



NGÀNH: XÂY DỰNG

Mã ngành ICB:

Mã Bloomberg: CII

Ngày cập nhật: 23/11/2011

Thông tin cổ phiếu

Giá ngày 23/11/2011 (đồng)	21.000
Khoảng giá 52 tuần (đồng)	15.500– 36.700
+/- Giá 1 tuần	0.00%
+/- Giá 1 tháng	-0,94%
+/- Giá 3 tháng	+8,25%
+/- Giá 6 tháng	-29,53%
KLGDBQ 10 ngày	81.557
KLGDBQ 3 tháng	176.098
KLCP đang LH (triệu cp)	75,0
Vốn hoá (tỷ VNĐ)	382
Hệ số beta	1,77

Cơ cấu cổ đông (23/11/2011)

• Nhà nước	0
• Nước ngoài:	36,9%
• Khác	63,1%

(Nguồn: VCBS)

Biểu đồ giá (06 tháng)



CÔNG TY CP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG KỸ THUẬT TP HỒ CHÍ MINH(CII)

Quan điểm đầu tư

- CII là công ty đầu tư cơ sở hạ tầng có mô hình hoạt động tương đối điển hình, nắm giữ phần lớn các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm trong khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Tốc độ tăng trưởng rất nhanh và ổn định qua các năm. Hiện tại, trong khu vực thành phố Hồ Chí Minh, nhờ vào khả năng huy động vốn cũng như kinh nghiệm trong đầu tư cơ sở hạ tầng, CII tạm thời được xem là công ty đầu ngành trên lĩnh vực này và chưa có đối thủ cạnh tranh trực tiếp;
- Năm 2011 kết quả kinh doanh dự báo có thể vượt KH doanh thu 120% nhưng không hoàn thành KH lợi nhuận; CII có thể sẽ phải tiếp tục trích lập dự phòng thêm nếu giá cổ phiếu CII đến cuối năm không thay đổi so với ngày viết báo cáo này.
- Năm 2012 hoạt động chuyển nhượng dự án sẽ tiếp tục mang về nguồn thu lớn, tuy nhiên điều này còn phụ thuộc vào diễn biến thị trường tài chính, nếu bức tranh vĩ mô của nền kinh tế được cải thiện trong thời gian tới;
- Với mức giá 21.000 đồng/cp, CII hiện đang giao dịch tại mức P/E là 9,1 lần, P/E dự phóng cuối năm là 4,6 lần. Kết quả kinh doanh lỗ trong quý 2 đã phản ánh vào giá cp CII thời gian qua. Do vậy mức giá hiện tại đang phản ánh đúng giá trị thực của doanh nghiệp. Nhà đầu tư đang kỳ vọng vào khoản lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án giá trị 800 tỷ đồng, và điều này có thể giúp giá cp CII tăng khi thông tin được công bố cụ thể.

Tình hình hoạt động kinh doanh

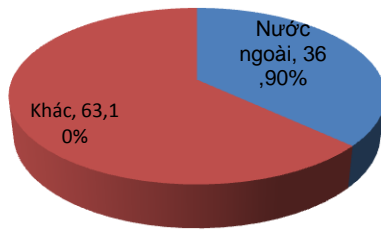
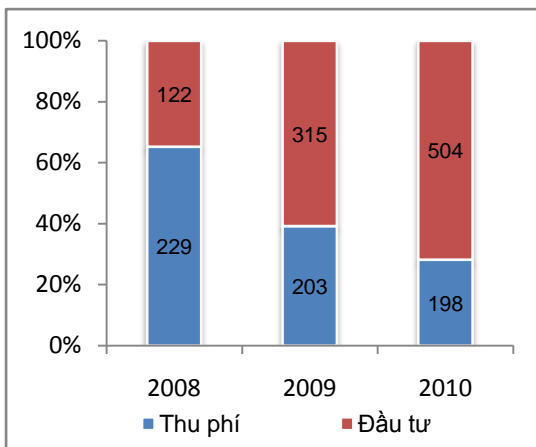
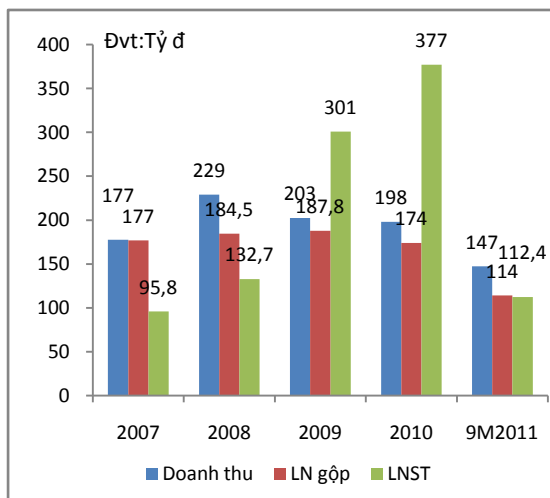
Bảng: hoạt động kinh doanh 9 tháng 2011

Chỉ tiêu	Q3/2011	Q3/2010	YoY%	9M2011	9M2010	YoY%
Tổng doanh thu	163,9	88,2	86%	469,2	600,4	-21,9%
HĐ thu phí	53,5	41,9	28%	147,2	147,3	-0,1%
HĐ tài chính	110,4	46,3	138%	321,9	453,1	-29,0%
Tổng chi phí	52	56,6	-8%	367,9	205,6	78,9%
Lãi/lỗ trong LD,LK	7,3	6,2	18%	10,4	20,5	-49,3%
LLTT	121,3	38,9	212%	113,9	416,9	-72,7%
LNST	119,7	38,3	213%	112,4	334,4	-66,4%
LNST thuộc CĐ CT mẹ	102,1	43,7	134%	130,6	336,6	-61,2%

