



Giá điều chỉnh đv Klg: 10,000cp

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá hợp lý (đ/cp)	31.800
Giá thị trường (08/06/2016)	26.000
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	<b>33</b>
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	858
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	606
Sở hữu nước ngoài (%)	8,42%
Giá thị trường (08/06/2016)	26.000
KLTB 10 ngày (nghìn cp)	258.275
Giá thấp nhất 52T (đ)	10,224
Giá cao nhất 52T (đ)	26,000
+/- 7 ngày qua	7,9%
+/- 1 tháng qua	16%

**Chuyên viên phân tích**

**Trần Thị Hồng Tươi**

**Email: [tuoith@bsc.com.vn](mailto:tuoith@bsc.com.vn)**

**Tel: + 84.39352722**

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Chúng tôi khuyến nghị MUA MẠNH cổ phiếu CTI với giá mục tiêu là 31.800 đ/cp (upside 22%).** Cổ phiếu CTI hiện được giao dịch tại mức P/E FW pha loãng và P/B lần lượt là 10,31x và 1,63x. Thu phí BOT mang lại nguồn doanh thu ổn định với rủi ro thấp. Triển vọng kinh doanh dài hạn đến từ khả năng mở rộng các dự án thu phí BOT và đưa vào khai thác các mỏ đá.

**Dự báo KQKD 2016.** DTT được dự báo đạt 1.329 tỷ đồng (+60%), LNST đạt 114 tỷ đồng (+68% yoy), tương đương EPS pha loãng 2016 là 2.521 đồng/cp.

**Hoạt động thu phí BOT mang lại dòng tiền ổn định, rủi ro thấp.** Tính đến năm 2016, CTI thu phí trên 3 tuyến đường huyết mạch với lưu lượng xe lưu thông cao là QL 1A, QL91 và tỉnh lộ 16. Tổng doanh thu phí BOT 2016 được dự báo đạt 563 tỷ đồng. Đặc trưng của các dự án BOT là dòng tiền ổn định, lãi suất hoàn vốn nội bộ (IRR) được đảm bảo và duy trì ở mức cao (từ 12%-14%) trong khi đó, dự án được tài trợ chủ yếu bằng vốn vay ngân hàng với thời hạn trả nợ kéo dài.

**Doanh thu phí BOT dự kiến tăng nhanh.** (1) Tăng thêm 2-3 tuyến thu phí quan trọng là nút giao 319 nối vào cao tốc Long Thành-Dầu Giây, BOT chuyên chở vật liệu xây dựng, đàm phán mua lại 49% quyền thu phí QL 51. Nếu đàm phán thành công, CTI sẽ vận hành 6 tuyến đường với 9 trạm thu phí, doanh thu hàng năm ước tính trên 1.000 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với 3 doanh nghiệp niêm yết là HTI, HUT và CII. (2) Phí sử dụng QL 1A tăng trung bình 70% kể từ 01/01/2016 và được điều chỉnh tăng 3 năm/lần.

**Tiềm năng khai thác các mỏ đá.** CTI sở hữu 3 mỏ đá là Tân Cang 8, Đồi Chùa 3 và Bình Lợi với trữ lượng còn lại lớn nhất (lên tới 38 triệu m<sup>3</sup>), thời gian khai thác còn lại dài nhất, (đến năm 2034) trong bối cảnh nhiều mỏ đá trong khu vực sẽ hết hạn giấy phép khai thác trong 2 năm tới. Nhu cầu đá xây dựng cao từ các dự án sân bay Quốc tế Long Thành và các dự án mở rộng đường ở Đồng Nai và Đồng Nam Bộ.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	368	300	361	722	830	1,329
% tăng trưởng y-o-y		-18%	20%	100%	15%	60%
Tổng tài sản (tỷ đ)	785	1,174	1,745	2,544	3,281	4,778
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	188	173	176	551	606	873
Vốn điều lệ (tỷ đ)	150	150	150	330	330	430
CPLH bình quân (Tr cp)	15	15	15	33	33	43
LN sau thuế (tỷ đ)	7	1	2	49	68	114
% tăng trưởng y-o-y		-82%	87%	2033%	37%	68%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	466	83	155	2,879	1,953	2,521
Giá trị sổ sách (đ/cp)	13,117	15,651	16,070	15,560	15,955	26,094
Lợi nhuận gộp biên	21%	19%	17%	25%	31%	35%
ROS	2%	0%	1%	7%	8%	9%
ROE	7%	1%	1%	14%	12%	15%
ROA	2%	0%	0%	2%	2%	3%

Nguồn: BCTC CTI, BSC tổng hợp

**TỔNG QUAN VỀ CTI**

Giới thiệu chung	
Công ty	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận Idico
Trụ sở	168KP11, P. An Bình, Tp. Biên Hòa, Đồng Nai
Web site	<a href="http://cuongthuan.vn/">http://cuongthuan.vn/</a>
Điện thoại	061.6291.081
Fax	061.6291.082
Vốn điều lệ:	330 tỷ đồng
	- Xây dựng, thi công công trình dân dụng, công nghiệp, giao thông, ...
Lĩnh vực hoạt động	- Sản phẩm cơ khí và vật liệu bê tông, bê tông - Khai thác, gia công chế biến cát, sỏi, đá, đất sét....

Lịch sử hình thành	
Năm	Sự kiện
2000	Chính thức đi vào hoạt động, với tên CT TNHH Cường Thuận VĐL: 4,6 tỷ đồng
2007	Chuyển đổi sang hình thức CTCP Gia nhập thành viên TCT Đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp phía Nam
2008	Gia nhập thành viên TCT Đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp phía Nam Đổi tên thành CTCP Cường Thuận Idico
2010	Niêm yết trên HOSE

Quá trình thay đổi vốn điều lệ	
Thời gian	Sự kiện
2000	Vốn điều lệ hoạt động là 4,6 tỷ đồng
2010	Niêm yết trên HOSE VĐL: 150 tỷ đồng
2015	Phát hành thêm 18 triệu cổ phiếu VĐL: 330 tỷ đồng

TT	Các công ty con	VĐL (tỷ đ)	Sở hữu
1	CTCP Đầu tư Đồng Thuận	305	83,1%
2	CTCP Khai thác và KD VLXD Idico Đồng Nai	60	55,78%
3	CTCP Đầu tư QL 91 Cần Thơ-An Giang	282	59,57%

**Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VĐL**

TT	Tên	Số cổ phần	Sở hữu
1	Trương Hồng Loan	4.114.000	12,47%
2	Kingsmead VN and Indochina Growth Master Fund	2.058.000	6.23%
3	Nguyễn Xuân Hòa	1.927.069	5,84%
4	Nguyễn Văn Thuận	1.855.000	5.62%
	<b>Tổng cộng</b>	<b>9.954.069</b>	<b>30,16%</b>

**Cơ cấu cổ đông đến 24/05/2016**

TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Số lượng cổ đông
1	<b>Cổ đông nhà nước</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>
2	<b>Cổ đông bên trong</b>	<b>7.792.530</b>	<b>23,61%</b>	
	- Hội đồng quản trị	6.017.000	18,23%	5
	- Ban kiểm soát	0	0%	
	- Ban Giám đốc	1.775.530	5,38%	5
	- CBCNV			
3	<b>Cổ đông bên ngoài</b>	<b>25.207.467</b>	<b>76,39%</b>	
	- Trong nước		68,48%	
	- Nước ngoài		7,91%	
	<b>Tổng cộng</b>	<b>32.999.997</b>	<b>100%</b>	

(Nguồn: CTI)

**Mô hình kinh doanh của CTI**


CTI sở hữu mô hình kinh doanh khép kín. (1) CTI chủ động hầu hết các nguyên liệu đầu vào trong quá trình thi công, xây lắp, (nhựa đường là nguyên liệu đầu vào chính duy nhất phải mua ngoài). (2) Xây dựng các công trình đường bộ, cơ sở hạ tầng, chủ yếu phục vụ các dự án BOT. (3) vận hành, thu phí sử dụng đường bộ trên chính các công trình đó. Phí thu từ đường bộ từ các công trình BOT là nguồn thu quan trọng và ổn định của CTI, đóng góp 29% doanh thu thuần và đến 67% lợi nhuận gộp của công ty trong năm 2015. Chúng tôi sẽ lần lượt phân tích các hoạt động kinh doanh chính của CTI.

Doanh thu thuần	2012	2013	2014	2015
<b>Vật liệu xây dựng</b>	<b>261</b>	<b>330</b>	<b>87</b>	<b>145</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>
<b>Xây lắp</b>	<b>26</b>	<b>196</b>	<b>506</b>	<b>428</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>6%</i>	<i>0%</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>
<b>Thu phí BOT</b>	<b>33</b>	<b>31</b>	<b>130</b>	<b>238</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>69%</i>	<i>61%</i>	<i>74%</i>	<i>72%</i>
<b>Khác</b>	<b>6</b>			<b>19</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>0%</i>			<i>6%</i>

*Nguồn: BCTC CTI*

**Thu phí BOT đường bộ.**

BOT (Build-Operation-Transfer) là hình thức đầu tư được ký kết giữa cơ quan Nhà nước có thẩm quyền và nhà đầu tư. Nhà đầu tư xây dựng, kinh doanh công trình kết cấu hạ tầng trong 1 thời hạn nhất định, hết thời hạn, chuyển giao không bồi hoàn công trình đó cho Nhà nước sở tại.

