



## CTCP Đầu tư phát triển hạ tầng IDICO – (HTI-HSX)

### Cần một sự đột phá trong tăng trưởng

- Tập trung nguồn vốn phát triển HĐKD cốt lõi
- Tuyến An Sương – An Lạc huyết mạch trong mạng lưới giao thông Đông Nam Bộ
- Động lực tăng trưởng từ lượng xe lưu thông tăng lên và các đợt tăng giá cước
- Quản trị dòng tiền tốt và chính sách cổ tức đều đặn

#### Quan điểm và Định giá:

CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO (HTI-HSX) là nhà thầu xây lắp và chủ đầu tư dự án BOT An Sương – An Lạc. Là một phần của Vành đai 2 ở Tây Bắc TPHCM, đây là tuyến đường huyết mạch vận chuyển hàng hóa và hành khách từ Đông Nam Bộ và Nam Trung Bộ đi các tỉnh miền Tây. Tốc độ công nghiệp hóa nhanh tại Đông Nam Bộ và nhu cầu sở hữu xe ngày càng cao của người dân là cơ sở hỗ trợ tăng trưởng lưu lượng xe đi lại trên tuyến. Theo Bộ GTVT, lưu lượng xe đoạn QL1A (đoạn qua TPHCM) đi Long An dự báo sẽ tăng bình quân 3,5% giai đoạn 2011-2020 và 5,1% giai đoạn 2021-2030. Về dài hạn, lợi thế nằm ở rìa TPHCM, ít giao cắt với các điểm dân cư nội thành và các hạng mục cầu vượt đầu tư bổ sung (Tĩnh Lộ 10, Hương Lộ 2, Gò Mây) sẽ đẩy nhanh tốc độ lưu thông và tạo sức cạnh tranh cho tuyến trước sự xuất hiện của cao tốc TPHCM-Long Thành- Dầu Giây và Bến Lức – Long Thành.

Bên cạnh đó, việc tăng mệnh giá vé thu phí (thay vì kéo dài thời gian thu phí) để hoàn vốn dự án cầu vượt Gò Mây nếu được chấp thuận sẽ là một động lực tăng trưởng cho Công ty vào năm 2020. Với nguồn VDL không thay đổi gần 10 năm qua, HTI cho thấy phương hướng quản trị doanh nghiệp khá thận trọng và ưu tiên tăng trưởng bền vững. Dòng tiền thu phí mạnh và tăng trưởng đều giúp Công ty cân đối được nguồn vốn đầu tư thay vì phải huy động thêm. Do đó, lợi ích cổ đông được đảm bảo bởi lợi nhuận kinh doanh tăng trưởng ổn định, ít rủi ro pha loãng và cổ tức tiền mặt đều đặn (1.200 đồng). Sử dụng kết hợp phương pháp định giá tổng các giá trị thành phần (SOTP) và chiết khấu dòng cổ tức, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của HTI là **26.200 đồng** và khuyến nghị NĐT ưa thích sự ổn định và cổ tức xem xét **"MUA"** cho mục tiêu **"DÀI HẠN"**.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F
Doanh thu thuần	303	404	337	644
% tăng trưởng	69%	33%	-17%	91%
LNST của Cty mẹ	58	63	76	72
% tăng trưởng	58%	9%	21%	-6%
Tỷ suất LNST (%)	19	16	23%	11%
ROA (%)	5	5	5%	4%
ROE (%)	16	16	18%	15%
EPS (VND)	2.015	2.190	2.649	2.494
EPS đ/chỉnh (VND)	2.015	2.190	2.649	2.494
Giá trị sổ sách (VND)	14.812	16.013	17.795	19.483
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.200	1.200	1.200	1.200
P/E (x)	7,1	8,2	7,7	8,2
P/BV (x)	0,9	1,1	1,1	1,0

Nguồn: HTI, RongViet Research, giá cổ phiếu lấy tại ngày 10/07/2017

## MUA

Giá thị trường (VND)	20.000
Giá mục tiêu (VND)	26.200
Thời gian đầu tư	Dài hạn

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	511
SLCPDLH	24.949.200
Beta	0,8
Free Float (%)	42,5
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	21.900
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	15.500
KLGD bình quân 20 phiên	39.200



Nguồn: Vietstock

#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
HTI	14%	30%	177%
Xây dựng	-11%	5%	
Vn30 Index	11%	17%	21%
VN Index	5%	19%	34%

#### Cổ đông lớn (%)

Tổng IDICO	47,5
CTCP đầu tư phát triển nhà và đô thị IDICO	10,0
Giới hạn sở hữu còn lại của NĐTNN (%)	34,5

#### Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1319

hoang.nh@vdsc.com.vn



### Tập trung nguồn vốn phát triển HĐKD cốt lõi

CTCP Đầu tư Phát triển hạ tầng IDICO (HTI-HSX) chuyên thi công và đầu tư các dự án hạ tầng giao thông theo hình thức hợp tác công tư (PPP) tại khu vực phía Nam. Hiện tại, Công ty đang vận hành và khai thác hoàn vốn dự án BOT An Sương – An Lạc (AS-AL) và các công trình hỗ trợ trên cùng tuyến. Tại 31/12/2016, hoạt động thu phí đóng góp 80% doanh thu và 98% LNG. Sau hơn 10 năm hoạt động, VDL của HTI vẫn giữ nguyên ở mức 249 tỷ đồng. Điều này cho thấy Công ty đang quản lý khá tốt hoạt động thu phí tạo sự cân đối về dòng tiền tài trợ hoạt động đầu tư. Tuy nhiên, để có thể thắng thầu các dự án lớn tạo sự đột phá trong tăng trưởng, tiềm lực tài chính của Công ty cần phải được bổ sung trong tương lai.