(nguồn: vcbs tổng hợp)

Lợi nhuận trong quý 3 cải thiện nhờ tăng mức giá thu phí và hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính 25,5 tỷ đồng

Nếu như trong quý 2, CII ghi nhận lỗ 98,2 tỷ đồng do khoản trích lập dự phòng đầu tư tài chính lớn thì sang quý 3 kết quả đã được cải thiện tốt hơn, LNTT đạt hơn 121 tỷ đồng nhờ lợi nhuận gộp từ hoạt động thu phí tăng sau khi mức giá thu phí tăng từ 1/7/2011 và khoản hoàn nhập dự phòng đầu tư 25,5 tỷ đồng. Tổng doanh thu của cả hai mảng hoạt động chính thu phí và đầu tư tài chính trong quý 3 đều tăng, trong đó hoạt động thu phí giao thông và cung cấp dịch vụ mang về hơn 53 tỷ đồng (tăng 27,7% yoy và 22% qoq) và hoạt động đầu tư tài chính đóng góp 110,4 tỷ đồng (tăng 138% yoy và 20% qoq). Tuy nhiên, dù có nhiều tiến triển trong quý 3 nhưng tổng doanh thu lũy kế 9 tháng đầu năm 2011 vẫn giảm gần 22% so với cùng kỳ năm ngoái (đạt 469 tỷ đồng) và mới chỉ bằng 60,2% kế hoạch. Lợi nhuận trước thuế lũy kế 9 tháng là 113,9 tỷ đồng (-73% yoy, đạt 24,5% kế hoạch).

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu doanh thu

Biểu đồ: Giá trị doanh thu, lợi nhuận qua từng năm

Bảng: Cơ cấu nợ vay của CII tại 30/09/2011

Hoạt động thu phí mặc dù được hưởng lợi từ việc tăng mức giá thu phí nhưng lại đang phải đối mặt với việc sụt giảm lưu lượng giao thông qua trạm thu phí Kinh Dương Vương sau khi Đại lộ Đông Tây thông xe và phần xe lưu thông đến khu vực quận 4 và quận 7 sẽ không đi qua trạm thu phí XLHN sau khi cầu Phú Mỹ hoàn thành. Sự sụt giảm lưu lượng xe lưu thông mặc dù đã nằm trong dự tính của Công ty nhưng trong về lâu dài, nếu như CII không mở rộng số trạm thu phí khác thì việc này có thể sẽ ảnh hưởng đến doanh thu thu phí của Công ty. Hiện tại, trung bình mỗi quý hoạt động thu phí mang về khoảng 49 – 53 tỷ đồng, đóng góp 30% tỷ trọng trong tổng doanh thu của toàn công ty, đây là nguồn thu nhập ổn định của CII. Tỷ suất lợi nhuận mảng này giảm từ 89% trong 9M2010 xuống 84% trong 9M2011, nhưng vẫn đạt trên 80%.

Việc biến động thất thường trong hoạt động kinh doanh của CII chủ yếu là do hoạt động đầu tư tài chính trong đó hoạt động chuyển nhượng dự án, vốn là mảng đưa lại nguồn doanh thu lớn nhất cho CII trong những năm gần đây, trong 9 tháng đầu năm nay không thực hiện được như kỳ vọng khi phí lãi vay tăng cao dẫn đến chi phí vốn tăng, các nhà đầu tư thứ cấp đòi hỏi tỷ lệ chiết khấu IRR cao (ít nhất 22%) khiến giá bán các khoản đầu tư của CII giảm và gặp nhiều khó khăn trong tìm kiếm nhà đầu tư thứ cấp. Doanh thu tài chính 9 tháng đầu năm đạt 321,9 tỷ đồng (-29% yoy), trong đó, doanh thu từ chuyển nhượng dự án giảm tới 50% so với cùng kỳ năm ngoái (219,6 tỷ đ). Lượng tiền mặt dồi dào có được từ đợt huy động trái phiếu giúp CII thu được khoản lãi tiền gửi hơn 54 tỷ đồng (tăng 10 lần so với cùng kỳ). Ngoài ra, khoản cổ tức, lợi nhuận được chia từ các dự án góp vốn, các công ty con cũng tăng mạnh từ 8,3 tỷ lên 48 tỷ, trong đó, quý 3 mang về 17 tỷ lợi nhuận được chia dự án 155 Nguyễn Chí Thanh (dự án này CII đóng góp 60% theo hình thức hợp tác đầu tư nên lợi nhuận được chia sẽ được ghi nhận trong doanh thu tài chính). Dự án này có tổng diện tích 3.121 m2, được chia làm 2 blocks, 1 block đã bán cho CBCNV của CII với giá 24 triệu/m2 và 1 block bán ra bên ngoài với giá 31 triệu/m2. Dự án sẽ bàn giao nhà cho khách hàng vào cuối năm nay. Và thông thường doanh nghiệp sẽ được hạch toán lợi nhuận khi chuyển giao sản phẩm.

