

# BÁO CÁO NGẮN- CTCP ĐẦU TƯ XÂY DỰNG 3-2 (C32-HSX)

## Báo cáo chi tiết 14/02/2017

Khuyến nghị	<b>Mua</b>
Giá mục tiêu (VND)	68.000
Tiềm năng tăng giá	48,3%
Cổ tức (VND)	2.400
Lợi suất cổ tức	5,23%

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 14/02/2017

Giá hiện tại (VND)	45.850
Số lượng CP niêm yết	11.200.000
Vốn điều lệ (tỷ VND)	112
Vốn hóa TT(tỷ VND)	516,32
Khoảng giá 52 tuần (VND)	36.000-78.000
% Sở hữu nước ngoài	30,68%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

## Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2014	2015	2016
EPS (vnd)	6.059	8.410	8.677
BVPS (vnd)	22.884	29.079	34.298
Cổ tức (vnd)	2.400	2.400	2.400
ROA (%)	19,2%	21,3%	17,58%
ROE (%)	27,6%	29,2%	25,29%

## Hoạt động kinh doanh chính

C32 là doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng, khai thác và chế biến đá xây dựng và ống cống bê tông. Với nhu cầu tiêu thụ các loại đá xây dựng cả nước dự báo sẽ tăng mạnh trong thời gian tới nhờ vào thị trường bất động sản và hoạt động xây dựng có dấu hiệu khởi sắc trở lại. Đặc biệt, tại thị trường tiêu thụ chính của C32 là các tỉnh miền Đông Nam Bộ, nhu cầu tiêu thụ đá được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 35-40% từ nay đến năm 2020.

Nguồn: MBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

C32 là doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực xây dựng, khai thác và chế biến đá xây dựng và ống cống bê tông, trong đó, lĩnh vực khai thác và chế biến đá xây dựng đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh những năm gần đây. Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ các loại đá xây dựng cả nước dự báo sẽ tăng mạnh trong thời gian tới khi thị trường bất động sản và hoạt động xây dựng có dấu hiệu khởi sắc, và tại thị trường tiêu thụ chính của C32 là các tỉnh miền Đông Nam Bộ, nhu cầu tiêu thụ đá được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 35-40% từ nay đến năm 2020. Đây sẽ là lợi thế đối với những doanh nghiệp có mỏ đá trữ lượng lớn như C32.

Triển vọng kinh doanh của C32 trong giai đoạn 2017 - 2018 tiếp tục khả quan khi mỏ đá Tân Đông Hiệp được phép khai thác xuống cote -120m đến hết năm 2017 và việc tập trung các nguồn lực để đẩy mạnh sản lượng khai thác và dự trữ đá từ mỏ này giúp C32 duy trì KQKD tích cực trong hai năm tới 2017 - 2018. Ngoài ra, C32 cũng chú trọng vào hoạt động đầu tư phát triển mở mới thông qua tìm kiếm mới hoặc M&A các doanh nghiệp cùng ngành, là cơ sở để Công ty đảm bảo hoạt động có hiệu quả, tạo thế cạnh tranh và phát triển bền vững trong tương lai.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017F
Doanh thu thuần	428	454	557	520	621
% tăng trưởng	28,5%	6,1%	22,7%	-6,6%	17,5%
Lợi nhuận sau thuế	66,62	71,80	101,3	97,2	114
% tăng trưởng	55%	7,8%	41,1%	-4,07%	17,6%
Biên LN ròng (%)	15,6%	14,9%	18,2%	18,68%	18,36%
ROA (%)	20,2%	19,2%	21,3%	17,58%	22,88%
ROE (%)	30,3%	27,6%	29,2%	25,29%	31,26%
EPS (VNĐ)	5.948	6.059	8.410	8.677	9.280
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu C32 của Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng 3-2 với mức định giá trên cơ sở thận trọng 68.000 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~48,3% so với 45.850 đồng/cp ngày 14/02/2017 trên cơ sở:**

### Triển vọng khả quan ngành đá xây dựng

Sự phục hồi của thị trường bất động sản, cơ sở hạ tầng và số lượng công trình ngày càng cao của ngành xây dựng đã thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đá xây dựng và Vật liệu xây dựng tăng mạnh.

Theo quyết định được ban hành bởi Thủ tướng Chính phủ về quy hoạch tổng thể phát triển ngành vật liệu xây dựng đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030, tổng nhu cầu đá xây dựng cả nước trong năm 2016 ước tính đạt 135 triệu m<sup>3</sup> và có thể tăng lên 181 triệu m<sup>3</sup> vào năm 2020. Trong đó, nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng của các tỉnh Đông Nam Bộ trong năm 2016 ước tính đạt 35 triệu m<sup>3</sup>, và dự báo có thể sẽ cần khoảng 45 triệu m<sup>3</sup> vào năm 2020. Do đó, những Công ty có mỏ đá với thời hạn khai thác lâu dài và có trữ lượng lớn sẽ chiếm ưu thế.