**Bảng 1: Các dự án đầu tư BOT của HTI**

Các dự án BOT	Tổng VĐT (tỷ đồng)	Thời gian thu phí hoàn vốn	Cách thức hoàn vốn
Giai đoạn 1 - Nâng cấp, cải tạo QL1A đoạn AS-AL	812	01/2005-02/2017	Thu phí hoàn vốn trạm AS-AL Trạm thu phí phụ tại Bà Hom
Giai đoạn 3 - Cầu vượt Hương lộ 2	403	01/01/2015-2033	Hoàn vốn theo hình thức tăng mệnh giá vé thu phí tại Trạm AS-AL đầu các năm 2015, 2020, 2025 và 2030 không vượt quá khung giá vé quy định của BTC. Hoàn thành và thông xe 1/1/2015
Giai đoạn 2 - Cầu vượt Tỉnh lộ 10 và 10B	704	01/2017-01/2033	Hoàn vốn bằng hình thức kéo dài thời gian thu phí trạm AS-AL từ 01/2017 đến 01/2033) theo QĐ 78/2004/QĐ-BTC ngày 6/10/2004 và Phụ lục hợp đồng BOT 3979/2011/PLHD-BOT ngày 1/9/2011 Trạm thu phí phụ tại Đường M1 (KCN Tân Bình) và giao lộ QL1A - Đường 7 (KCN Vĩnh Lộc)
Cầu vượt Gò Mây	511	Từ năm 2020	Tăng phí hoặc kéo dài thời gian thu phí trạm AS-AL

Nguồn: HTI, RongViet Research tổng hợp

Trong suốt giai đoạn 2008-2016, nguồn vốn khiêm tốn vừa là hạn chế vừa là động lực giúp Công ty tập trung sử dụng nguồn vốn đúng mục đích. Thực tế, gần 85% VDL của Công ty được dùng làm vốn đối ứng cho Giai đoạn 1 dự án BOT AS-AL (812 tỷ đồng) và 15% còn lại dùng làm vốn góp đầu tư các dự án liên doanh. Sau khi Giai đoạn 1 đi vào các năm cuối của dự án, HTI thực hiện tái đầu tư nguồn vốn chủ thu hồi và lợi nhuận tích lũy làm đối ứng cho hạng mục cầu vượt TL10 và 10B (vốn đầu tư 704 tỷ) hoàn thành năm 2013 và cầu vượt Hương Lộ 2 (vốn đầu tư ~403 tỷ đồng) thông xe đầu năm 2015 trên cùng tuyến. Việc đầu tư 2 dự án thành phần này giúp HTI kéo dài thời gian thu phí trạm AS-AL từ 02/2017 đến 02/2033.

Nhằm tạo ra động lực tăng trưởng bổ trợ mảng thu phí, HTI sẽ gia tăng tỉ trọng doanh thu xây lắp công trình ngoài từ năm 2017 khi hoàn thành nút giao Gò Mây vào tháng 5/2017. Việc thi công đảm bảo chất lượng và bàn giao đúng tiến độ các công trình tư nhân và vốn Nhà nước như VinGroup (Đường dẫn D3 vào cảng Sài Gòn Hiệp Phước) có thể chưa mang về lợi nhuận lớn hiện tại nhưng giúp khẳng định năng lực và uy tín xây lắp cho HTI. Với tốc độ đô thị hóa và phát triển công nghiệp nhanh ở Đông Nam Bộ và TPHCM, nhu cầu phát triển hạ tầng giao thông đáp ứng tốc độ tăng trưởng đi lại là rất lớn. Theo đó, nhu cầu vốn đầu tư kết cấu hạ tầng giao thông tại TPHCM giai đoạn 2016-2020 ước tính 255.067 tỷ đồng. Trong điều kiện hạn hẹp về ngân sách, việc thu hút vốn đầu tư các dự án cầu đường theo hình thức PPP mở ra nhiều cơ hội cho HTI tham gia dưới góc độ là chủ đầu tư và nhà thầu xây lắp.

Sự cẩn trọng trong sử dụng vốn gắn chặt với HĐKD cốt lõi trong thời gian dài một mặt giúp Công ty tránh các rủi ro mất vốn từ các khoản đầu tư không hiệu quả, mặt khác cũng thể hiện chiến lược kinh doanh đề cao sự an toàn của BLĐ chấp nhận mức tăng trưởng lợi nhuận vừa phải nhưng ổn định cao.

