệp (thị xã Dĩ An, tỉnh Bình Dương) từ năm 2007 với quy mô khai thác trên quy mô diện tích 20 ha. Sản phẩm đá xây dựng của công ty gồm nhiều chủng loại với tính chịu lực cao, ít hút nước và độ chống mài mòn cao và được sử dụng rộng rãi trong xây dựng cầu đường. Sản lượng chế biến của công ty hiện đang đạt trên 1.200.000 m3/năm và sản phẩm được chứng nhận phù hợp với quy chuẩn kỹ thuật quốc gia QCVN 16:2014/BXD.

Một số sản phẩm khai thác đá



(Nguồn: C32)

Lĩnh vực khác:

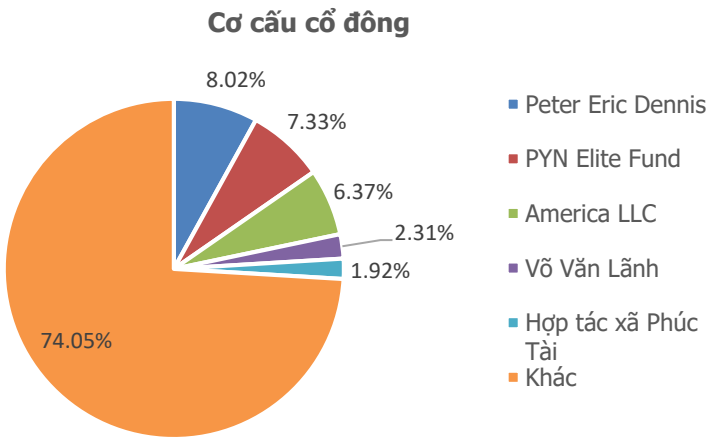
Ngoài các lĩnh vực kinh doanh chính (thi công xây lắp, cống bê tông và đá xây dựng), C32 còn hoạt động trong lĩnh vực sản xuất gạch bê tông (gạch tự chèn, gạch Terrazzo), cho thuê thiết bị xây dựng và phân phối một số mặt hàng vật liệu xây dựng như sắt, thép, xi măng, ...

Một số sản phẩm gạch tự chèn

(Nguồn: C32)

<u>Cơ cấu cổ đông</u>

Cổ phiếu C32 chính thức niêm yết trên HOSE vào cuối năm 2012, và tính đến cuối Q2/2018, cơ cấu cổ đông của C32 gồm có 3 cổ đông lớn sở hữu trên 5% đều là các cá nhân, tổ chức nước ngoài:



(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Tỷ lệ nắm giữ cổ phần của ban lãnh đạo C32 tại thời điểm cuối Q2/2018:

TT	Họ và Tên	Chức vụ	Tỷ lệ nắm giữ
1	Võ Văn Lãnh	Chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ	2,31%
2	Nguyễn Thế Phi	Thành viên HĐQT	0,02%
3	Trần Văn Bình	Thành viên HĐQT kiêm Phó TGĐ	0,04%
4	Nguyễn Xuân Hiếu	Thành viên HĐQT kiêm KTT	0,02%
5	Lê Thị Quyết	Thành viên HĐQT	0,00%

(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

Các mục tiêu chiến lược của C32 giai đoạn 2018 – 2010

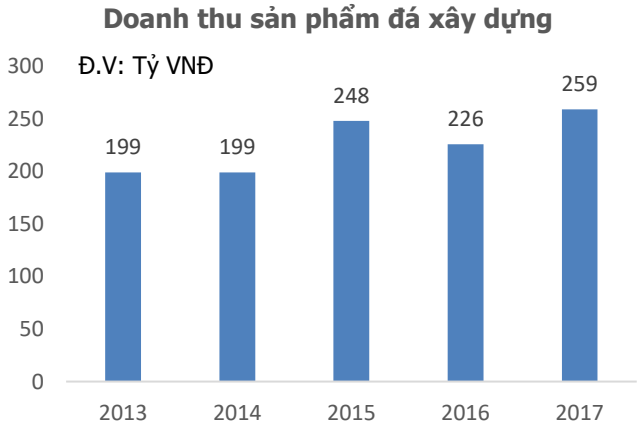
- Chỉ tiêu tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp: Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân trên 10%/năm, tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu bình quân trên 17%/năm.
- Năm 2018 công ty hoàn tất đầu tư mở rộng quy mô sản xuất thông qua việc đầu tư dự án xưởng bê tông Thạch Phước và đa dạng hóa sản phẩm cấu kiện bê tông thông qua đầu tư vào doanh nghiệp cùng ngành đã có kinh nghiệm và uy tín trong ngành, có tiềm năng phát triển.
- Duy trì lĩnh vực đá xây dựng sau khi mỏ Tân Đông Hiệp đóng cửa vào cuối năm 2019 thông qua việc đầu tư vào các doanh nghiệp cùng ngành đã có sẵn nguồn mỏ đá xây dựng.
- Tăng cường năng lực xây dựng để đủ năng lực thi công các công trình giao thông, dân dụng cấp II có quy mô trên 70 tỷ đồng.
- Tăng trưởng năng suất lao động bình quân 5%/năm thông qua việc tinh gọn bộ máy nhân sự, nâng cao năng lực quản lý, ứng dụng và tích hợp hệ thống thông tin quản lý vào các hoạt động sản xuất kinh doanh. Giảm chi phí quản lý doanh nghiệp từ 20-25% so với hiện tại.
- Nghiên cứu phát triển sản phẩm mới phù hợp với năng lực và các nguồn lực hiện có của công ty.