**Đặc điểm chung của các dự án BOT giao thông.**

- **Tài trợ chủ yếu bằng nợ vay ngân hàng.** Khoảng 80% vốn tài trợ các dự án BOT là vốn vay ngân hàng. Theo quy định tại Nghị định 15/2015/NĐ-CP, tỷ lệ vốn chủ sở hữu tối thiểu của nhà đầu tư là 15% đối với dự án có quy mô đến 1.500 tỷ đồng và là 10% đối với dự án có quy mô trên 1.500 tỷ đồng. Thời hạn trả nợ kéo dài, tương ứng với thời gian thu hồi vốn của dự án.
- **Thời gian thu phí dài.** Thời gian thu phí của các dự án BOT giao thông được xác định dựa trên giá trị quyết toán thực tế của công trình, sản lượng xe lưu thông thực tế, phí BOT và lãi suất hoàn vốn nội bộ (IRR, phổ biến từ 12%-16%) được xác định khi lập dự án. Thời gian thu phí đối với các dự án BOT thường kéo dài, khoảng 10-11 năm đối với các dự án khoảng 1.000 tỷ đồng, khoảng 20-30 năm đối với các dự án 2.000-3.000 tỷ đồng.
- **Phí sử dụng đường bộ điều chỉnh 3 năm/lần.** Phí được thu đối với từng loại xe lưu thông theo biểu phí và khung phí quy định bởi Bộ Tài chính. Định kỳ 3 năm kể từ năm 2016 trở đi, Bộ tài chính điều chỉnh mức phí sử dụng đường bộ, căn cứ tình hình thực tế, chỉ số giá cả, chi phí sửa chữa thường xuyên, bảo trì, trung tu đại tu và đề xuất của Bộ Giao thông vận tải<sup>1</sup>.
- **Dòng tiền ổn định.** Đây là đặc trưng cơ bản của các dự án BOT với tiền thu hồi ngay, phải thu thấp, tồn kho thấp do vậy công ty hầu như không phải đối mặt với rủi ro nợ xấu.
- **Biên lợi nhuận gộp cao.** Biên lợi nhuận gộp của các dự án thu phí BOT giao thông của các doanh nghiệp niêm yết đạt trên 40%. Điều này là

<sup>1</sup> Thông tư số 159/2013/TT-BTC

do chiếm chủ yếu trong cơ cấu giá vốn hàng bán của các dự án này là chi phí khấu hao với thời gian khấu hao dài. Chi phí khấu hao chiếm đến 51% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của HTI và chiếm đến 85% giá vốn hàng bán mảng thu phí BOT của CTI trong năm 2015.

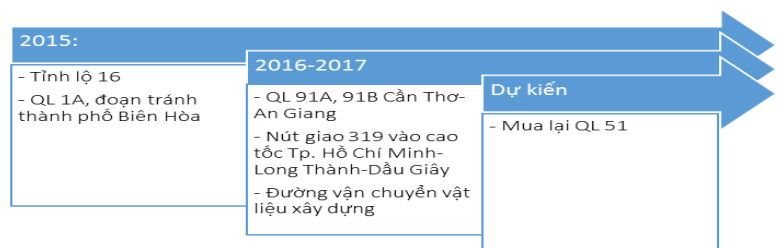
- **Ưu đãi thuế TNDN.** Các dự án BOT giao thông thường được hưởng ưu đãi thuế TNDN với mức thuế suất 10% trong 15 năm, đồng thời, doanh nghiệp đầu tư mới các dự án BOT được miễn thuế 4 năm và giảm thuế 50% trong 9 năm tiếp theo<sup>2</sup>. 2 dự án BOT QL 1A, đoạn tránh thành phố Biên Hòa và BOT QL 91 Cần Thơ-An Giang đều được hưởng các ưu đãi thuế này.

Với những đặc trưng trên, chúng tôi nhận thấy, sau khi các dự án BOT giao thông đi vào hoạt động, rủi ro đối với các chủ đầu tư thấp. Do tỷ trọng vốn chủ sở hữu trên tổng mức đầu tư không cao, dòng tiền ổn định và thường có cơ chế về phí và thời gian thu phí đảm bảo tỷ suất hoàn vốn nội bộ IRR cho nhà đầu tư.

**Doanh thu BOT tăng trưởng nhanh.** CTI và các công ty con hiện đang vận hành 2 tuyến thu phí BOT là tỉnh lộ 16 và Quốc lộ 1A (đoạn tránh thành phố Biên Hòa). Năm 2015, tổng doanh thu phí BOT của CTI đạt 238 tỷ đồng (+83% yoy) nhờ vận hành các trạm thu phí QL 1A trong cả năm 2015 (năm 2014, CTI chỉ thu phí trong 6 tháng cuối năm). Doanh thu phí BOT của CTI được kỳ vọng tiếp tục tăng nhanh trong thời gian tới nhờ (1) tăng thêm 3-4 tuyến thu phí; (2) Phí sử dụng QL 1A tăng 70% trong năm 2016; (3) Phí sử dụng đường bộ được điều chỉnh tăng 3 năm/lần.

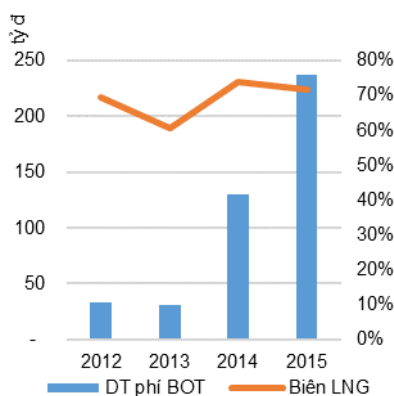
**Tăng thêm 3-4 tuyến thu phí BOT.** Ngoài 2 dự án BOT hiện tại, năm 2016, công ty dự kiến đưa vào vận hành 2 trạm thu phí QL 91A, 91B Cần Thơ-An Giang (QL 91), năm 2017 đưa vào vận hành trạm thu phí Đường vận chuyển vật liệu xây dựng và nút giao 319 nối cao tốc Tp. Hồ Chí Minh-Long Thành-Dầu Giây. Công ty cũng đang đàm phán mua lại 49% quyền thu phí tại QL 51. Nếu thành công, CTI và các công ty con sẽ vận hành 6 tuyến đường thu phí BOT với 9 trạm thu phí, doanh thu ước tính hàng năm lên tới hơn 1.000 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với 3 doanh nghiệp niêm yết là HTI, HUT và CII.

#### Các tuyến đường có thu phí BOT của CTI



Nguồn: CTI, BSC research

**DT và biên LNG phí BOT giao thông của CTI**



**Doanh thu và biên lợi nhuận mảng thu phí BOT năm 2015**

Doanh nghiệp	Số trạm thu phí	Doanh thu phí BOT (tỷ đ)	Biên lợi nhuận gộp
CII	4	592	41%
HTI	6*	302	44%
HUT	3	207	45%
<b>CTI</b>	<b>2</b>	<b>238</b>	<b>72%</b>

Nguồn: BCTC các công ty, BSC research, 1 trạm chính và 5 trạm phụ

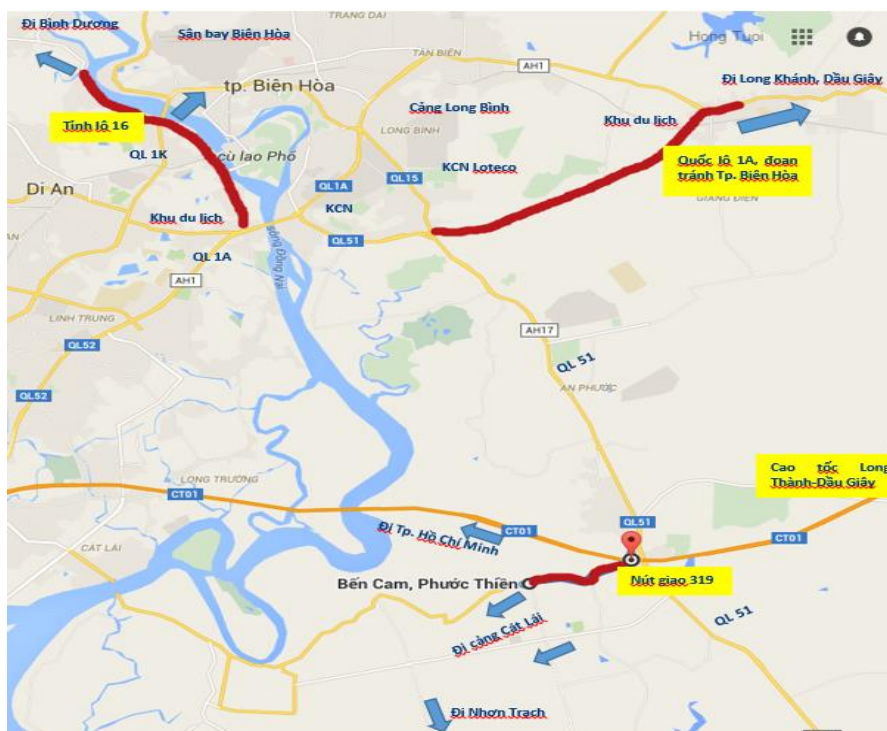
#### Các trạm thu phí hiện tại và dự kiến của CTI

<sup>2</sup> Nghị định 218/2013/NĐ-CP.