**Bảng 2: Các công trình thi công- xây lắp của HTI**

Năm 2012 -2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Trường THPT Tây Đô (Hậu Giang) – 23,5 tỷ đồng</li> <li>➢ Cầu vượt Tỉnh Lộ 10-10B</li> <li>➢ Thi công hạ tầng KDC Phường 6 Tân An – Long An</li> </ul>
Năm 2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Cầu vượt Hương Lộ 2</li> </ul>
Năm 2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Dự án thành phần từ tiết kiệm chi phí cầu vượt Hương Lộ 2</li> <li>Cải tạo nút giao QL1A- Đường M1 – Đường số 7 (thuộc dự án cầu vượt Hương lộ 2). Hoàn thành 10/1/2016</li> <li>Cải tạo đường song hành QL1 từ KCN PouYen đến Ngã ba Hồ Ngọc Lãm (8/2017 hoàn thành)</li> <li>Lắp đặt hệ thống kiểm soát tải trọng</li> <li>➢ Xây cầu Mương Lớn và cầu Rạch Rộp thuộc dự án đường D3 kết nối vào cảng Sài Gòn Hiệp Phước (chủ đầu tư: Cty TNHH phát triển đô thị Ngọc Viễn Đông). Tổng giá trị thầu 181 tỷ</li> <li>➢ Cầu vượt ngã tư Gò Mây (khởi công 20/9/2016 và hoàn thành nhánh phải 5/1/2017 và nhánh trái 19/5/2017)</li> </ul>
Năm 2016-2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Cầu tạm Tân Kỳ Tân Quý</li> </ul>
Dự án chuẩn bị đầu tư	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Cầu mới Tân kỳ Tân Quý (đang lập phương án đền bù GPMB và tài chính hoàn vốn)</li> <li>➢ Dự án mở rộng đường QL1A từ An Lạc đến giáp ranh Long An (HTI là chủ đầu tư : 1989)</li> </ul> <p>Phương án hoàn vốn: Lắp đặt thêm trạm phụ Tân Kiên và tăng giá vé sớm hơn một năm vào năm 2019,2024 và 2029 và giá vé tăng cao hơn Hợp đồng BOT kí trước đây tăng vào năm 2020,2025 và 2030. Kéo dài trạm phụ Tân Kiên và trạm chính từ 2/2033 đến 3/2036.</p>

Nguồn: HTI, RongViet Resrach tổng hợp

### **Tuyến An Sương – An Lạc đóng vai trò huyết mạch trong bản đồ giao thông các tỉnh Đông Nam Bộ**

Dự án BOT An Sương – An Lạc (hoàn thành 2005) dài 16Km nằm trên trục giao thông Vành đai 2 phía Tây Bắc TPHCM. Đây là tuyến đường huyết mạch kết nối các tỉnh Đông Nam Bộ và Nam Trung Bộ (ở cửa ngõ cầu Đồng Nai) đi Tây Nam Bộ (thông qua cao tốc TPHCM-Trung Lương). Năm 2015, cao tốc TPHCM-Long Thành- Dầu Giây thông xe toàn tuyến cung cấp thêm một sự lựa chọn cạnh tranh với tuyến AS-AL đối với xe từ hướng Nam Trung Bộ đi Tây Nam Bộ với khoảng cách tương đương (85-90Km). Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng tuyến AS – AL vẫn có lợi thế cạnh tranh riêng do không phải đi qua khu vực nội thành và là hướng đi gần nhất đối với xe từ các KCN ở Bình Dương, Đồng Nai và Tây Ninh. Đối với các xe hướng đi từ Nam Trung Bộ, việc chọn di chuyển thông qua tuyến AS-AL đi Tây Nam Bộ sẽ tránh được các điểm ùn tắc giao thông nghiêm trọng gần khu vực cảng Cát Lái như nút giao Mỹ Thủy (hướng đi cầu Phú Mỹ - Nguyễn Văn Linh) và nút giao An Phú ( hướng đi đường Võ Văn Kiệt).

