

Ngành Bất Động sản

Báo cáo thăm doanh nghiệp

Tháng 7, 2017

Mã giao dịch: CEE

Reuters: CEE.HM

Bloomberg: CEE VN

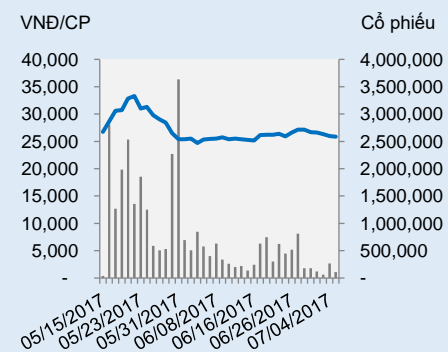
Triển vọng lạc quan trong dài hạn, suất cổ tức 2017 hấp dẫn

Khuyến nghị	N/a
Giá kỳ vọng (VND)	N/a
Giá thị trường (05/7/2017)	25.850
Lợi nhuận kỳ vọng	N/a

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	N/a
Vốn hóa	1.073 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	41.500.000
KLGD bình quân 10 ngày	331.416
% sở hữu nước ngoài	0,16%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.100
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,1%
Beta	N/a

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CEE	N/a	1,4%	N/a	N/a
VN-Index	15,8%	3,8%	6,4%	14,0%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 8) 3914 6888 ext 252

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lấy xây dựng hạ tầng làm nền tảng, tập trung phát triển năng lực mảng xây lắp dân dụng chuẩn bị cho dự án từ CII. Tiền thân là công ty công trình giao thông 565, từ năm 2007 – 2009, CII tham gia và tăng vốn điều lệ cho CEE để phát triển thành công ty xây lắp trong lĩnh vực hạ tầng nhằm đảm nhận các công trình mà CII triển khai. Hiện tại, CEE có vốn điều lệ 410 tỷ với 4 công ty con trực thuộc 100%, hoạt động trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng, dân dụng, cung cấp và thương mại vật liệu xây dựng, sản xuất cung cấp thiết bị chiếu sáng. Định hướng của CEE vẫn tập trung vào hoạt động xây lắp với nền tảng là các công trình xây dựng hạ tầng. Công ty đang chuẩn bị thi công nhiều công trình như Mở rộng Xa lộ Hà Nội, các tuyến đường ở Thủ Thiêm, mở rộng QL13, cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, cầu Rạch Miễu... với tổng giá trị hợp đồng là **2.814 tỷ**. Bên cạnh xây dựng hạ tầng, CEE đang tập trung đầu tư nhân sự, thiết bị để tăng năng lực thi công đối với công trình dân dụng. Mục tiêu nhằm chuẩn bị cho các dự án bất động sản mà CII & công ty trong hệ thống sẽ triển khai trong thời gian tới. Giá trị hợp đồng xây lắp đối với quỹ đất CII ở Thủ Thiêm dự kiến khoảng **3.000 tỷ**. Đây là động lực cho sự tăng trưởng của CEE trong những năm tới khi mà mảng xây lắp hạ tầng luôn có tiến độ triển khai chậm hơn so với dự kiến. Tính đến hiện tại, CEE có đội ngũ kỹ sư hơn 40 người và đang triển khai giai đoạn 1 – Thủ Thiêm Lakeview. Sắp tới, công ty dự kiến có thể đảm nhận thi công phần thô cho dự án 152 Điện Biên Phủ - dự án CII chủ đầu tư – có quy mô 2 block với 27 tầng.

Hợp đồng thi công đến từ CII chiếm gần 100% nguồn công việc vừa là rủi ro mà cũng là cơ hội cho CEE. Theo bảng cáo bạch niên yết, các dự án mà CEE đang và chuẩn bị thi công chủ yếu đến từ CII, các công ty trong hệ thống và liên doanh BOT có góp vốn của CII. Các dự án này sẽ đóng góp chủ yếu vào doanh thu của CEE trong năm 2017. Đánh giá khách quan, BVSC cho rằng đây cũng là rủi ro đối với hoạt động của CEE. Kết quả kinh doanh 2016 giảm 30% doanh thu và 41% lợi nhuận cho thấy điều đó, nguyên nhân, là do các dự án triển khai từ CII chậm tiến độ trong khi Công ty không có nguồn việc từ bên ngoài. Tuy nhiên, một cách chủ quan, chúng tôi cho rằng việc phụ thuộc vào CII là điều khó tránh khỏi khi mà: (1) CII là công ty mẹ sở hữu 51% của CEE; (2) CEE mới bắt đầu tham gia mảng xây lắp hạ tầng từ 2014 nên hồ sơ năng lực vẫn chưa thể cạnh tranh với đơn vị khác. Một góc nhìn khác lạc quan hơn, việc CEE được nhận thi công các dự án từ CII sẽ giúp gia tăng nhanh năng lực thi công để có thể tham gia công trình từ chủ đầu tư khác. Bên cạnh đó, nguồn công việc từ CII sẽ rất lớn khi mà xu hướng PPP trong đầu tư hạ tầng sẽ tiếp tục phát triển, đặc biệt, các dự án bất động sản ở KĐT Thủ Thiêm sẽ được CII đẩy mạnh trong những năm tới. Định hướng tương lai, công trình từ CII chiếm 80% và công trình từ CDT khác chiếm 20% giá trị hợp đồng.