Do đặc trưng mô hình kinh doanh của CII là đầu tư vào các dự án hạ tầng dưới dạng các loại hợp đồng như BOT, BOO, BT nên thường sử dụng đòn bẩy tài chính cao, trong tình hình lãi suất vốn vay cao như hiện nay thì các khoản lãi tiền gửi hay cổ tức, lợi nhuận được chia sẽ không đủ bù đắp cho chi phí lãi vay, do vậy CII thường xuyên phải tìm cách chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ tại các dự án đã đi vào hoạt động để thu hồi dòng tiền. Tổng chi phí tài chính 9 tháng đầu năm là 259 tỷ đồng (+156% yoy), trong đó chi phí lãi vay là 115 tỷ đ. Trong quý 2, CII đã phải trích lập hơn 120 tỷ dự phòng giảm giá chứng khoán cho danh mục cổ phiếu của mình, sang quý 3, giá cổ phiếu có sự phục hồi, Công ty hoàn nhập dự phòng đầu tư 25,5 tỷ đồng nên mặc dù chi phí lãi vay tăng mạnh nhưng Công ty vẫn có được khoản lợi nhuận tài chính hơn 93 tỷ đồng.

Hoạt động đầu tư chứng khoán không mang về khoản doanh thu nào trong quý, theo quan sát của người viết, trong quý này Công ty đã tăng tỷ lệ đầu tư vào chính cổ phiếu CII thêm 2tr cổ phiếu (tổng số lượng cổ phiếu CII trong đầu tư ngắn hạn hiện là 6,3 tr.cp) thông qua công ty con - CTCP Đầu tư Xây dựng cầu đường Bình Triệu, theo đó giá mua bình quân giảm từ 38.000 đ xuống còn 33.500 đ/cp. Ngoài ra, Công ty tăng tỷ lệ cổ phiếu quỹ từ 4,9 lên 6,7 tr.cp thông qua công ty con - CTCP Đầu tư và Xây dựng Xa Lộ HN. Qua hình thức này, CII sẽ không bị ràng buộc về mặt thời gian khi đầu tư vào chính cổ phiếu công ty mình, thông thường khi mua cổ phiếu quỹ công ty phải cam kết nắm giữ ít nhất 06 tháng mới được phép bán. Tại 30/9, tổng vốn đầu tư vào cổ phiếu là 476 tỷ, trích lập dự phòng giảm giá cổ phiếu là 104,5 tỷ đồng. Thời gian gần đây TTCK tiếp tục sụt giảm, nếu giá định đến cuối năm CII không đầu tư thêm vào chứng khoán niêm yết và giữ nguyên danh mục, thì tại ngày viết báo cáo CII có thể phải trích lập thêm 58,9 tỷ đồng.

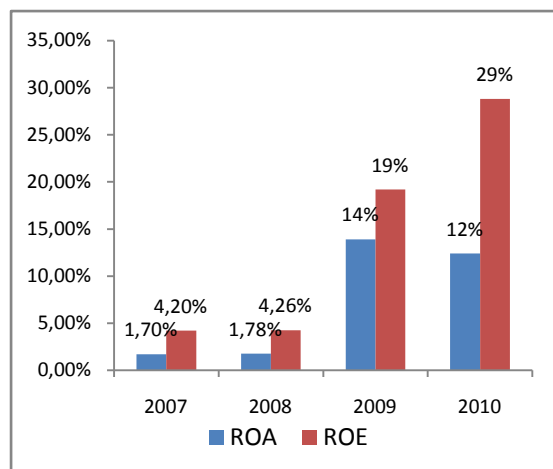
Bảng: Danh mục đầu tư cổ phiếu tại 30/9/2011



Stt	Loại nợ	Số tiền (Tỷ đ)	Lãi suất (%/năm)
1	Vay và nợ NH	798	na
2	Vay và nợ DH	2.564	
2.1	TPDN	500	10,3
2.2	TPCĐ	895	
	- TP VNĐ	71	13
	- TP USD	40 (triệu USD)	4
2.3	Vay tín dụng thương mại	1.168	
	- Khoản vay không chịu biến động lãi suất	849	
	- Khoản vay chịu biến động lãi suất	319	
Tổng nợ vay		3.362	

(Nguồn: VCBS tổng hợp)

Biểu đồ: Chỉ số ROE – ROA qua các năm



Khoản mục	Tại 30/9/2011			Tại 21/11/2011		
	Số lượng	Tổng giá trị (tr.đ)	Giá mua	Giá hiện tại	Tổng giá trị (tr.đ)	Lãi/lỗ
Đầu tư NH		277.479				
LGC	2.271.430	66.050	29.079	25.300	57.467	(8.583)
CII	6.305.800	211.429	33.529	21.000	132.422	(79.007)
Đầu tư DH		199.079				
HCM	1.195.711	22.007	18.405	16.000	19.131	(2.876)
NBB	658.860	58.072	88.140	47.000	30.966	(27.106)
PTL	8.500.000	85.000	10.000	4.600	39.100	(45.900)
SII	na	34.000	na		34.000	-
Tổng lãi/lỗ						(163.471)
Dự phòng (30/9/2011):						-104.572
Dự phòng thêm ước tính:						58.899

(Nguồn: BCTC hợp nhất Q3 2011 và ước tính của VCBS)

CII hiện đang đầu tư vào 17 dự án trong đó có 10 dự án về hạ tầng, 3 dự án nhà máy nước và 4 dự án bất động sản với tổng vốn đầu tư khoảng hơn 15.000 tỷ đồng (tương đương 714 triệu USD). Tổng vốn đầu tư giải ngân dự kiến trong năm 2011 vào khoảng 1.477 tỷ đồng, tập trung giải ngân vào các dự án hạ tầng và nhà máy nước. Ngoài ra, Công ty đang nghiên cứu thêm 6 dự án khác với tổng vốn ước tính sơ bộ là 470 triệu USD (9.700 tỷ đ). Với danh mục các dự án như vậy, CII cần phải huy động một lượng vốn lớn trong thời gian tới. Ngoài nguồn vốn vay ngân hàng, Công ty sẽ cần tiếp tục chuyển nhượng các bất động sản hiện hữu để thu tiền về.