Từ chỗ không có công ty con hay công ty liên kết, C32 đang có kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty cổ phần Miền Đông (MDG) lên 49% (từ mức 28,9% hiện nay) để trở thành công ty liên kết. MDG là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây lắp, khai thác và kinh doanh vật liệu xây dựng, việc có kế hoạch trở thành công ty liên kết với MDG nằm trong kỳ vọng gia tăng cơ hội cạnh tranh trong lĩnh vực xây lắp và vật liệu xây dựng của C32. Ngoài ra trong 2017, C32 cũng đã sở hữu 24,16% CTCP Bê tông Ly tâm Thủ Đức, Long An. Sau nhiều năm trả cổ tức bằng tiền, C32 đã áp dụng hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu vào quý 2/2018, nhằm tăng vốn điều lệ cũng và cũng nhằm giữ lại lợi nhuận để tìm kiếm các cơ hội đầu tư mới. Chúng tôi đánh giá đây là bước đầu chuyển biến trong chiến lược cơ cấu vốn của lãnh đạo C32 và trong tương lai gần C32 có thể hoạt động dưới hình thức mô hình Công ty mẹ - công ty con, có thêm các công ty liên kết.

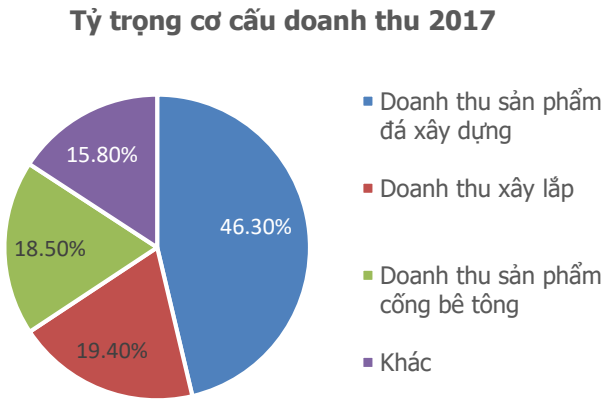
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Đá xây dựng vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu

Doanh thu từ lĩnh vực đá xây dựng luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu qua các năm và chiếm 46,3% tổng doanh thu của công ty trong năm 2017. Dự kiến trong khoảng thời gian 1-2 năm tới, C32 sẽ tập trung khai thác tối đa sản lượng theo chỉ tiêu được cấp phép nhằm đảm bảo thông suốt quá trình sản xuất đá xây dựng trước khi cụm mỏ Tân Đông Hiệp đóng cửa vào cuối 2019. C32 hiện cũng đang nắm 29% vốn của MDG – CTCP Miền Đông đang khai thác mỏ đá Tân Mỹ, và nắm gần 8% vốn của DHA – CTCP Hóa An đang khai thác tại 3 mỏ đá ở các tỉnh Đồng Nai, Bình Phước. Chiến lược của C32 trong lĩnh vực đá xây dựng ngoài việc tiếp tục tìm kiếm tiếp cận các mỏ đá mới sẽ thực hiện đầu tư vào các doanh nghiệp cùng ngành đang có sẵn mỏ đá, đẩy mạnh khai thác mỏ đá Tân Mỹ thông qua MDG. Để thực hiện có hiệu quả chiến lược này, hoạt động thu xếp vốn chắc chắn sẽ phải được chú trọng hơn nữa. Doanh thu từ đá xây dựng năm 2017 đạt mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây và trong tương lai giai đoạn 2018 – 2019 chúng tôi dự báo doanh thu từ đá xây dựng vẫn tiếp tục tăng, và C32 sẽ tận dụng tối đa khả năng khai thác tại mỏ Tân Đông Hiệp trong khả năng cho phép để dự trữ và doanh thu từ mảng đá xây dựng vẫn đảm bảo ít nhất cho đến hết 2020.



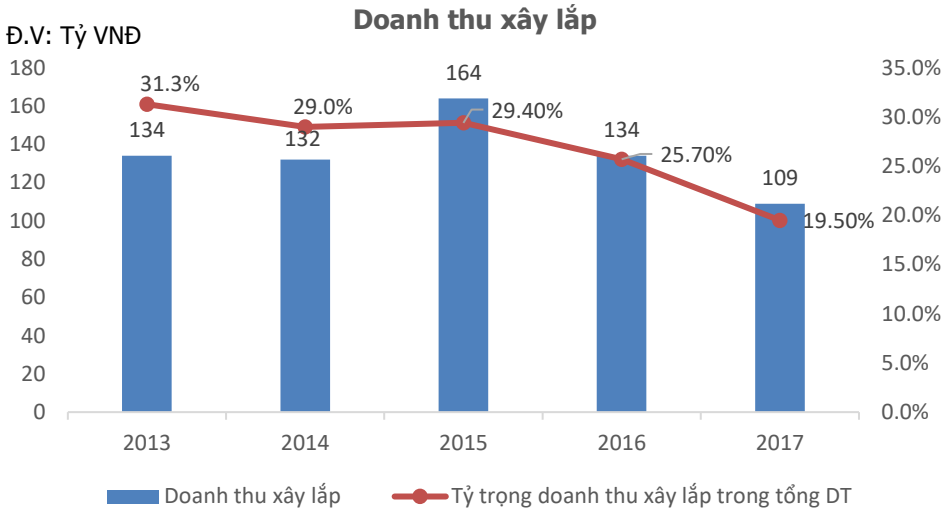
(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)