### **Bản đồ 1: Các tuyến đường thay thế từ Nam trung Bộ đi Tây Nam Bộ**

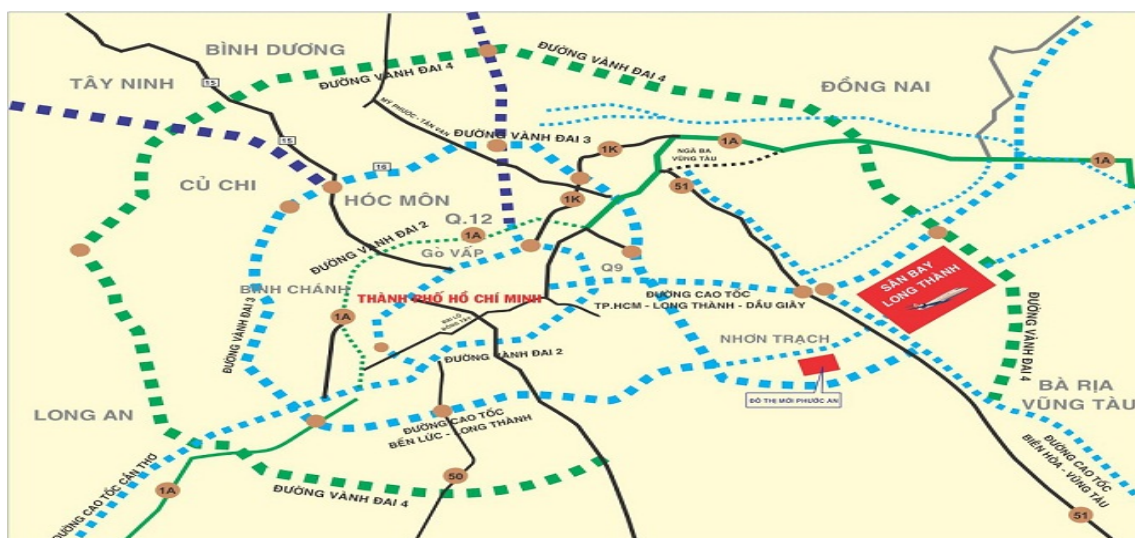


Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Để giảm ùn tắc và đẩy nhanh tốc độ lưu thông trên tuyến, HTI đã xây dựng và đưa vào sử dụng 4/8 nút giao thông gồm cầu vượt QL1/Tỉnh lộ 10 và 10B (năm 2013), cầu vượt Hương lộ 2 (12/2014), và cầu vượt nút giao Gò Mây (tháng 5/2017). Trong tương lai, Công ty sẽ tiếp tục thực hiện các dự án còn lại đáp ứng nhu cầu phát triển giao thông trên tuyến gồm nút giao QL1/Thuận Kiều, nút giao QL1/Đường số 7-M1 và nút giao Bình Chánh. Lưu lượng thông qua trạm thu phí AS – AL tăng bình quân 4-5%/năm giúp doanh thu thu phí của HTI tăng trưởng kép 10,8% trong gần 10 năm nay. Đáng chú ý, HTI ghi nhận doanh thu thu phí tăng mạnh 75% trong năm 2015 khi (1) Bộ GTVT áp dụng chính sách kiểm soát tải trọng đối với xe tải từ Q2/2014 buộc các chủ xe phải đầu tư mở rộng đội xe và (2) HTI được chấp thuận tăng giá vé qua trạm AS-AL (hoàn vốn cho dự án cầu vượt Hương lộ 2) vào đầu năm 2015.

Về dài hạn, lưu lượng qua tuyến AS-AL có thể bị ảnh hưởng khi tuyến cao tốc Bến Lức – Long Thành (cầu phần Vành Đai 3) thông xe. Tuy nhiên, dấu hỏi về nguồn vốn đầu tư các tuyến kết nối của Vành Đai 3 (ở đây là tuyến Long Thành – Biên Hòa) có thể trì hoãn thời điểm vận hành của toàn tuyến này và giảm rủi ro tác động lên lưu lượng của tuyến AS-AL trong ngắn hạn.

### Bản đồ 2: Hệ thống đường Vành Đai 02, 03 và 04



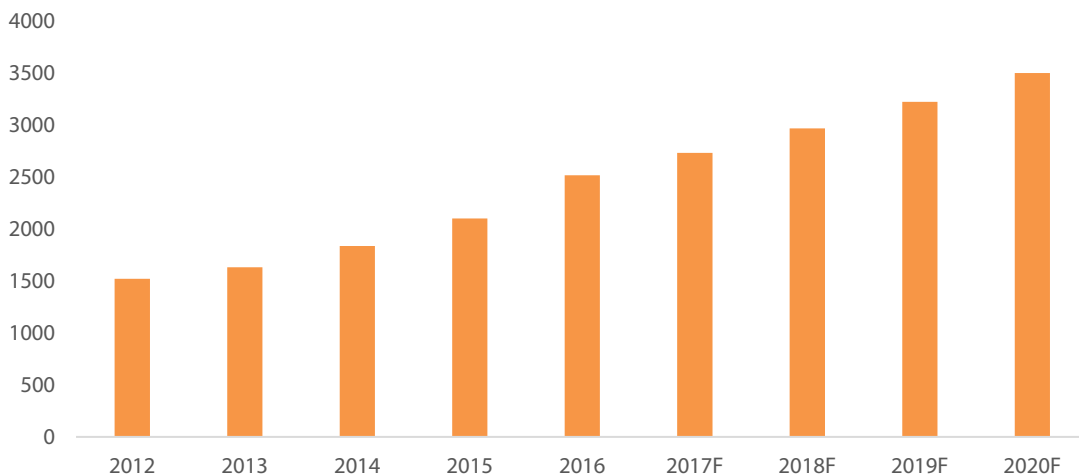
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### Động lực tăng trưởng từ lưu lượng xe lưu thông tăng lên và các đợt tăng giá cước

Theo số liệu thu thập của chúng tôi, lượng xe ô tô lưu hành tại Việt Nam tăng bình quân 12%/ năm giai đoạn 2012-2016. Với xu hướng gia tăng thu nhập của người dân và tốc độ công nghiệp hóa nhanh tại các tỉnh phía Nam, nhu cầu mua sắm xe và theo đó là lượng xe ô tô lưu thông tại Việt Nam còn rất nhiều dư địa để tăng trưởng. Theo báo cáo của PWC, sở hữu xe trên đầu người của Việt Nam chỉ khoảng 30-40 xe/1000 người trong khi đó của Indonesia là 60-70 xe và Thái Lan gần 200 xe/1000 người. Quyết định 356/QĐ-TT năm 2013 về quy hoạch phát triển GTVT Việt Nam đến năm 2020 và tầm nhìn đến năm 2030 dự báo tổng lượng xe ô tô lưu hành đến vào năm 2020 là 3,2 đến 3,5 triệu ô tô, ứng với mức tăng trưởng bình quân 8,6%/năm. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng thực tế nhiều khả năng sẽ nhanh hơn con số dự báo khi 2/3 dân số của Việt Nam bước vào giai đoạn lập gia đình phát sinh nhu cầu mua sắm tài sản đặc biệt dưới sự hỗ trợ vay vốn tiêu dùng từ các ngân hàng trong bối cảnh kinh tế Việt Nam ổn định.



