

Ngành Xây dựng – ICB2357
Ngày 17 tháng 08 năm 2015

**BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP
CTCP XÂY DỰNG VÀ NHÂN LỰC VIỆT NAM – CMS**



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	13,793
Giá thị trường (17/08/2015)	10,200
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	9.2
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	93.84
Giá trị sổ sách/cp	13,007
Sở hữu nước ngoài (%)	7.70%
Giá hiện tại (đ/cp)	10,200
KLTB 10 ngày (cp)	199,750
Giá thấp nhất 52T (đ)	9,900
Giá cao nhất 52T (đ)	13,900
+/- 7 ngày qua	-4.67%
+/- 1 tháng qua	0.00%

Chuyên viên phân tích
Lương Thu Hương
Email: huonglt@bsc.com.vn
Tel: + 84 4 39352722 (108)

CMS – Khuyến nghị MUA Trung hạn

Chúng tôi khuyến nghị **MUA Trung hạn** cổ phiếu CMS với giá mục tiêu 1 năm là 13.793 đồng/cp, tăng 35,22% so với mức giá đóng cửa ngày 17/08/2015 dựa trên phương pháp định giá FCFF và PE. Cổ phiếu CMS đang được giao dịch với PE FW = 6,32 x, mức tương đối hấp dẫn so với PE trung bình của ngành Xây dựng là 9,09 x.

Chúng tôi cho rằng 2015 là điểm rơi các dự án đang thực hiện trong nước, đồng thời là điểm khởi đầu cho các hợp đồng lớn tại cả Việt Nam và nước ngoài của CMS. Cụ thể:

Thị trường nước ngoài – Hướng tới các dự án thủy điện tại Lào và châu Phi: Nhận thầu xây lắp các dự án tại nước ngoài là chiến lược trong các năm tới của CMS, đặc biệt là thị trường Thủy điện tại Lào và châu Phi do nhu cầu công việc rất lớn, biên lợi nhuận cao và tính minh bạch trong thanh toán của chủ đầu tư nước ngoài. Trong Q1 và Q2 2015, CMS đã ký thành công hợp đồng thầu nhân công cho hai dự án thủy điện Sendje – Genuie Xích Đạo (ký hợp đồng thi công nhà máy giá trị 5.8 triệu USD, thi công đập giá trị 15 triệu USD) và Xayabury – Lào (giai đoạn 2) giá trị hợp đồng 5,5 triệu USD.

Thị trường trong nước – Thầu xây lắp và hướng tới đầu tư dự án BOT giao thông. Trong năm 2015, CMS sẽ hoàn thành thi công gói thầu thủy lợi Ngàn Trươi (giá trị sản lượng dự kiến trong năm 2015 ~ 87 tỷ đồng), đồng thời hoàn thành hạng mục đào lò tại mỏ than Khe Châm III (giá trị sản lượng ~ 50 tỷ đồng). Bên cạnh đó, CMS đã liên danh cùng S55 đấu thầu gói thầu thi công dự án thủy điện Đa Nhim mở rộng với giá trị khoảng 600 tỷ đồng, dự kiến tháng 10/2015 sẽ có kết quả, nếu trúng thầu sẽ khởi công vào tháng 12/2015.

Ngoài ra, CMS đang tham gia nghiên cứu đầu tư dự án BOT giao thông tại tỉnh Thanh Hóa (Quốc lộ 45) cùng S55 với tổng mức đầu tư là 2.090 tỷ đồng, giá trị xây lắp khoảng 1.500 tỷ đồng, dự kiến khởi công vào quý 4/2015 và hoàn thành sau 2 năm thi công.

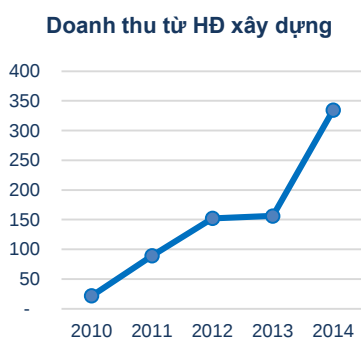
Dự báo KQKD: Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2015 của CMS sẽ đạt 435,06 tỷ đồng (+11,35%yoy). Với những dự án hoàn thành trong năm 2015 và các dự án đã ký thành công từ đầu năm, chúng tôi ước tính LNST 2015 sẽ đạt 27,77 tỷ đồng (+72,38%yoy), tương đương EPS 2015 = 1.615 đồng.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	6T2015
DTT (tỷ đ)	177.80	184.73	267.52	390.73	170.66
% tăng trưởng yoy	22.37%	3.89%	44.82%	46.06%	
Tổng tài sản	155.79	220.55	228.97	265.42	253.27
Vốn chủ sở hữu	37.69	67.96	68.97	107.22	119.66
Vốn điều lệ (tỷ đ)	25.00	50.00	50.00	80.00	92.00
LN gộp (tỷ đ)	26.88	46.13	53.52	55.64	36.10
LN sau thuế	11.70	16.91	11.99	16.11	12.71
Biên LN gộp	15.12%	24.97%	20.01%	14.24%	21.15%
ROE	31.06%	24.89%	17.39%	15.03%	10.62%
ROA	7.51%	7.67%	5.24%	6.07%	5.02%