STT	Dự án BOT	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Số trạm thu phí	Thời gian thu phí	Doanh thu 2016 dự báo (tỷ đ)
<b>Đang thu phí</b>							
1	Tỉnh lộ 16	100%	Nối liền Bình Dương với thành phố Biên Hòa, QL 1A, QL 1K	96	1	2006-2020	46
2	QL 1A, đoạn tránh thành phố Biên Hòa	83,1%	Kết nối Tp. Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bình Dương	1.506	1	2014-2027	379
<b>Đang thực hiện</b>							
3	QL 91A, 91B Cần Thơ-An Giang	59,57%	Kết nối Cần Thơ, An Giang, Campuchia	2.034	2	2016-2032 • QL91A: Từ tháng 4/2016 • QL91B: từ tháng 7/2016	137
4	Đường chuyên chở vật liệu xây dựng		Tuyến đường đi qua 2 xã Phước Tân, Tam Phước và đi qua 12 mỏ đá hiện đang khai thác.	200	1	2017-2029*	Dự kiến hoàn thành vào tháng 4/2017
5	Nút giao 319 vào cao tốc Tp. Hồ Chí Minh-Long Thành-Dầu Giây	60%	Nối vào cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh-Long Thành-Dầu Giây, kết nối tp. Hồ Chí Minh, Cảng Cát Lái, Nhơn Trạch, Tp. Biên Hòa	700	1	2018-02/2040	Dự kiến hoàn thành cuối 2017
<b>Đang đàm phán</b>							
6	Quốc lộ 51 mở rộng				3		450-500*

Nguồn: CTI, \*: ước tính của CTI

## Các trạm thu phí ở Đồng Nai của CTI



Nguồn: Google maps, BSC research

(1) Tỉnh lộ 16 – biên lợi nhuận tăng.



- Đây là dự án do CTI mua lại từ CT xây dựng công tình giao thông 586 năm 2005. Tổng giá trị quyền thu phí của dự án là 84 tỷ đồng, kéo dài đến hết năm 2020.
- Vị trí. Tỉnh lộ có tổng chiều dài 16,1 km, nối liền Bình Dương với thành phố Biên Hòa (Đồng Nai), nối với QL 1A, QL 1K, tỉnh lộ 743C, là những cung đường trọng điểm. Doanh thu thu phí đạt 44 tỷ đồng vào năm 2015 (+40% yoy). Với lưu lượng lưu thông được kỳ vọng tăng 6%/năm, trạm thu phí tỉnh lộ 16 được kỳ vọng tiếp tục mang lại nguồn doanh thu ổn định cho CTI trong thời gian tới.
- Biên lợi nhuận gộp cao và được kỳ vọng tiếp tục cải thiện. Biên lợi nhuận gộp đạt 58% vào năm 2015. Như đã trình bày ở trên, với đặc thù hoạt động BOT, chi phí khấu hao chiếm tỷ lớn nhất trong cơ cấu chi phí. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận mảng thu phí tỉnh lộ 16 tăng từ năm 2017 do quyền thu phí tỉnh lộ 16 sẽ hết khấu hao trong năm 2016.

**(2) Quốc lộ 1A, đoạn tránh thành phố Biên Hòa – kỳ vọng doanh thu tăng trưởng nhanh.**

- Dự án có tổng mức đầu tư dự tính là 1.445 tỷ đồng, trong đó, 80% giá trị được tài trợ bằng vốn vay. Tỷ suất lợi nhuận của vốn chủ sở hữu lên tới 14%. Thời gian thu phí ước tính của dự án là 13 năm (ước tính từ tháng 7/2014 đến hết tháng 6/2027). Dự án có chiều dài 12,2 km, điểm đầu giao QL.1 tại Km1851+714 xã Bình Minh, huyện Trảng Bom, điểm cuối giao QL.51 tại Km 5+000 tại xã Phước Tân, TP.Biên Hòa.
- Lưu lượng xe lưu thông cao. (1) Dự án giải quyết ùn tắc giao thông; tai nạn giao thông trên tuyến Quốc lộ 1 đoạn qua thành phố Biên Hòa, do lưu lượng xe quá lớn trong khi hiện trạng mặt đường Quốc lộ 1 chỉ rộng từ 16-22m; (2) rút ngắn cự ly vận chuyển từ QL.1 đi QL.51; (3) kết nối giao thông qua lại giữa các khu công nghiệp vốn đã bị chia cắt bởi đoạn tuyến QL 1. Lưu ý, lưu lượng xe qua QL 1A, đoạn tránh thành phố Biên Hòa giảm mạnh sau khi hoàn thành tuyến cao tốc Long Thành-Dầu Giây do giảm sản lượng các phương tiện đi Dầu Giây và do tình trạng né trạm bằng việc rẽ vào tuyến đường nội bộ đi vào ấp Bàu Cá, xã Trung Hòa, Trảng Bom, Đồng Nai.
- CTI sở hữu 83,1% tổng vốn của CTCP Đầu tư Đồng Thuận, đơn vị vận hành và thu phí QL 1A. Đơn vị này đóng góp 98 tỷ doanh thu phí trong 6 tháng cuối năm 2014 và đóng góp đến 194 tỷ đồng trong năm 2015 (+97% yoy). Doanh thu phí được kỳ vọng tăng mạnh nhờ phí BOT tăng trung bình 70% từ 1/1/2016<sup>3</sup>. Thời gian thu phí Quốc lộ 1A giảm từ 23 năm xuống còn 13 năm. Điều này không làm thay đổi IRR của dự án, tuy nhiên, lại giúp cải thiện kết quả kinh doanh của CTI trong các năm tới. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần từ phí QL 1A năm 2016 của CTI đạt 379 tỷ đồng (+96% yoy).
- Biên lợi nhuận gộp cao, đạt 75% trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng, CTI sẽ tiếp tục duy trì được biên lợi nhuận cao do từ năm 2015 công ty được phép trích khấu hao quyền thu phí QL1A theo doanh

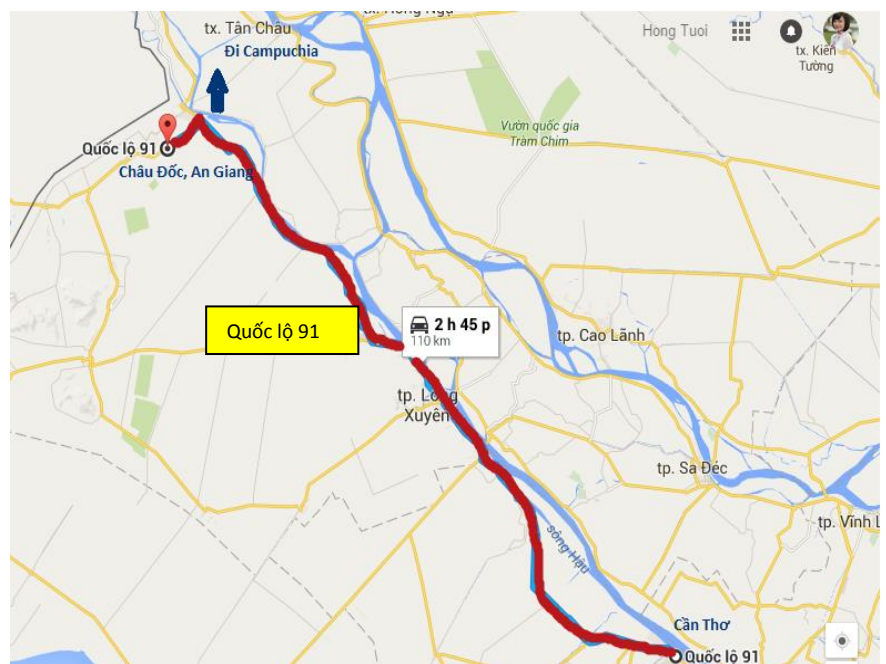
<sup>3</sup> Thông tư số 37/2014/TT-BTC

thu. Lưu ý, việc trích chi phí sửa chữa thường xuyên, trung tu theo lộ trình tại tuyến QL 1A sẽ làm giảm biên lợi nhuận thuần tại QL 1A từ năm 2016.