**Đồ thị 1: Số lượng xe ô tô lưu hành tại Việt Nam (nghìn chiếc)**



Nguồn: Bộ GTVT và RongViet Research tổng hợp

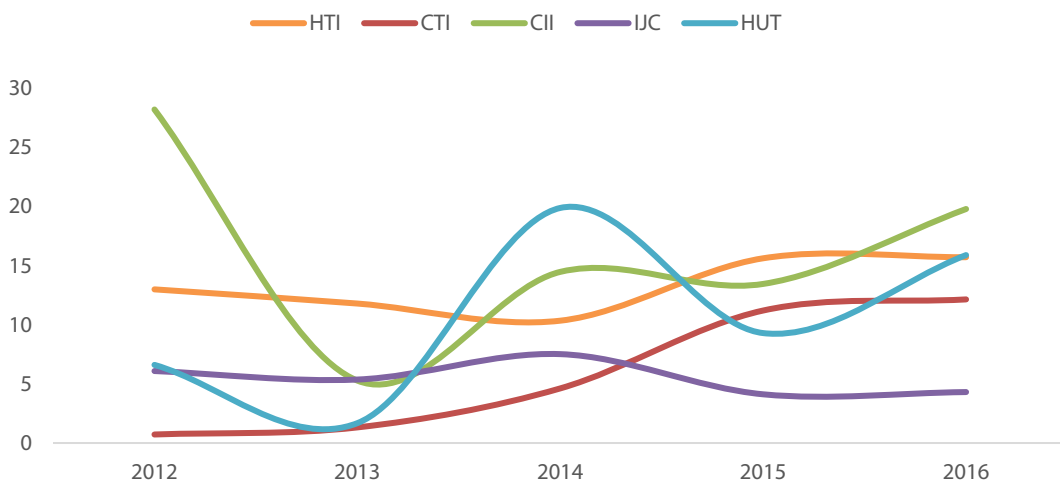
Trong quy hoạch phát triển giao thông vùng KTTĐ phía Nam đến năm 2020 định hướng đến năm 2030 theo Quyết định 2055/QĐ-TTg tháng 11/2015, nhu cầu vận tải hàng hóa và hành khách của vùng dự báo sẽ tăng trưởng bình quân 10-11%/năm. Trong đó, phương thức vận tải đường bộ trên hành lang TPHCM-Đồng bằng sông Cửu Long sẽ chiếm 98-99%. Về mật độ giao thông, Bộ GTVT dự báo lưu lượng xe đi theo hướng TPHCM- Tân An (tính theo Passenger car unit-PCU) sẽ tăng bình quân hàng năm 3,5% giai đoạn 2011-2020 và 5,1% giai đoạn 2021-2030. Trong ngắn và trung hạn, chúng tôi tin rằng lượng xe qua trạm của Công ty sẽ tiếp tục tăng 2-3%/năm hỗ trợ bởi dòng vốn FDI sản xuất công nghiệp tích cực, môi trường lãi suất ổn định và khả năng giảm dần các sắc thuế đối với ô tô nhập khẩu sẽ kích thích mạnh nhu cầu mua sắm xe ô tô từ năm 2018.

Bên cạnh đó, ngoài việc kéo dài thời gian thu phí đến hết T2/2033 để hoàn vốn cho cầu vượt Tỉnh Lộ 10-10b (Giai đoạn 2), HTI cũng sẽ được tăng mệnh giá vé thu phí để hoàn vốn cho Giai Đoạn 3 (cầu vượt Hương Lộ 2) vào các năm 2020, 2025 và 2030 (đợt đầu tiên 2015). Đối với dự án cầu vượt Gò Mây và các dự án bổ sung kế tiếp, Công ty sẽ được hoàn vốn theo hình thức kéo dài thời gian thu phí trạm AS-AL hoặc tăng giá vé thu phí. Trong bối cảnh có nhiều dư luận về tác động của hình thức BOT lên KQKD của các DN vận tải, kéo dài thời gian thu phí trạm AS-AL có thể là lựa chọn tối ưu nhất thay vì tăng mệnh giá vé.

#### **Quản trị dòng tiền tốt, ít đầu tư ngoài ngành giúp Công ty đảm bảo lịch thanh toán nợ vay và chính sách cổ tức**

Đối với HTI, dòng tiền đầu vào gần như toàn bộ đến từ doanh thu thu phí. Dòng tiền đầu ra là chi phí đầu tư dự án mới, duy tu bảo trì, thanh toán nợ gốc và lãi vay. Nếu không thực hiện đầu tư mới, dòng tiền thu phí sau khi trừ các chi phí hoạt động được dùng thanh toán nợ gốc cùng lãi vay và phần còn lại là chia cổ tức. Hiện tại, HTI đang tài trợ các dự án với cơ cấu nguồn 85% nợ vay và 15% VCSH. Đến cuối năm 2016, Công ty có dư nợ vay 823 tỷ đồng chủ yếu là nợ dài hạn tài trợ dự án cầu vượt Tỉnh lộ 10-10B (533 tỷ đồng) và nút giao Hương Lộ 2 (280 tỷ đồng) đã hoàn thành và đưa vào sử dụng. Để tài trợ dự án cầu vượt Gò Mây (TMĐT 511 tỷ đồng), HTI ước tính cần vay thêm khoảng 400 tỷ đồng (tương ứng tỉ lệ 85%) trong năm 2017. Như vậy, tổng dư nợ vay vào cuối năm 2017 dự kiến khoảng 1.030 tỷ đồng, tương đương tỉ lệ D/E tương lai xấp xỉ 2,3 lần. Tuy nhiên, chúng tôi không quá quan ngại do toàn bộ số nợ này có thời gian hoàn trả dài từ 9-12 năm và được đảm bảo bởi dòng tiền thu phí gần 350 tỷ đồng/năm của Công ty. Hiệu quả kinh doanh của HTI luôn giữ ở mức khá tốt so với các đơn vị trong ngành. Cụ thể, bên cạnh lưu lượng xe qua trạm tăng trưởng, việc quản lý chi phí chặt chẽ giúp chỉ tiêu ROE của Công ty luôn đạt từ 11% đến 15% và ít biến động so với các doanh nghiệp cùng ngành nhiều năm qua.