Nguồn: BCTC CMS

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

CMS hoạt động trong lĩnh vực Cung ứng nhân công và Thầu Xây lắp, Công ty bắt đầu đẩy mạnh hoạt động trong lĩnh vực Xây dựng từ năm 2011, đặc biệt là hướng tới các dự án tại nước ngoài, qua đó góp phần nâng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp lên trên mức 20%.



(Nguồn: BSC tổng hợp)

CMS là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực Cung ứng nhân công và Thầu Xây lắp. Công ty được thành lập từ năm 2007, tiền thân là Công ty Cavico Cung ứng Nhân lực. CMS có hai mảng kinh doanh chính **(1)** Nhà thầu xây lắp quốc tế (nhà thầu nhân công và nhà thầu xây lắp); **(2)** Nhà thầu xây lắp trong nước với các dự án thủy lợi, đập ngăn nước, đổ bê tông; bên cạnh đó, CMS cũng sẽ nghiên cứu tham gia đầu tư vào lĩnh vực BOT Giao thông từ cuối năm 2015.

Từ khi thành lập đến năm 2010, các hoạt động chủ yếu mang lại doanh thu cho CMS đến từ quản lý và vận hành bộ máy nhân công xây lắp cho các nhà thầu nước ngoài. Từ năm 2011 đến nay, CMS tự tổ chức thực hiện các dự án xây lắp (bao gồm Thầu nhân công và thầu xây lắp) góp phần cải thiện biên lợi nhuận. Trong giai đoạn 2010 – 2014, doanh thu từ hoạt động xây dựng tăng CAGR = 97,86%, đạt mức 334,4 tỷ đồng năm 2014 (chiếm 85,58% DTT).

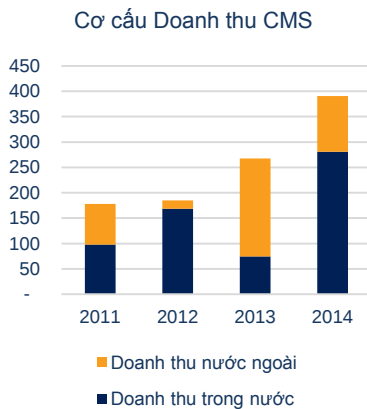
Với CMS hoạt động Xuất khẩu lao động truyền thống gần như không còn đóng góp trong cơ cấu DTT của CMS. Từ năm 2010 đến nay CMS đã không thực hiện theo hình thức xuất khẩu lao động truyền thống mà chỉ cung cấp nhân công trọn gói theo modul của các hạng mục xây lắp tại nước ngoài hoặc nhận thầu về nhân công đối với các dự án xây lắp tại nước ngoài rồi tiến tới ký hợp đồng nhận thầu xây lắp quốc tế.

Doanh nghiệp niêm yết hoạt động Xuất khẩu lao động

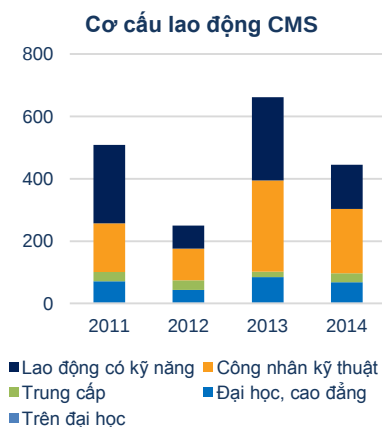
Xuất khẩu lao động	Lĩnh vực XKLD	DT từ XKLD 2014 (đồng)	Tổng DTT 2014 (đồng)	Tỷ trọng trên DTT
CMS	Cung cấp đội ngũ nhân lực cho Cojaal Nhật Bản (*)	1,654,837,618	390,726,248,063	0.42%
VCM	Cung ứng lao động cho nhiều nhóm nghề (dệt may, lắp ráp điện tử, thủy sản, xây dựng,...)	13,691,357,389	38,358,343,454	35.69%
SDA	Cung ứng lao động các ngành nghề: Kỹ sư, đốc công, công nhân lành nghề, y tá điều dưỡng, giúp việc gia đình	30,602,061,820	74,898,601,684	40.86%
SHN	Hiện xuất khẩu lao động sang TT duy nhất là Malaysia	2,269,238,250	2,269,238,250	100.00%
CEO	Đào tạo và XKLD sang Nhật Bản (xây dựng, y tá điều dưỡng,...)	18,936,712,066	448,924,052,448	4.22%