Giữa tháng 10 CII đã công bố chuyển nhượng vốn tại 1 dự án cho đối tác ngoại với tổng giá trị hợp đồng trên 800 tỷ đồng. Mặc dù thông tin chưa được công bố chính xác là dự án nào cho đến khi nhận được tiền, chúng tôi dự đoán nhiều khả năng là dự án Nhà máy nước BOO Thủ Đức, nhà máy này đã hoàn thành và đưa vào sử dụng 3 năm nay (tổng vốn đầu tư ban đầu 1.600 tỷ, công suất bình quân 370.000 m³/ngày đêm, vốn điều lệ 500 tỷ đồng trong đó CII sở hữu 40% vốn). Chúng tôi ước tính thương vụ này có thể mang về cho CII khoản lợi nhuận khoảng 288 tỷ đồng, khoản này có thể sẽ được hạch toán vào doanh thu tài chính trong quý 4 năm nay.

Dưới tình hình kinh tế khó khăn trong 9 tháng đầu năm, tuy kết quả hoạt động của CII năm 2010 không hoàn thành kế hoạch đã đề ra, không tạo được đột biến trong doanh thu và lợi nhuận, nhưng nhìn chung công ty vẫn hoạt động ổn định và tạo được gia tăng về mặt lợi nhuận. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng là 112,4 tỷ đồng trong đó phần LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 130,6 tỷ đồng. EPS 4 quý gần nhất là 2.253 đ/cp.

Cơ cấu nợ vay tại 30/9/2011, tổng nợ vay của CII là 3.362 tỷ đồng trong đó tỷ lệ vốn vay dài hạn chiếm tỷ lệ cao (53% trên TTS). Cả hai tỷ lệ vay ngắn hạn và dài hạn đều cao hơn mức trung bình (12% và 40%) của các công ty đầu tư hạ tầng trong ngành. Việc sử dụng đòn bẩy tương đối lớn cũng làm cho chi phí tài chính tăng cao nhất là trong điều kiện mặt bằng lãi suất cao như hiện nay. Tuy nhiên, phân tích từng khoản vay cho thấy, các khoản vay từ trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu chuyển đổi (1.395 tỷ đồng) có mức lãi suất rất thấp (phát hành 40 triệu USD TPCĐ cho Goldman Sachs với lãi suất 4%/năm) và không chịu biến động của lãi suất tăng cao như hiện nay. Ngoài ra khoản vay để đầu tư trực tiếp vào các dự án (849 tỷ đồng) được tính theo lãi suất thực tế (theo các Hợp đồng được ký kết) và đưa vào giá thành để tính thời gian thu phí. Do vậy sẽ không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của CII. Như vậy, chỉ có khoản vay thương mại số tiền 319 tỷ đồng có thể sẽ tác động đến hiệu quả hoạt động của CII. Tuy nhiên, với biến động lãi suất 1,83%/năm (20,5% - 18,67%) thì CII bù lỗ do chi phí lãi vay tăng là: 0,6 tỷ đồng/tháng. So với quy mô vốn của CII thì số tiền phát sinh tăng này không lớn.



MỘT SỐ CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Đánh giá một số chỉ số tài chính cơ bản:

Các hệ số thanh toán ngắn hạn của CII đều rất an toàn, đặc biệt là chỉ số thanh toán nhanh và chỉ số thanh toán tiền mặt đều cao gấp 2-3 lần chỉ số trung bình tương ứng của các công ty được so sánh.

CII có hệ số nợ phải trả trên tổng tài sản (TTS) thường khá cao và có chiều hướng tăng qua các năm, cuối quý 3 tỷ lệ này là 74%. Do đặc điểm mô hình hoạt động của CII là đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng nên tổng mức đầu tư thường rất lớn, cơ cấu vay vốn thường chiếm khoảng 80% tổng mức đầu tư. Tỷ lệ này ở mức trung bình so với các doanh nghiệp xây dựng.

Nhìn vào các chỉ số về hiệu quả hoạt động, nhà đầu tư thường rất ấn tượng với tỷ suất lợi nhuận gộp biên rất (cao hơn hẳn so với các công ty khác) do GVHB chủ yếu là chi phí xây dựng các trạm thu phí trên tuyến xa lộ Hà Nội và cầu Bình Triệu. Tỷ suất LN hoạt động biên thấp hơn do chi phí khấu hao quyền thu phí được hạch toán vào chi phí bán hàng của CII. Theo các hợp đồng BOT, công ty được quyền khấu hao sớm các công trình, do đó tạo nên chi phí cao trong các năm đầu nhờ đó giúp công ty giảm được thuế thu nhập (ảnh hưởng tích cực đến dòng tiền của công ty vì dòng tiền được thu hồi sớm hơn). Tuy nhiên, nhìn chung các chỉ số này trong năm nay có chiều hướng giảm do nền kinh tế trong nước nói chung có nhiều bất ổn nên Công ty gặp nhiều khó khăn trong hoạt động đồng thoái vốn, lợi nhuận trong các quý của năm có nhiều biến động. Mặc dù vậy, so với các doanh nghiệp xây dựng, các chỉ số này vượt trội hơn hẳn. Do vậy người viết vẫn đánh giá cao sự hiệu quả trong hoạt động đầu tư và thoái vốn hợp lý tại các dự án của CII. Các tỷ suất ROA và ROE giảm so với các năm trước.