**(3) Quốc lộ 91A, 91B Cần Thơ-An Giang- đóng góp doanh thu từ 2016.**

- Tổng mức đầu tư dự tính là 2.034 tỷ đồng, trong đó, khoảng 85% giá trị được tài trợ bằng vốn vay. Dự án gồm 2 trạm thu phí 91A và 91B với tổng vốn đầu tư lần lượt là 1.420 tỷ đồng và 614 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận của vốn chủ sở hữu là 12%/năm. Thời gian thu phí dự kiến kéo dài 17 năm 9 tháng, trong đó thu phí QL 91A từ tháng 4/2016 và QL 91B dự kiến từ tháng 7/2016.
- Lưu lượng xe lưu thông cao do là tuyến huyết mạch duy nhất, nối liền các tỉnh Cần Thơ đi An Giang, Kiên Giang và đi Campuchia, dài 142 km, với 2 trạm thu phí. Tổng lưu lượng xe trung bình 1 ngày/đêm đếm được trong 7 ngày từ ngày 18-22/10/2013 là 4.884 xe, tương đương 1,8 triệu xe/năm. CTI ước tính lưu lượng xe qua QL 91 sẽ tăng trung bình 7%/năm từ 2016-2020, tăng 6%/năm từ 2021-2025 và tăng 5%/năm cho vòng đời còn lại của dự án.
- CTI sở hữu 59,57% CTCP Đầu tư Quốc lộ 91 Cần Thơ-An Giang, đơn vị thu phí QL 91A, 91B. Doanh thu ước tính năm 2016 đạt 137 tỷ đồng và đạt 297 tỷ đồng vào năm 2017. Biên lợi nhuận gộp dự kiến cao (67%) và ổn định do CTI trích khấu hao quyền thu phí theo doanh thu.

**Tuyến quốc lộ 91A, 91B Cần Thơ-An Giang**



*Nguồn: Google maps, BSC research*

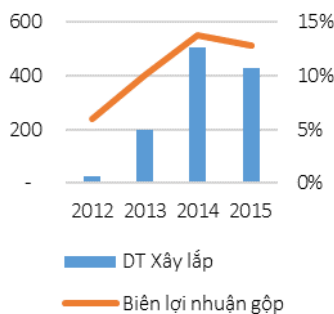
**(4) Đường chuyên chở vật liệu xây dựng.** Tổng mức đầu tư của dự án là 200 tỷ, dự kiến hoàn thành vào tháng 4/2017. Đây là tuyến đường định hướng giao thông cho các phương tiện vận chuyển đá từ các mỏ tại Tân Cảng và các khu vực lân cận, đi qua 2 xã Phước Tân, Tam Phước và đi qua 12 mỏ đá hiện đang khai thác, với lưu lượng xe luân chuyển lớn. Thời gian hoàn vốn của dự án là trên 12 năm.

**(5) Nút giao đường 319 với Cao tốc Tp. Hồ Chí Minh- Long Thành-Dầu Giây.**

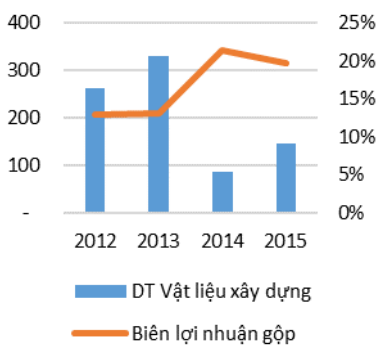
Tổng mức đầu tư của dự án là 700 tỷ đồng, chiều dài toàn tuyến của dự án là 9,46 km, mặt đường rộng 16 m, dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2017. Đây là nút giao bán hoa thị với các nhánh rẽ Tp. Hồ Chí Minh, Nhơn Trạch, Dầu Giây, thành phố Biên Hòa. Đường 319 là tuyến tránh cho các phương tiện lưu thông qua huyện Nhơn Trạch với mật độ lưu thông lớn (QL 51, tỉnh lộ 25B), kết nối vào cao tốc Long Thành-Dầu Giây, rút ngắn hành trình giữa TPHCM đi Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu, do vậy, lưu lượng lưu thông được kỳ vọng cao. Thời gian thu phí dự kiến của dự án là 22 năm 2 tháng.

**(6) Đàm phán mua lại 49% quyền thu phí QL 51.** Đây là tuyến đường nối liền quốc lộ 15, kết nối thành phố Biên Hòa, thành phố Hồ Chí Minh, qua nút giao 319, với Bà Rịa, Vũng Tàu. QL 51 có 3 trạm thu phí, doanh thu ước tính hàng năm khoảng 450-500 tỷ đồng, lớn hơn nhiều so với doanh thu các dự án BOT hiện tại của CTI. CTI đang đàm phán mua lại 49% quyền thu phí tại Quốc lộ 51 nói trên.

**Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp**



**Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp mảng vật liệu xây dựng**



#### Xây lắp các dự án BOT.

**Doanh thu cao.** Tổng doanh thu xây lắp các dự án của CTI đạt 428 tỷ đồng vào năm 2015. Đây là doanh thu được ghi nhận từ các dự án BOT do công ty mẹ xây lắp, công ty con thu phí BOT<sup>4</sup>. Các dự án mang lại doanh thu và lợi nhuận từ xây lắp của CTI trong thời gian tới bao gồm: Quốc lộ 91, nút giao 319 nối Cao tốc Long Thành-Dầu Giây và BOT đường chuyên chở vật liệu xây dựng. Năm 2016, CTI dự kiến ghi nhận 595 tỷ đồng doanh thu xây lắp Quốc lộ 91 Cần Thơ – An Giang.

**Biên lợi nhuận.** Biên lợi nhuận gộp đạt 13% trong năm 2015, giảm nhẹ so với năm 2014 (14%). Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận xây lắp của CTI sẽ duy trì tương đối ổn định, dao động từ 13-15%.

**Vật liệu xây dựng – tiềm năng từ khai thác các mỏ đá.**

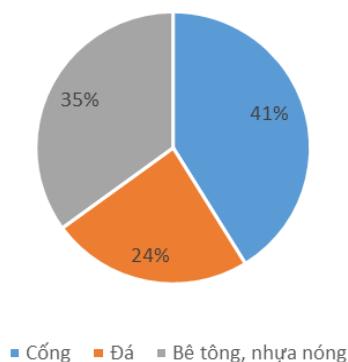
**Doanh thu vật liệu xây dựng** đạt 145 tỷ đồng vào năm 2015 (+68% yoy). Tuy nhiên, so với năm 2012 và 2013, doanh thu mảng vật liệu xây dựng của CTI thấp hơn nhiều. CTI cung cấp đá xây dựng, cốt, bê tông. Hoạt động khai thác hiện tại chủ yếu phục vụ nhu cầu tiêu thụ của công ty. Biên lợi nhuận gộp mảng cung cấp vật liệu xây dựng đạt 20% trong năm 2015, giảm nhẹ từ mức 21% trong năm 2014.

**Mỏ đá – trữ lượng lớn, thời gian khai thác dài.**

- **Sở hữu 3 mỏ đá có trữ lượng lớn**, đó là Tân Cang 8, Bình Lợi và Đồi Chùa. So với các công ty niêm yết là KSB, DHA, NNC và C32, thì CTI là doanh nghiệp có trữ lượng đá lớn với thời gian khai thác còn lại dài nhất. Tổng trữ lượng còn lại lên tới 38 triệu m<sup>3</sup> (tương đương của KSB). Tổng công suất khai thác của CTI đạt 4,5 triệu m<sup>3</sup>/năm, tuy nhiên, sản lượng khai thác năm 2015 của CTI thấp, chỉ đạt 0,65 triệu m<sup>3</sup>/năm. Tham chiếu với giá bán đá khai thác và chế biến tại các mỏ đá của DHA, KSB và NNC, giá đá dao động từ 116.233 đồng/m<sup>3</sup> đến 170.571 đồng/m<sup>3</sup>. Ở mức độ thận trọng, chúng tôi giả định giá bán đá khai thác tại các mỏ của CTI bằng 90% giá bán thấp nhất của các mỏ tham chiếu, tương đương 107.338 đồng/m<sup>3</sup>, khi đó, tổng giá trị trữ lượng khai thác còn lại của CTI là 4.079 tỷ đồng, và tổng doanh

<sup>4</sup> CTI được phép ghi nhận doanh thu theo Công văn 1178/BTC-TCDN.



**Cơ cấu doanh thu vật liệu xây dựng năm 2015**


Nguồn: CTI

**Biên LNTT các mỏ đá của DHA**

Mỏ đá	Biên LNTT
Hóa An	52%
Tân Cang 3	2%
Núi Gió	15%
Thạnh Phú 2	29%
Thường Tân	3%

Nguồn: DHA

thu hàng năm khi công ty vận hành hết công suất là 483 tỷ đồng.