### Mỏ đá Tân Đông Hiệp tiếp tục đem lại nguồn thu chính trong giai đoạn 2017 - 2018

Trong năm 2016, C32 đã nhận quyết định từ UBND tỉnh Bình Dương về việc cho phép khai thác đá xây dựng tại mỏ đá xây dựng Tân Đông Hiệp đến ngày 31/12/2017. Và ngay từ đầu 2017 doanh nghiệp đã tập trung các nguồn lực để đẩy mạnh sản lượng khai thác và dự trữ đá từ mỏ này nhằm đảm bảo duy trì KQKD tích cực trong hai năm tới 2017 - 2018.

Mỏ đá Tân Đông Hiệp có vị trí thuận lợi khi tiếp giáp với khu vực kinh tế năng động nhất cả nước, có nhu cầu về phát triển hạ tầng kỹ thuật cao, mỏ đá có chất lượng tốt nhất khu vực phía Nam. Vì vậy, thời hạn khai thác mỏ đá Tân Đông Hiệp được gia hạn đến năm 2017 sẽ tạo điều kiện tốt cho C32 đảm bảo dự trữ đá sản xuất đến hết năm 2018. Thêm vào đó, nhà máy Tân Uyên mở rộng sẽ gia tăng công suất và sản lượng sản xuất công bê tông của

C32, và đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của thị trường cũng như mở rộng thị phần.

Ngoài ra, C32 vừa trở thành cổ đông lớn tại Công ty cổ phần Hóa An (DHA). Cụ thể, C32 đã nâng số lượng cổ phiếu DHA nắm giữ lên tương ứng tỷ lệ sở hữu 8,16%. Hiện tại, DHA đang sở hữu 3 mỏ đá với tổng trữ lượng 18 triệu m<sup>3</sup> tại Bình Dương, chiếm trữ lượng lớn khu vực Đông Nam Bộ. Thời gian hoạt động các mỏ được cấp phép đến năm 2020- 2025 và đây là lợi thế lớn của DHA so với các mỏ đá chính của các công ty khác. Việc tìm kiếm các cơ hội đầu tư tìm kiếm mỏ đá mới thông qua hoạt động M&A các doanh nghiệp cùng ngành của C32 là bước đi phù hợp nhằm đảm bảo nguồn đá nguyên liệu cho mục tiêu phát triển dài hạn của Công ty.

#### ■ Sản phẩm đá có chất lượng tốt và nhu cầu tiêu thụ đang ở mức cao

Sản phẩm đá xây dựng C32 được khai thác từ mỏ đá Tufdaxit Tân Đông Hiệp, Dĩ An, tỉnh Bình Dương, quy mô khai thác công nghiệp trên diện tích 20ha và sản lượng chế biến là 1.200.000 m<sup>3</sup>/năm. Với đá gốc là Tufdaxit nên đá xây dựng của C32 sản xuất có chất lượng cao, những tính chất cơ lý như cường độ chịu nén, chống mài mòn cao, đạt tiêu chuẩn để sử dụng làm cốt liệu cho bê tông, thi công lót đường, cầu cảng... tại thị trường tiêu thụ chính của C32 là các tỉnh miền Đông Nam Bộ, nhu cầu tiêu thụ đá được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 35-40% từ nay đến năm 2020.

#### ■ Cơ cấu tài sản lành mạnh và khả năng tạo dòng tiền tích cực

Tính đến cuối quý 4/2016, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của công ty ở mức thấp 16,3%. Do đó, công ty chịu ảnh hưởng không đáng kể bởi chi phí lãi vay. Ngoài ra, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Công ty luôn dương trong giai đoạn vừa qua cho thấy khả năng quản lý dòng tiền tương đối tốt đủ bù đắp cho dòng tiền từ hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính. Tỷ suất lợi nhuận và ROE của Công ty tăng đáng kể trong giai đoạn 2011-2016 và dần ổn định ở mức cao với tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 18,68% và ROE hơn 25%.

Với kết quả kinh doanh khả quan, C32 luôn duy trì tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt khá cao ( 24%/năm trong 3 năm gần đây), đây là mức cổ tức hấp dẫn đảm bảo lợi ích cho cổ đông và nhà đầu tư. Năm 2017, C32 dự kiến sẽ tiếp tục chia cổ tức như năm 2016 là 24%/năm bằng tiền mặt.

#### ■ Hoạt động kinh doanh với triển vọng khả quan

Năm 2016, doanh thu thuần C32 đạt hơn 520 tỷ đồng và lãi ròng đạt 97,2 tỷ đồng, lần lượt giảm 6% và 4% so cùng kỳ năm trước, mặc dù vậy kết quả này vẫn đạt mức cao so trong 5 năm trở lại đây của doanh nghiệp, và ghi nhận hiệu quả cao trên quy mô vốn chủ sở hữu và tổng tài sản doanh nghiệp quản lý. Và so với kế hoạch đề ra, mức lãi ròng của C32 vẫn vượt 23% kế hoạch

Công ty đặt kế hoạch kinh doanh năm 2017 với doanh thu 620 tỷ đồng tăng hơn 18% so với kết quả ước tính của năm 2016 và lợi nhuận sau thuế là 90 tỷ đồng. Tỷ lệ chi trả cổ tức vẫn duy trì 24% tiền mặt như năm 2016. Chúng tôi, đánh giá đây là kế hoạch có phần thận trọng của doanh nghiệp và dự báo C32 có thể hoàn thành vượt mức kế hoạch lợi nhuận năm 2017 như đã thực hiện trong năm 2016.

