

**C47 – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

(ngày 10/04/2016)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	11,700
KLGD TB 10 ngày	41,449
Vốn hoá (tỷ đồng)	144
Số lượng CPLH	12,000,000
% sở hữu nước ngoài	0.66%

**Chuyên viên phân tích**

**Hải Nam**

dhnam@vcbs.com.vn

**Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS**

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**

<VCBS><go>

**C47: ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN**

- C47 là một trong những doanh nghiệp có năng lực xây dựng các công trình thủy điện khá tốt và đang dần được nâng cao qua các năm. Năm 2015, C47 ghi nhận DTT đạt 1523,6 tỷ đồng (+50,8% yoy, 127% KH) và LNST đạt 25.6 tỷ đồng (-16,9%, 80% KH).
- Triển vọng ngắn hạn đến từ việc phát hành cổ phiếu thành công trong năm 2016 sẽ đem lại 90 tỷ đồng tiền mặt cho công ty, qua đó giúp giảm bớt chi phí lãi vay hàng năm khoảng 9,2 tỷ đồng nên số tiền trên được dùng cho việc trả nợ vay dài hạn.
- Mảng kinh doanh khách sạn còn dư địa tăng trưởng rất lớn dựa trên (1) lượt du khách thăm quan Quy Nhơn được dự báo sẽ duy trì tăng trưởng tại tỷ lệ CAGR 25% trong giai đoạn 2016-2020 và (2) tỷ lệ sử dụng phòng tại khách sạn Hải Âu ở mức trung bình 60-65%.
- Tuy nhiên**, các thách thức đối với C47 bao gồm (1) quy mô vốn điều lệ còn nhỏ cộng với việc các dự án nhà nước rất chậm trong việc thanh toán công trình nên nguồn vốn kinh doanh lệ thuộc vào vốn vay và (2) số lượng các công trình thủy điện trong nước theo quy hoạch không còn nhiều; trong khi các dự án thủy lợi và điều tiết thoát nước chưa có quy hoạch cụ thể nên dư địa tăng trưởng dài hạn của C47 (2018 trở đi) không rõ ràng.
- Năm 2016, giả định việc phát hành cổ phiếu thành công, VCBS ước tính doanh thu C47 đạt mức 1.521 tỷ đồng (-0,2% yoy) và LNST đạt 39.1 tỷ đồng (+52,7% yoy, 88% KH), tương đương với EPS forward pha loãng đạt khoảng 1.954 đồng. Tại mức giá 11.500 đồng/cổ phiếu, chỉ tiêu P/E forward ở mức 5,9 lần và P/B forward đạt 0.64 lần, rất hấp dẫn với một cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng ngắn hạn. Vì vậy, VCBS khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu C47.

Chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015
DTT (tỷ đồng)	1426.7	1010	1523.6
LNST (tỷ đồng)	21.6	30.8	25.6
VCSH (tỷ đồng)	160	189	221.7
Nợ/TTS (%)	90.5%	89.7%	88.5%
TSLN gộp (%)	11.5%	17.3%	12%
ROA – TTM (%)	1.1%	1.4%	1.1%
ROE – TTM (%)	13.5%	16.3%	11.5%
EPS - TTM (đồng)	2.699	3.687	2.171
BVPS (đồng)	20.000	19.697	18.475

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

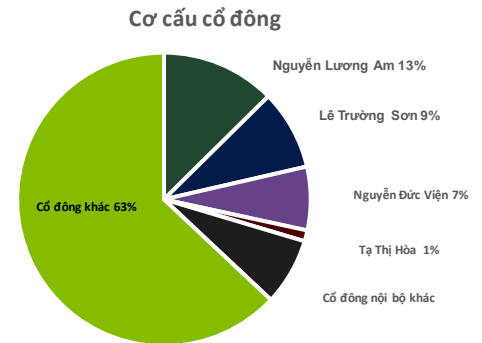
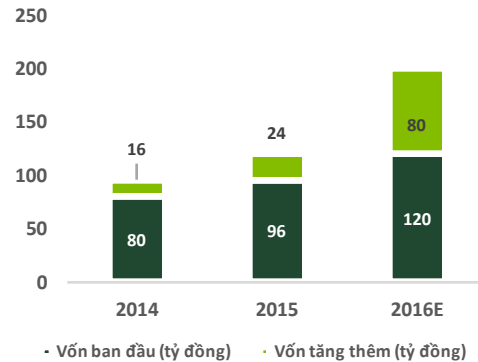
### Lịch sử hình thành

Công ty Cổ phần Xây dựng 47 tiền thân là Công ty Xây dựng Thủy lợi 7 được thành lập theo Quyết định của Bộ trưởng Bộ Thủy lợi. Công ty tiến hành cổ phần hóa trong tháng 12.2004 và chính thức niêm yết trên sàn HSX trong năm 2011 với mức vốn điều lệ 80 tỷ đồng.