- **Doanh thu khai thác đá** đạt 35,46 tỷ đồng. Hoạt động khai thác đá của CTI chủ yếu đáp ứng nhu cầu xây lắp của công ty. Công ty ghi nhận lỗ đối với mảng hoạt động này, biên lợi nhuận gộp là -3% trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng, hiệu quả hoạt động của mảng khai thác đá sẽ được cải thiện khi công ty đẩy mạnh khai thác, và bán đá ra thị trường.
- **Nhu cầu tiêu thụ tại các mỏ đá cao.** (1) Nhu cầu xây dựng hạ tầng lớn với các dự án như Sân Bay Quốc Tế Long Thành, đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, quốc lộ 1K mở rộng; Quốc lộ 51 mở rộng, ... (2) Các mỏ đá quanh khu vực Bình Dương và Đồng Nai như Tân Đông Hiệp, Núi Nhỏ, Phước Vĩnh sẽ hết hạn giấy phép khai thác trong 2 năm tới; (3) Vị trí thuận lợi, đặc biệt mỏ Tân Cang nằm gần QL1A, QL51, sân bay Long Thành, vận chuyển dễ dàng đến các khu vực lân cận như Bình Dương – Thành Phố Hồ Chí Minh.

**Một số mỏ đá của các doanh nghiệp niêm yết**

Doanh nghiệp/Mỏ đá	Vị trí	Sản lượng khai thác 2015 (m <sup>3</sup> /năm)	Trữ lượng còn lại (m <sup>3</sup> )	Thời hạn khai thác đến	Giá bán bình quân/m <sup>3</sup>
<b>KSB</b>		<b>3,746,055</b>	<b>38,442,532</b>		<b>162,692</b>
Tân Đông Hiệp	Dĩ An, Bình Dương	2,057,004	4,222,111	31/12/2017	
Phước Vĩnh	Phú Giáo, Bình Dương	677,262	1,147,381	12/10/2017	
Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	600,129	20,073,040	28/8/2029	
Tam Lập	Phú Giáo, Bình Dương	Chưa khai thác	13,000,000	31/12/2028	
<b>DHA</b>		<b>1,770,544</b>	<b>18,134,559</b>		<b>95.411</b>
Hóa An	Biên Hòa, Đồng Nai	106,294		đóng cửa 19/01/2016	
Tân Cang 3	Biên Hòa, Đồng Nai	322,762	5,422,981	3/2024	117,258
Núi Gió	Bình Long, Bình Phước	155,077	6,745,848	8/2025	145,130
Thạnh Phú 2	Thiên Tân, Vĩnh Cửu, Đồng nai	1,109,976	5,965,730	9/2026	116,233
Thường Tân	Tân Uyên, Bình Dương	76,435		Đã chuyển nhượng tháng 3/2015	
<b>C32</b>		<b>908,115</b>	<b>2,000,000</b>		<b>N/A</b>
Tân Đông Hiệp	Dĩ An, Bình Dương	908,115	2,000,000	2017	N/A
<b>NNC</b>		<b>2,638,553</b>	<b>21,000,000</b>		<b>170,571</b>
Núi Nhỏ	Dĩ An, Bình Dương		4,000,000	31/12/2017	
Mũi Tàu	Đồng Phú, Bình Phước		17,000,000	31/12/2030	
<b>CTI</b>		<b>650.000</b>	<b>38,000,000</b>		<b>N/A</b>
Tân Cang 8	Phước Tân, Long Thành, Đồng nai	650.000	28,000,000	2020	N/A
Đồi Chùa 3	Thiên Tân, Vĩnh Cửu, Đồng Nai			2033	N/A
Bình Lợi	Vĩnh Cửu, Đồng Nai		10,000,000	2034	N/A

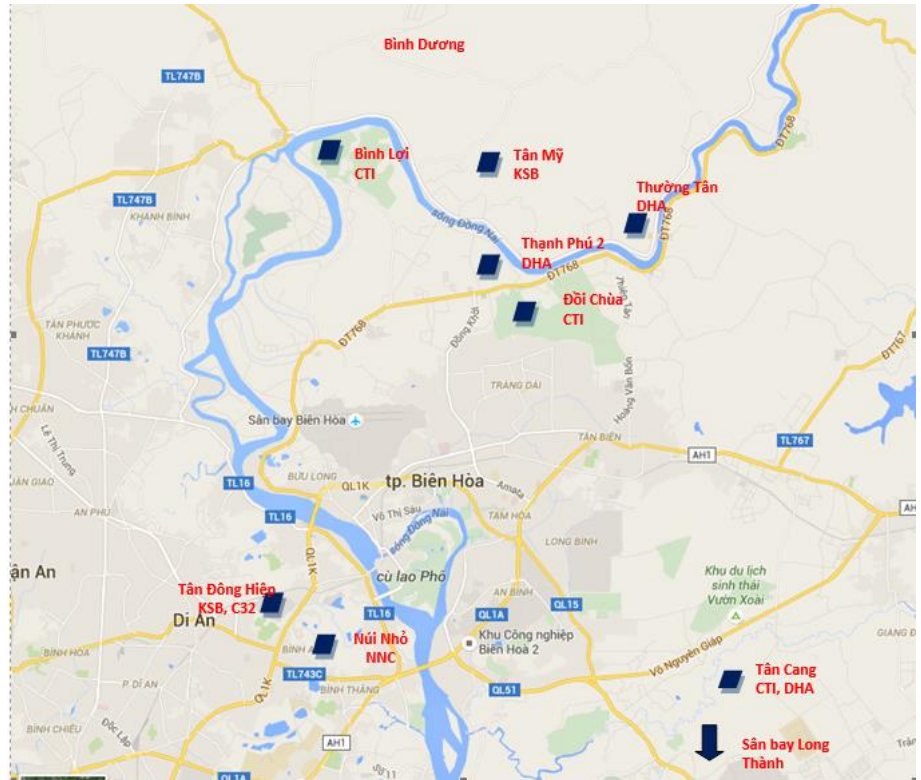
Nguồn: CTI, KSB, NNC, DHA, C32

**Sản xuất bê tông nhựa nóng.** CTI vận hành 2 trạm bê tông, nhựa nóng với công suất là 90 tấn/giờ và 120 tấn/giờ. Doanh thu cung cấp bê tông đạt 51 tỷ đồng vào năm 2015, gấp 2x so với năm 2014 nhưng chỉ bằng 19% doanh thu năm 2013. Biên lợi nhuận gộp cao, đạt 46%.

**Sản xuất cốt các loại.** CTI đang ứng dụng 3 dây chuyền công nghệ bao gồm:

công nghệ quay ly tâm, công suất 5 phút/ống, công nghệ JUMBO, công suất 3-5 phút/ống và công nghệ SOUVERAEN, công suất 2 phút/ống. Đường kính cổng từ 300-2.000 mm. Doanh thu cổng đạt 54 tỷ đồng trong năm 2015 (+45% yoy). Biên lợi nhuận gộp đạt 10%, tăng mạnh so với mức 2% của năm 2014.

**Vị trí một số mỏ đá của KSB, DHA, C32, NNC và CTI**



*Nguồn: Google maps, BSC research*

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

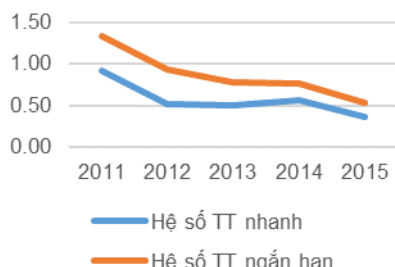
**Cơ cấu doanh thu năm 2015 của CTI**



**Doanh thu.** Doanh thu thuần đạt 830 tỷ đồng vào năm 2015 (+15% yoy). Kết quả này là nhờ phí sử dụng quốc lộ 1A được ghi nhận trong cả năm 2015, (CTI chỉ ghi nhận trong 6 tháng cuối năm 2014). Đồng thời, công văn 1178/BTC-TCDN cho phép CTI được ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế của các dự án BOT do công ty mẹ xây lắp và công ty con thu phí. Doanh thu và lợi nhuận gộp từ xây lắp đạt lần lượt là 428 tỷ đồng và 595 tỷ đồng trong năm 2015.

Chúng tôi lưu ý, việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động xây lắp như trên không tạo ra dòng tiền cũng như không làm thay đổi bản chất hoạt động của doanh nghiệp. Điều này cải thiện kết quả kinh doanh của công ty ngay trong kỳ ghi nhận, qua đó làm tăng lợi nhuận để lại và làm giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính cho doanh nghiệp. Đồng thời, theo phương án ghi nhận này, CTI hạch toán quyền thu phí theo doanh thu xây lắp (thay vì giá vốn như trước đây) khiến chi phí khấu hao cao hơn, do đó, lợi nhuận thấp hơn trong các kỳ sau đó.

**Hiệu quả hoạt động cao và đang tăng.** Biên lợi nhuận gộp đạt 31% trong năm 2015 và quý 1/2016, cao hơn nhiều so với biên lợi nhuận gộp năm 2014 (25%) nhờ cải thiện biên lợi nhuận mảng vật liệu xây dựng. Biên lợi nhuận gộp mảng thu phí BOT cao, đạt 58% đối với tỉnh lộ 16 và đạt 75% đối với

**Hệ số thanh toán của CTI từ 2012-**
**2015**


*Nguồn: CTI, BSC research*

Quốc lộ 1A. Đây vẫn sẽ là mằng mang lại nguồn thu nhập chính cho CTI. Lợi nhuận sau thuế tăng 37% trong năm 2015, đạt 68 tỷ đồng.