Vòng quay vốn không lớn là do đặc thù hoạt động kinh doanh của CII ban đầu cần phải đầu tư hạ tầng kỹ thuật tương đối lớn mà nguồn thu thường kéo dài và khá ổn định, không có nhiều đột biến.

Nhìn chung, trong bối cảnh có nhiều biến động trên thị trường tài chính trong và ngoài nước, CII vẫn giữ được tình hình tài chính ổn định thông qua các kết quả về doanh thu, lợi nhuận và các chỉ số tài chính.

Bảng: Một số chỉ số tài chính cơ bản (Nguồn: VCBS tổng hợp)

Chỉ tiêu tài chính	2009	2010	TTM Q3/2011
Sức khỏe tài chính			
Tiền/Nợ NH	1,11	0,66	0,82
TSLĐ/Nợ NH	1,92	1,63	1,53
Vay dài hạn/TTS	43%	43%	53%
Vốn vay/TTS	46%	50%	69%
Vốn vay/VCSH	94%	125%	278%
Nợ/TTS	51%	58%	74%
Nợ/VCSH	106%	148%	298%
Hiệu quả hoạt động			
Lãi gộp/DTT	92,7%	87,9%	84,3%
Lãi hoạt động/DTT	167,4%	216,4%	68,2%
LNTT/DTT	175,9%	232,8%	79,2%
LNST/DTT	156,0%	190,5%	77,0%
EBITDA/DTT	239,1%	344,4%	203,3%
EBIT/DTT	193,4%	287,6%	150,0%
Hiệu quả quản lý			
ROE	31,7%	28,8%	13,1%
ROA	13,9%	12,4%	3,8%
ROCE	19,2%	21,5%	8,5%

Bảng: So sánh CII một số doanh nghiệp cùng ngành

So sánh	CTD	HBC	CII
Hiệu quả hoạt động			
Lãi gộp/DTT	7,5%	13,5%	84,3%
Lãi hoạt động/DTT	6,2%	6,1%	68,2%
LNTT/DTT	6,4%	6,6%	79,2%
LNST/DTT	4,9%	5,0%	77,0%
EBITDA/DTT	7,3%	12,4%	203,3%
EBIT/DTT	6,3%	10,7%	150,0%
Hiệu quả quản lý			
ROE	15,0%	20,2%	13,1%
ROA	9,3%	5,4%	3,8%
ROCE	19,9%	10,3%	8,5%

Bảng: So sánh CII với Ngành XD

So sánh	CII	Ngành Xây dựng	Chênh lệch
P/E cơ bản	9,32	6,52	2,8
P/B	1,3	0,85	0,45
Giá trị vốn hóa (Tỷ đ)	1.577	20.631	
ROE	13,11%	11,30%	1,81%
ROA	3,87%	3,20%	0,68%
Lãi gộp/DT	84,29%	19,73%	64,56%



Lãi ròng/DT	77,00%	10,60%	66,40%
Công nợ/VCSH	2,98	4,34	(1,36)
+/- 7 ngày GD	0,00%	-2,66%	
+/- 1 tháng GD	-0,94%	-13,32%	

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2011 -2012

Năm 2011 dự báo có thể vượt KH doanh thu 120% nhưng không hoàn thành KH lợi nhuận

Với kế hoạch doanh thu (779,9 tỷ đồng), LNTT (464,2 tỷ đồng) thì đến nay Công ty mới chỉ hoàn thành 22% và 24,5% kế hoạch. Như vậy việc hoàn thành kế hoạch hay không sẽ phụ thuộc rất nhiều vào kết quả hoạt động trong quý 4. Hiện tại, hoạt động thu phí vẫn ổn định, việc trạm Bình Triệu 2 sẽ được thu phí 2 chiều không phải chỉ thu phí chiều vào như năm 2010 và từ 1/7/2011 CII được tăng mức giá thu phí từ 10% - sẽ giúp tăng chỉ tiêu doanh thu cho quý cuối năm. Báo cáo trước chúng tôi đưa giả thuyết tuyến đường Phan Rang – Tháp Chàm sẽ hoàn thiện và có thể bắt đầu thu phí, tuy nhiên tuyến này có thể chỉ bắt đầu tạo doanh thu từ năm sau. Người viết dự báo, doanh thu thu phí trong quý 4 ước thu về 60,5 tỷ đồng (tăng 13,3% so với quý 2). Doanh thu thu phí cả năm có thể đạt được 207,7 tỷ đồng (thấp hơn dự báo trong báo cáo trước của chúng tôi 20%).