**Đồ thị 2: ROE của các Công ty cùng lĩnh vực (%)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### Dự báo KQKD

Về KQKD năm 2017, chúng tôi dự báo Doanh thu và LNST của HTI sẽ đạt lần lượt 337 tỷ đồng (giảm 16,5%YoY) và LNST 76 tỷ đồng (tăng 21%YoY). Lưu ý, trong năm 2017, Công ty đã thực hiện thoái vốn hoàn toàn khoản đầu tư vào CTCP Đầu tư Xây Dựng Long An ước thu về 36 tỷ đồng và ghi nhận 18 tỷ đồng lợi nhuận tài chính. Trong Q1/2017, HTI đã ghi nhận 15,3 tỷ đồng lợi nhuận từ việc thoái vốn này và sẽ ghi nhận 2,7 tỷ đồng lợi nhuận còn lại trong các quý tới của năm. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn, LNTT năm 2017 của HTI ước đạt 62 tỷ đồng (giảm 6,2% YoY).

Bên cạnh tác động từ chi phí lãi vay tăng lên khi công trình TL10 và 10B bắt đầu thu phí (lãi vay tài trợ không được tiếp tục vốn hóa), dự báo lợi nhuận năm 2017 của chúng tôi có thể thay đổi phụ thuộc vào tỉ lệ trích lập chi phí duy tu bảo trì của HTI hàng năm. Nếu giữ nguyên tỉ lệ trích lập như trong Q1/2017 cho các quý còn lại của năm, tổng chi phí duy tu bảo trì trích cho năm 2017 sẽ khoảng 25,6 tỷ đồng thấp hơn con số dự kiến của chúng tôi là 31 tỷ đồng (chênh lệch 5,5 tỷ đồng). Nếu như vậy, mức LNTT năm 2017 (loại trừ khoản lợi nhuận tài chính) sẽ tăng nhẹ 2% so với năm 2016.

Dự báo KQKD năm 2017 của chúng tôi dựa trên những giả định chính như sau:

- Lượng xe lưu thông qua trạm (PCU) tăng trưởng 2%YoY
- Mức giá vé thu phí tại trạm không thay đổi
- Chi phí khấu hao hàng năm tính theo doanh thu với tỷ lệ 35,2% (dựa trên thời gian thu phí đến tháng 02/2033)
- Giả định chi phí vận hành và quản lý chiếm tỷ trọng 16% trên doanh thu thu phí và chi phí duy tu bảo trì trích trong năm là 31 tỷ đồng (tương đương tỉ lệ trích 2,5% trên giá trị tài sản hình thành đưa vào sử dụng).
- Phần lãi vay tài trợ dự án Cầu vượt Tỉnh lộ 10-10B sẽ không còn được vốn hóa từ tháng 02/2017 khi dự án này bắt đầu thu phí. Vì vậy, tổng chi phí lãi vay năm 2017 ước tính tăng lên 73,7 tỷ đồng (năm 2016 là 28,6 tỷ đồng).

Theo phương án tài chính các dự án BOT, chủ đầu tư sẽ trích chi phí trung tu 4 năm/lần và đại tu 12 năm/lần trong vòng đời dự án. Phần chi phí này sẽ được tính vào phương án tài chính để xác định thời gian thu phí của các dự án BOT. Đến cuối Q1/2017, HTI đã trích lũy kế chi phí này tổng cộng 81,3 tỷ đồng (phần lớn đến từ Giai đoạn 1 của dự án BOT AS-AL thu phí từ T1/2005 kết thúc vào T1/2017). Hiện tại, Công ty vẫn chưa công bố hướng xử lý của số dư chi phí duy tu trích lập chưa sử dụng này. Trong trường hợp được hoàn nhập toàn phần hoặc một phần, đây sẽ là một khoản lợi nhuận tiềm năng của HTI.



Sang năm 2018, chúng tôi dự kiến Doanh thu thu phí sẽ tăng nhẹ 2% YoY. Dựa trên năng lực thi công các công trình nội bộ nhiều năm qua và định hướng tập trung đấu thầu thi công xây lắp các dự án bên ngoài từ cuối năm 2017, chúng tôi giả định HTI sẽ trúng thầu và hoàn thành các công trình với giá trị ghi nhận 300 tỷ đồng trong năm 2018. Do đó, tổng doanh thu năm 2018 của HTI ước tăng mạnh 91%YoY. Trong khi đó, LNST dự báo giảm nhẹ 5,9% YoY do không còn ghi nhận lợi nhuận tài chính (18 tỷ đồng) như trong năm 2017. Nếu loại trừ khoản đột biến này, LNST năm 2018 sẽ tăng 16% so với năm 2017. Dự báo này dựa trên giả định lưu lượng xe qua trạm AS-AL tiếp tục tăng 2% trong năm 2018. Trong khi đó, các chỉ tiêu về tỉ lệ khấu hao, chi phí vận hành-quản lý và chi phí duy tu trích trước không thay đổi.

