



## CTCP BETON 6 (BT6 – HSX)

### Những dấu hiệu khởi sắc đầu tiên sau tái cơ cấu

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- qoq	Q3-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	204,6	157,0	30%	223,0	-8%
Lợi nhuận sau thuế	1,6	11,6	-87%	0,0	9937%
EBIT	16,4	26,3	-38%	18,7	-13%
Tỷ suất EBIT	8,0%	16,7%	-875bps	8,4%	-40bps

Nguồn: BT6

- **BT6 là công ty xây dựng có vị thế trong ngành nhưng đang ở giai đoạn đáy của chu kỳ kinh doanh**
- **Sản phẩm bê tông đúc sẵn có nhiều cơ hội khi thị trường hồi phục**
- **Tình hình tài chính có thể cải thiện ở nhiều mặt**
- **Tái cơ cấu là nền tảng để cải thiện hiệu quả hoạt động khi thị trường hồi phục**

### Quan điểm và định giá:

BT6 là một trong những công ty đầu ngành tại Việt Nam trong cung cấp các sản phẩm bê tông đúc sẵn. Tuy nhiên, KQKD của Công ty trong giai đoạn 2011-2013 không mấy khả quan do: (1) Khó khăn khách quan của thị trường xây dựng, bất động sản; (2) Biến động trong cơ cấu sở hữu của cổ đông lớn và (3) Hoạt động đầu tư dàn trải. Dù vậy, có thể nói khó khăn của Công ty đã ở phía sau. LNST 9 tháng đầu năm 2014 đạt 15,9 tỷ đồng, tăng 288,3% so với cùng kỳ năm 2013. Hơn nữa, do kinh nghiệm và uy tín cao trên thị trường nên BT6 vẫn giữ vững được thị phần cao ở sản phẩm cốt lõi bê tông đúc sẵn (38%), cọc vuông (60%) và được tham gia thi công các công trình trọng điểm quốc gia. Thị trường xây dựng và BĐS đang có dấu hiệu hồi phục cũng giúp cải thiện KQKD của BT6 từ năm 2015. Thêm vào đó, việc trúng thầu thi công một số hạng mục ở các dự án lớn như cao tốc Bến Lức – Long Thành, Trung Lương – Mỹ Thuận, tuyến Metro Bến Thành – Suối Tiên có thể giúp BT6 ghi nhận tốc độ tăng trưởng DT và LNST khả quan trong giai đoạn 2016-2017.

Điều chúng tôi còn băn khoăn là tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của BT6 còn khá cao so với các công ty trong ngành. Trong giai đoạn 2014-2016, BT6 có kế hoạch huy động 400 tỷ đồng để phục vụ cho hoạt động đầu tư nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng BT6 thực hiện việc phát hành 40 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu bởi phương án này sẽ giúp nâng cao năng lực tài chính cho Công ty.

BT6 đang có những bức dẫu trong việc tái cơ cấu. Tuy nhiên, cần thêm thời gian để đánh giá hiệu quả thực sự của việc tái cấu trúc này. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **QUAN SÁT** với cổ phiếu BT6. Ngoài ra, thanh khoản kém cũng là một trong những điểm trừ cho BT6. Tuy vậy, nếu Cienco 6 thoái toàn thành công tại BT6 thì điều này có thể sẽ giúp cải thiện khối lượng giao dịch cho cổ phiếu trên thị trường.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	1.334,1	1.073,7	784,8	935,9
% tăng trưởng	-0,6	-19,5	-26,9	19,3
Lợi nhuận sau thuế	23,8	11,1	7,7	35,4
% tăng trưởng	-21,3	-53,5	-30,1	357,8
Tỷ suất LNST (%)	1,8	1,0	1,0	3,8
ROA (%)	1,4	0,7	0,5	2,2
ROE (%)	5,3	2,5	1,7	5,5
EPS (VND)	721	335	234	485*
EPS đ/chỉnh (VND)	721	335	234	485*
Giá trị sổ sách (VND)	13.609	13.404	13.667	11.572
Cổ tức tiền mặt (VND)				
P/E đ/chỉnh (x)	8,6	19,4	43,5	21,6
P/BV (x)	0,5	0,5	0,6	0,9

Nguồn: BCTC BT6, RongViet Securities tổng hợp, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 19/01/2015

(\* Tính trên SLCPDLH bình quân là 73.020.985 cp (giá định phát hành thành công công 40 triệu cp)

## QUAN SÁT

Giá thị trường (VND)	8.200
Giá mục tiêu (VND)	N/A

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật liệu xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	270,6
SLCPDLH	32.993.550
Beta	-0,34
Free Float (%)	11,3
Giá cao nhất 52 tuần	11.400
Giá thấp nhất 52 tuần	5.900
KLGD bình quân 20 phiên	18.512



Nguồn: HSX

### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
BT6	-4,7	32,3	34,4
VLXD	8,0	88,3	
VN30 Index	-2,7	-2,4	
VN-Index	-1,8	3,6	55,7

### Cổ đông lớn (%)

Công ty TNHH MTV Đầu tư Xuyên Việt	20,2
Công ty TNHH Mascon	18,9
Trịnh Thanh Huy	13,9
Công ty TNHH Đầu tư xây dựng và phát triển Tân Việt	7,9
Maybank Kim Eng Securities Pte., Ltd	7,8
CT TNHH Đầu tư hạ tầng và xi măng HB	7,4
Đỗ Việt Kiên	6,7
TCT Xây dựng công trình giao thông 6	5,9
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	39,8