**Cơ cấu tài sản.** Với đặc thù hoạt động trong mảng xây lắp và thu phí đường bộ, chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu tài sản của CTI là tài sản dài hạn, chiếm trung bình 74% từ năm 2011-2015, và đạt đến 88% vào năm 2015. Trong đó, giá trị quyền thu phí còn lại của CTI là 1.488 tỷ đồng (bao gồm quyền thu phí quốc lộ 1A và tỉnh lộ 16), chiếm 45% tổng tài sản của doanh nghiệp; tổng giá trị xây dựng cơ bản dở dang là 1.298 tỷ đồng (bao gồm 778 tỷ đồng đối với Quốc lộ 91 Cần Thơ- An Giang), chiếm 40% tổng tài sản. Các công trình giao thông của CTI có thời gian thu phí kéo dài từ 13-16,5 năm, tạo ra dòng tiền ổn định hàng năm cho công ty.

**Cơ cấu nguồn vốn.** CTI sử dụng đòn bẩy tài chính lớn, hệ số A/E đạt 5,41x vào cuối năm 2015. Nếu không tính lợi nhuận giữ lại có được từ việc được phép hạch toán lợi nhuận mảng xây lắp trong báo cáo tài chính hợp nhất, hệ số A/E của CTI lên tới 6,37x. Với đặc trưng của ngành, chúng tôi không lo ngại vấn đề đòn bẩy tài chính cao. Cần chú ý, CTI đang sử dụng một phần vốn vay ngắn hạn để tài trợ các tài sản dài hạn, điều này có thể dẫn đến các vấn đề về thanh khoản cho công ty.

**Khả năng thanh khoản thấp và cần lưu ý.** Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh thấp và đang có xu hướng giảm, đạt lần lượt là 0,53x và 0,37x vào cuối năm 2015.

**Dòng tiền ổn định.** Đây là lợi thế đặc trưng của hoạt động BOT, phải thu ít, tồn kho thấp. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh năm 2015 đạt 291 tỷ đồng. Lưu ý, mặc dù được ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ mảng xây lắp các dự án BOT, nhưng hoạt động này không tạo ra dòng tiền cho CTI.

**Các chỉ tiêu cơ bản**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Vốn vay/VCSH	2.01	4.46	6.19	3.14	3.81
Tổng tài sản/VCSH	4.18	6.77	9.92	4.62	5.41
<b>Cơ cấu tài sản</b>					
TS dài hạn/ Tổng TS	45%	61%	71%	78%	88%
TS ngắn hạn/Tổng TS	55%	39%	29%	22%	12%
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT nhanh	0.91	0.51	0.50	0.57	0.37
Hệ số TT ngắn hạn	1.34	0.94	0.79	0.76	0.53
<b>Năng lực HĐ (ngày)</b>					
Số ngày phải thu	64	136	83	32	27
Số ngày tồn kho	80	245	222	96	66
Số ngày phải trả	18	56	125	87	80
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>					
Lợi nhuận gộp biên	21%	19%	17%	25%	31%
ROS	2%	0%	1%	7%	8%
ROE	7%	1%	1%	14%	12%
ROA	2%	0%	0%	2%	2%

*Nguồn: BSC research*

**KẾ HOẠCH 2016**
**Kế hoạch kinh doanh năm 2016 của CTI**

	Doanh thu (tỷ đ)	LNST của cổ đông công ty mẹ (tỷ đ)
Công ty mẹ	634	64,31
CTCP Đầu tư Đồng Thuận (QL 1A )	289,1	31,91
CTCP Đầu tư Quốc lộ 91 Cần Thơ - An	122,14	9,92
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.045,24</b>	<b>107,14</b>

**Kế hoạch đầu tư của CTI năm 2016**

STT	Hạng mục đầu tư	Tổng mức đầu tư
1	Dự án nút giao 319 và Cao tốc TP. HCM-Long Thành-Dầu Giây	700
2	Dự án BOT chuyên chở VLXD	150
3	Dự án khu nhà ở xã hội phường Tam Hòa	325
4	Trạm đăng kiểm cơ giới theo hình thức Khác	50
5		30
<b>Tổng cộng</b>		<b>1,255</b>

Nguồn: CTI

**Kế hoạch sản xuất kinh doanh:**

Công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 1.045 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 107 tỷ đồng (+57% yoy), tương đương EPS2016 pha loãng là 2.488 đồng/cp. Đáng chú ý, năm 2016, phí sử dụng đường bộ QL 1A tăng trung bình khoảng 70% so với trước đó, giúp cải thiện đáng kể doanh thu và kết quả kinh doanh của công ty. Trạm thu phí QL 91A đã đưa vào thu phí trong tháng 4/2016 và trạm thu phí QL 91B dự kiến khai thác từ tháng 7/2016. Các trạm thu phí này ước tính đóng góp 122,14 tỷ đồng trong năm đầu hoạt động, sau đó, doanh thu từ phí dự kiến khoảng 200 tỷ đồng/năm. Công ty đang lên kế hoạch mua lại ít nhất 49% quyền thu phí tại QL 51, với 3 trạm thu phí, doanh thu phí hàng năm ước đạt 450-500 tỷ đồng/năm, cao hơn nhiều so với các trạm thu phí CTI đang khai thác. Thêm vào đó, biên lợi nhuận mảng thu phí sử dụng đường cao, do vậy, kết quả kinh doanh của công ty sẽ được cải thiện mạnh. Kế hoạch kinh doanh CTI đặt ra chưa tính đến khả năng mua lại này.

**Kế hoạch đầu tư.** Tổng mức đầu tư dự kiến giải ngân trong năm 2016 là 1.255 tỷ đồng, trong đó, đáng chú ý, đầu tư 700 tỷ đồng cho dự án nút giao 319 và cao tốc Long Thành-Dầu Giây và 200 tỷ đồng cho dự án BOT chuyên chở vật liệu. 2 dự án này hứa hẹn mang lại nguồn thu đều đặn từ phí cho CTI khi hoàn thành.

**Kế hoạch tăng vốn điều lệ.** Đại hội cổ đông CTI đã thông qua phương án phát hành riêng lẻ 30,3% vốn điều lệ (tương đương 10 triệu cổ phần) với giá không thấp hơn 20.000 đồng/cp. Điều này sẽ giúp bổ sung tối thiểu 200 tỷ để thực hiện các dự án nói trên và thanh toán các nghĩa vụ nợ đến hạn cho công ty.

**DỰ BÁO KQKD 2016-2020**

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của công ty hợp nhất theo các mảng hoạt động: (1) vật liệu xây dựng, xây lắp và thu phí tỉnh lộ 16 (công ty mẹ và CTCP Khai thác và KD VLXD Idico Đồng Nai); (2) Thu phí QL 1A (CTCP Đầu tư Đồng Thuận) và Thu phí QL 91 (CTCP Đầu tư QL 91 Cần Thơ-An Giang). Ở mức độ thận trọng, dự báo của chúng tôi chưa tính đến doanh thu và lợi nhuận ghi nhận hàng năm từ thu phí BOT nút giao 319 và BOT đường vận chuyển vật liệu xây dựng và khả năng thu phí BOT từ quốc lộ 51.

Doanh thu thuần năm 2016 được dự báo đạt 1.329 tỷ đồng (+60% yoy), lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 114 tỷ đồng (+68% yoy) vào năm 2016, tương đương EPS 2016 pha loãng là 2.521 đồng/cp.

**Công ty mẹ và CTCP Khai thác và KD VLXD Idico Đồng Nai.** Doanh thu ước đạt 813 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ước đạt 57 tỷ đồng trong năm 2016. Dự báo, năm 2021, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 216 tỷ đồng và 30 tỷ đồng do không còn ghi nhận doanh thu xây lắp và thu phí tỉnh lộ 16. Trong đó:

- Thu phí tỉnh lộ 16. Lưu lượng xe được kỳ vọng tăng khoảng 6%/năm đến năm 2020 dựa trên tốc độ tăng trưởng lưu chuyển hàng hóa ở

khu vực Nam Bộ là 6% theo “Quy hoạch về phát triển cảng biển Việt Nam”. Mức tăng trưởng này thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng hiện tại, đạt 9,6% từ năm 2012-2015. Phí sử dụng đường bộ 3 năm tăng 1 lần, ước tính tăng 12% dựa trên kỳ vọng CPI tăng 4%/năm.

- Doanh thu xây lắp ước đạt 595 tỷ đồng trong năm 2016 và 455 tỷ đồng trong năm 2017 đối với công trình Quốc lộ 91. Biên lợi nhuận gộp đạt 13%, tương đương biên lợi nhuận năm 2015.
- Vật liệu xây dựng tăng trung bình 5%/năm, bán hàng hóa tăng trung bình 2%/năm. Lưu ý, dự báo của chúng tôi chưa tính đến khả năng đẩy mạnh khai thác các mỏ đá hiện tại của CTI và kế hoạch mua lại 49% quyền thu phí QL 51.