(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

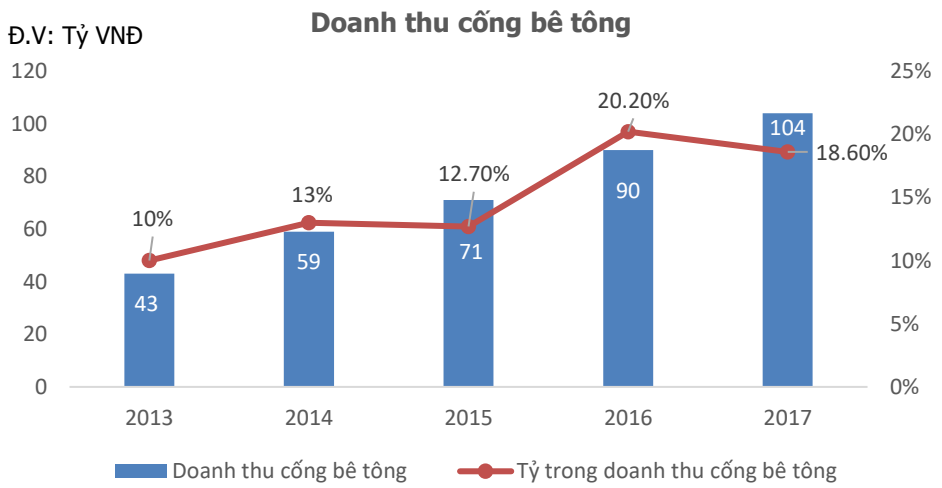
Xây lắp là lĩnh vực truyền thống của C32, tuy nhiên cạnh tranh trong lĩnh vực này ngày càng gay gắt trong những năm gần đây. Doanh thu xây lắp của C32 có xu hướng giảm trong 5 năm gần nhất. C32 vốn có lợi thế trong việc đấu thầu các công trình vốn công trên địa bàn tỉnh Bình Dương. Tuy nhiên, số lượng công trình vốn công ngày càng hạn chế, do vậy từ 2016 công ty đã chuyển hướng sang tìm kiếm các công trình vốn ngoài ngân sách cả trong và ngoài tỉnh Bình Dương. Một số công trình dân dụng trọng điểm đang thực hiện bao gồm trường Minh Hòa, trường Minh Thạnh, công trình Hố Lang, đường 8B, đường Lê Chí Dân. Doanh thu hoạt động xây lắp và xây dựng công trình dân dụng trong năm 2017 của C32 đạt mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây và chỉ chiếm tỷ trọng 19,5% trong tổng doanh thu. Giai đoạn hiện nay, lãnh đạo

C32 đang tích cực triển khai tiếp thị các công trình vốn tư nhân tại Bình Dương, TP.HCM và các tỉnh lân cận nhằm duy trì doanh thu mảng xây lắp và xây dựng dân dụng trong những năm tới.



(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

Cống bê tông là lĩnh vực có tăng trưởng doanh thu khá tốt trong những năm gần đây. Trong giai đoạn 2013-2017, tốc độ tăng trưởng doanh thu của mảng này đạt bình quân 25%/năm và đang chiếm tỷ trọng xấp xỉ 20% trong cơ cấu tổng doanh thu 2017 của công ty. Mảng cống bê tông của công ty đang ngày càng được mở rộng thị trường, đặc biệt là ở khu vực TP.HCM. Trong năm 2017, công ty đã đầu tư xong và đưa vào hoạt động giai đoạn 1 xưởng bê tông Thạch Phước với giá trị đầu tư khoảng 72 tỷ đồng. Ngoài ra, C32 đã mua hơn 3,3 triệu cổ phần của CTCP Bê Tông Ly tâm Thủ Đức Long An (chiếm 24,16%) nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh và mở rộng thị trường của mảng này. Dự kiến lĩnh vực cống bê tông sẽ là mảng chủ đạo chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của C32 trong tương lai gần.

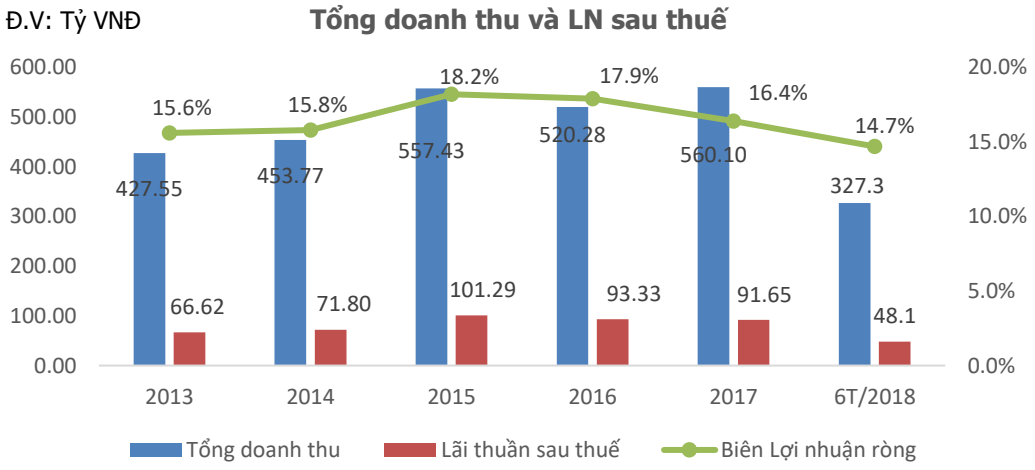


(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

Ngoài ra, doanh thu từ các mảng sản xuất và kinh doanh gạch tự chèn, gạch block, cho thuê giàn giáo thiết bị xây dựng và phân phối vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng cũng chiếm khoảng 10-15% doanh thu của công ty. Tuy nhiên, năng lực cạnh tranh của C32 trong các mảng này vẫn còn khiêm tốn so với các đối thủ cạnh tranh.