### Lĩnh vực hoạt động

Hoạt động cốt lõi của C47 là xây dựng các công trình thủy lợi và thủy điện. Ngoài ra, công ty còn kinh doanh trong lĩnh vực du lịch chủ yếu thông qua việc điều hành khách sạn Hải Âu.

### Cơ cấu cổ đông



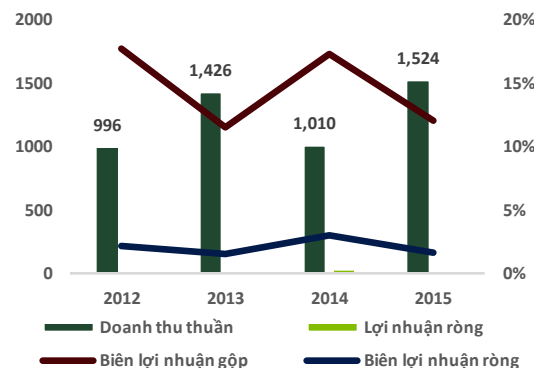
Nguồn: C47, VCBS tổng hợp

**Kể từ khi niêm yết**, C47 mới một lần tăng vốn bằng hình thức phát hành thêm cổ phiếu vào năm 2015. Tổng số cổ phiếu phát hành thêm là 2,4 triệu cổ phiếu; trong đó 960 nghìn cổ phiếu được chào bán cho cổ đông hiện hữu tại mệnh giá, 400 nghìn cổ phiếu dưới hình thức ESOP với 113,8 nghìn cổ phiếu phân phối cho nhà đầu tư ngoài doanh nghiệp tại mức giá 11.000 đồng/cổ phiếu; và 1,04 triệu cổ phiếu bán cho hai cổ đông chiến lược tại mức giá 16.000 đồng/cổ phiếu.

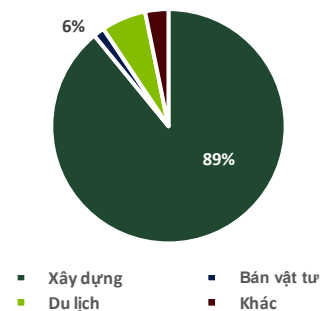
**Cơ cấu cổ đông của C47 khá phân tán**, trong đó nội bộ doanh nghiệp nắm giữ khoảng 40%, phần còn lại thuộc về các cổ đông cá nhân khác. Tỷ lệ sở hữu của khối ngoại không đáng kể, chỉ đạt mức 0,66%.

## PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

### Doanh thu



### Cơ cấu doanh thu 2015



Nguồn: C47, VCBS tổng hợp

Ký mới năm 2015 1.730

DT 2015 1.524

Back-log revenue 2016-2018 3.264

Năm 2015, C47 ghi nhận DTT đạt 1523,6 tỷ đồng (+50,8% yoy, 127% KH) và LNST đạt 25.6 tỷ đồng (-16,9%, 80% KH).

Đơn vị: tỷ đồng

Lợi nhuận suy giảm 16,9% so với cùng kỳ do (1) đầu năm 2015, công ty con Nhà máy thủy điện Văn

Phong (C47 sở hữu 59,81%) đi vào hoạt động nhưng bị lỗ hơn 3 tỷ đồng và (2) một số hạng mục thi công dự án Thủy điện Sông Bung 2 không đạt lợi nhuận như dự toán.

## Mảng xây dựng công trình thủy điện

Mảng xây dựng công trình thủy điện là hoạt động cốt lõi của công ty, chiếm tỷ trọng trên 90% vào doanh thu thuần và 80% lợi nhuận gộp hàng năm của C47.