Đối với hoạt động đầu tư tài chính, tuy chưa có thông tin cụ thể về khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn 1 dự án gần đây của CII, nhưng nhiều khả năng đó là dự án nhà máy nước BOO Thủ Đức (dự án này đã đưa vào kinh doanh 3 năm nay, tổng vốn đầu tư ban đầu 1.600 tỷ, công suất bình quân 370.000 m3/ngày đêm, vốn điều lệ 500 tỷ đồng trong đó CII sở hữu 40% vốn). Giá trị chuyển nhượng là 800 tỷ và dự kiến sẽ được ghi nhận trong quý 4. Chúng tôi ước tính khoản lợi nhuận từ thương vụ này có thể mang về cho CII 288 tỷ và sẽ được ghi nhận trong doanh thu tài chính. Ngoài ra, dự án BĐS 155 Nguyễn Chí Thanh đang hoàn thiện và bàn giao căn hộ cho khách hàng, do vậy quý 4 sẽ tiếp tục được chia thêm một khoản lợi nhuận từ dự án này. Tuy nhiên, hiện giá các loại cổ phiếu trong danh mục của Công ty đã bị giảm nhiều so với cuối quý 2, giả sử nếu TTCK cuối năm vẫn giữ nguyên xu thế hiện nay, chúng tôi lấy giá của ngày 23/11 để tính toán khoản trích lập dự phòng của Công ty, đến cuối năm CII có thể phải trích lập thêm 58,9 tỷ đồng.

Dựa trên những giả thiết và lập luận trên, chúng tôi dự báo năm 2011 CII có thể hoàn thành vượt kế hoạch chỉ tiêu doanh thu nhưng khó hoàn thành được chỉ tiêu lợi nhuận do khoản trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán cuối năm có thể sẽ tăng. Doanh thu ước đạt 851,6 tỷ đồng (tăng 120% so với kế hoạch), LNTT ước đạt 366,3 tỷ đồng (bằng 79% KH), LNST 309,3 tỷ đ (78% KH). Theo đó, EPS dự phóng cuối năm vào khoảng 4.528 đ/cp, P/E dự phóng là 4,6 lần.

Năm 2012 hoạt động chuyển nhượng dự án sẽ tiếp tục mang về nguồn thu lớn

Năm 2012, chúng tôi dự báo doanh thu thu phí có tăng trưởng 15% khi trạm thu phí tuyến đường Phan Rang – Tháp Chàm bắt đầu có doanh thu, trạm Bình Triệu 2 được phép thu phí 2 chiều. Doanh thu tài chính sẽ tiếp tục đóng góp lớn trong tổng doanh thu và vẫn chủ yếu đến từ hoạt động thoái vốn. Công ty có kế hoạch bán bớt cổ phần tại các công ty mà CII nắm giữ trên 51% và thoái vốn dần khỏi các dự án CII sở hữu dưới 51%. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là hợp lý vì CII đang có một danh mục dự án đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn do vậy Công ty cần thoái bớt vốn tại các dự án hiện hữu để thu hồi dòng tiền. Các dự án có thể nằm trong danh sách thoái vốn là 2 dự án nhà máy nước: Đồng Tâm (CII hold 49%) và Kênh Đông (CII hold 36%). Chúng tôi dự báo năm 2012 tổng doanh thu ước đạt 738, 9 tỷ đồng và 308 tỷ LNTT (-13% và -16% so với dự báo 2011). EPS dự phóng 2012 vào khoảng 3.834 đ/cp, P/E dự phóng tương ứng 5,5 lần.

Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh 2011 – 2012

Chỉ tiêu	2010	9M2011	Q4 2011	2011 (VCBS)	2011 KH	VCBS/KH 2011	2012 (VCBS)	YoY%
Tổng DT	701,8	469,1	382,5	851,6	707,4	120%	738,9	-13%
DT thu phí	198	147,2	60,5	207,7	249,2	83%	238,9	15%
Doanh thu đầu tư	503,8	321,9	322	643,9	458,1	141%	500	-22%
- Lãi tiền gửi, cho vay		54,5	17	71,5				
- Cổ tức, LN được chia		47,9	17	64,9				



- HĐTC khác		219,6	288	507,6				
Tổng chi phí	273,3	367,9	137,3	505,3	315,7	160%	449,9	-11%
CP tài chính	108,4	259,1	101,7	360,8	195,2	185%	301,9	-16%
Lãi vay		115,8	42,5	158,3			158,3	
Dự phòng giảm giá ĐTCK		95	58,9	153,9			95	
CP tài chính khác		48,3	0,3	48,6			48,6	
CP khấu hao quyền thu phí	78,3	23,5	8,84	32,4	78,3	41%	37,2	
CP BH & QLDN	86,5	85,3	26,8	112,1	42	267%	110,8	
Lợi nhuận khác	1,65	2,1	0,0	2,1	2,0	103%	2,0	
LN liên doanh, liên kết	30,8	10,5	7,4	17,9	72,5	25%	17,9	
LNTT	461,1	113,7	252,6	366,3	464,2	79%	308,8	-16%
Thuế	83,7	1,6	55,4	57,0	67,4		47,0	
LNST	377,3	112,1	197,2	309,3	396,7	78%	261,9	-15%
EPS	5.021	2253		4.528			3.834	-15%

(Nguồn: VCBS dự báo)

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Những giả định:

Đối với hoạt động thu phí, do đặc trưng mô hình kinh doanh của CII là đầu tư vào các cơ sở hạ tầng và thu hồi vốn thông qua hình thức thu phí. Thời gian khai thác mỗi dự án sẽ được tính tương ứng với tỷ lệ hoàn vốn. Do vậy những giả định về dòng tiền vĩnh viễn của từng dự án là không khả thi.