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định

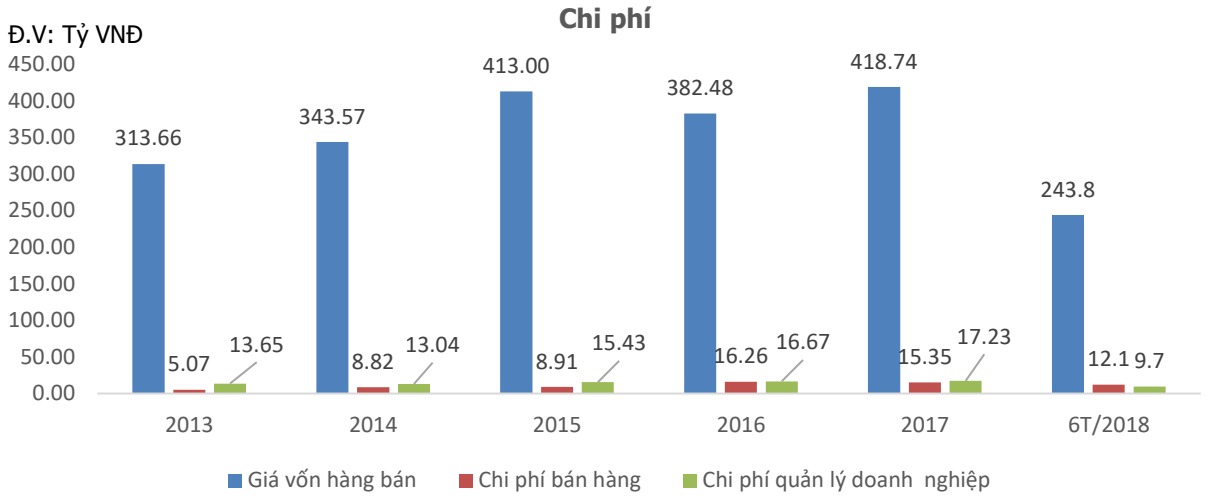
Tổng doanh thu tăng tưởng bình quân 7%/năm trong giai đoạn 2013 – 2017, lợi nhuận sau thuế tăng bình quân 8,3%/năm trong giai đoạn này. Chúng tôi dự báo công ty sẽ vẫn tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2018, khi trong 6 tháng đầu năm 2018 công ty đã đạt tăng trưởng doanh thu 32% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 18,5% so với cùng kỳ 6 tháng đầu năm 2017. Biên lợi nhuận ròng của công ty cũng đang duy trì ổn định.



(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

Chi phí bán hàng tăng tốc cùng với đà tăng của doanh thu mảng cống bê tông

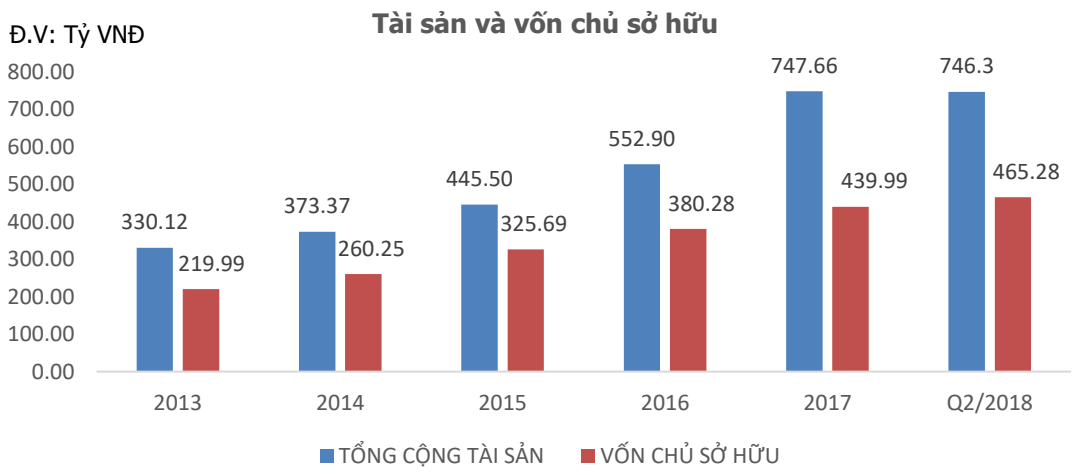
Chi phí giá vốn hàng bán vẫn luôn tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của công ty. Tốc độ tăng trưởng giá vốn hàng bán của C32 trong giai đoạn 2013 – 2017 đạt trung bình 7,5%/năm - khá tương đồng với tốc độ tăng trưởng doanh thu. Chi phí bán hàng có tốc độ tăng trưởng mạnh nhất với mức tăng bình quân 31,9%/năm. Công ty kiểm soát chi phí quản lý doanh nghiệp khá hiệu quả chỉ với mức tăng bình quân 6%/năm trong giai đoạn 2013 – 2017. Chúng tôi dự báo với tiềm năng tăng trưởng của mảng kinh doanh các sản phẩm cống bê tông, chi phí bán hàng sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong những năm tới nhằm đáp ứng nhu cầu kinh doanh của mảng này. Trong 6 tháng đầu năm 2018, chi phí bán hàng của công ty đã tăng khoảng 50% so với cùng kỳ 6 tháng 2017.