Cập nhật các dự án lớn sẽ thi công từ 2017 – 2020

Tính đến 31.12.2016, giá trị hợp đồng đã ký có tổng giá trị 1.300 tỷ đồng, chủ yếu là gói thi công thuộc dự án mở rộng xa lộ Hà Nội và dự án hạ tầng khu đô thị Thủ Thiêm. Hai dự án này cũng đi vào giai đoạn cuối nên sẽ đóng góp vào doanh thu 2017 và một phần nhỏ trong 2018. Hiện tại, CEE đang có những dự án tiềm năng khác chuẩn bị cho năm 2018 như cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, cầu Rạch Miểu, cao ốc 152 Điện Biên Phủ... với tổng giá trị là 2.638 tỷ đồng. Bên cạnh các dự án hạ tầng, như đã đề cập, các dự án bất động sản của CII & công ty liên quan sẽ là động lực tăng trưởng mới cho CEE trong 2018 – 2020. Vấn đề đối với CEE hiện tại là gia tăng năng lực thi công, đội ngũ nhân sự, tài chính để có thể đảm nhận các dự án mà CII phát triển. Như vậy, nguồn công việc tiềm năng mà CEE có thể nhận được trong thời gian tới vẫn còn rất nhiều, do đó, chúng tôi đánh giá tốt về câu chuyện dài hạn đối với CEE.

Dự án	Giá trị xây lắp (tỷ đồng)	Chủ đầu tư	Ghi chú
Dự án đã ký HD thi công tính đến 31.12.2016	1.300	Phần lớn từ nhóm công ty thuộc CII	
Dự án sẽ ký hợp đồng 2017 - 2018			
- Cầu Rạch Miểu – QL60	538	BOT Cầu Rạch Miểu	Đang thi công mở rộng QL60
- Gói từ án mở rộng UVK từ Vòng xoay đến Tân Cảng	500	CII	Đang trong giai đoạn đền bù, giải tỏa.
- Xây dựng thô cao ốc 152 Điện Biên Phủ	300	CII	Đóng góp doanh thu năm 2018
- Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận	1.300	BOT Trung Lương - Mỹ Thuận	Dự kiến khởi công Q4.2017
Các dự án bất động sản của CII & NBB	3.000	CII và đối tác	Tổng giá trị xây lắp tạm ước cho các lô đất ở Thủ Thiêm.
Dự án đường trên cao của CII	6.000	Liên doanh CII và đối tác	Đang trong giai đoạn lên phương án đền bù, giá trị xây lắp khoảng 6.000 tỷ. Chưa ký hợp đồng thi công

Kết quả kinh doanh 2016 sụt giảm do nhiều công trình chậm tiến độ, kỳ vọng cải thiện trong hoạt động năm 2017. Hoạt động kinh doanh 2016 của CEE giảm so với thực hiện 2015. Nguyên nhân, năm 2015, doanh thu ghi nhận ở mức cao do sự đóng góp của dự án cầu Sài Gòn 2. Trong khi đó, năm 2016, tiến độ dự án trọng điểm Trung Lương – Mỹ Thuận trì hoãn, các gói thuộc dự án song hành XLHN chậm triển khai do vướng công tác đền bù.

Kết quả là, doanh thu giảm 30% và LNST giảm 40% yoy. Mặc dù, doanh thu sụt giảm nhưng biên lợi nhuận vẫn duy trì ổn định 12% với biên gộp và giảm nhẹ 1% với biên lợi nhuận ròng.

Kết quả kinh doanh	2015	2016	2017KH
Doanh thu	1.178	828	1.410 (*)
Lợi nhuận gộp	143	95	-
Biên gộp	12%	11.5%	
LNTT	116	69	-
LNST	92	55	102
Biên ròng	7.8%	6.6%	7.2%
ESP	2.243	1.341	2.487

(*) loại trừ doanh thu nội bộ từ vật liệu xây dựng.