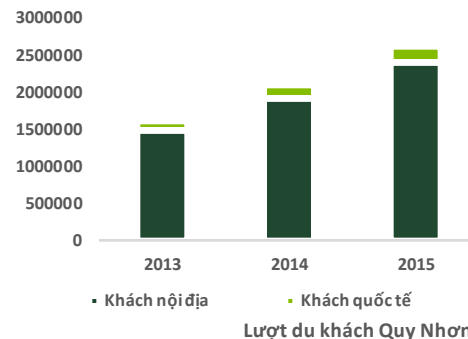
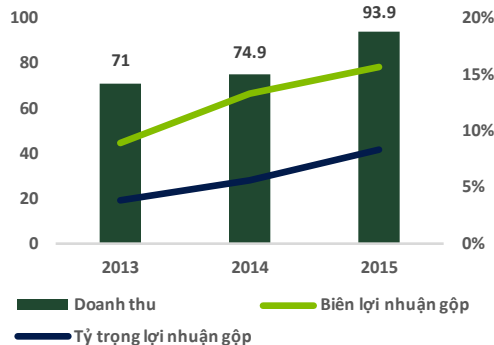
Hạng mục thi công	Chủ đầu tư	Giá trị (tỷ đồng)	Thời gian thi công	Doanh thu 2016 (E)
Thi công hầm dẫn nước thượng lưu đoạn KM0-KM5	VSH	271,2	2015-2016	67
Thi công hầm dẫn nước hạ lưu đoạn KM0-KM13	VSH	1.100	2016-2018	N/A
Xây dựng mở rộng nhà máy Thủy điện Đa Nhim	EVN	713,3	2015-2017	N/A
Xây dựng nhà máy Thủy điện Trung Sơn	EVN	3.000	2012-2017	1.185
Gia cố mái đào, lắp đặt cửa van, làm đường VH2 thuộc nhà máy Thủy điện Trung Sơn	EVN	69,4	2015-2016	69,4
Hầm mũi nhà máy Thủy điện sông Bung 2	EVN	31	2015-2016	31
Công trình Thủy lợi Tân Mỹ	BQL ĐT & XD Thủy Lợi 7	1.824	2016-2020	N/A
Công trình Thủy lợi Nước Trong	BQL ĐT & XD Thủy Lợi 6	107	2015-2016	107
Phụ lục nhà máy Thủy điện A Roàng	BQL CTy Lưới điện cao thế miền Trung	4.16	2015-2016	4.16
Công trình nhà máy Đăk Pring	EVN	17	2016	17

*Nguồn: C47, VCBS tổng hợp*

Một số dự án nổi bật gồm có:

- Hạng mục thi công cửa lấy nước và hầm TBM của dự án Thượng Kon Tum (tổng giá trị trên 1.300 tỷ đồng) do CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (VSH) làm chủ đầu tư. Công trình gồm 2 hầm dẫn nước thượng lưu (5 km) và hạ lưu (13 km) do nhà thầu Hoa Đông (Trung Quốc) thi công từ năm 2011 nhưng thất bại. Từ giữa năm 2015, liên doanh C47-Robbins thay nhà thầu Hoa Đông tiếp quản công trình. Đến thời điểm hiện tại, C47 đã gần hoàn tất hầm thượng lưu, chỉ còn 1 km. Hầm hạ lưu (còn 10 km) do Robbins đảm nhận nhưng cũng sẽ sớm bàn giao lại cho C47 thi công.
- Công trình nhà máy thủy điện Trung Sơn (3.000 tỷ đồng) đã được C47 thi công xây dựng từ năm 2012 với doanh thu lũy kế đạt 2.137 tỷ đồng. Dự kiến công trình sẽ hoàn tất trong Q2.2017, doanh thu chuyển tiếp (back-log) đạt hơn 1.200 tỷ đồng.
- Lắp đặt thêm 1 ống dẫn nước cho nhà máy Thủy điện Đa Nhim (713,3 tỷ đồng). Công trình được đại diện C47 đánh giá là khó thi công nên nhiều khả năng biên lợi nhuận không hấp dẫn.
- Công trình thủy lợi Tân Mỹ (1.824 tỷ đồng) được quy hoạch làm hồ thủy điện tích năng vốn là công trình thế mạnh của C47 nên dự kiến sẽ hoàn tất theo tiến độ.

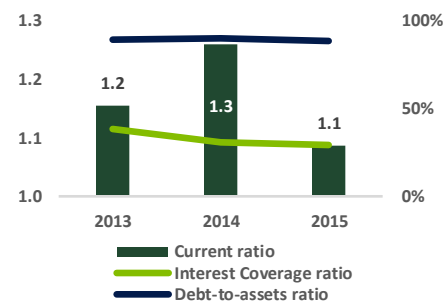
## Mảng dịch vụ du lịch



Mảng kinh doanh khách sạn là hoạt động truyền thống của C47, hiện đang tăng trưởng rất tốt với hiệu quả kinh doanh dần được cải thiện. Năm 2015, doanh thu từ khách sạn Hải Âu đạt 93,9 tỷ đồng (+25,4% yoy), biên lợi nhuận gộp đạt mức cao nhất 15,7%, nâng tỷ trọng mảng dịch vụ trong lợi nhuận gộp lên gần 10%.