#### ■ Định giá:

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là so sánh P/E, FCFE và FCFF với tỷ trọng 40% với phương pháp P/E, 30% với phương pháp FCFE và 30% với phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu C32. **Giá trị hợp lý đối cổ phiếu C32 năm 2017 là 68.000 đồng/cổ phiếu.**

Hiện tại, cổ phiếu C32 đang giao dịch ở mức P/E là 5,31 lần, thấp hơn P/E của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước ( P/E là 8,4 lần) và P/E thị trường (16 lần). **Do đó, chúng tôi khuyến nghị mua đối với cổ phiếu C32 tại vùng giá hiện tại.**

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tiền thân của Công ty cổ phần đầu tư xây dựng 3-2 (C32) là Công ty kinh doanh phát triển nhà Sông Bé, một doanh nghiệp nhà nước được thành lập từ năm 1993 với lĩnh vực xây dựng là hoạt động kinh doanh duy nhất trong những ngày đầu mới thành lập. Tuy nhiên, C32 đã dần mở rộng sang lĩnh vực khai thác Sản xuất kinh doanh đá xây dựng, đánh dấu bước ngoặt trong chiến lược kinh doanh của Công ty.

C32 chính thức chuyển sang mô hình Công ty cổ phần vào năm 2008, vốn điều lệ của Công ty tăng từ 12,7 tỷ đồng lên 112 tỷ đồng. Từ đó đến nay, Công ty chưa thực hiện đợt tăng vốn lần nào.

### Ngành nghề kinh doanh chính:

- Xây dựng công trình dân dụng, công nghiệp, cầu đường và hạ tầng kỹ thuật;
- Khai thác và chế biến đá xây dựng, sản xuất gạch không nung;
- Sản xuất và kinh doanh công cụ tâm, công cụ hợp các loại;
- Gia công sản phẩm cơ khí công trình;
- Kinh doanh vật liệu xây dựng;
- Cho thuê xe cơ giới, công cụ dụng cụ thi công xây dựng.

### Tình hình tài chính của C32

Chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016
<b>Khả năng thanh khoản</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,16	2,42	2,89	2,47
Khả năng thanh toán nhanh	1,37	1,75	2,22	1,09
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,66	0,60	0,93	0,18
CFO/total liabilities	62,02	32,87	69,95	56,32
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Lợi nhuận biên gộp	26,64	23,30	25,91	72,43
Lợi nhuận biên ròng	15,58	14,96	18,17	18,69
ROA	21,40	19,28	24,72	25,30
ROE	33,04	28,49	32,37	17,58
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Nợ/ Tổng tài sản	8,48	4,38	2,73	11,34
Nợ/ Vốn chủ sở hữu	12,73	6,39	3,73	16,31
<b>Khả năng hoạt động</b>				
Vòng quay các khoản phải thu	6,35	4,28	3,85	3,29
Vòng quay hàng tồn kho	4,95	5,53	7,09	9,16
Vòng quay các khoản phải trả	17,47	15,12	14,58	4,87
Vòng quay tổng tài sản	1,37	1,29	1,36	0,94
<b>Giao dịch</b>				
Khối lượng giao dịch TB 3 tháng				230.690

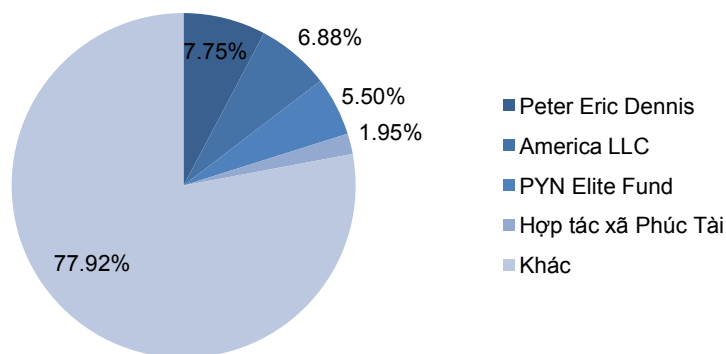
Về tình hình tài chính, trong những năm gần đây, nguồn vốn phục vụ các nhu cầu hoạt động sản xuất kinh doanh, đầu tư của Công ty luôn được đảm bảo. Các chỉ số tài chính gồm chỉ số thanh toán, hệ số nợ tiếp tục được duy trì ở mức tốt. Tính đến cuối quý 4/2016, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của công ty ở mức thấp 16,3%. Do đó, công ty chịu ảnh hưởng không đáng kể bởi chi phí lãi vay.

Ngoài ra, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Công ty luôn dương trong giai đoạn vừa qua cho thấy khả năng quản lý dòng tiền tương đối tốt đủ bù đắp cho dòng tiền từ hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính. Tỷ suất lợi nhuận và ROE của Công ty tăng đáng kể trong giai đoạn 2011-2016 và dần ổn định ở mức cao với tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 18,68% và ROE hơn 25%.