(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

<u>Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu có tốc độ tăng trưởng khá đồng đều</u>

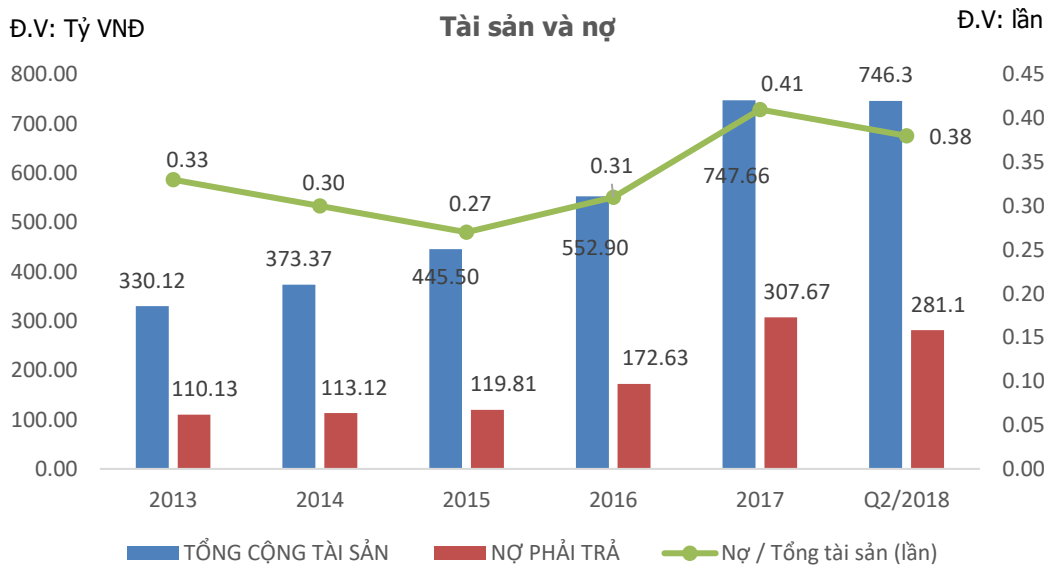
Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty tăng trưởng bình quân tương ứng 22,6%/năm và 20,6%/năm trong 5 năm gần nhất. Trong giai đoạn này công ty không tiến hành huy động thêm vốn cổ phần từ bên ngoài mà chỉ có một lần phát hành cho cán bộ nhân viên vào giữa 2017, trong khi đó vẫn trả cổ tức bằng tiền (12% mệnh giá) đều đặn hàng năm cho cổ đông. Do vậy, chúng tôi đánh giá cao chất lượng tăng trưởng tài sản của C32. Tăng trưởng tài sản của công ty chủ yếu được tích lũy từ lợi nhuận để lại và công ty đã xử lý hài hòa giữa việc trả cổ tức và giữ lại lợi nhuận tích lũy để phát triển doanh nghiệp.



(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

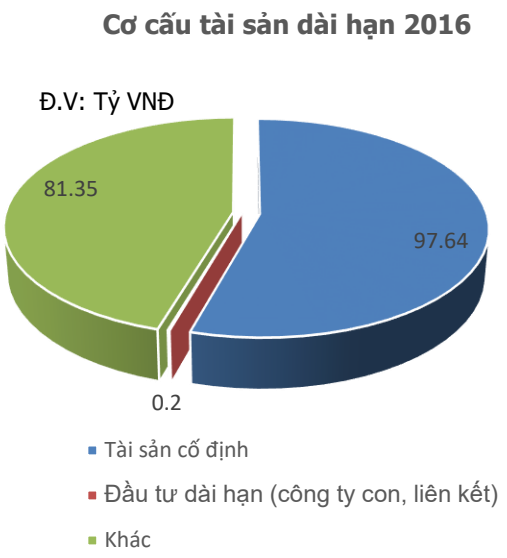
Cơ cấu tài sản biến động theo hướng mở rộng đầu tư

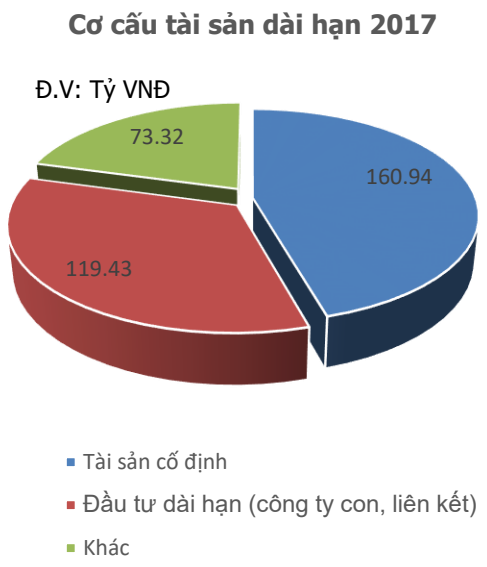
Tổng nợ của C32 tăng khá mạnh trong năm 2017 do công ty đẩy mạnh hoạt động đầu tư. Công ty cũng bắt đầu huy động đến nợ dài hạn để tài trợ cho đầu tư tài sản cố định, mở rộng hoạt động sản xuất. Việc đầu tư xây dựng xưởng bê tông Thạch Phước, đầu tư phương tiện vận tải và thực hiện nâng tỷ lệ sở hữu tại một số doanh nghiệp cùng ngành trong năm 2017 khiến tỷ lệ nợ/tổng tài sản của C32 đạt 0.41 lần – mức cao nhất trong 5 năm gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tỷ lệ này của C32 vẫn trong ngưỡng lành mạnh, các khoản vay ngân hàng ngắn hạn chịu lãi suất chỉ chiếm khoảng 54% nợ ngắn hạn, khoản nợ dài hạn 40 tỷ đồng (lãi suất 8 – 9,8%/năm, phát sinh trong 2017 nhằm phục vụ mua xe tải) cũng chỉ chiếm 13% tổng nợ. Nếu chỉ tính các khoản vay nợ chịu lãi suất, tổng nợ của C32 cũng chỉ chiếm 25% tổng tài sản.