### Phạm Thị Hường

(084) 08- 6299 2006 – Ext 323

huong.pt@vpsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY14 và Lũy kế 9T2014**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/- (yoy)	9T/FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	204,6	157,0	30,3%	223,0	-8,3%	468,8	-37,8%
Lợi nhuận gộp	27,5	27,3	0,9%	33,3	-17,3%	69,8	-34,8%
Chi phí bán hàng và quản lý	13,4	14,7	-9,3%	16,5	-18,8%	41,9	-17,3%
Thu nhập HĐKD	14,1	12,5	12,9%	16,8	-15,8%	27,9	6298,6%
EBITDA	15,1	51,6	-70,8%	12,5	20,6%	80,2	68,9%
EBIT	16,4	26,3	-37,8%	18,7	-12,7%	61,4	-0,1%
Chi phí tài chính	15,7	15,5	0,8%	18,8	-16,5%	38,7	-35,6%
- Chi phí lãi vay	15,1	15,1	0,1%	18,6	-18,9%	45,4	-19,8%
Khấu hao	1,3	-25,3	-105,1%	6,2	-79,2%	-18,8	-235,0%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	1,2	11,2	-88,9%	0,1	1290,9%	16,0	234,3%
Lợi nhuận sau thuế	1,6	11,6	-86,6%	0,0	9.937,0%	15,9	288,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	1,6	11,6	-86,6%	0,0	9.937,0%	15,9	

Nguồn: BT6, RongViet Securities

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY14**

Chỉ tiêu	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/-yoy
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	13,4	17,4	-392bps	14,9	-147bps
EBITDA/Doanh thu	8,6	12,8	-415bps	8,4	23bps
EBIT /Doanh thu	8,0	16,7	-875bps	8,4	-40bps
TS lợi nhuận ròng	0,8	7,4	-665bps	0,0	76bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	0,8	7,4	-665bps	0,0	76bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	2,0	1,5	0,6	1,9	0,1
-Khoản phải thu	1,1	0,9	0,3	1,1	0,0
-Khoản phải trả	1,8	1,2	0,6	1,4	0,3
<b>Đòn bẩy</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	2,2	2,2	-0,1	2,9	-0,7

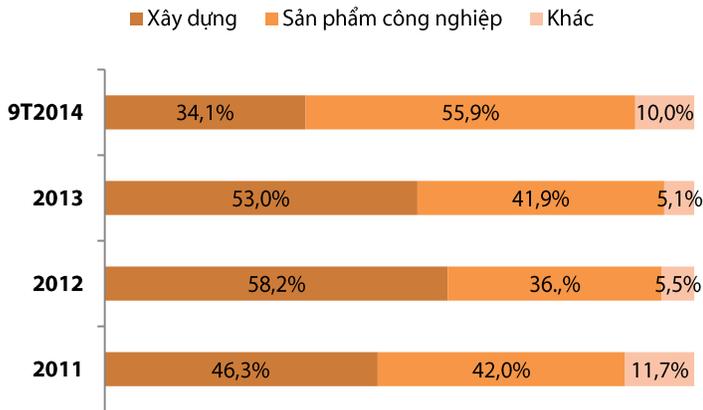
Nguồn: BT6 (\*) thường niên hóa

**BT6 là công ty xây dựng có vị thế trong ngành nhưng đang ở giai đoạn đáy của chu kỳ kinh doanh**

Với lịch sử hình thành 57 năm, CTCP Beton 6, tiền thân là Tập đoàn xây dựng RMK của Mỹ, là doanh nghiệp có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng cầu đường và sản xuất các sản phẩm bê tông dùng trong xây dựng. Đến nay, đây vẫn là hai mảng kinh doanh có đóng góp trọng yếu vào doanh thu của BT6. Ngoài ra, Công ty còn có doanh thu từ các hoạt động khác như cho thuê thiết bị, lao phóng vận chuyển, bán kèm phụ kiện như ống nổi cao su, bán đá, bán vật tư, vận chuyển và giám sát. Trong mảng sản phẩm công nghiệp, BT6 cung cấp đa dạng các loại sản phẩm bê tông đúc sẵn như dầm bê tông, cọc ván, cọc vuông, cọc ống... sử dụng trong xây dựng hạ tầng giao thông, xây dựng dân dụng và công nghiệp. Tính chung từ năm 2011 đến nay, doanh thu từ mảng này chiếm trung bình khoảng 44% tổng doanh thu của BT6 với biên lợi nhuận gộp (LNG) duy trì khá ổn định trong khoảng 14 -16%.

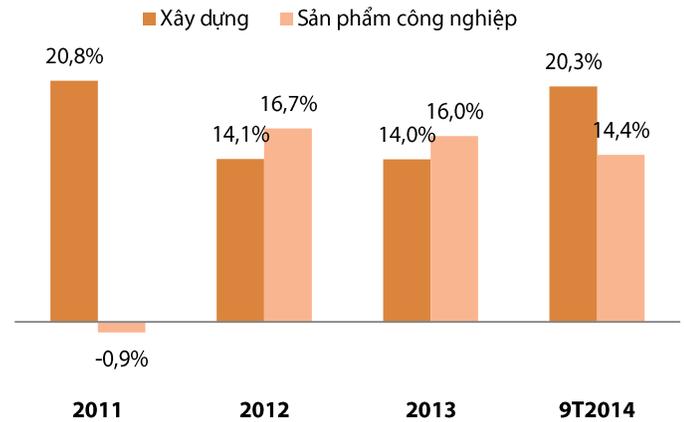


**Hình 1: Cơ cấu doanh thu theo mảng hoạt động**



Nguồn: BT6, RongViet Securities tổng hợp

**Hình 2: Biên LNG theo mảng hoạt động chính**



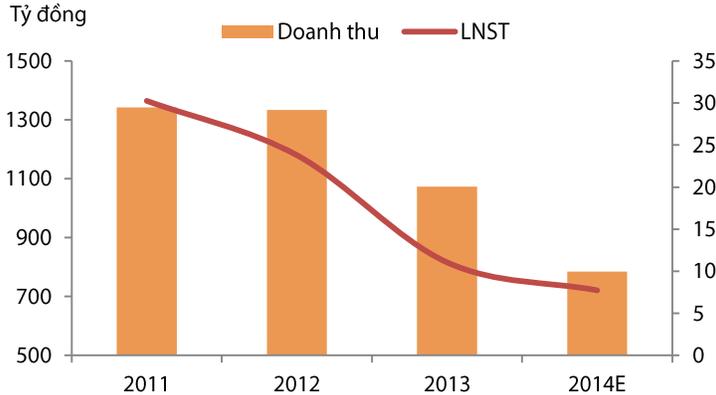
Nguồn: BT6, RongViet Securities tổng hợp