### Cơ cấu cổ đông

Vừa qua, Tổng Công ty SX-XNK Bình Dương TNHH MTV đã bán hết 3,36 triệu cổ phiếu, tương ứng 30% vốn của CTCP Đầu tư Xây dựng 3-2 (C32) theo phương thức khớp lệnh vào ngày 27/12. Hiện tại, C32 chỉ còn 3 cổ đông lớn gồm Peter Eric Dennis sở hữu 7,65%, America LLC nắm 6,88% và PYN Elite Fund nắm 5,5%.

**Tỷ lệ sở hữu**



**TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

■ **C32 là Công ty xây dựng có uy tín ở tỉnh Bình Dương**

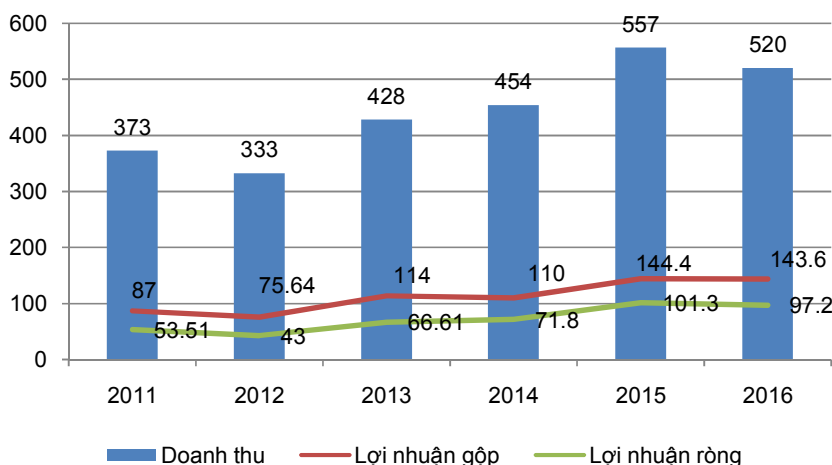
Thi công xây dựng là lĩnh vực hoạt động truyền thống của CTCP Đầu tư Xây dựng 3-2 (Công ty) từ khi thành lập vào năm 1993. Với bề dày kinh nghiệm hơn 20 năm trong lĩnh vực này, Công ty là đơn vị thi công xây lắp có uy tín trên địa bàn tỉnh Bình Dương và các tỉnh lân cận. Công ty có lợi thế cạnh tranh so với các công ty cùng ngành khi chủ động được nguồn nguyên vật liệu như đá, sắt thép, công bê tông, gạch không nung.

Với nguồn lực dồi dào, kinh nghiệm và uy tín trên thị trường, công ty có đủ năng lực để thi công những công trình dự án lớn về cả dân dụng, công nghiệp, cầu đường và hạ tầng kỹ thuật. Hiện nay, Công ty đã tạo lập được quan hệ tốt với các khách hàng, chủ yếu là các ban quản lý dự án của tỉnh Bình Dương và các huyện trong tỉnh, và các doanh nghiệp trong tỉnh Bình Dương cũng như các tỉnh lân cận.

■ **Hoạt động kinh doanh tăng trưởng khả quan trong 5 năm gần đây**

Trong giai đoạn từ năm 2011-2015, C32 có tốc độ tăng trưởng khá cao với doanh thu tăng bình quân trên 11,64%/năm và lợi nhuận tăng bình quân trên 16,36%/năm.

Trong năm 2015, C32 đạt 558 tỷ đồng doanh thu tăng 22,9% so với cùng kỳ và hoàn thành 108% kế hoạch. Hầu hết các lĩnh vực kinh doanh đều có mức tăng trưởng doanh thu cao hơn so với năm 2014, đặc biệt mức tăng trưởng doanh thu bán ngoài lĩnh vực đá xây dựng là 25%, xây lắp tăng 24%, công bê tông tăng 21%. Lợi nhuận sau thuế đạt 101,3 tỷ đồng tăng 49% và đạt 133% kế hoạch. Lợi nhuận tăng cao nhờ lợi nhuận gộp của lĩnh vực đá xây dựng được duy trì mặc dù hoạt động khai thác gặp khó khăn, đồng thời giá các nguyên liệu đầu vào có xu hướng giảm, đặc biệt là giá sắt thép, xăng dầu đã góp phần làm giảm chi phí giá vốn các sản phẩm. Trong năm 2015, cũng ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động tài chính, hoạt động khác đạt 7,4 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ năm 2014.