## Sức khỏe tài chính

Current ratio	C47	S55	SD5	Quick ratio	C47	S55	SD5
2012	1.0	1.5	1.1	2012	0.8	1.3	0.6
2013	1.3	1.4	1.0	2013	0.4	1.2	0.4
2014	1.2	1.5	1.0	2014	0.4	1.3	0.4
Long-term debt to Assets				Debt to Assets			
2012	0.23	0.07	0.17	2012	0.89	0.64	0.75
2013	0.33	0.05	0.16	2013	0.9	0.7	0.81
2014	0.3	0.02	0.13	2014	0.9	0.58	0.73



Nguồn: C47, VCBS tổng hợp

Hiện tại, các chỉ số sức khỏe tài chính của C47 không tích cực, thể hiện qua (1) chỉ số thanh khoản chỉ ở mức 1,1 lần; trong đó đa phần các tài sản ngắn hạn có tính thanh khoản kém (phải thu khách hàng 366,2 tỷ đồng và hàng tồn kho 903,9 tỷ đồng chiếm 85% tài sản ngắn hạn) được tài trợ bởi các khoản vay ngắn hạn (739,3 tỷ đồng tại lãi suất bình quân 8,5%/năm và phải trả người bán 426,3 tỷ đồng) và (2) hệ số nợ trên tài sản ở mức cao 88,5%.

Tuy nhiên, qua trao đổi với doanh nghiệp, giá trị sổ sách của tài sản chưa phản ánh đúng giá trị thực tế vì C47 sử dụng phương pháp khấu hao nhanh. Giá trị tài sản khấu hao hết nhưng còn sử dụng đạt trên 120 tỷ đồng. Ngoài ra, khoản vay dài hạn 650 tỷ đồng thực chất chỉ có 400 tỷ đồng là vay ngân hàng chịu lãi suất bình quân 10,5-11%/năm, còn 250 tỷ đồng là khoản ứng trước từ BQL nhà máy Thủy điện Trung Sơn nên không chịu lãi suất. Vì vậy, hệ số nợ/tài sản thực tế được VCBS điều chỉnh giảm xuống còn 46,1%, thấp hơn mức bình quân trong ngành xây dựng công trình.

Các khoản phải thu của C47 đa phần đến từ các công trình có chủ đầu tư thuộc nhà nước nên sẽ không phát sinh rủi ro tín dụng. Tuy vậy, các công ty nhà nước thường chậm chạp trong việc nghiệm thu công trình và trả tiền nên C47 phải sử dụng nguồn vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động, khiến chi phí lãi vay hàng năm luôn rất cao, đạt khoảng trên 100 tỷ đồng (chiếm 50-60% lãi gộp)

## KẾ HOẠCH TĂNG VỐN 2016

C47 có kế hoạch phát hành 8 triệu cổ phiếu để tăng vốn điều lệ từ 120 tỷ đồng lên 200 tỷ đồng và đã được đại hội đồng cổ đông bất thường thông qua vào đầu tháng 1.2016. Trong đó:

1. Phát hành 3.000.000 (ba triệu) cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 4:1 tại mệnh giá (10.000 đồng/cổ phiếu). Số lượng cổ phiếu phát hành cho cổ đông hiện hữu không bị hạn chế chuyển nhượng
2. Phát hành 5.000.000 (năm triệu) cổ phiếu cho cổ đông chiến lược tại giá không thấp hơn 12.000 đồng/cổ phiếu. Số cổ phiếu phát hành cho cổ đông chiến lược cũng sẽ không bị hạn chế chuyển nhượng

Tổng số tiền thu được từ việc phát hành cổ phiếu (gần 90 tỷ đồng) sẽ được bổ sung vào nguồn vốn kinh doanh.