(Nguồn: BSC tổng hợp)

(*) **Khoản doanh thu cung cấp dịch vụ từ XKLD của CMS:** thực chất không phải là hình thức XKLD truyền thống. Trước đây CMS cung cấp đội ngũ quản lý, kỹ sư giám sát, thợ vận hành và công nhân có tay nghề cho đối tác Cojaal của Nhật Bản, nhưng đến giữa năm 2014 đã rút hết người lao động về nước do dự án phải điều chỉnh lại phương án thi công, chỉ còn khoảng 10 người là kỹ sư giám sát mà CMS đã tuyển cho đối tác Cojaal nên hàng tháng CMS sẽ nhận được một khoản phí do đối tác Cojaal trả.



(Nguồn: BSC tổng hợp)



(Nguồn: BSC tổng hợp)

Lĩnh vực Nhà thầu Xây dựng quốc tế - định hướng chuyển từ mô hình cung ứng Nhân lực sang nhận thầu Thi công Xây lắp. CMS là doanh nghiệp đầu tiên đưa người đi lao động tại nước ngoài thông qua hình thức đấu thầu cung cấp nhân lực cho các dự án Xây dựng. Trong đó, dự án thủy điện Xepian Xenamnoy – Lào là dự án đầu tiên đóng vai trò nhận thầu thi công trực tiếp tại nước ngoài của CMS. Trong thời gian tới mục tiêu của CMS là hướng tới các dự án Xây dựng thủy điện tại Lào do tiềm năng phát triển thủy điện tại Lào rất lớn (tham vọng trở thành cực pin của Đông Nam Á).

Chúng tôi đánh giá việc đẩy mạnh phát triển các dự án tại nước ngoài giúp CMS có nhiều lợi thế do:

- (1) Biên lợi nhuận các dự án:** Với các dự án xây lắp trong nước, biên lợi nhuận gộp thường giao động quanh mức 10%, nhưng với các dự án thầu xây dựng tại nước ngoài, biên lợi nhuận nhỏ nhất thường ở mức 25%.
- (2) Dòng tiền dự án:** thông thường với các nhà thầu xây dựng, chủ đầu tư sẽ ứng trước 10 – 30% giá trị gói thầu, sau khi hoàn công quyết toán sẽ giữ lại khoảng 10% giá trị xây dựng làm phí bảo hành bảo trì (~ 5%) và một phần chưa thanh toán (thường sau 1 – 2 năm sẽ nhận lại về khoản này). Tuy nhiên đối với các dự án CMS đang thực hiện thì chỉ giữ lại 5% giá trị chờ quyết toán công trình, còn 5% giá trị bảo hành được CMS phát hành bảo lãnh bảo hành nên dòng tiền được thanh toán ngay khi kết thúc từng hạng mục thi công. Với các dự án tại nước ngoài, dòng tiền sẽ thuận lợi hơn so với trong nước. Nếu là thầu nhân công thì sẽ được nhận thanh toán toàn bộ sau khoảng 1-2 tháng, còn nếu là nhà thầu xây dựng thì cũng giữ lại 5% giá trị xây lắp làm phí bảo hành, bảo trì. Hiện nay đối với các hợp đồng do CMS đang thực hiện tại nước ngoài chủ yếu là nhân công hoặc nhà thầu xây lắp theo từng hạng mục nên không bị giữ lại bất kỳ một khoản thanh toán nào (kể cả tiền bảo hành). Ngoài ra, chủ đầu tư có thể không tạm ứng tiền trước cho thầu xây dựng do uy tín nhà thầu của Việt Nam không lớn, nhưng thời hạn các khoản thanh toán từ chủ đầu tư thường rất chính xác về thời hạn.