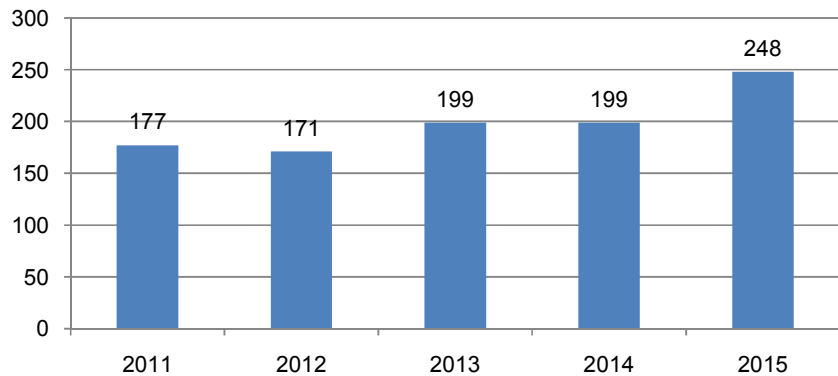
Nguồn: C32

Nhìn chung, hoạt động kinh doanh của C32 tăng trưởng ổn định, đồng thời biên lợi nhuận ròng của Công ty đã tăng từ 14,3% năm 2011 lên thành 18,68% trong năm 2016. Trong đó, hoạt động kinh doanh đá xây dựng, xây lắp và công bê tông luôn là mảng kinh doanh cốt lõi trong hoạt động kinh doanh toàn Công ty.

■ **Đá xây dựng là mảng kinh doanh chính của Công ty**

Đây là lĩnh vực sản xuất kinh doanh có đóng góp nhiều nhất vào doanh thu và lợi nhuận của công ty với 44,52% doanh thu và hơn 70% lợi nhuận. Sản phẩm đá xây dựng C32 được khai thác từ mỏ đá Tân Đông Hiệp - Dĩ An - tỉnh Bình Dương, với quy mô khai thác công nghiệp trên diện tích 20 ha và sản lượng chế biến là 1.200.000 m<sup>3</sup>/năm. Sản phẩm đá xây dựng của C32 sản xuất có chất lượng cao, với những tính chất cơ lý như cường độ chịu nén, chống mài mòn cao, đạt tiêu chuẩn để sử dụng làm cốt liệu cho bê tông, thi công lót đường, cầu cảng... Đây là mảng kinh doanh có biên lợi nhuận gộp rất tốt đạt trên 40%, nguyên nhân do các loại máy móc, thiết bị dùng trong hoạt khai thác chế biến đá đã khấu hết giá trị nhưng vẫn đang được sử dụng.

**Doanh thu lĩnh vực đá (tỷ VNĐ)**

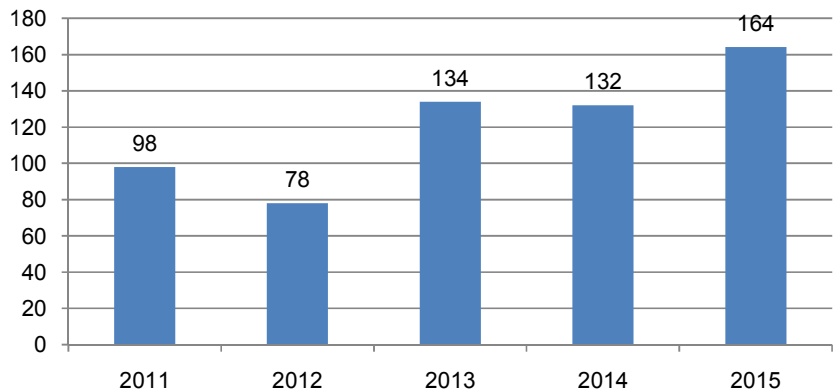


Trong năm 2016, C32 đã nhận quyết định từ UBND tỉnh Bình Dương về việc cho phép khai thác đá xây dựng tại mỏ đá xây dựng Tân Đông Hiệp đến ngày 31/12/2017. Mỏ đá Tân Đông Hiệp có vị trí thuận lợi khi tiếp giáp với khu vực kinh tế năng động nhất cả nước, có nhu cầu về phát triển hạ tầng kinh tế kỹ thuật cao, mỏ đá có chất lượng tốt nhất khu vực phía Nam. Vì vậy, thời hạn khai thác mỏ đá Tân Đông Hiệp được gia hạn đến năm 2017 sẽ tạo điều kiện tốt cho Công ty đảm bảo dự trữ đá sản xuất đến hết năm 2018.