Đối với mảng xây dựng, BT6 chú trọng vào các công trình hạ tầng giao thông được tài trợ bằng vốn ODA. Trong mảng cầu đường, BT6 đặc biệt có lợi thế hơn các doanh nghiệp cùng ngành nhờ công nghệ và năng lực thi công tốt, thể hiện qua kinh nghiệm thi công ở các dự án trọng điểm quốc gia như cầu Mỹ Thuận (Tiền Giang và Vĩnh Long), cầu Rạch Miễu (Tiền Giang, Bến Tre), cầu Cần Thơ, cao tốc Sài Gòn – Trung Lương... Trong quá trình đấu thầu để được tham gia vào các dự án lớn, đối thủ cạnh tranh chính BT6 là các công ty xây dựng Nhà nước như CTCP Thăng Long, Công ty Cầu 14, CC1, các TCT Xây dựng Công trình Giao thông khu vực phía Nam... Uy tín và năng lực thi công tốt của BT6 nhìn chung không thua kém các đối thủ. Tuy nhiên, sự cạnh tranh về giá đã hạn chế khả năng trúng thầu của BT6 trong các hạng mục chính của những công trình lớn thời gian gần đây. Hiện tại, BT6 đang là thầu phụ của các tập đoàn lớn như Cienco 6, Posco E&C, CRPC...

Những năm gần đây, nhiều dự án hạ tầng lớn bị chậm tiến độ hoặc hoãn triển khai do nhiều lý do như thiếu vốn, giải ngân chậm hay khó khăn trong việc đền bù, giải phóng mặt bằng. Thêm vào đó, việc thị trường bất động sản đóng băng kéo dài trong khi Chính phủ thắt chặt đầu tư công và thẩm định chặt chẽ hơn các dự án ODA cũng ảnh hưởng đến khả năng tìm kiếm các hợp đồng mới trong của Công ty (Hình 3).

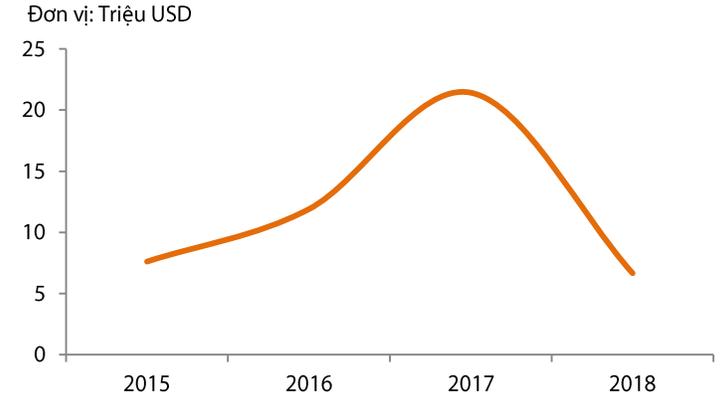
Bên cạnh đó, do các dự án lớn mà BT6 tham gia chưa khởi động hoặc mới chỉ thi công ở giai đoạn đầu nên doanh thu của mảng xây lắp trong năm 2014 chủ yếu đến từ các dự án nhỏ như cầu Ông Buông – quận 6, cầu Trường Thọ ở Thủ Đức... với giá trị thực hiện mỗi dự án trung bình 50 – 60 tỷ đồng. Ngay cả trong các công trình quy mô nhỏ, BT6 cũng chịu sự cạnh tranh từ các doanh nghiệp nhỏ sẵn sàng bỏ thầu giá thấp. Kết quả là doanh thu và lợi nhuận mảng xây dựng của BT6 có sự sụt giảm qua các năm. Doanh thu xây dựng 9 tháng đầu năm 2014 giảm 37,8% và LNG cũng giảm 34,8% so với cùng kỳ năm trước.

**Hình 3: Doanh thu, LNST qua các năm**



Nguồn: BT6, RongViet Securities tổng hợp

**Hình 4: Doanh thu từ dự án Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận (ước tính)**

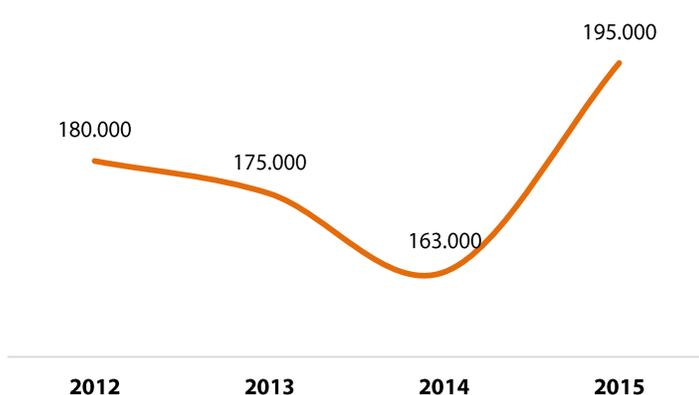


Nguồn: BT6, RongViet Securities tổng hợp

Tuy nhiên, qua trao đổi, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp có cái nhìn lạc quan về triển vọng kinh doanh các năm sắp tới từ nội tại công ty lẫn triển vọng ngành.