(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

Năm 2017 đánh dấu bước thay đổi đáng kể trong cơ cấu tài sản dài hạn của C32. Các khoản đầu tư vào công ty liên kết đã chiếm tỷ trọng đáng kể ở mức 34% trong cơ cấu tài sản dài hạn. Sự thay đổi trong cơ cấu tài sản dài hạn đã thể hiện rõ mục tiêu chiến lược đầu tư của ban lãnh đạo công ty: song song với việc đầu tư tài sản cố định trực tiếp sản xuất, C32 cũng đồng thời đầu tư tài chính dài hạn vào các doanh nghiệp cùng ngành, qua đó giáp tiếp giúp mở rộng thị trường hoạt động và thị phần của doanh nghiệp. Tuy nhiên, vấn đề rủi ro trong quản trị nguồn vốn cũng là một thách thức với ban lãnh đạo C32 trong thời gian tới. Đi kèm với việc mở rộng đầu tư tài chính sang các doanh nghiệp khác, hệ số nợ của công ty sẽ tăng cao hơn, đòi hỏi sự thay đổi căn bản trong cân đối giữa vay nợ - trả cổ tức – huy động thêm vốn vay và vốn chủ sở hữu trong thời gian tới.





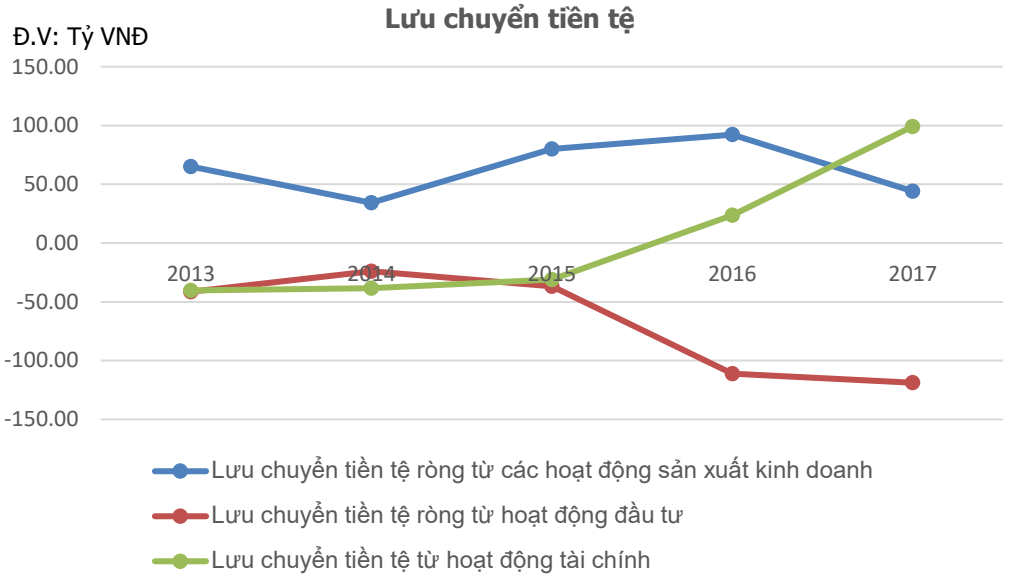
(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

Dòng tiền hoạt động lành mạnh

Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính vẫn duy trì mức dương trong nhiều năm liên tiếp. Dòng tiền từ hoạt động tài chính tăng mạnh trong 2 năm gần nhất, chủ yếu do hoạt động vay nợ của công ty nhằm mở rộng đầu tư. Tuy nhiên như đã đề cập trước đó, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của C32 vẫn thấp và ở mức an toàn nên việc huy động thêm vốn nợ của doanh nghiệp vẫn còn dư địa để có thể thực hiện trong những năm tới.

Hoạt động đầu tư của doanh nghiệp được đẩy mạnh kể từ 2016, khi C32 bắt đầu thực hiện đầu tư mạnh vào tài sản cố định và đầu tư tài chính vào các doanh nghiệp liên kết trong cùng ngành. Việc dòng tiền đầu tư âm nhìn chung thể hiện xu hướng mở rộng phát triển của C32 trong những năm vừa qua. Năm 2017 công ty đã giải ngân gần 99 tỷ đồng vào việc mua cổ phần nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Miền Đông và CTCP bê tông Thủ Đức Long An. Đây đều là những doanh nghiệp cùng ngành vật liệu xây dựng và việc nâng tỷ lệ sở hữu tại các doanh nghiệp này cũng nằm trong chiến lược phát triển mở rộng của doanh nghiệp.

C32 không thực hiện tăng vốn quá nhanh trong thời gian qua nhằm tránh tực tạo áp lực trả cổ tức cho chính doanh nghiệp. Việc duy trì trả cổ tức bằng tiền hàng năm 12% mệnh giá trong suốt nhiều năm qua thể hiện sự cân đối hài hòa trong quan hệ cổ đông và mục tiêu đầu tư của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá thực trạng dòng tiền hiện tại của C32 khá lành mạnh và công ty có thể gia tăng đòn bẩy tài chính trong thời gian tới nếu có nhu cầu mở rộng đầu tư.