■ **Lĩnh vực xây lắp duy trì tăng trưởng ổn định**

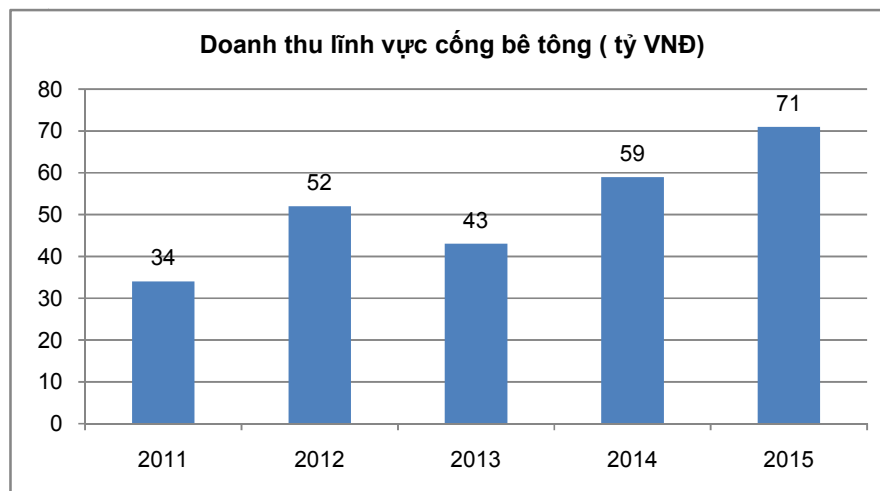
Thi công xây dựng là lĩnh vực truyền thống của C32, đóng góp 29,5% vào tổng doanh thu trong năm 2015. Công ty là đơn vị thi công xây lắp với hơn 20 năm kinh nghiệm và có uy tín trên địa bàn tỉnh Bình Dương và các tỉnh lân cận. So với các công ty cùng ngành, C32 có nhiều lợi thế cạnh tranh do có thể tự túc được nguồn nguyên liệu như đá, sắt thép, công bê tông, gạch không nung và xi măng. Doanh thu từ mảng này cũng đang có xu hướng gia tăng giúp C32 giảm bớt lệ thuộc vào lĩnh vực khai thác đá.

**Doanh thu lĩnh vực xây dựng (tỷ VNĐ)**



■ **Sản xuất và kinh doanh Cống bê tông gia tăng hiệu quả**

Cống hợp bê tông cốt thép của Công ty được sản xuất theo khuôn mẫu định hình, cùng hệ thống cân cốt liệu và nạp liệu tự động, với công suất đạt 15,000 m cống/năm. Sản phẩm được sản xuất theo thiết kế có kích thước theo khẩu độ thoát nước từ 1000x1000 mm đến 3000x3000 mm với chiều dài từ 1200-2000 mm hoặc theo yêu cầu của khách hàng. Ngoài ra, Công ty cũng sản xuất các loại cống bê tông tròn quay ly tâm theo tiêu chuẩn của Pháp, công suất đạt 300,000m/năm. Cống bê tông tròn được sản xuất theo thiết kế mẫu từ 300-2000 mm hoặc theo yêu cầu của khách hàng. Doanh thu từ mảng này cũng đang có xu hướng gia tăng giúp C32 giảm bớt lệ thuộc vào lĩnh vực khai thác đá



■ **Các lĩnh vực hoạt động khác**

Ngoài các lĩnh vực hoạt động trên, C32 còn sản xuất và cung cấp loại gạch xây dựng (gạch tự chèn, gạch Terrazzo) có cường độ chịu nén cao, chống thấm, cách âm, cách nhiệt tốt, Sản phẩm thích hợp cho cả công trình dân dụng lẫn công nghiệp như xây tường, rào, nền móng, bể chứa... Sản phẩm gạch được sản xuất theo công nghệ ép rung định hình bằng thủy lực, với công suất 250.000 m2/năm.

Ngoài ra, C32 đang hoạt động trong lĩnh vực phân phối sắt thép và xi măng với hơn 20 năm kinh nghiệm, C32 cung cấp đa dạng các loại thép cuộn, thép gân, thép thanh tròn, thép hình của các thương hiệu như thép Pomina, Việt Mỹ (VAS), phân phối và kinh doanh thép Việt Nhật (Vina kyoei), Hòa Phát...sử dụng cho các công trình xây dựng dân dụng, công nghiệp và hạ tầng. Công ty cũng là nhà phân phối và kinh doanh các loại xi măng của các thương hiệu Fico, Hà Tiên, Thăng Long, Holcim.

■ **Triển vọng kinh doanh trong năm 2017**

Công ty đặt kế hoạch kinh doanh năm 2017 với doanh thu 620 tỷ đồng tăng hơn 18% so với kết quả ước tính của năm 2016 và lợi nhuận sau thuế là 90 tỷ đồng. Tỷ lệ chi trả cổ tức vẫn duy trì ở mức 24% bằng tiền mặt như năm 2016. Chúng tôi, đánh giá đây là kế hoạch có phần thận trọng của doanh nghiệp và dự báo C32 có thể hoàn thành vượt mức kế hoạch lợi nhuận năm 2017 như đã thực hiện trong năm 2016.

Chỉ tiêu tài chính năm 2017	Kế hoạch
Doanh thu ( tỷ đồng)	620
Lợi nhuận sau thuế ( tỷ đồng)	90
Tỷ lệ cổ tức (%)	24%

▪ **Định giá và khuyến nghị**

**Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

**Mô hình dự phóng**

Năm 2017, chúng tôi ước tính doanh thu của C32 sẽ đạt khoảng 621 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt mức 114 tỷ đồng, EPS dự phóng là 9.280 đồng/cp. Tỷ suất lợi nhuận ròng của C32 trong năm 2017 sẽ đạt mức 18,68%/năm. Đối với năm 2018, chúng tôi ước tính doanh thu của C32 chỉ đạt 559 tỷ đồng, nguyên nhân chính do doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh đá xây dựng giảm khi mỏ đá Tân Đông Hiệp hết thời hạn khai thác. Trong khi triển vọng các lĩnh vực khác như xây dựng, công bê tông, kinh doanh VLXD còn nhiều khó khăn và chưa thể là động lực tăng trưởng thay thế cho ngành chính là khai thác đá. Lợi nhuận sau thuế năm 2018 ước đạt hơn 103 tỷ đồng.