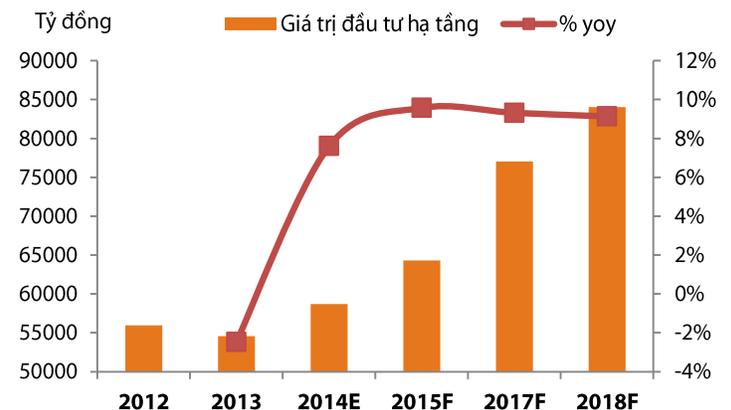
Thời gian gần đây, ngành xây dựng đang có những tín hiệu phục hồi tích cực với giá trị sản xuất xây dựng năm 2014 ước tăng khoảng 7,6% so với năm 2013. Trong đó, giá trị xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng tăng 14,3% (năm 2013 giảm 9,1%) và hoạt động xây dựng chuyên dụng tăng 8,2% (năm 2013 giảm 7,8%). Theo kế hoạch ngân sách của Chính phủ, chi cho đầu tư phát triển năm 2015 tăng đến 19,6% so với năm 2014 và là mức cao nhất trong các năm trở lại đây. Ngoài ra, tổ chức Business Monitor International cũng dự báo ngành xây dựng trong nước có thể đạt tăng trưởng khoảng 6,4% trong năm 2015 và trung bình khoảng 6,1%/năm trong giai đoạn 2016 – 2018, trong đó đầu tư hạ tầng cũng được dự báo sẽ hồi phục tích cực với mức tăng cao 9,6% trong năm nay (so với 7,5% trong 2014 và -0,2% trong 2013) (Bảng 2). Trong bức tranh hồi phục khả quan của ngành, có thể kỳ vọng KQKD của BT6 sẽ có sự cải thiện cả ở mảng xây dựng và mảng sản xuất công nghiệp, khi tiến độ các dự án hạ tầng được đẩy mạnh.

**Hình 5: Dự toán chi NSNN cho đầu tư phát triển (tỷ đồng)**



Nguồn: GOV, RongViet Securities tổng hợp

**Hình 6: Giá trị đầu tư hạ tầng ở Việt Nam**



Nguồn: BMI

Thực tế, tiến độ triển khai một số dự án lớn mà BT6 được tham gia như Cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, Bến Lức Long Thành, cầu Cao Lãnh và cầu Vàm Cống,... đã bắt đầu được đẩy mạnh trở lại, đặc biệt là trong nửa sau năm 2014. Do đặc thù của hoạt động xây dựng, giai đoạn giữa của quá trình thi công thường là cao điểm của việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Chúng tôi ước tính bốn dự án nói

trên sẽ lần lượt đóng góp khoảng 574 tỷ đồng, 821 tỷ đồng và 672 tỷ đồng cho mảng xây dựng trong các năm 2015, 2016 và 2017. Cộng thêm các dự án còn đang thực hiện dở dang, cùng với một số dự án trung bình, nhỏ khác mà BT6 có khả năng trúng thầu cao, doanh thu và LNG mảng xây dựng năm 2015 có thể đạt lần lượt 636 tỷ đồng (tăng 115% so với 2014) và 114 tỷ đồng (tăng 114%).

**Bảng 3: Doanh thu từ mảng xây dựng của một số dự án lớn (Đơn vị: tỷ đồng)**

Tên dự án	Vị trí dự án	Chủ đầu tư	Giá trị thi công dự kiến của BT6	2015F	2016F	2017F
Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận	Tiền Giang	PMU Mỹ Thuận	1.023	154	276	389
Cầu Vàm Cống	An Giang	PMU Mỹ Thuận	307	154	108	-
Cầu Cao Lãnh	Đồng Tháp	PMU Mỹ Thuận	512	189	205	77
Dự án Bến Lức - Long Thành	Đồng Nai	VEC	512	77	232	206
<b>Tổng</b>			2.354	574	821	672

Nguồn: BT6, RongViet Securities ước tính

### Sản phẩm bê tông đúc sẵn có nhiều cơ hội khi thị trường hồi phục

Các sản phẩm công nghiệp chủ lực của BT6 là: (1) dầm bê tông đúc sẵn sử dụng ở các công trình cầu, đường, (2) cọc ván dùng cho các công trình bờ kè sông, biển, (3) cọc vuông dùng trong các công trình công nghiệp và dân dụng và (4) cọc ống dùng làm móng các công trình dân dụng, cảng, nhà máy. Trong đó, Công ty nắm giữ thị phần lớn ở sản phẩm dầm đúc sẵn (38%) và cọc vuông (60%). Quan trọng hơn, BT6 có khả năng cung cấp các sản phẩm bê tông đúc sẵn siêu trường, siêu trọng ứng dụng công nghệ tiên tiến và đáp ứng được yêu cầu kĩ thuật cao... (Bảng 4). Ngoài ra, BT6 cũng cung cấp bê tông tươi (M300 và M350) cho một số công trình mà gần đây nhất là dự án đảo Kim Cương - quận 2.

**Bảng 4: Sản phẩm công nghiệp cung cấp cho một số dự án tiêu biểu**

Tên dự án	Sản phẩm bê tông đúc sẵn	Sản lượng bê tông ước (m <sup>3</sup> )
Cầu Mỹ Thuận	220 dầm bê tông tiền áp Super Tee 16.000m cọc BTCT 40x40cm	60.000
Cầu Cần Thơ	350 dầm Super T	95.000
Cao tốc Sài Gòn Trung Lương	2254 dầm Super	
Cầu Phú Mỹ	350 dầm Super T	95.000
Đảo Kim Cương – Q2		300.000

Nguồn: BT6

Như đã đề cập ở trên, công nghệ vượt trội là một trong những thế mạnh cạnh tranh của BT6. Tiền thân là công ty con của một tập đoàn RMK (Mỹ) nên các sản phẩm của BT6 đều được ứng dụng công nghệ khá tốt. Bên cạnh các sản phẩm truyền thống, BT6 cũng đang tích cực đầu tư để phát triển các sản phẩm mới thông qua Viện công nghệ Beton 6 (thành lập 2012) và việc nhận chuyển giao các công nghệ hiện đại từ nước ngoài. Năm 2013, BT6 đã mua lại công nghệ đúc các đốt hầm (concrete segment) của Nhật Bản với chi phí đầu tư ban đầu khoảng 4,7 tỷ đồng nhằm phục vụ đầu tiên cho 2,6 km phần ngầm của tuyến Metro số 1 đoạn từ Thủ Thiêm đến chợ Bến Thành. Đây có thể coi là điểm cộng cho mảng sản phẩm công nghiệp của BT6 vì chưa có công ty nào ở Việt Nam tiếp cận được công nghệ tiên tiến nói trên.