**CTCP Đầu tư Đồng Thuận (Thu phí QL 1A ).** Doanh nghiệp được quyền thu phí QL 1A trong vòng 13 năm, tức đến giữa năm 2027. Tỷ suất lợi nhuận của vốn chủ sở hữu lên tới 14%. Kết quả kinh doanh của công ty CTCP Đầu tư Đồng Thuận được dự báo tương ứng với thời gian thu hồi vốn của dự án.

- Doanh thu thuần năm 2016 dự báo đạt 379 tỷ đồng nhờ lưu lượng xe tăng 15% và giá phí tăng trung bình 70% từ năm 2016. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 48 tỷ đồng.
- Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng lưu lượng xe đạt trung bình 10% từ năm 2016-2020, sau đó, ở mức độ thận trọng, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng là 0%. Lưu ý, lưu lượng xe lưu thông trên QL1A giảm sau khi hoàn thành tuyến cao tốc Long Thành-Dầu Giây.
- Tương tự tính lộ 16, giá phí định kỳ tăng 3 năm 1 lần từ năm 2016, ước tính tăng 12%/lần.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo ổn định do doanh nghiệp khấu hao quyền thu phí theo doanh thu, duy trì ở mức 62% (tương đương tổng mức đầu tư/doanh thu hòa vốn). Chi phí lãi vay được dự báo đạt 118 tỷ đồng trong năm 2016 và sau đó giảm dần do dư nợ giảm.

**CTCP Đầu tư QL 91 Cần Thơ-An Giang (QL 91A, 91B).** Quyền thu phí QL 91 được thực hiện trong 16,5 năm, dự kiến triển khai từ giữa năm 2016 đến hết năm 2032. Tỷ suất lợi nhuận của vốn chủ sở hữu là 12%. Tương tự, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh QL 91A và 91B tương ứng với thời gian thu hồi vốn của dự án.

- Năm 2016, doanh thu thuần được dự báo đạt 137 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 9 tỷ đồng. Sau đó, lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ tăng dần trong suốt vòng đời của dự án.
- Tốc độ tăng trưởng lưu lượng xe được kỳ vọng đạt 8% từ 2016-2025 và đạt trung bình 5% từ sau năm 2026 đến hết vòng đời dự án. Tương tự, phí sử dụng đường bộ được kỳ vọng 3 năm tăng 1 lần với tốc độ tăng 18%/lần.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo ổn định (do doanh nghiệp khấu hao quyền thu phí theo doanh thu), đạt 68% (tương đương tổng mức đầu tư/doanh thu hòa vốn của dự án). Chi phí lãi vay được dự báo đạt 72 tỷ đồng trong năm 2016, tăng lên 145 tỷ đồng vào năm 2017 do lãi vay không được vốn hóa. Sau đó, chi phí lãi vay giảm dần do dư nợ giảm.



## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

## Chi phí vốn bình quân của công ty mẹ

## WACC công ty mẹ

Lãi suất phi rủi ro	7.20%
Beta	0.52
Lợi suất thị trường	11.75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	9.57%
Chi phí vốn nợ	10.30%
Nợ/ (Nợ +VCSH)	43%
Chi phí vốn bình quân	8.99%

## Chi phí vốn bình quân của dự án QL 1A

## WACC của dự án QL 1A

Lãi suất phi rủi ro	7.20%
Beta	1.02
Lợi suất thị trường	11.75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	11.83%
Chi phí vốn nợ	11%
Nợ/ (Nợ +VCSH)	81%
Chi phí vốn bình quân	9.56%

## Chi phí vốn bình quân của dự án QL 91A và 91B

## WACC của dự án QL 91A và QL 91B

Lãi suất phi rủi ro	7.20%
Beta	1.33
Lợi suất thị trường	11.75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	13.23%
Chi phí vốn nợ	9%
Nợ/ (Nợ +VCSH)	86%
Chi phí vốn bình quân	8.05%

Nguồn: BSC research

Để định giá cổ phiếu CTI, chúng tôi tiến hành định giá riêng từng mảng hoạt động của doanh nghiệp, bao gồm (1) các hoạt động hiện tại (vật liệu xây dựng, xây lắp, thu phí tỉnh lộ 16, thu phí QL 1A và thu phí QL 91); (2) tiềm năng từ đẩy mạnh khai thác các mỏ đá.

## (1) Các hoạt động hiện tại.

Chúng tôi sử dụng mô hình FCFF để định giá các hoạt động này do công ty sử dụng đòn bẩy tài chính lớn và dòng tiền ổn định hàng năm từ thu phí sử dụng đường bộ trong các dự án BOT.

**Dòng tiền từ mảng vật liệu xây dựng, xây lắp và thu phí tỉnh lộ 16.** Giá trị hiện tại của dòng tiền là **841 tỷ đồng**.

**Dòng tiền tự do được dự báo theo 2 giai đoạn.**

- Giai đoạn 1: từ năm 2016-2021, tương ứng với thời gian thu phí tỉnh lộ 16 (kết thúc vào năm 2020). Lưu ý, do dự báo của chúng tôi không bao gồm dòng tiền từ thu phí BOT nút giao 319 và BOT đường vận chuyển vật liệu xây dựng nên chi phí đầu tư đối với 2 dự án này cũng được loại trừ khi ước tính dòng tiền.
- Giai đoạn 2: tăng trưởng dài hạn, trên cơ sở tăng trưởng của các mảng vật liệu xây dựng, dự báo đạt 2%/năm

**Chi phí vốn bình quân.** Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta trong 5 năm là 0,52; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 7 năm (7,2%); Lợi suất thị trường 11,75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 10.96% và chi phí vốn bình quân là 8,99%.

**Dòng tiền tự do đối với CTCP đầu tư Đồng Thuận (thu phí QL 1A).** Giá trị hiện tại của dòng tiền là **1.794 tỷ đồng**. Trong đó, chi phí vốn bình quân của dự án được tính tương tự như của công ty mẹ, với beta của dự án được tính theo phương pháp Pure play method, chọn beta của doanh nghiệp có hoạt động thu phí tương tự là HTI làm tham chiếu (0,64) có điều chỉnh theo tỷ lệ sử dụng nợ/vốn chủ sở hữu của dự án.

**Dòng tiền tự do đối với CTCP Đầu tư QL 91 Cần Thơ-An Giang (thu phí QL 91).** Hoàn toàn tương tự, giá trị hiện tại của dòng tiền là **636 tỷ đồng**.

## Giá trị hiện tại của các hoạt động hiện tại

Giá trị hiện tại	3,270,546,689,133
(-) Nợ	(2,791,317,034,613)
(+) Tiền & tương đương tiền	132,296,036,083
(+) Giá trị đầu tư tài chính	47,388,700,000
Giá trị cho cổ đông	656,942,640,801
Số lượng CPLH (tr)	42,999,997
<b>Giá trị hợp lý/CP</b>	<b>15,324</b>

Nguồn: BSC research

Như vậy, tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền FCFF là 3.271 tỷ đồng. Giá hợp lý của các hoạt động hiện tại là **15.324 đồng/cp**, chưa tính đến dòng tiền từ phí BOT nút giao 319, BOT đường chuyên chở vật liệu xây dựng và khả năng mua lại 49% quyền thu phí QL51.

## (2) Mỏ đá.

Hoạt động khai thác mỏ đá hiện tại chủ yếu đáp ứng nhu cầu xây lắp của CTI, hiệu quả hoạt động chưa cao (biên lợi nhuận gộp là -3% trong năm 2015). So sánh với các mỏ đá của các doanh nghiệp niêm yết, chúng tôi nhận thấy các mỏ đá của CTI có tiềm năng khai thác cao và có khả năng cải thiện hiệu quả hoạt động trong thời gian tới. Do vậy, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh, sử dụng hệ số vốn hóa thị trường/tổng giá trị ước tính của trữ lượng còn lại để định giá các mỏ đá này.

Giá trị ước tính của trữ lượng còn lại của các công ty được tính theo giá bán đá bình quân năm 2015 của từng công ty. Do CTI chủ yếu bán đá tiêu thụ nội bộ, chúng tôi giả định giá bán đá của CTI ra thị trường tương đương 90% mức giá thấp nhất của các công ty niêm yết (tương đương 107.338 đồng/m<sup>3</sup>), khi đó, giá trị ước tính của trữ lượng còn lại là 4.079 tỷ đồng.

Ở mức độ thận trọng, chúng tôi chọn tỷ lệ vốn hóa thị trường/giá trị ước tính của các mỏ đá là 0,17x (tương ứng với giá trị thấp nhất trong số các doanh nghiệp so sánh), khi đó, giá trị thị trường của các mỏ đá của CTI trên một cổ phần là 16.465 đồng.