Các giả định:	Lợi tức trái phiếu dài hạn	Rf	9,0%
	Lãi suất thị trường dài hạn	Rm	12,5%
	Beta	$\beta$	0,20
	Hệ số chiết khấu theo CAPM	k	9,7%

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN CỦA CHỦ SỞ HỮU (FCFE)									
Chỉ tiêu	Đvt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
LNST	Tỷ vnd	97.2	114.3	102.9	77.2	69.5	66.0	66.0	66.0
Chi đầu tư	Tỷ vnd	0.0	19.3	21.2	11.7	12.2	12.9	13.5	14.2
Khấu hao tài sản	Tỷ vnd	8.3	9.2	10.1	10.6	11.1	11.7	12.2	12.9
Thay đổi VLĐ ngoài TM	Tỷ vnd	0.0	20.5	22.5	12.4	13.0	13.7	14.3	15.1
Nợ mới - Trả nợ cũ	Tỷ vnd	(4.2)	(4.6)	(5.1)	(5.4)	(5.6)	(5.9)	(6.2)	(6.5)
FCFE	Tỷ vnd	101.3	79.1	64.2	58.4	49.7	45.2	44.2	776.4
PV FCFE, GTKT	Tỷ vnd	101.3	71.9	52.9	43.7	33.8	28.0	24.8	395.9
Sum (+)TM	Tỷ vnd				740.1				
Số lượng CP lưu hành	Triệu cp				11.2				
<b>PVf</b>	<b>vnd</b>				66,078				

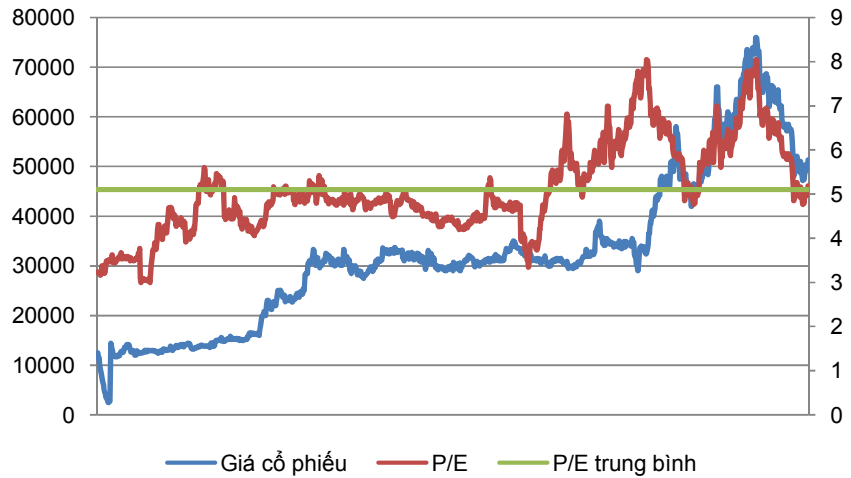
PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN CỦA DOANH NGHIỆP (FCFF)									
Chỉ tiêu		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
LNST	Tỷ vnd	97.2	114.3	102.9	77.2	69.5	66.0	66.0	66.0
Chi đầu tư	Tỷ vnd	0.0	19.3	21.2	11.7	12.2	12.9	13.5	14.2
Khấu hao tài sản	Tỷ vnd	8.3	9.2	10.1	10.6	11.1	11.7	12.2	12.9
Thay đổi VLĐ ngoài TM	Tỷ vnd	0.0	20.5	22.5	12.4	13.0	13.7	14.3	15.1
FCFF	Tỷ vnd	105.5	83.8	69.3	63.7	55.3	51.1	50.4	769.6
PV FCFF, GTKT	Tỷ vnd	105.5	76.3	57.6	48.3	38.2	32.2	28.9	402.6
Sum (+)TM (-)Nợ	Tỷ vnd				777.4				
Số lượng CP lưu hành	Triệu cp				11.2				
<b>PVf</b>	<b>vnd</b>				69,407				

**Định giá theo phương pháp P/E**

Hiện tại cổ phiếu C32 đang giao dịch ở mức P/E là 5,31 lần, thấp hơn P/E của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước ( P/E là 8,4 lần) và P/E thị trường ( 16 lần).

Với dự phóng EPS năm 2017 của C32 là 9.280 đồng/cp và mức P/E forward là 7,5 lần, giá hợp lý đối với cổ phiếu C32 là 69.600 đồng/cp.