Chi phí vận chuyển chiếm tỷ trọng không nhỏ trong cơ cấu giá vốn sản phẩm của BT6 (khoảng 10%). Chính vì vậy, khi có quy định về siết chặt tải trọng xe cơ giới, chi phí vận chuyển của Công ty ước tính bị tăng lên từ 5-7%. Để hạn chế tác động của chính sách này, Công ty chủ trương ký hợp đồng dầm lớn



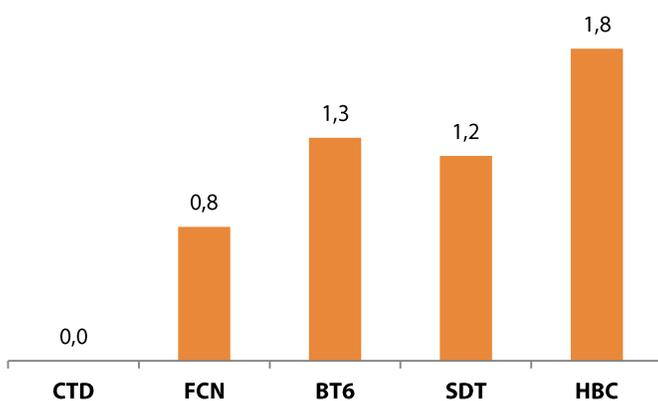
và xây dựng bãi đúc tại chỗ ở một số công trình như ở cầu La Ngà, công trường quốc lộ 1A qua tỉnh Bình Thuận..., đồng thời thương lượng với các chủ đầu tư để được hỗ trợ thêm phần chi phí vận chuyển. Hơn nữa, việc xây dựng bãi đúc tại chỗ, gắn các công trình thì tiến độ cũng được đẩy mạnh, rút ngắn thời gian thực hiện dự án.

Trong dài hạn, BT6 có kế hoạch xây dựng Nhà máy Beton 6 Long Hậu ở KCN Long Hậu – Long An với công suất thiết kế khoảng 100.000 tấn/năm và có thể thuê ngoài để nâng công suất lên 130.000 tấn/năm (so với 120.000 tấn/năm của nhà máy hiện hữu ở Bình Dương) khi nhu cầu tăng cao. Theo ước tính ban đầu, tổng vốn đầu tư cho nhà máy này vào khoảng 342 tỷ đồng, trong đó Công ty đã chi khoảng 129 tỷ đồng để trả tiền thuê đất (50 năm) và khoảng 57 tỷ đồng cho việc xây dựng nhà máy. Nhà máy Beton 6 Long Hậu nằm gần cụm cảng Tân Cảng – Hiệp Phước, Sài Gòn – Hiệp Phước và SPCT nên việc vận chuyển các sản phẩm có thể được thực hiện bằng sà lan, giúp BT6 tiết kiệm đáng kể chi phí vận chuyển và gia tăng biên LNG. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường xây dựng chỉ vừa mới hồi phục, việc tìm đầu ra cho nhà máy mới không phải là điều dễ dàng. Do đó, chúng tôi cho rằng BT6 có thể tiếp tục hoãn tiến độ triển khai của dự án này cho đến khi hoạt động có những hồi phục mạnh.

Năm 2015, BT6 dự kiến sẽ mở rộng kinh doanh thêm sản phẩm bê tông tươi với công suất ban đầu khoảng 90.000 m<sup>3</sup>/năm. Thực tế, BT6 đã có kinh nghiệm cung cấp sản phẩm này cho một số dự án như dự án đảo Kim Cương, dự án cầu Cần Thơ, cầu Phú Mỹ... Lĩnh vực này đòi hỏi vốn đầu tư không nhiều, chỉ khoảng từ 10 – 20 tỷ đồng, chủ yếu là chi phí để đầu tư trạm trộn, xe chở và mặt bằng. Hiện tại, trạm trộn bê tông ướ đang được Công ty đặt trên địa bàn quận 2, nơi tập trung nhiều dự án BĐS lớn như KĐT Thủ Thiêm hay Vinhomes Central Park của Vingroup. Với giả định sản lượng tiêu thụ giai đoạn đầu khoảng 50% công suất thiết kế, mảng bê tông ướ sẽ đóng góp khoảng 54 tỷ đồng vào doanh thu trong năm 2015. Cho các năm tiếp theo, khi lượng đơn đặt hàng tăng lên thì doanh thu mảng này có thể đạt khoảng 100 tỷ đồng/năm. Do biên LNG của sản phẩm bê tông ướ chỉ khoảng 6 – 10% và đóng góp thấp trong doanh thu (khoảng 4,5%) nên chúng tôi cho rằng việc đưa vào kinh doanh đại trà mảng này chỉ là giải pháp tận dụng các ngách nhỏ của thị trường.