Về năm 2017, công ty đặt kế hoạch doanh thu 1.410 tỷ, tăng 70% yoy và lợi nhuận sau thuế 102 tỷ, tương ứng tăng 85% yoy. Trong đó, hoạt động xây lắp dự kiến khoảng 1.250 – 1.300 tỷ, phần còn lại từ kinh doanh vật liệu xây dựng & thiết bị chiếu sáng, dịch vụ khác. Doanh thu xây lắp dự kiến ghi nhận từ các gói thầu của dự án XLHN là 370 tỷ, hạ tầng kỹ thuật KĐT Thủ Thiêm 188 tỷ, cầu Rạch Miễu – QL60 167 tỷ, dự án Lakeview GD1 của CII 274 tỷ và còn lại 200 – 250 tỷ từ một số dự án khác. Đánh giá kế hoạch doanh thu, chúng tôi cho rằng CEE vẫn có thể hoàn thành kế hoạch nhưng sẽ khá áp lực khi: (1) dự án Trung Lương – Mỹ Thuận vẫn có khả năng bị trì hoãn sang 2018 – doanh thu dự kiến 2017 là 84 tỷ; (2) các gói mở rộng XLHN sẽ phụ thuộc vào tiến độ giải phóng và bàn giao mặt bằng. Mặc dù vậy, công ty cho biết đã tìm kiếm một số dự án đầu tư hạ tầng quy mô nhỏ để bù đắp phần nào. Trong khi đó, khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận sẽ khả quan hơn khi có lợi nhuận tài chính từ nhận chuyển nhượng Công ty cơ khí điện Lữ Gia (27,5 tỷ đồng trước thuế, ghi nhận trong Q1.2017). Theo đó, EPS dự kiến 2017 của CEE là 2.487 đồng/cp.

IV. Khuyến nghị:

Chúng tôi đánh giá tốt về triển vọng trong dài hạn của CEE. Hoạt động đầu tư hạ tầng theo hình thức PPP dù gặp khó khăn trong ngắn hạn do những kiểm soát chặt hơn của Chính Phủ. Xét dài hạn, phát triển hạ tầng bằng nguồn vốn xã hội hóa vẫn là phương thức phù hợp trong bối cảnh ngân sách chịu nhiều áp lực. Điểm lợi thế của CEE là thi những công trình do CII là chủ đầu tư do đó hạn chế rủi ro trong việc quyết toán, khi mà CII là doanh nghiệp có kinh nghiệm và tiềm lực tài chính dồi dào. Dự kiến từ 2018, khả năng tăng trưởng của CEE sẽ nhanh hơn, kỳ vọng từ sự đóng góp từ hoạt động xây lắp dân dụng. Đánh giá cơ hội trong ngắn hạn, với khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận, EPS forward 2017 là 2.487 đồng/cp, tương đương PE theo giá hiện tại là 10.4x. Cổ tức dự kiến năm 2017 là 21,7% bằng tiền mặt ~ suất cổ tức là 8,1%. Theo đó, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng giá cổ phiếu CEE trong 6 tháng cuối năm chưa thật sự mạnh, tuy nhiên, đây là cơ hội cho nhà đầu tư tích lũy cho mục tiêu trung và dài hạn.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh			
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016
Doanh thu	337	1.178	828
Giá vốn	(301)	(1.035)	(732)
Lợi nhuận gộp	37	143	96
Doanh thu tài chính	12	11	34
Chi phí tài chính	(5)	(17)	(37)
Lợi nhuận sau thuế	24	92	55

Bảng cân đối kế toán			
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016
Tiền & khoản tương đương tiền	166	179	28
Các khoản phải thu ngắn hạn	47	166	235
Hàng tồn kho	145	423	389
Tài sản cố định hữu hình	20	25	24
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	15	16	-
Tổng tài sản	636	1.211	1.304
Nợ ngắn hạn	233	795	828
Nợ dài hạn	-	13	11
Vốn chủ sở hữu	403	403	465
Tổng nguồn vốn	636	1.211	1.304

Chỉ số tài chính			
Chỉ tiêu	2014	2015	2016
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu (%)	N/a	249,2%	-29,7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	N/a	277,6%	-40,5%
Chỉ tiêu sinh lời			
Lợi nhuận gộp biên (%)	10,9%	12,1%	11,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,2%	7,8%	6,6%
ROA (%)	3,8%	10,0%	4,4%
ROE (%)	6,1%	22,9%	12,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	37%	67%	64%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	58%	201%	180%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần			
EPS (đồng/cổ phần)	610	2.304	1.323
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	10.070	10.065	11.205

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường, Dầu khí

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hòa

Hạ tầng, Nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888