Các dự án CMS đang thực hiện tại nước ngoài

Tên dự án	Lĩnh vực	Địa điểm	Giá trị hợp đồng	Thời gian thi công	Hạng mục thi công
Dự án thủy điện Sendje	Thầu nhân công	Thành phố Bata nước CH Ghi Nê Xích Đạo	443 tỷ đồng	Từ tháng 5/2015 đến tháng 7/2017	Đổ bê tông đập, bê tông nhà máy thủy điện
Dự án đập thủy điện Xayaburi – Lào (giai đoạn 2)	Thầu nhân công	Tỉnh Xayabury - CHDCND Lào	118 tỷ VNĐ	Từ tháng 6/2015 đến tháng 8/2017	Thi công hạng mục đổ bê đập nhà máy thủy điện
Dự án thủy điện Xepian Xenamnoy	Thầu Xây lắp	Sông Xenamnoy thuộc hai tỉnh Champask và Attapeu - Lào	171,1 tỷ đồng Sân lượng đạt 54,3 tỷ đồng (tính đến 31/12/2014)	03 năm (từ tháng 07/2014 đến tháng 04/2017)	Đào, đắp, bê tông Nhà máy, đường ống áp lực và trạm phân phối điện

(Nguồn: CMS, BSC tổng hợp)

Lĩnh vực Nhà thầu Xây lắp trong nước – Tiềm năng từ các dự án lớn. Năm 2015, CMS sẽ hoàn thành dự án thủy lợi Ngàn Trươi, ước tính giá trị thực hiện trong năm 2015 khoảng 87 tỷ đồng. Đồng thời CMS cũng sẽ hoàn thành hạng mục đào lò tại mỏ than Khe Châm III (Quảng Ninh) với giá trị sản lượng khoảng 50 tỷ đồng. Dự kiến CMS sẽ tham gia một số dự án lớn tiềm năng như:

(1) Dự án BOT quốc lộ 45 tại Thanh Hóa: CMS được Bộ Giao thông Vận tải đồng ý là Nhà đầu tư đề xuất cho dự án BOT Quốc lộ 45 tại Thanh Hóa cùng Công ty Cổ phần Sông Đà 505 (S55), với tổng mức khoảng 2.090 tỷ đồng, dự kiến khởi công vào cuối quý 4/2015. Nếu thành công thì CMS sẽ vừa là nhà đầu tư và là nhà thầu thi công dự án với giá trị xây lắp khoảng 1.500 tỷ đồng trong 2 năm.

(2) Dự thầu dự án Đa Nhiệm mở rộng: CMS đã tham gia đấu thầu, dự kiến tháng 10/2015 sẽ có kết quả gói thầu này. Nếu được trúng thầu CMS sẽ thực hiện thi công từ T12/2015 cùng S55, giá trị hợp đồng là 600 tỷ đồng.

(3) Hợp đồng thi công xây lắp khoảng 500 tỷ đồng: dự kiến vào quý 4/2015, CMS sẽ ký thêm hợp đồng thi công xây lắp với một đối tác lớn giá trị khoảng 500 tỷ đồng.

Các dự án trong nước hiện nay của CMS

Tên dự án	Địa điểm	Giá trị hợp đồng	Thời gian thi công	Hạng mục thi công
Dự án Thủy lợi Ngàn Trươi	Huyện Vũ Quang – Hà Tĩnh	502,7 tỷ đồng Đã thực hiện đc 415,2 tỷ (tính đến 31/12/2014)	Từ tháng 12/2011 đến tháng 07/2015	Công trình lấy nước số 1; Kênh dẫn dòng; Đê quây; Công trình lấy nước số 2
Dự án Hồ Bùn đỏ - Nhà máy Alumin Nhân Cơ	Huyện Đắk RLấp – Đắk Nông	83,8 tỷ đồng Đã triển khai được 26,6 tỷ đồng (tính đến 31/12/2014)	Từ tháng 11/2013 đến tháng 06/2015	Thi công hạng mục lòng hồ công trình Hồ bùn đỏ
Dự án Hồ Cầu Tư - Nhà máy Alumin Nhân Cơ	Huyện Đắk RLấp – Đắk Nông	45,7 tỷ đồng Đã triển khai được 4,4 tỷ (tính đến 31/12/2014)	Từ tháng 7/2014 đến tháng 10/2015	Thi công xây dựng đập ngăn nước Hồ Cầu Tư
Dự án Xây dựng Hàm lò than Khe Châm	Phường Mông Dương, TP Cẩm Phả, Quảng Ninh	151,3 tỷ VNĐ Đã triển khai được 112,4 tỷ (tính đến 31/12/2014)	Từ tháng 04/2011 đến tháng 09/2018	Thi công đào, đổ bê tông gia cố vỏ lò và sân ga mức -300 mỏ than Khe Châm III