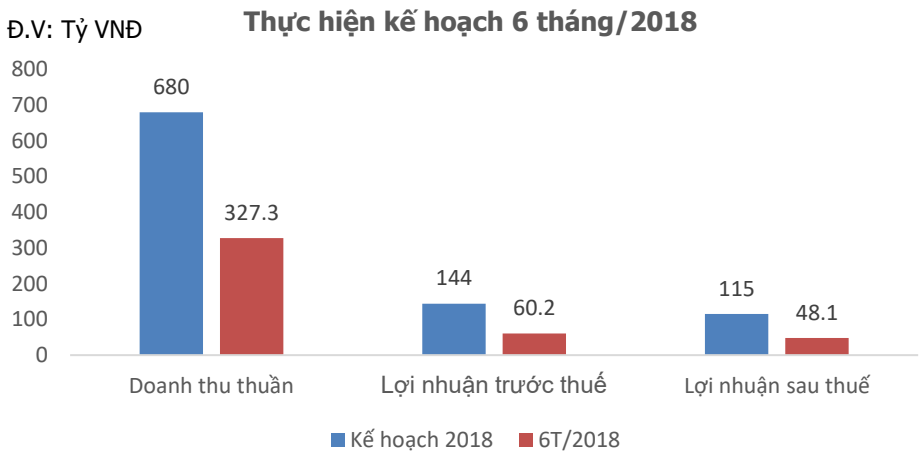


(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

Lũy kế 2 quý đầu năm 2018, doanh thu thuần của C32 đạt 327,3 tỷ đồng, tăng 32% so với cùng kỳ 2017. Lợi nhuận sau thuế lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 48,1 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ 2017.

So với kế hoạch đặt ra cho năm 2018 với doanh thu thuần 680 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 115 tỷ đồng, trong nửa đầu năm công ty mới đạt 48% kế hoạch doanh thu và 42% kế hoạch lợi nhuận sau thuế. Tuy nhiên, do đặc thù ngành xây lắp cơ bản và vật liệu xây dựng tập trung doanh thu vào các tháng cuối năm, do vậy chúng tôi dự báo C32 sẽ hoàn thành kế hoạch năm 2018.



(Nguồn: C32, VNCS tổng hợp)

Chúng tôi tiến hành thu thập dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp cùng ngành xây dựng cơ bản và sản xuất vật liệu xây dựng có quy mô vốn điều lệ dưới 500 tỷ đồng hoặc tương đương với C32 để so sánh trung bình P/E và P/B với cổ phiếu C32, trên cơ sở kết quả kinh doanh 4 quý gần nhất và thị giá cổ phiếu tại ngày 29/8/2018:

TT	Mã	Tên doanh nghiệp	Sàn	Vốn hóa (tỷ vnđ)	P/E	P/B
1	KSB	CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương	HOSE	1.520	5,4	1,8
2	DHA	CTCP Hóa An	HOSE	400	6,6	1,2
3	BCE	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương	HOSE	160	7,2	0,5
4	CDC	CTCP Chương Dương	HOSE	265	6,6	1,0
5	CVT	CTCP CVT	HOSE	968	5,5	1,7
6	NNC	CTCP Đá Núi Nhỏ	HOSE	1.275	6,9	2,4
7	THG	CTCP Đầu tư và Xây dựng Tiền Giang	HOSE	370	4,1	1,0
8	VIT	CTCP Viglacera Tiên Sơn	HNX	180	5,6	0,8
		Trung bình theo tỷ trọng vốn hóa			**5.93**	**1.70**

(Nguồn: Fiinpro, VNCS tổng hợp và tính toán)

Với EPS 4 quý gần nhất đạt 6.500 đồng, cổ phiếu C32 đang được giao dịch tại mức P/E 4 lần và P/B 0,85 lần, thấp hơn 30% và 50% tương ứng so với các mức P/E và P/B trung bình của các cổ phiếu cùng ngành.

Căn cứ trên thực tế hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2018 và tính chất mùa vụ của ngành xây dựng cơ bản, dự phóng của chúng tôi cho năm 2018, doanh thu thuần của C32 sẽ đạt kế hoạch 680 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 115 tỷ đồng – đạt kế hoạch lợi nhuận đề ra. EPS dự phóng năm 2018 của C32 đạt khoảng 7.500 đồng/cp. Kết hợp với phương pháp so sánh P/E và P/B, chúng tôi dự báo giá cổ phiếu C32 sẽ đạt khoảng 35.000 đồng/cp trong khoảng 6 tháng – 9 tháng tới, ứng với mức P/E khoảng 5 lần. Thị giá cổ phiếu C32 hiện đang thấp hơn khoảng 25% so với mức giá dự phóng của chúng tôi, do vậy chúng tôi khuyến nghị Mua với cổ phiếu C32 cho đầu tư trung và dài hạn.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

Tỷ VNĐ	2013	2014	2015	2016	2017
TÀI SẢN NGẮN HẠN	237.45	281.71	346.33	373.71	393.97
Tiền và tương đương tiền	38.12	9.86	21.86	26.70	51.15
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	34.80	60.00	89.11	150.92	96.65
Các khoản phải thu	85.69	135.86	178.94	138.02	163.09
Hàng tồn kho, ròng	65.85	60.94	56.42	58.08	82.13
TÀI SẢN DÀI HẠN	92.67	91.65	99.17	179.19	353.69
Tài sản cố định	91.17	86.74	89.35	97.64	160.94
Đầu tư dài hạn	0.20	0.20	0.20	0.20	119.43
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	330.12	373.37	445.50	552.90	747.66
NỢ PHẢI TRẢ	110.13	113.12	119.81	172.63	307.67
Nợ ngắn hạn	110.13	113.12	119.81	159.03	267.68
Nợ dài hạn	0.00	0.00	0.00	13.60	39.99
VỐN CHỦ SỞ HỮU	219.99	260.25	325.69	380.28	439.99
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	330.12	373.37	445.50	552.90	747.66