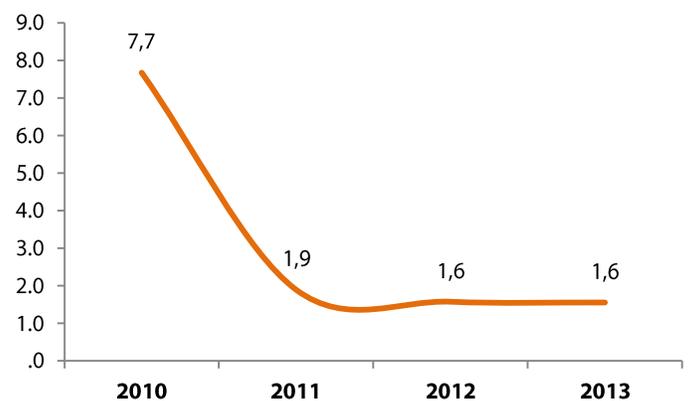
Sự hồi phục của thị trường xây dựng là yếu tố tiên quyết thúc đẩy tăng trưởng DT và LN của mảng sản phẩm công nghiệp. Hiện tại, BT6 cũng đã có một số bước chuẩn bị để đón đầu sự nhu cầu gia tăng của thị trường. Chúng tôi ước tính mảng sản phẩm công nghiệp có thể đóng góp khoảng 481 tỷ đồng vào doanh thu và 81 tỷ đồng vào LNG của BT6 trong năm 2015. Tính chung cho năm 2015, doanh thu có thể đạt 936 tỷ đồng và LNST ước đạt khoảng 35 tỷ đồng.

**Hình 7: Tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu của một số công ty xây dựng tại Q3/2014**



Nguồn: BT6, RongViet Securities tổng hợp

**Hình 8: Tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu của BT6 qua các năm**



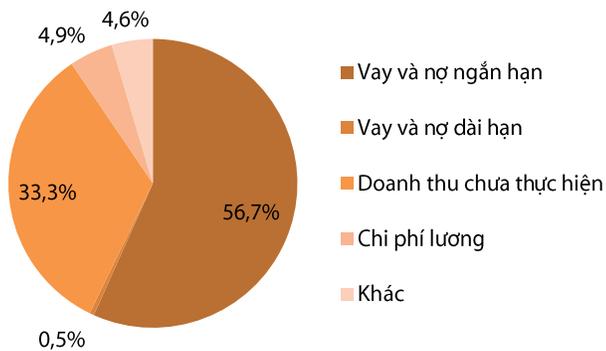
Nguồn: BT6, RongViet Securities tổng hợp



### Tình hình tài chính có thể cải thiện ở nhiều mặt

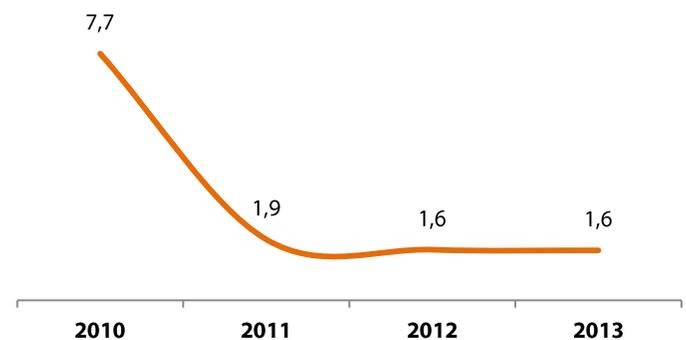
Một vấn đề khác của BT6 là tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu vẫn còn ở mức khá cao dù đang có xu hướng giảm dần. Chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu tổng nợ là vay và nợ ngắn hạn (56,7%), chủ yếu là vay để phục vụ nhu cầu vốn lưu động. Do nợ vay cao nên chi phí lãi vay cũng là một gánh nặng lớn đối với doanh nghiệp, thể hiện qua EBITDA/Lãi vay năm 2013 chỉ 1,6 lần, thấp hơn nhiều so với mức 7,7 lần năm 2010. Tuy nhiên, trong năm 2014, BT6 tiết kiệm được khá nhiều chi phí lãi vay khi mặt bằng lãi suất hạ xuống. Nếu trong giai đoạn 2009-2011, có thời điểm lãi suất đi vay của BT6 lên đến trên 21%/năm thì lãi suất đi vay hiện tại của doanh nghiệp chỉ còn khoảng 7,8-10%/năm. Nhờ đó, trong 9 tháng đầu năm 2014, chi phí lãi vay giảm khoảng 11,2 tỷ đồng (-19,8%) so với cùng kỳ 2013 dù dư nợ đầu năm 2014 cao hơn khoảng 80 tỷ đồng so với đầu năm 2013. Trong quý 4/2014, chúng tôi ước tính BT6 đã thu về khoảng 200 tỷ đồng công nợ từ mảng sản phẩm công nghiệp. Như vậy, Công ty sẽ có nguồn tiền để giảm nợ vay. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu cuối năm 2014, do đó, có thể giảm khoảng 50 điểm phần trăm so với năm 2013.

Hình 9: Cơ cấu tổng nợ năm 2013 của BT6



Nguồn: BT6, RongViet Securities tổng hợp

Hình 10: Tỷ lệ EBITDA/Lãi vay



Nguồn: BT6, RongViet Securities tổng hợp

Trong năm 2014, Công ty đã tiến hành thanh lý một số khoản đầu tư dài hạn ở dự án BOT Cầu Rạch Miễu (giá trị 29,4 tỷ đồng), CTCP đá Hoa Tân An, CTCP khoáng sản Tân Uyên Fico và CTCP xây dựng giao thông Beton 6. Cụ thể, BT6 ghi nhận 8,9 tỷ đồng lãi từ thanh lý các khoản đầu tư ngắn hạn, dài hạn và 15,6 tỷ đồng từ lãi do thoái vốn công ty con trong 9T/2014. Theo kế hoạch, BT6 sẽ tiếp tục thoái vốn các khoản đầu tư ở các công ty ngoài ngành như CTCP Cung ứng và phân phối vật liệu Sao Mai và các khoản đầu tư ở các tỉnh miền trung (khu từ Quảng Ngãi trở ra). Việc thoái vốn sẽ giúp Công ty bớt lỗ ở các khoản đầu tư này, đồng thời có nguồn tài trợ cho việc đầu tư các dự án lớn sắp triển khai trong đó có dự án Nhà máy Beton Long Hậu.