(Nguồn: CMS, BSC tổng hợp)

CƠ HỘI TỪ TIỀM NĂNG THỦY ĐIỆN TẠI LÀO

Lào là nước được hưởng lợi nhiều nhất từ thủy điện dòng chính sông Mê Kong. Theo ước tính, tiềm năng thủy điện tại hạ lưu sông Mê Kong khoảng 30.900 MW, trong đó tiềm năng tại các dòng nhánh tại Lào đã lên tới 13.000 MW và có khả năng thu được hơn 70% toàn bộ lợi ích năng lượng trên dòng chính sông Mê Kong (Campuchia và Thái Lan nhận được 11 – 12% và Việt Nam là 5%).

Khu vực	Tiềm năng Công suất (MW)
Trung Quốc	23.000
Hạ lưu vực	30.900
Trên dòng chính	13.000
Trên các dòng nhánh	17.900
Dòng nhánh tại Lào	13.000
Dòng nhánh tại Campuchia	2.200
Dòng nhánh tại Thái Lan	700
Dòng nhánh tại Việt Nam	2.000

(Nguồn: Báo cáo về phát triển thủy điện trên sông Mê Kong và dự án Don SaHong, BSC tổng hợp)

Lào nuôi tham vọng trở thành “Cục pin của Đông Nam Á”. Tính đến tháng 10/2014, Lào đang có tổng cộng 25 nhà máy thủy điện với tổng công suất khoảng 3.230 MW và khoảng 6.000 MW thuộc các dự án đang được xây dựng. Hiện nhu cầu tiêu thụ điện nội địa là 1000 MW, Lào đang xuất khẩu khoảng 2/3 tổng lượng điện sản xuất. Mục tiêu của Lào là đến năm 2020 có năng lực sản xuất điện 12.000 MW và sẽ gấp đôi vào năm 2030, đạt mức 24.000 MW (gần chạm tổng năng lực sản xuất thủy điện tại Lào).

Nhu cầu điện tại Đông Nam Á sẽ tăng mạnh, cơ hội cho các doanh nghiệp xây dựng điện. Theo IEA, nhu cầu điện tại Đông Nam Á sẽ tăng 80% vào năm 2035, nguồn cung thủy điện hiện chiếm 10% nguồn cung điện cho khu vực Đông Nam Á, dự kiến tăng lên 11% vào năm 2035. Do đó, việc Lào tiếp tục đẩy mạnh thủy điện sẽ mở ra cơ hội lớn cho các doanh nghiệp thi công thủy điện trong khu vực.

Các dự án Thủy điện tại Lào có đối tác xây dựng là doanh nghiệp Việt Nam

Công ty	Dự án thủy điện	Giá trị (tỷ VND)	Bắt đầu	Kết thúc	Ghi chú	Nhà thầu chính
CMS	Xe Pian - Xe Namnoy	171,1	2014	2017	Đào, đắp, bê tông nhà máy, đường ống áp lực và trạm phân phối điện	SK Engineering & Construction (Hàn Quốc)
	Xayabury	118	6/2015	8/2017	Thi công đập chính	Cty TNHH Ch. Karnchang (Lào)
SD5	Nậm Nghiệp 1	1700	2014	2018	Đào đập chính Thi công đập điều tiết Thi công trạm RCC và cung cấp thiết bị đồ RCC	Obayashi Corporation (Nhật Bản)
SD6	Xekaman 3	700	2011	2016		Điện Việt - Lào
	Xekaman 1	500	1/2015			Điện Việt - Lào
HAG	Nậm Kông 2	1400	2011	2015	HAG làm chủ thầu	
	Nậm Kông 3	990	2011		HAG làm chủ thầu	
Tổng Sông Đà	Xekong 3A	278,5 triệu USD		2015	Dự án mới chuyển giao từ TCT Sông Đà cho Điện Việt – Lào. Tổng giá trị thực hiện đầu tư đến 30/10/2014 ước đạt 75 tỷ đồng.	Điện Việt - Lào
	Xekong 3B			2015		

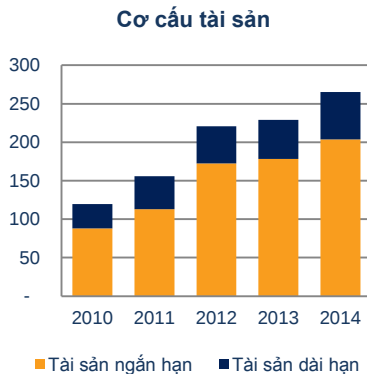
(Nguồn: BSC tổng hợp)