Dư nợ vay ước sẽ tăng lên 1.230 tỷ đồng vào cuối năm 2018 chủ yếu đến từ nợ vay tăng thêm và lãi vay vốn hóa tài trợ dự án cầu Gò Mây. Tuy nhiên, chi phí lãi vay đối với dự án Gò Mây sẽ được vốn hóa đến hết năm 2019 khi thời điểm thu phí hoàn vốn cho dự án này dự kiến bắt đầu từ đầu năm 2020 bằng hình thức tăng giá vé thu phí tại trạm AS-AL hoặc kéo dài thời gian thu phí tại đây. Do đó, tổng chi phí lãi vay của năm 2018 ước đạt 78 tỷ đồng.

**Bảng 3: Dự báo dòng tiền thu phí (triệu đồng)**

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thu phí	337.014	343.754	350.629	475.664	485.177	485.177	485.177	485.177	485.177
Tăng lưu lượng	2%	2%	2%	2%	2%	0%	0%	0%	0%
Tăng giá vé						33%			
CP duy tu	30.521	30.250	30.033	30.033	30.033	71.705	71.705	71.705	71.705
CP vận hành + quản lý	53.922	55.001	56.101	76.106	77.628	77.628	77.628	77.628	77.628
Thuế TNDN	5%	5%	5%	10%	10%	10%	20%	20%	20%
Thanh toán nợ gốc	49.869	49.869	49.869	95.598	95.598	95.598	95.598	95.598	95.598
Lãi vay	73.736	78.035	73.290	115.926	106.545	97.164	87.783	78.402	69.021
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>109.581</b>	<b>111.035</b>	<b>120.014</b>	<b>129.964</b>	<b>143.858</b>	<b>118.574</b>	<b>119.196</b>	<b>125.726</b>	<b>132.255</b>

Nguồn: RongViet Research dự báo

Năm	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2T2033
Doanh thu thu phí	485.177	485.177	485.177	485.177	485.177	485.177	485.177	80.863
Tăng lưu lượng	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tăng giá vé								
CP duy tu	71.705	71.705	71.705	71.705	71.705	71.705	71.705	71.705
CP vận hành + quản lý (16%)	77.628	77.628	77.628	77.628	77.628	77.628	77.628	6.469
Mức thuế TNDN	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Thanh toán nợ gốc	95.598	95.598	95.598	95.598	95.598	95.598	49.869	18.023
Lãi vay	59.640	50.259	40.877	31.496	22.115	15.592	6.500	
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>138.784</b>	<b>145.313</b>	<b>151.843</b>	<b>158.372</b>	<b>164.901</b>	<b>169.441</b>	<b>215.554</b>	<b>(8.463)</b>

Nguồn: RongViet Research dự báo

**Bảng 4: Hiệu quả hoạt động thu phí**

Re	14,8%
Rd	11,0%
WACC	11,9%
IRR	13,4%
IRRe	20,6%

Nguồn: RongViet Research dự báo



## Định giá

Với đặc điểm kinh doanh là thu phí đường bộ có dòng tiền đều đặn hàng năm, chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá Tổng các giá trị thành phần (SOTP) và Chiết khấu dòng cổ tức (DDM) để xác định giá trị doanh nghiệp của HTI.

Trong phần định giá theo SOTP, mảng kinh doanh thu phí sẽ được xác định giá trị theo phương pháp chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (DCF) và mảng thi công xây lắp được định giá theo phương pháp so sánh P/E là 8x tương đương mức trung bình của các doanh nghiệp xây lắp quy mô tương tự HTI.

<b>Bảng 5: Phương pháp Tổng các giá trị thành phần (SOTP)</b>		
Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị thành phần
Thu phí cầu đường	DCF	30.990
Xây lắp	P/E	3.350
<b>Tổng hợp (VND)</b>		<b>34.340</b>
Nguồn: RongViet Research dự báo		

<b>Bảng 6: Định giá cổ phần HTI</b>			
Phương pháp	Giá trị cổ phần	Tỉ lệ	Giá trị cổ phần * Tỉ lệ
SOTP	34.340	50%	17.170
Chiết khấu cổ tức	18.160	50%	9.080
<b>Tổng hợp (VND)</b>			<b>26.200</b>
Nguồn: RongViet Research dự báo			

## Quan điểm đầu tư

CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO (HTI-HSX) là nhà thầu xây lắp và chủ đầu tư của dự án BOT An Sương – An Lạc. Là một phần của đường Vành Đai 2 ở Tây Bắc TPHCM, đây là tuyến đường huyết mạch vận chuyển hàng hóa và hành khách từ Đông Nam Bộ và Nam Trung Bộ đi các tỉnh miền Tây. Tốc độ công nghiệp hóa nhanh tại Đông Nam Bộ và nhu cầu sở hữu xe ngày càng cao của người dân là cơ sở hỗ trợ sự tăng trưởng lưu lượng xe đi lại trên tuyến. Theo Bộ GTVT, lưu lượng xe đoạn QL1A (đoạn qua TPHCM) đi Long An dự báo sẽ tăng bình quân 3,5% giai đoạn 2011-2020 và 5,1% giai đoạn 2021-2030. Về dài hạn, lợi thế nằm ở rìa TPHCM, ít giao cắt với các điểm dân cư nội thành và các hạng mục cầu vượt đầu tư bổ sung (Tĩnh Lộ 10, Hương Lộ 2, Gò Mây) sẽ đẩy nhanh tốc độ lưu thông và tạo sức cạnh tranh cho tuyến trước sự xuất hiện của cao tốc TPHCM-Long Thành- Dầu Giây và Bến Lức – Long Thành.