## DỰ PHÓNG KQKD 2016

### Kế hoạch của C47

Chỉ tiêu	Năm 2016	Năm 2017	Năm 2018
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	1.202	1.318	1.364
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	55	56	86
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	44	45	69
Cổ tức	10%	10%	10%

### Dự phóng KQKD 2016 sử dụng giả định phát hành cổ phiếu thành công

	2015	2016	% yoy
<b>Doanh số thuần</b>	<b>1523.6</b>	<b>1.521</b>	<b>-0.2%</b>
Giá vốn hàng bán	-1340.6	-1332.4	
<b>Lãi gộp</b>	<b>182.9</b>	<b>190.1</b>	<b>+3.1%</b>
Thu nhập tài chính	5.1	5.1	0%
Chi phí tài chính	-111.9	-102.4	-9.5%
Chi phí tiền lãi	-105.8	-96.8	
Chi phí bán hàng	0	0	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-47.0	-46.9	-0.2%
<b>Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>29.1</b>	<b>45.1</b>	<b>+57.7%</b>
Thu nhập khác, ròng	2.2	2.2	
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>31.3</b>	<b>48.1</b>	<b>+53.6%</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-6.3	-9.6	
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>25</b>	<b>38.5</b>	<b>+54.1%</b>
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-0.6	-0.6	
<b>Lợi ích cổ đông mẹ</b>	<b>25.6</b>	<b>39.1</b>	<b>+52.7%</b>

Ước tính năm 2016, C47 ghi nhận DT đạt 1.521 tỷ đồng (-0.2% yoy) và LNST đạt 39.1 tỷ đồng (+52,7%

yoy), tương đương với EPS forward đạt 1.954 đồng.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### MUA

Điểm mạnh của C47 là công ty có năng lực thi công các công trình thủy điện rất tốt và dần được cải thiện theo thời gian nên VCBS cho rằng các chỉ tiêu về tỷ suất lợi nhuận sẽ thể hiện xu hướng tăng trong giai đoạn 2017-2018. Triển vọng ngắn hạn đến từ việc phát hành cổ phiếu thành công trong năm 2016 sẽ đem lại 90 tỷ đồng tiền mặt cho công ty, qua đó giúp giảm bớt chi phí lãi vay hàng năm khoảng 9,2 tỷ đồng nên số tiền trên được dùng cho việc trả nợ vay dài hạn.

Ngoài ra, mảng kinh doanh khách sạn còn dư địa tăng trưởng rất lớn dựa trên (1) lượt du khách thăm quan Quy Nhơn được dự báo sẽ duy trì tăng trưởng tại tỷ lệ CAGR 25% trong giai đoạn 2016-2020 và (2) tỷ lệ sử dụng phòng tại khách sạn Hải Âu ở mức trung bình 60-65%. Vì vậy, mảng dịch vụ này sẽ đóng góp 8-10 tỷ đồng lợi nhuận hàng năm của C47, chiếm tỷ trọng 26% lợi nhuận thuần.

**Tuy nhiên**, các thách thức đối với C47 bao gồm (1) quy mô vốn điều lệ còn nhỏ cộng với việc các dự án nhà nước rất chậm trong việc thanh toán công trình nên nguồn vốn kinh doanh lệ thuộc vào vốn vay và (2) số lượng các công trình thủy điện trong nước theo quy hoạch không còn nhiều; trong khi các dự án thủy lợi và điều tiết thoát nước chưa có quy hoạch cụ thể nên dư địa tăng trưởng dài hạn của C47 (2018 trở đi) không rõ ràng.

Năm 2016, giả định việc phát hành cổ phiếu thành công, VCBS ước tính doanh thu C47 đạt mức **1.521 tỷ đồng (-0,2% yoy)** và **LNST đạt 39.1 tỷ đồng (+52,7% yoy, 88% KH)**, tương đương với **EPS forward pha loãng đạt khoảng 1.954 đồng**. Tại mức giá **11.500 đồng/cổ phiếu**, chỉ tiêu **P/E forward** ở mức **5,9 lần** và **P/B forward đạt 0.64 lần**, rất hấp dẫn với một cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng ngắn hạn. Vì vậy, VCBS khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu C47.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Anh Tuấn, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

**Đỗ Hải Nam**

Chuyên viên Phân tích

dhnam@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm

**Trụ sở chính Hà Nội**

Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106

**Chi nhánh Đà Nẵng**

Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng

ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802

**Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng**

Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8)-54136573

**Phòng Giao dịch Giảng Võ**

Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội

ĐT: (+84-4) 3726 5551

**Văn phòng Đại diện Cần Thơ**

Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ

ĐT: (84-710) -3750888

**Văn phòng Đại diện An Giang**

Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang

ĐT: (84-76) -3949843

**Văn phòng Đại diện Đồng Nai**

F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai

ĐT: (84-61)-3918815

**Văn phòng đại diện Vũng Tàu**

Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu

ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78

**Văn phòng đại diện Hải Phòng**

Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

ĐT: (+84-31) 382 1630

**Văn phòng đại diện Bình Dương**

314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương

ĐT: (+84-650) 385 5771