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

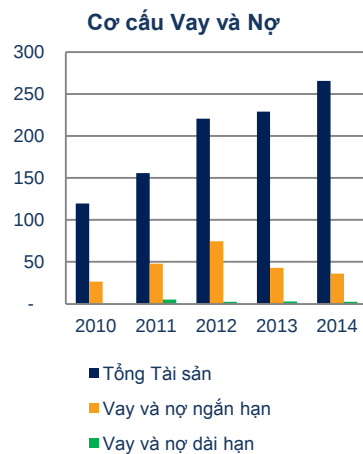
Để đánh giá về hiệu quả hoạt động kinh doanh cũng như triển vọng của cổ phiếu CMS, chúng tôi sẽ đánh giá tình hình tài chính doanh nghiệp dựa trên Cơ cấu Tài sản, Cơ cấu Nguồn Vốn và Khả năng sinh lời.

Cơ cấu Tài sản – Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn. Trong giai đoạn 2010 – 2014, tài sản ngắn hạn chiếm trung bình 76% trong cơ cấu TTS của CMS, nguyên nhân do đặc thù của ngành Xây dựng là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho luôn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu TTS.

Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá cơ cấu tài sản ngắn hạn của CMS ở mức khả quan do **(1)** Tốc độ tăng trưởng của các khoản phải thu (loại trừ trả trước cho người bán) trong giai đoạn 2010 – 2014 đạt CAGR = 26,12%, thấp hơn so với mức tăng trưởng của doanh thu thuần trong giai đoạn tương ứng với CAGR = 28,06% và **(2)** Thời điểm 30/06/2015, các khoản Phải thu ngắn hạn và Hàng tồn kho chiếm khoảng 71,60% TS Ngắn hạn của CMS trong khi chiếm lần lượt tới 93,89% và 95,79% cơ cấu TS Ngắn hạn của SD5 và SD6 (hai doanh nghiệp cũng thi công thủy điện tại Lào). Cùng với đó, thanh khoản ngắn hạn của CMS cũng ở mức tốt hơn với hệ số thanh toán ngắn hạn (Current ratio) thời điểm 30/06/2015 đạt 1,60x, trong khi của SD5 và SD6 lần lượt là 1,02x và 1,33x.



(Nguồn: BCTC CMS, BSC tổng hợp)

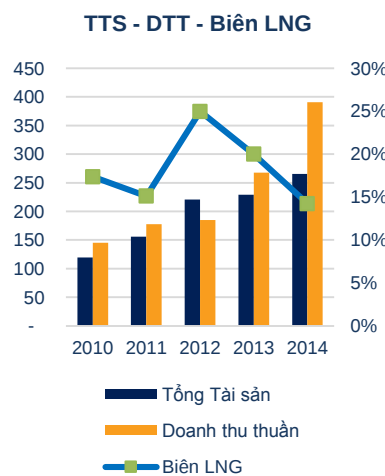


(Nguồn: BCTC CMS, BSC tổng hợp)

Cơ cấu Vốn – Tỷ trọng Vay Nợ giảm. Xét trong giai đoạn 2010 – 2014, tỷ lệ Nợ phải trả trên TTS của CMS giảm từ 72,76% xuống chỉ còn 58,61%, đặc biệt chỉ còn khoảng 51,71% TTS thời điểm 30/06/2015. Chúng tôi cho rằng việc CMS phát hành tăng vốn điều lệ trong các năm 2012 và 2014 (vốn đầu tư của chủ sở hữu tăng từ 25 tỷ đồng năm 2010 lên mức 80 tỷ đồng năm 2014) là nguyên nhân chính dẫn đến sự thay đổi trong cơ cấu Vốn.

Khả năng sinh lời ở mức tốt: CMS có khả năng sinh lời tương đối tốt với hệ số DTT / TTS đang trong xu hướng tăng, tăng từ 0,84x (2012) lên mức 1,47x (2014). Ngoài ra, khả năng chi trả nợ vay của CMS cũng được cải thiện giai đoạn 2012 – 2014 với Interest coverage ratio tăng từ 2,85x lên 5,82x. Cùng với đó, tỷ lệ trả cổ tức hằng năm luôn được duy trì trong khoảng 15% - 20% cho thấy hiệu quả tốt trong hoạt động.

Tuy nhiên, do tỷ lệ sử dụng nợ vay giảm khiến ROE của doanh nghiệp không được cải thiện, giảm dần từ 29,84% (2010) xuống còn 15,03% (2014).