Bên cạnh đó, việc tăng mệnh giá vé thu phí (thay vì kéo dài thời gian thu phí) để hoàn vốn dự án cầu vượt Gò Mây nếu được chấp thuận sẽ là một động lực tăng trưởng cho Công ty vào năm 2020. Với nguồn VDL không thay đổi gần 10 năm qua, HTI cho thấy phương hướng quản trị doanh nghiệp khá thận trọng và ưu tiên tăng trưởng bền vững. Dòng tiền thu phí mạnh và tăng trưởng đều giúp Công ty cân đối được nguồn vốn đầu tư thay vì phải huy động thêm. Do đó, lợi ích cổ đông được đảm bảo bởi lợi nhuận kinh doanh tăng trưởng ổn định, ít rủi ro pha loãng và cổ tức tiền mặt đều đặn (1.200 đồng). Sử dụng kết hợp phương pháp định giá tổng các giá trị thành phần (SOTP) và chiết khấu dòng cổ tức, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của HTI là **26.200 đồng** và khuyến nghị NGĐT ưa thích sự ổn định và cổ tức xem xét **"MUA"** cho mục tiêu **"DÀI HẠN"**.





Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	303	404	337	644
Giá vốn	-172	-258	-149	-436
<b>Lãi gộp</b>	<b>132</b>	<b>146</b>	<b>188</b>	<b>208</b>
Chi phí bán hàng	-32	-37	-37	-39
Chi phí quản lý	-16	-16	-17	-17
Thu nhập từ HĐTC	2	1	19	2
Chi phí tài chính	-25	-29	-74	-78
Lợi nhuận khác	0	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>61</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>75</b>
Thuế TNDN	-3	-3	-4	-4
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>LNST</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>76</b>	<b>72</b>
EBIT	85	95	154	153
EBITDA	197	212	272	274

Đv: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2015	2016	2017F	2018F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	69	33	-17	91
EBITDA	47	8	28	1
EBIT	106	11	62	0
Lợi nhuận sau thuế	58	9	21	-6
Tổng tài sản	6	6	20	19
Vốn chủ sở hữu	5	8	11	9
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	43	36	56	32
EBITDA/ Doanh thu	65	53	81	43
EBIT/ Doanh thu	28	23	46	24
LNST/ Doanh thu	19	16	23	11
ROA	5	5	5	4
ROIC	7	8	11	10
ROE	16	16	18	15
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	1857	2418	1936	2626
Vòng quay hàng tồn kho				
Vòng quay khoản phải trả	-284	-258	-120	-266
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	0,9	0,3	1,2	1,5
Nhanh	0,8	0,2	1,2	1,5
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	243	238	264	295
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0	3	0	0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	219	204	233	253

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2015	2016	2017F	2018F
Tiền	8	9	137	267
Đầu tư tài chính ngắn hạn	38	0	0	0
Các khoản phải thu	15	18	17	32
Tồn kho	15	2	6	8
Tài sản ngắn hạn khác	0	4	0	0
Tài sản cố định hữu hình	1.086	969	1.303	1.612
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	85	334	150	0
Tài sản dài hạn khác	20	12	3	3
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.267</b>	<b>1.349</b>	<b>1.616</b>	<b>1.921</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	33	28	24	70
Vay và nợ ngắn hạn	0	10	0	0
Vay và nợ dài hạn	809	814	1.035	1.229
Khoản phải trả dài hạn khác	56	98	113	136
Quỹ khen thưởng phúc lợi				
<b>Tổng nợ</b>	<b>898</b>	<b>949</b>	<b>1.172</b>	<b>1.435</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>370</b>	<b>400</b>	<b>444</b>	<b>486</b>
Vốn đầu tư của CSH	249	249	249	249
Lợi nhuận giữ lại	91	114	151	184
Các quỹ	29	36	44	53
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>370</b>	<b>400</b>	<b>444</b>	<b>486</b>
<b>Lợi ích CĐTS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.267</b>	<b>1.349</b>	<b>1.616</b>	<b>1.921</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
LN TT	61	66	80	75
Khấu hao	112	118	119	121
Các điều chỉnh	26	67	74	78
Thay đổi vốn lưu động	-51	-170	-49	-22
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>148</b>	<b>81</b>	<b>224</b>	<b>252</b>
Thay đổi TSCĐ	-102	-114	-269	-280
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	3	48	0	0
Lãi cho vay, cđtức, LN được chia	2	1	0	0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-97</b>	<b>-65</b>	<b>-269</b>	<b>-280</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0	0	100	100
Vay mới/trả nợ vay	-12	15	211	194
Cổ tức, LN trả cho CĐ	-39	-30	-30	-30
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-51</b>	<b>-15</b>	<b>281</b>	<b>264</b>
Tiền thuần trong kỳ	0	1	236	237
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>137</b>
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>137</b>	<b>267</b>

## BÁO CÁO CÔNG TY

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%	<-15%
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, Satra, 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, 2017.**

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này