Đối với hoạt động thoái vốn, phụ thuộc vào nhiều yếu tố bên ngoài như tình hình kinh tế vĩ mô trong nước, diễn biến trên thị trường tài chính quốc tế. Hoạt động này không mang tính định kỳ.

Do vậy để đánh giá giá trị cổ phiếu CII, chúng tôi chọn phương pháp so sánh tương quan trên thị trường. Với P/E và P/B trung bình của ngành xây dựng, giá thích hợp cho cổ phiếu CII là 14.190 đ/cp (thấp hơn 68% so với giá thị trường).

Bảng: Chỉ số định giá

Chỉ số định giá	2008	2009	2010	TTM Q3/2011
P/E cơ bản	6,33	3,33	4,18	9,32
P/B	1,08	0,87	1,12	1,3
Price / Cashflow	5,94	9,67	30,6	24,8
Price / Sales	3,67	5,19	7,97	7,96
Vốn hóa / Doanh số	3,67	5,19	7,97	7,96
EV / EBITDA	10,25	4,34	4,69	11,47
EV / EBIT	10,29	5,37	5,62	15,55
KLCPLH (Triệu cp)	40,02	50,05	75,08	75,08
Vốn hóa (Tỷ VND)	840	1051	1577	1576
EPS cơ bản (VND)	3317	6311	5021	2253
Book Value (VND)	19532	24105	18672	16106
EV Tỷ (VND)	1865	2013	3201	4621
EBITDA Tỷ (VND)	182	484,4	682	402,9
EBIT Tỷ (VND)	181,3	391,9	569,5	297,2

(Nguồn: VCBS tổng hợp) Chỉ số

Chỉ số	CII	HBC	CTD	SC5	TDC	Trung bình ngành	Giá CP CII
P/E cơ bản	9,41	3,14	3,87	6,1	4,46	6,52	14.690
P/B	1,32	0,59	0,57	0,43	0,75	0,85	13.690
Price/Sales	8,03	0,15	0,19	0,12	0,75		14.190
Price/Cashflow	25,03	-243	3.280	0	24,29		

**CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ**

Bảng: Các dự án đang triển khai

STT	Tên dự án	Địa điểm	Tỷ lệ SH	Tổng VĐT (Tỷ đồng)	Vốn CSH (Tỷ đồng)	Vốn vay	Loại hình ĐT	Thời gian khai thác	Tiến độ
1	Dự án BOT mở rộng xa lộ HN	HCM	99%	2.286	300	1.830	BOT	25 năm + 9thangs	Đang thi công 2 đoạn (Thủ Đức - Suối Cát - Bắc trạm 2) dự kiến h/t trong 2011
2	Dự án BOT cầu Bình Triệu 2	HCM	99%	1254	70		BOT		Đang xin cấp phép xây dựng trạm thu phí
3	Quyền thu phí 2 tuyến Điện Biên Phủ và Kinh Dương Vương	HCM	64%	1000	165		BOT	12 năm	H/t thu phí vào cuối năm 2013
4	DA liên tỉnh lộ 25B - gđ2	HCM		625			BOT		Đã hoàn tất công tác đấu thầu thi công cầu Mỹ Thủy. Công tác giải phóng mặt bằng đang gặp khó khăn h/t vào năm 2012, CII ứng vốn đầu tư Cầu Rạch Chiếc và được quyền thu phí trên tuyến XLHN, dự kiến bắt đầu thu phí từ 1/1/2014.
5	DA Cầu Rạch Chiếc	HCM		1000			BOT	12 năm	
6	DA Tuyến Phan Rang - Tháp Chàm			600			BOT	15 năm	Giá trị khối lượng xây dựng đạt 52%, dự kiến hoàn thành trong Q4/2011
7	DA Cầu Đồng Nai	Đồng Nai		1255					NA
8	DA Cầu Phú Mỹ	HCM		2200					NA
9	NM nước Thủ Đức	Thủ Đức	40%	1487	500		BOO		Đã hoàn thành và đưa vào kinh doanh
10	NM nước Đồng Tâm	Tiền Giang	49,00%	1.412	375		BOO		2007 -2012, dự kiến hoàn thành trong Q1/11
11	NM nước Kênh Đông	Củ Chi	36%	1005	300		BOO		Đã h/thành hồ chứa nước thô, nhà máy xử lý nước 53%
12	Cụm Công nghiệp Hòa Phú		30%		100				Đã đền bù giải tỏa 88%
13	DA Cao ốc VP 152 ĐBP	HCM		1245					Đang giải phóng mặt bằng
14	KDC Tân An Hội	Củ Chi		4090					Xong 1/500, đang chờ đơn giá để đền bù
15	Khu ĐTC Tam Tân	Củ Chi		1012					Đang chờ phê duyệt đơn giá GPMB
16	DA 155 Nguyễn Chí Thanh	HCM		378					Đã đưa vào kinh doanh