Phát hành tăng vốn: Trong năm 2015 CMS đã trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 100:15 (phát hành thêm 1,2 triệu cổ phiếu) đồng thời chào bán 4 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và 4 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược, cụ thể:

Số lượng cổ phiếu lưu hành tại 31/12/2014: 8 triệu

Số lượng cổ phiếu PH thêm:

- 1,2 triệu là cổ tức bằng cổ phiếu (Ngày giao dịch không hưởng quyền: 26/06/2015)
- 4 triệu phát hành cho cổ đông hiện hữu (bắt đầu 15/07/2015 kết thúc 12/08/2015)
- 4 triệu cho đối tác chiến lược – Phát hành cho đối tác là các cá nhân trong nước (khoảng 6 đối tác) với giá phát hành bằng mệnh giá.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự báo CMS sẽ hoàn thành mục tiêu DT và LN đặt ra cho năm 2015. Chúng tôi ước tính DTT 2015 sẽ đạt 435,06 tỷ đồng (+11,35%yoy), LNTT đạt khoảng 37,03 tỷ đồng và LNST đạt 27,77 tỷ đồng (+72,38%yoy), tương đương EPS 2015 = 1.615 đồng (tính theo số lượng cổ phiếu dự kiến là 17,2 triệu cổ phiếu).

Những giả định chúng tôi sử dụng trong quá trình dự báo KQKD đều được căn cứ dựa trên chiến lược phát triển của CMS cũng như những dữ liệu trong quá khứ. Chúng tôi đặt giả định với quan điểm cân trọng.

Giai đoạn 2016 – 2017: do đặc thù ngành Xây dựng phụ thuộc vào các dự án nên chúng tôi chỉ thực hiện dự báo giai đoạn 3 năm với cổ phiếu CMS. Dự kiến trong giai đoạn này CMS sẽ tiếp tục thực hiện các dự án tại nước ngoài là Dự án thủy điện Sendje, Dự án đập thủy điện Xayaburi – Lào (giai đoạn 2), Dự án thủy điện Xepian Xenamnoy và hướng tới nhận thầu thêm một số các dự án Thủy điện tại Lào. Với thị trường trong nước, CMS sẽ hướng tới triển khai dự án thủy điện Đa Nhim (2016 – 2018), dự án với một đối tác lớn (2016-2018) và đặc biệt sẽ thực hiện dự án BOT quốc lộ 45 Thanh Hóa (2016 – 2018)

Với các dự án kể trên, chúng tôi dự tính doanh thu thực hiện trong năm 2016 và 2017 của CMS lần lượt đạt 613,05 tỷ đồng và 688,98 tỷ đồng.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU CMG VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với hai phương pháp định giá là FCFF và PE, chúng tôi đặt trọng số mỗi phương pháp là 50 – 50 để xác định mức giá hợp lý trên 1 cổ phiếu CMS là 13.793 đồng/cp.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị MUA trung hạn cổ phiếu CMS với giá mục tiêu 1 năm là 13.793 đồng/cp, tăng 35,22% so với mức giá đóng cửa ngày 17/08/2015.

Định giá theo phương pháp FCFF:

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF theo 2 giai đoạn là 2015 – 2017 và giai đoạn sau năm 2017.

Giai đoạn 1 (2015 – 2017): như đã đề cập trong phần dự báo kết quả kinh doanh, giai đoạn này kết quả kinh doanh của CMS sẽ được cải thiện nhờ việc thực hiện dự án BOT giao thông và chiến lược hướng tới các dự án Thủy điện tại Lào.

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	6.46%
beta	0.5
ke	9.11%
kd	10.24%
E/A	51.55%
D/A	48.45%
Tax rate	22%
WACC	8.56%
g	2.00%

(Nguồn: BSC)

Giai đoạn 2 (sau năm 2017): ở giai đoạn dài hạn, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của CMS là 2%.

Theo phương pháp định giá FCFF, giá trị hợp lý trên 1 cổ phiếu CMS sẽ là 14.668 đồng.

Định giá theo phương pháp PE:

Với EPS 2015 ước tính đạt 1.615 đồng và PE để định giá cổ phiếu CMS lấy là 8,00, mức giá hợp lý cho một cổ phiếu CMS sẽ là 12.918 đồng/cp.

Tổng hợp 2 phương pháp định giá:

Chúng tôi đặt trọng số mỗi phương pháp là 50 – 50 để xác định mức giá hợp lý trên 1 cổ phiếu CMS là 13.793 đồng/cp.