Cho giai đoạn 2014 – 2016, BT6 có kế hoạch huy động 400 tỷ đồng thông qua một trong ba phương án: (1) phát hành cổ phiếu (cho cổ đông hiện hữu, nhà đầu tư tài chính hoặc nhà đầu tư chiến lược), (2) phát hành trái phiếu hoặc trái phiếu chuyển đổi (3) vay trung, dài hạn từ ngân hàng. Trong đó, Công ty dự định dành 250 tỷ cho đầu tư cơ sở vật chất (nhà máy Bình Dương, nhà máy BT6 Long Hậu), 100 tỷ đồng cho đầu tư máy móc thiết bị, công nghệ và sản phẩm mới và 50 tỷ đồng còn lại để bổ sung vốn lưu động.

Chúng tôi nghiêng về khả năng BT6 sẽ phát hành thêm 40 triệu cổ phiếu bằng mệnh giá cho cổ đông chiến lược hơn các phương án khác do: (1) Tỷ lệ Nợ vay/vốn chủ sở hữu hiện khá cao; (2) việc đi vay hoặc phát hành trái phiếu vẫn làm phát sinh chi phí lãi vay cố định hàng năm trong khi tình hình tài chính của Công ty dù có cải thiện nhưng chưa nhiều; (3) Nhà máy Beton Long Hậu thời gian đầu mới chỉ đảm nhận một phần công suất của nhà máy hiện hữu nên khó có dòng thêm dòng tiền mới để trả

chi phí lãi vay. Tuy nhiên, trong điều kiện hiện tại, giá cổ phiếu BT6 đang ở dưới mệnh giá cộng thêm với hoạt động xây dựng dù có khởi sắc nhưng chưa nhiều nên việc phát hành trong năm 2015 được xem là một bài toán đối với doanh nghiệp.

### **Tái cơ cấu là nền tảng để cải thiện hiệu quả hoạt động khi thị trường hồi phục**

Cuối năm 2009, BT6 được cho là đã bị thâm tóm bởi nhóm cổ đông liên quan đến CTCP Bất động sản Bình Thiên An, chủ đầu tư dự án Đảo Kim Cương và cũng là một doanh nghiệp với nhiều kinh nghiệm M&A trong lĩnh vực xây dựng, vật liệu xây dựng, logistic... với các thương vụ tiêu biểu như giao dịch thâm tóm Cotecccons, Descon, Vinafco.

Chúng tôi quan sát thấy một số thay đổi quan trọng mô hình hoạt động của BT6. Từ năm 2013, BT6 dường như đã bắt đầu tiến trình tái cấu trúc bằng việc thoái vốn ở các công ty con và các khoản đầu tư dài hạn không hiệu quả ngoài ngành. Một số công ty con mà BT6 thoái vốn gần đây có thể kể đến như CTCP Bê tông ly tâm Dung Quất, Bê tông 620 Long An, CTCP Cung ứng & Phân phối Vật liệu Sao Mai... Bên cạnh việc thoái vốn các khoản đầu tư, thời gian qua, BT6 cũng đã chứng kiến nhiều thay đổi về thành phần nhân sự trong ban điều hành và HĐQT. Hiện nay, BT6 đang tập trung vào 2 mảng kinh doanh cốt lõi là sản phẩm công nghiệp và xây lắp. Chuyên môn hóa trong bộ máy hoạt động có thể giúp tiết giảm chi phí quản lý cũng như cải thiện hiệu quả hoạt động của BT6.

Ngoài ra, thanh khoản kém cũng là một trong những điểm khiến BT6 kém hấp dẫn. Tuy nhiên, việc Cienco 6 đã đăng ký thoái toàn bộ số cổ phần hiện tại (5,9%) có thể: (1) Cải thiện tính thanh khoản cho cổ phiếu và (2) Là yếu tố thuận lợi giúp BT6 đẩy nhanh tiến trình tái cấu trúc.

Chúng tôi cho rằng chính giai đoạn thị trường khó khăn vừa qua là cơ hội để BT6 tập trung đẩy mạnh tiến độ tái cấu trúc. Về dài hạn, nếu việc tái cơ cấu được thực hiện một cách toàn diện và hiệu quả, BT6 có thể phát huy các lợi thế vốn có của mình và đạt được tốc độ tăng trưởng tốt hơn khi thị trường hồi phục.

### **Quan điểm**

BT6 là một trong những công ty đầu ngành tại Việt Nam trong cung cấp các sản phẩm bê tông đúc sẵn. Tuy nhiên, KQKD của Công ty trong giai đoạn 2011-2013 không mấy khả quan do: (1) Khó khăn khách quan của thị trường xây dựng, bất động sản; (2) Biến động trong cơ cấu sở hữu của cổ đông lớn và (3) Hoạt động đầu tư dàn trải. Dù vậy, có thể nói khó khăn của Công ty đã ở phía sau. LNST 9 tháng đầu năm 2014 đạt 15,9 tỷ đồng, tăng 288,3% so với cùng kỳ năm 2013. Hơn nữa, do kinh nghiệm và uy tín cao trên thị trường nên BT6 vẫn giữ vững được thị phần cao ở sản phẩm cốt lõi dầm đúc sẵn (38%), cọc vuông (60%) và được tham gia thi công các công trình trọng điểm quốc gia. Thị trường xây dựng và BĐS đang có dấu hiệu hồi phục cũng giúp cải thiện KQKD của BT6 từ năm 2015. Thêm vào đó, việc trúng thầu thi công một số hạng mục ở các dự án lớn như cao tốc Bến Lức – Long Thành, Trung Lương – Mỹ Thuận, tuyến Metro Bến Thành - Suối Tiên có thể giúp BT6 ghi nhận tốc độ tăng trưởng DT và LNST khả quan trong giai đoạn 2016-2017.

Điều chúng tôi còn băn khoăn là tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của BT6 còn khá cao so với các công ty trong ngành. Trong giai đoạn 2014-2016, BT6 có kế hoạch huy động 400 tỷ đồng để phục vụ cho hoạt động đầu tư nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng BT6 thực hiện việc phát hành 40 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu bởi phương án này sẽ giúp nâng cao năng lực tài chính cho Công ty.