Bảng: Các dự án đang nghiên cứu đầu tư

STT	Tên dự án	VĐT ước tính (Triệu. USD)
1	DA Nhà máy nước và mạng phân phối tại Khánh Hòa	50
2	DA cải tạo hệ thống các trạm xử lý nước, nhà máy nước và mạng phân phối tại 1 tỉnh thuộc vùng ĐBSCL	35
3	DA xây dựng hệ thống chuyển tải nước thô từ hồ Dầu Tiếng về HCM	60
4	DA xây dựng mới Cầu Sài Gòn 2 theo hình thức BOT	90
5	DA BOT Cầu đường Bình Triệu 2	85
6	DA xây dựng mới bến xe Miền Đông và bến Miền Tây (HCM), hoàn vốn bằng khai thác quỹ đất của các bến xe hiện hữu	150
Tổng cộng		470



THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM thành lập năm 2001, hình thành từ sự góp vốn ban đầu của 3 cổ đông sáng lập là: HIFU, VYC, INVESCO với mô hình là một công ty cổ phần đại chúng trên cơ sở nhận chuyển nhượng quyền thu phí giao thông 2 tuyến đường Điện Biên Phủ và Hùng Vương nối dài nên hoạt động thu phí giao thông là hoạt động chính. Ngoài ra CII còn tham gia các hoạt động đầu tư xây dựng, khai thác, kinh doanh hạ tầng kỹ thuật đô thị theo phương thức hợp đồng xây dựng - kinh doanh - chuyển giao (BOT); hợp đồng xây dựng - chuyển giao (BT). Về lĩnh vực thu phí CII đầu tư thiết bị phần mềm thu phí tự động sử dụng công nghệ sóng Radio (RFID). Hiện nay Công ty đang tham gia đầu tư 7 dự án cầu đường, trong đó là chủ đầu tư 3 dự án: dự án mở rộng Xa lộ Hà Nội, dự án cầu Bình Triệu 2-giai đoạn 2 và dự án đường Liên tỉnh lộ 25B-giai đoạn 2. 3 dự án Khu Công Nghiệp là Tân Phú Trung, Cao Sài Gòn và Cụm CN Hoà Phú. 7 dự án bất động sản thuộc 2 nhóm khu dân cư và cao ốc.

Vị thế

Lợi thế của Công ty trong lĩnh vực đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng và kinh doanh địa ốc đó là cổ đông của công ty có nhiều tiềm lực về tài chính, kinh nghiệm, do đó khi có dự án tốt với quy mô vốn lớn hay lâu dài, công ty có thể kết hợp với các cổ đông để cùng tham gia đầu tư. Cũng với lợi thế là Quỹ Đầu tư phát triển T.P HCM (HIFU) là cổ đông sáng lập lớn nhất của CII, nên trong hoạt động đầu tư vốn cổ phần vào các doanh nghiệp khác công ty có nhiều điều kiện để tham gia đầu tư, góp vốn cổ phần vào các dự án phát triển cơ sở hạ tầng kỹ thuật của T.P HCM

Lĩnh vực kinh doanh

- Đầu tư xây dựng, khai thác, kinh doanh hạ tầng kỹ thuật đô thị theo phương thức hợp đồng xây dựng – kinh doanh – chuyển giao (BOT); hợp đồng xây dựng – chuyển giao (BT).
- Nhận quyền sử dụng đất để xây dựng nhà ở để bán hoặc cho thuê, đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng theo quy hoạch, xây dựng nhà ở để chuyển quyền sử dụng đất.
- Kinh doanh nhà ở, Tư vấn đầu tư, Tư vấn tài chính

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

CII là công ty đầu tư cơ sở hạ tầng có mô hình hoạt động tương đối điển hình, nắm giữ phần lớn các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm trong khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Từ khi bắt đầu hoạt động đến nay, CII có tốc độ tăng trưởng rất nhanh và ổn định qua các năm và ngày càng thể hiện rõ thế mạnh của công ty trong lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng. Hiện tại, trong khu vực thành phố Hồ Chí Minh, nhờ vào khả năng huy động vốn cũng như kinh nghiệm trong đầu tư cơ sở hạ tầng, CII tạm thời được xem là công ty đầu ngành trên lĩnh vực này và chưa có đối thủ cạnh tranh trực tiếp

Định hướng phát triển

- Trở thành nhà đầu tư tài chính chuyên nghiệp trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng (CSHT)
- Mở rộng đầu tư sang các lĩnh vực như: thoát nước, bãi đậu xe, xử lý rác...
- Tập trung phát triển các dự án CSHT có nguồn thu ổn định, có tính khả thi về tài chính

Cụ thể:

- Quy mô vốn ở tầm trung bình: vốn đầu tư khoảng 100 – 200 triệu USD
- Thời gian hoàn vốn: trong vòng 20 năm
- Khách hàng: từ người sử dụng dịch vụ



KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo cũng không phải là lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào của/liên quan đến công ty được phân tích trong báo cáo. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của phòng Phân tích. Do đó, VCBS và/hoặc các bộ phận khác của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 – 4 – 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn> – <http://info.vcbs.com.vn>

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH

Thóm phân tích đầu tư:

Lê Thị Lệ Dung
(ltdung@vcbs.com.vn)

Lê Thị Ngọc Anh
(ltnanh@vcbs.com.vn)

Quách Thuỳ Linh
(qtlinh@vcbs.com.vn)

Lê Huyền Minh
(lhminh@vcbs.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Nga
(nttnga_hcm@vcbs.com.vn)

Nguyễn Vĩnh NghiêM
(nvngnhiem@vcbs.com.vn)

Trần Gia Bảo
(tgbao@vcbs.com.vn)