PHỤ LỤC 1
Bảng phân tích độ nhạy phương pháp định giá FCFE

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		7.06%	7.56%	8.06%	8.56%	9.06%	9.56%	10.06%
Giá cổ phần	-0.5%	12,928	11,984	11,149	10,405	9,738	9,137	8,592
	0.0%	13,895	12,826	11,888	11,059	10,320	9,658	9,060
	0.5%	15,009	13,787	12,725	11,793	10,969	10,235	9,577
	1.0%	16,308	14,894	13,680	12,625	11,699	10,881	10,152
	1.5%	17,839	16,185	14,781	13,574	12,526	11,607	10,794
	2.0%	19,673	17,707	16,063	14,668	13,469	12,428	11,515
	2.5%	21,910	19,530	17,576	15,942	14,557	13,366	12,331
	3.0%	24,696	21,752	19,387	17,446	15,823	14,446	13,263
	3.5%	28,265	24,521	21,596	19,246	17,318	15,705	14,337
	4.0%	32,999	28,068	24,348	21,441	19,107	17,191	15,589
	4.5%	39,579	32,772	27,873	24,177	21,289	18,969	17,065

Nguồn: BSC dự báo

PHỤ LỤC 2

Đơn vị: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	184.73	267.52	390.73	435.06	613.05	688.98
Giá vốn hàng bán	138.60	214.00	335.09	348.05	490.44	551.18
Lợi nhuận gộp	46.13	53.52	55.64	87.01	122.61	137.80
Doanh thu tài chính	0.16	0.41	2.56	1.72	3.07	3.12
Chi phí tài chính	11.03	5.43	4.98	4.14	5.72	6.17
Chi phí lãi vay	11.19	4.76	4.51	3.83	5.44	5.87
Chi phí bán hàng	0.49	11.69	8.45	18.71	26.36	29.63
Chi phí QLDN	14.47	19.82	23.06	28.95	40.80	45.85
LN thuần từ hoạt động kinh doanh	20.30	17.00	21.70	36.93	52.80	59.27
Thu nhập khác	1.85	1.52	19.06	11.85	16.69	18.76
Chi phí khác	1.39	1.90	19.00	11.75	16.55	18.60
Lợi nhuận khác	0.45	(0.38)	0.06	0.10	0.14	0.16
Phần lãi lỗ trong cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	20.75	16.62	21.76	37.03	52.94	59.42
Thuế TNDN hiện hành	3.84	4.63	5.65	9.26	10.59	11.88
Thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	16.91	11.99	16.11	27.77	42.35	47.54
LNST cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST cổ đông cty mẹ	16.91	11.99	16.11	27.77	42.35	47.54
EPS (đồng)	3,463	2,398	2,197	1,615		

Nguồn: BSC dự báo

PHỤ LỤC 3

Đơn vị: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016	2017
TÀI SẢN NGẮN HẠN	172.31	178.14	203.55	350.91	291.65	338.32
Tiền và các khoản tương đương tiền	37.58	18.40	55.03	139.76	23.32	30.79
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	2.00	5.89	3.93	4.41	4.05
Các khoản phải thu ngắn hạn	74.02	66.43	69.49	92.25	129.99	146.09
Hàng tồn kho	49.19	78.39	61.98	98.25	110.35	130.91
Tài sản ngắn hạn khác	11.52	12.92	11.16	16.72	23.56	26.48
TÀI SẢN DÀI HẠN	48.25	50.83	61.87	65.67	245.30	277.34
Các khoản phải thu dài hạn	15.02	17.40	27.05	29.62	32.72	33.79
Tài sản cố định	33.02	32.00	30.24	30.90	27.43	58.39
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	3.53	2.53	182.53	182.53
Tài sản dài hạn khác	0.21	1.44	1.05	2.63	2.63	2.63
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	220.55	228.97	265.42	416.59	536.95	615.66
NỢ PHẢI TRẢ	149.96	157.36	155.56	199.21	277.22	308.40
Nợ ngắn hạn	143.82	153.02	143.90	185.32	261.28	293.47
Nợ dài hạn	6.14	4.33	11.65	13.89	15.94	14.92
NGUỒN VỐN CHỦ SỞ HỮU	67.96	68.97	107.22	214.73	257.08	304.62
Vốn chủ sở hữu	67.96	68.97	107.22	214.73	257.08	304.62
Nguồn kinh phí và quỹ khác	-	-	-	-	-	-
LỢI ÍCH CỐ ĐỒNG THIỂU SỐ	2.63	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64
TỔNG NGUỒN VỐN	220.55	228.97	265.42	416.59	536.95	615.66

Nguồn: BSC dự báo

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

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

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