Công ty	Trữ lượng còn lại của các mỏ đá	Giá bán bình quân năm 2015 (đ/m <sup>3</sup> )	Giá trị ước tính của trữ lượng còn lại (tỷ đ)	Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	Vốn hóa thị trường/Giá trị ước tính của các mỏ đá
KSB	38,442,532	162,692	6,254	1,144	0.21
DHA	18,134,559	119,264	2,308	355	0.17
NNC	21,000,000	170,571	3,582*	875	0.27
<b>CTI**</b>	<b>38,000,000</b>	<b>107,338</b>	<b>4,079</b>	<b>708</b>	<b>0.17</b>

Nguồn: KSB, DHA, NNC, BSC research,

\* dựa trên giá bán thực tế của từng mỏ năm 2015

\*\* dựa trên giá trị ước tính thận trọng trình bày ở trên

**Bảng phân tích độ nhạy của giá trị thị trường của các mỏ đá của CTI**

		Vốn hóa thị trường/Giá trị ước tính của các mỏ đá					
		0.09	0.12	0.17	0.18	0.21	0.24
Giá bán đá ước tính	77,283	6,915	9,220	13,337	13,830	16,135	18,440
	85,870	7,683	10,245	14,819	15,367	17,928	20,489
	95,411	8,537	11,383	16,465	17,074	19,920	22,766
	104,952	9,391	12,521	18,112	18,782	21,912	25,042
	115,448	10,330	13,773	19,923	20,660	24,103	27,546
	126,992	11,363	15,150	21,915	22,726	26,513	30,301

Nguồn: BSC research

Kết hợp (1) và (2), giá trị hợp lý trên một cổ phần CTI là 31.789 đồng/cp, upside 22%.

Chúng tôi khuyến nghị MUA MẠNH cổ phiếu CTI với giá mục tiêu là 31.800 đ/cp (upside 22%). Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF đối với các hoạt động hiện tại của CTI và phương pháp so sánh đối với giá trị mỏ đá. Lưu ý, định giá của chúng tôi dựa trên các giả định thận

trọng: (1) Chưa tính đến dòng tiền từ khai thác nút giao 319, BOT chuyên chở vật liệu xây dựng và khả năng mua lại 49% quyền thu phí QL51; (2) Giá bán đá của CTI bằng 90% giá bán thấp nhất của các công ty niêm yết; tỷ lệ vốn hóa thị trường/giá trị ước tính của mỏ đá tương ứng với giá trị thấp nhất trong số các doanh nghiệp so sánh. Thu phí BOT mang lại nguồn doanh thu ổn định với rủi ro thấp. Triển vọng kinh doanh dài hạn đến từ khả năng mở rộng các dự án thu phí BOT và đưa vào khai thác các mỏ đá ở khu vực Đồng Nai và Đông Nam Bộ.

**PHỤ LỤC 01: BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020f	2021F
<b>TÀI SẢN</b>						
<b>A. Tài sản ngắn hạn</b>	<b>354</b>	<b>516</b>	<b>501</b>	<b>735</b>	<b>1,298</b>	<b>1,849</b>
I. Tiền và tương đương tiền	63	65	79	240	387	530
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	-	150	150	200	600	1,000
III. Các khoản phải thu	146	148	129	140	147	151
IV. Hàng tồn kho, ròng	96	101	106	110	116	121
V. Tài sản lưu động khác	49	51	37	45	48	48
<b>B. Tài sản dài hạn</b>	<b>4,424</b>	<b>4,071</b>	<b>3,980</b>	<b>3,681</b>	<b>3,313</b>	<b>2,935</b>
I. Phải thu dài hạn	4	4	4	4	4	4
II. Tài sản cố định	4,295	3,941	3,851	3,552	3,184	2,806
1. GTCL TSCĐ hữu hình	90	66	41	50	17	(16)
2. GTCL Tài sản thuê tài chính	-	-	-	-	-	-
3. GTCL tài sản cố định vô hình	2,610	3,010	2,764	2,457	2,122	1,776
4. Xây dựng cơ bản dở dang	1,595	866	1,046	1,046	1,046	1,046
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
IV. Đầu tư dài hạn	8	8	8	8	8	8
V. Tài sản dài hạn khác	117	117	117	117	117	117
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>4,778</b>	<b>4,586</b>	<b>4,481</b>	<b>4,416</b>	<b>4,612</b>	<b>4,784</b>
<b>NGUỒN VỐN</b>						
<b>A. Nợ phải trả</b>	<b>3,905</b>	<b>3,392</b>	<b>3,141</b>	<b>2,777</b>	<b>2,606</b>	<b>2,395</b>
I. Nợ ngắn hạn	1,144	1,004	981	813	867	966
II. Nợ dài hạn	2,761	2,388	2,160	1,963	1,739	1,430
<b>B. Vốn chủ sở hữu</b>	<b>873</b>	<b>976</b>	<b>1,077</b>	<b>1,297</b>	<b>1,564</b>	<b>1,833</b>
I. Vốn và các quỹ	684	757	814	954	1,122	1,277
II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	-	-	-	-	-	-
III. Lợi ích cổ đông thiểu số	189	219	263	343	442	556
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>4,778</b>	<b>4,586</b>	<b>4,481</b>	<b>4,416</b>	<b>4,612</b>	<b>4,784</b>

**PHỤ LỤC 02: BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020f	2021F
Doanh số thuần	1,329	1,397	1,019	1,232	1,334	1,313
Lãi gộp	463	584	571	705	766	741
Thu nhập tài chính	1	3	7	8	18	36
Chi phí tài chính	(245)	(300)	(269)	(232)	(193)	(175)
Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	(8)	(8)	(9)	(9)	(10)	(2)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(67)	(85)	(88)	(109)	(116)	(99)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	144	193	212	362	465	500
Thu nhập khác, ròng	-	-	-	-	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	144	193	212	362	465	500
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	130	181	201	345	436	470
Cổ đông của Công ty mẹ	114	151	157	265	336	355

*(Nguồn: BSC research)*

**PHỤ LỤC 03: DỰ BÁO DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP CỦA CTI TỪ 2016-2021**

Doanh thu thuần	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Bán hàng hóa	19	19	20	20	21	21
Bán thành phẩm công các loại	63	66	69	73	76	80
Thành phẩm đá và dv mỏ đá	36	38	40	42	44	46
Cung cấp bê tông, nhựa nóng	53	56	59	62	65	68
Xây lắp	595	455	-	-	-	-
Tĩnh lộ 16	46	49	52	62	66	-
QL 1A	379	417	459	565	622	622
QL 91	137	297	320	408	441	476
<b>Tổng</b>	<b>1,329</b>	<b>1,397</b>	<b>1,019</b>	<b>1,232</b>	<b>1,334</b>	<b>1,313</b>

LN gộp từ các dự án	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Bán hàng hóa	1	1	1	1	1	1
Bán thành phẩm công các loại	6	7	7	7	8	8
Thành phẩm đá và dv mỏ đá	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Cung cấp bê tông, nhựa nóng	25	26	27	29	30	31
Xây lắp	76	58	-	-	-	-
Tĩnh lộ 16	31	38	40	48	51	-
QL 1A	233	257	282	348	383	383
QL 91	92	199	214	273	295	319
<b>Tổng</b>	<b>463</b>	<b>584</b>	<b>571</b>	<b>705</b>	<b>766</b>	<b>741</b>

Nguồn: BSC research

**PHỤ LỤC 04: BIỂU THU PHÍ SỬ DỤNG ĐƯỜNG BỘ QUỐC LỘ 1A**

STT	Phương tiện chịu phí đường bộ	1/1/2015-31/12/2015			Từ 1/1/2016		
		Vé lượt (đồng/vé/lượt)	Vé tháng (đồng/vé/tháng)	Vé quý (đồng/vé/quý)	Vé lượt (đồng/vé/lượt)	Vé tháng (đồng/vé/tháng)	Vé quý (đồng/vé/quý)
1	Xe dưới 12 ghế ngồi, xe tải có tải trọng dưới 2 tấn và các loại xe buýt vận tải khách công cộng	20.000	600.000	1.600.000	35.000	1.050.000	2.850.000
2	Xe từ 12 ghế ngồi đến 30 ghế ngồi, xe tải có tải trọng từ 2 tấn đến dưới 4 tấn	30.000	900.000	2.450.000	50.000	1.500.000	4.050.000
3	Xe từ 31 ghế ngồi trở lên, xe tải có tải trọng từ 4 tấn đến dưới 10 tấn	44.000	1.320.000	3.550.000	75.000	2.250.000	6.050.000
4	Xe tải có tải trọng từ 10 tấn đến dưới 18 tấn và xe chở hàng bằng Container 20 fit	80.000	2.400.000	6.500.000	140.000	4.200.000	11.350.000
5	Xe tải có tải trọng từ 18 tấn trở lên và xe chở hàng bằng Container 40 fit	160.000	4.800.000	12.950.000	200.000	6.000.000	16.200.000

Nguồn: Thông tư 37/2014/TT-BTC



**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu 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](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

Trưởng Phòng Phân tích  
Trần Thăng Long  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto: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](http://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  
Website: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://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.