Bảng kết quả kinh doanh

Tỷ VNĐ	2013	2014	2015	2016	2017
Tổng doanh thu	427.55	453.77	557.43	520.28	560.10
Các khoản giảm trừ	-0.02	-0.11	-0.02	-0.01	-0.36
Doanh thu thuần	427.53	453.66	557.41	520.27	559.75
Giá vốn hàng bán	313.66	343.57	413.00	382.48	418.74
Lãi gộp	113.88	110.09	144.41	137.79	141.01
Thu nhập tài chính	3.14	4.47	4.99	10.46	11.75
Chi phí tài chính	-3.12	-0.59	-0.33	-2.43	-6.53
Trong đó: Chi phí lãi vay	-3.12	-0.59	-0.33	-2.41	-6.51
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Chi phí bán hàng	5.07	8.82	8.91	16.26	15.35
Chi phí quản lý doanh nghiệp	13.65	13.04	15.43	16.67	17.23
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	95.17	92.12	124.74	112.89	113.65
Thu nhập khác	1.06	1.09	3.01	4.19	1.16
Chi phí khác	-7.08	-0.67	-0.29	-0.54	-0.14
Thu nhập khác, ròng	-6.02	0.43	2.72	3.65	1.02
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	89.15	92.55	127.46	116.54	114.68
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-22.53	-20.74	-29.28	-23.21	-23.02
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	0.00	0.00	3.11	0.00	0.00
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-22.53	-20.74	-26.17	-23.21	-23.02
Lãi thuần sau thuế	66.62	71.80	101.29	93.33	91.65
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	66.62	71.80	101.29	93.33	91.65
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi trên cổ phiếu pha loãng	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

(Nguồn: Fiinpro)

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	Đơn vị	2013	2014	2015	2016	2017
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	11.20	11.20	11.20	11.20	13.66
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	11.20	11.20	11.20	11.20	13.66
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	19,642.00	23,237.00	29,079.00	33,953.00	32,201.00
Doanh số/CP	VNĐ	38,173.00	40,505.00	49,769.00	46,453.00	40,965.00
EPS cơ bản	VNĐ	5,948.00	6,411.00	7,985.00	7,916.00	6,372.00
Hệ số beta		0.00	0.00	0.00	0.00	0.62
Tiềm lực tài chính						
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0.66	0.62	0.21	0.34	0.19
Tỷ suất thanh toán nhanh		1.44	1.82	1.70	1.21	0.80
Tỷ suất thanh toán hiện thời		2.16	2.49	2.89	2.35	1.47
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0.00	0.00	0.00	0.04	0.09
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0.00	0.00	0.00	0.02	0.05
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH		0.13	0.06	0.04	0.16	0.42
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.08	0.04	0.03	0.11	0.25
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		0.50	0.43	0.37	0.42	0.61
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.33	0.30	0.27	0.29	0.36
Tổng công nợ/Vốn CSH		0.50	0.43	0.37	0.45	0.70
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0.33	0.30	0.27	0.31	0.41
Tài chính hiện nay						
EBIT	Tỷ VNĐ	95.15	88.24	120.07	104.86	108.43
EBITDA	Tỷ VNĐ	106.07	97.17	128.40	114.70	122.21
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	26.64%	24.27%	25.91%	26.48%	25.19%
Tỷ suất EBITDA	%	24.81%	21.42%	23.04%	22.05%	21.83%
Tỷ suất EBIT	%	22.26%	19.45%	21.54%	20.16%	19.37%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	20.85%	20.40%	22.87%	22.40%	20.49%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	22.26%	20.31%	22.38%	21.70%	20.30%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	15.58%	15.83%	18.17%	17.94%	16.37%
Hệ số quay vòng tài sản		1.37	1.29	1.36	1.04	0.86
Hệ số quay vòng vốn CSH		2.12	1.89	1.90	1.47	1.36
Hiệu quả quản lý						
ROE%	%	33.04%	29.90%	34.57%	26.44%	22.35%
ROA%	%	21.40%	20.41%	24.74%	18.70%	14.09%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		6.24	4.22	3.82	4.70	9.18
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	59.00	86.00	96.00	78.00	40.00
Hệ số quay vòng HTK		4.94	5.40	7.01	6.66	5.96
Doanh số tính trên đầu người	Triệu VNĐ	1,071.52	1,136.99	1,397.01	1,303.93	1,402.87
Cổ tức						
Tỷ suất cổ tức	%	9.23%	9.23%	9.23%	9.23%	9.23%

Hệ số thanh toán cổ tức		0.40	0.37	0.30	0.30	0.38
Định giá						
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	291.20	291.20	291.20	291.20	355.26
P/E		4.37	4.06	3.26	3.28	4.08
P/E pha loãng		4.37	4.06	2.87	3.12	3.88
P/B		1.32	1.12	0.89	0.77	0.81
P/S		0.68	0.64	0.52	0.56	0.63

(Nguồn: Fiinpro)

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS: vncs.research@vn-cs.com

Người thực hiện: Nguyễn Đức Minh
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
Email: minhnd@vn-cs.com

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS

Đỗ Bảo Ngọc
Phó Tổng giám đốc & Giám đốc trung tâm nghiên cứu
Email: ngocdb@vn-cs.com

Bộ phận Phân tích Nghành và Doanh nghiệp

Nguyễn Đức Minh
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
Email: minhnd@vn-cs.com

Trần Vũ Phương Liên
Chuyên viên phân tích
Email: lientvp@vn-cs.com

Vũ Thùy Dương
Chuyên viên phân tích
Email: duongvt@vn-cs.com

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
Email: khanglc@vn-cs.com

Đỗ Thị Hường
Trợ lý Phân tích
Email: huongdt@vn-cs.com

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2018 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VNCS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VNCS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VNCS.

TRỤ SỞ VNCS

Tầng 3 Grand Plaza, số 117 Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội
ĐT: + 84 24 3926 0099
Webiste: www.vn-cs.com