BT6 đang có những bước đầu trong việc tái cơ cấu. Tuy nhiên, cần thêm thời gian để đánh giá hiệu quả thực sự của việc tái cấu trúc này. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **QUAN SÁT** với cổ phiếu BT6. Ngoài ra, thanh khoản kém cũng là một trong những điểm trừ cho BT6. Tuy vậy, nếu Cienco 6 thoái toàn thành công tại BT6 thì điều này có thể sẽ giúp cải thiện khối lượng giao dịch cho cổ phiếu trên thị trường.

Đvt: tỷ đồng

<b>KQ HKKD</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
Doanh thu thuần	1.334,1	1.073,7	784,8	935,9
Giá vốn	1.144,1	926,3	690,3	814,4
<b>Lãi gộp</b>	<b>190,0</b>	<b>147,4</b>	<b>94,5</b>	<b>121,5</b>
Chi phí bán hàng	9,2	6,7	4,7	5,6
Chi phí quản lý	75,9	66,3	56,7	58,0
Thu nhập từ HĐTC	21,6	10,1	33,1	21,6
Chi phí tài chính	121,3	77,1	58,0	43,4
Lợi nhuận khác	28,7	8,4	3,3	5,5
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>32,4</b>	<b>14,6</b>	<b>9,8</b>	<b>40,0</b>
Thuế TNDN	15,2	6,6	4,9	8,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	-6,6	-3,1	-2,8	-4,2
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>23,8</b>	<b>11,1</b>	<b>7,7</b>	<b>35,4</b>
EBIT	<b>150,2</b>	<b>89,4</b>	<b>66,1</b>	<b>82,1</b>
EBITDA	185,6	116,2	84,1	102,8

Đvt: %

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-0,6	-19,5	-26,9	19,3
Lợi nhuận HKKD	-31,5	-29,1	-55,5	74,8
EBITDA	2,9	-37,4	-27,7	22,3
EBIT	4,8	-40,5	-26,1	24,3
Lợi nhuận sau thuế	-21,3	-53,5	-30,1	357,8
Tổng tài sản	-5,5	-5,7	-10,0	25,0
Vốn chủ sở hữu	1,5	-1,5	2,1	87,2
Tốc độ tăng trưởng nội tại	5,3	-1,2	1,7	-0,2
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	14,2	13,7	12,0	13,0
LN HKKD / Doanh thu	7,9	6,9	4,2	6,2
EBITDA/ Doanh thu	13,9	10,8	10,7	11,0
EBIT/ Doanh thu	11,3	8,3	8,4	8,8
LNST/ Doanh thu	1,8	1,0	1,0	3,8
ROA	1,4	0,7	0,5	2,2
ROIC or RONA	26,7	17,4	13,9	12,6
ROE	5,3	2,5	1,7	5,5
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	2,0	1,5	1,1	1,4
Vòng quay hàng tồn kho	2,9	2,6	2,0	2,4
Vòng quay khoản phải trả	1,9	1,7	1,5	1,7
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,1	1,1	1,2	1,6
Nhanh	0,7	0,8	0,8	1,3
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	263,1	251,3	218,7	112,8
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	121,9	142,5	120,2	52,4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	1,9	1,3	1,0	0,0

Đvt: tỷ đồng

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
Tiền	74	27	6	453
Đầu tư tài chính ngắn hạn	53	53	57	55
Các khoản phải thu	705	746	667	655
Tồn kho	382	325	373	293
Tài sản ngắn hạn khác	14	28	37	39
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>1.228</b>	<b>1.180</b>	<b>1.140</b>	<b>1.495</b>
Tài sản cố định hữu hình	73	65	30	55
Tài sản cố định vô hình	191	57	0	0
Xây dựng cơ bản dở dang	51	54	37	26
Bất động sản đầu tư	3	3	3	3
Đầu tư tài chính dài hạn	93	71	86	83
Tài sản dài hạn khác	29	147	142	135
Lợi thế thương mại	24	20	10	5
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>465</b>	<b>417</b>	<b>298</b>	<b>302</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.693</b>	<b>1.597</b>	<b>1.438</b>	<b>1.797</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	506	370	352	407
Khoản phải trả ngắn hạn khác	104	105	88	103
Vay và nợ ngắn hạn	547	630	542	442
Vay và nợ dài hạn	8	6	4	0
Khoản phải trả dài hạn khác	15	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.181</b>	<b>1.111</b>	<b>987</b>	<b>952</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>449</b>	<b>442</b>	<b>451</b>	<b>845</b>
Vốn đầu tư của CSH	330	330	330	730
Lợi nhuận giữ lại	51	40	44	36
Các quỹ	68	73	77	79
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>449</b>	<b>442</b>	<b>451</b>	<b>845</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	45	32	0	0
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.675</b>	<b>1.586</b>	<b>1.438</b>	<b>1.797</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
LNTT	32,4	14,6	9,8	40,0
Khấu hao	35,4	26,9	18,0	20,7
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>106,8</i>	<i>70,1</i>	<i>-48,3</i>	<i>-48,5</i>
Thay đổi vốn lưu động	-197,0	-260,8	-17,3	151,0
<b>Tiền thuần từ HKKD</b>	<b>-22,5</b>	<b>-149,2</b>	<b>-37,7</b>	<b>163,2</b>
Thay đổi TSCĐ	-17,3	-7,7	105,6	-24,3
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	62,5	38,8	-60,3	-40,5
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	5,7	4,6	43,5	43,6
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>51,0</b>	<b>35,7</b>	<b>88,7</b>	<b>-21,1</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	400,0
Vay mới/trả nợ vay	-15,7	83,9	-39,1	-54,6
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-0,2	-16,5	-33,2	-40,9
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-15,9</b>	<b>67,4</b>	<b>-72,3</b>	<b>304,5</b>
Tiền thuần trong kỳ	12,6	-46,2	-21,3	446,6
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>61,0</b>	<b>73,5</b>	<b>27,3</b>	<b>6,0</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>73,5</b>	<b>27,3</b>	<b>6,0</b>	<b>452,6</b>

**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20	10 đến 20	-5 đến 10	-15 đến - 5
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30	15 đến 30	-10 đến 15	-15 đến -10	<-15

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới**

**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**