**Diễn biến giá cổ phiếu C32 trong 5 năm qua (2011-2016):**



**Tổng hợp các phương pháp định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân giá
P/E	69.600	40%	27.840
FCFE	66.000	30%	19.800
FCFF	69.400	30%	20.820
<b>Tổng</b>			<b>68.460</b>

Tổng hợp 3 phương pháp định giá là so sánh P/E, FCFE và FCFF, tỷ trọng 40% với phương pháp P/E, 30% đối với phương pháp FCFE và 30% với phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu C32. **Giá trị hợp lý đối cổ phiếu C32 năm 2017 là 68.000 đồng/cổ phiếu.**

Hiện tại, cổ phiếu C32 đang giao dịch ở mức P/E là 5,31 lần, thấp hơn P/E của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước ( P/E là 8,4 lần) và P/E thị trường (16 lần). **Do đó, chúng tôi khuyến nghị mua đối với cổ phiếu C32 tại vùng giá hiện tại.**



**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
**BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Đvt: Tỷ VND

	2013	2014	2015
Doanh thu bán hàng và CCDV	428	454	557
Các khoản giảm trừ doanh thu	0	0	0
Doanh thu thuần	428	454	557
Giá vốn hàng bán	314	344	413
Lợi nhuận gộp	114	110	144
Doanh thu hoạt động tài chính	3	4	5
Chi phí tài chính	3	1	0
Trong đó: Chi phí lãi vay	3	1	0
Chi phí bán hàng	5	9	9
Chi phí quản lý doanh nghiệp	14	13	15
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	95	92	125
Thu nhập khác	1	1	3
Chi phí khác	7	1	0
Lợi nhuận khác	-6	0	3
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	89	93	127
Chi phí thuế TNDN hiện hành	23	21	29
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	3
Lợi nhuận sau thuế	67	72	95
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	67	72	95

	2013	2014	2015
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	237	282	346
Tiền và tương đương tiền	38	10	22
Đầu tư tài chính ngắn hạn	35	60	89
Các khoản phải thu	86	136	179
Hàng tồn kho	66	61	56
Tài sản ngắn hạn khác	13	15	0
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	93	92	99
Phải thu dài hạn	0	0	0
Tài sản cố định	91	87	93
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0
Lợi thế thương mại	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1	5	6
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	330	373	445

	2013	2014	2015
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	110	113	120
Nợ ngắn hạn	110	113	120
Vay và nợ ngắn hạn	28	16	12
Phải trả người bán	17	29	27
Người mua trả tiền trước	4	9	5
Nợ dài hạn	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	220	260	326
Vốn đầu tư của CSH	112	112	112
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
Lãi chưa phân phối	69	92	139
Vốn và quỹ khác	39	56	75
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	330	373	445

**CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH**

	2013	2014	2015
<b>Hệ số về khả năng thanh toán</b>			
Hệ số thanh toán hiện thời	2,16	2,49	2,89
Hệ số thanh toán nhanh	1,56	1,95	2,42
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,35	0,09	0,18
<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>			
Vòng quay các khoản phải thu	4,99	3,34	3,12
Số ngày thu nợ bình quân	72,15	107,78	115,56
Vòng quay hàng tồn kho	4,95	5,42	7,04
Số ngày tồn kho bình quân	55,44	48,35	36,44
Vòng quay tổng tài sản	1,30	1,22	1,25
Vòng quay tài sản cố định	4,69	5,23	6,00
Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	1,94	1,74	1,71
<b>Hệ số về cơ cấu vốn</b>			
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	71,9%	75,5%	77,7%
Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	28,1%	24,5%	22,3%
Hệ số nợ (chung)	33,4%	30,3%	26,9%
Hệ số nợ trên VCSH	50,1%	43,5%	36,8%
Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	33,4%	30,3%	26,9%
Hệ số nợ ngắn hạn trên TS ngắn hạn	46,4%	40,2%	34,6%
Hệ số nợ ngắn hạn trên VCSH	50,1%	43,5%	36,8%
Hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản	0,0%	0,0%	0,0%
Hệ số nợ dài hạn trên tài sản dài hạn	0,0%	0,0%	0,0%
Hệ số nợ dài hạn trên VCSH	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Hệ số về khả năng sinh lời</b>			
Hệ số lợi nhuận gộp	26,6%	24,3%	25,9%
Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD	22,3%	20,3%	22,4%
Hệ số lợi nhuận khác	-1,4%	0,1%	0,5%
Hệ số lợi nhuận trước thuế	20,9%	20,4%	22,9%
Hệ số lợi nhuận ròng	15,6%	15,8%	17,1%
Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)	20,2%	19,2%	21,3%
Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	30,3%	27,6%	29,2%
Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNTT	-6,8%	0,5%	2,1%
Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNTT	106,8%	99,5%	97,9%
<b>Hệ số đánh giá thu nhập</b>			
Thu nhập trên cổ phần (EPS)	5.948	6.411	8.410
Cổ tức trên cổ phần	2.400	2.400	2.400
Hệ số chi trả cổ tức	40,3%	37,4%	28,5%
Mức sinh lời cổ tức	10,3%	8,3%	9,1%
Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)		0,0%	0,0%
Giá trị sổ sách (BV)	19.642	23.237	29.079

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Trần Hoàng Sơn

[Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@mbs.com.vn)

Đỗ Bảo Ngọc

[Ngoc1,doobao@mbs.com.vn](mailto:Ngoc1,doobao@mbs.com.vn)

Phạm Văn Quỳnh

[Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS 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%

#### **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

#### **MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS 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 MBS. 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 MBS.

#### **MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)