

## Có lợi từ mức lãi suất thấp hơn

HOSE - Vietnam  
Real Estate

## Overweight

**Giá (2012/03/23): VND 29.000**

**Giá mục tiêu: VND 32.500**

Thai Thanh Tung  
(+84-8) 5413-5479  
[tungthai@phs.vn](mailto:tungthai@phs.vn)

### Dữ liệu chính

Vốn điều lệ (tỷ đồng)	751.4
CP đang lưu hành (triệu cổ)	75.1
Biên độ giá trong 52 tuần (VND)	15,500 ~36,100
Mức vốn hóa (tỷ đồng)	2,179
Tổng tài sản (Q4/11) (tỷ đồng)	5,017
Giá trị ròng (Q4/11) (tỷ đồng)	1,270
(QFII) Tổng Room (triệu cổ)	36.8
(QFII) Room hiện tại (triệu cổ)	5.8
Sở hữu nước ngoài (%)	41.3%
EPS 2011E (VND)	3,010
P/E	9.6
P/B	1.7
Cổ tức tiền mặt % (Giá trị mặt)	8%
Phân trăm cổ tức (%) (Cổ tức/Giá thị trường)	3%
ROE 2012E(%)	16.7%
ROA 2012E(%)	4.5%

\* Giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với doanh nghiệp VN là 49%; đối với ngành ngân hàng là 30%.

■ **Sơ lược công ty:** CII chuyên về xây dựng và vận hành các dự án cơ sở hạ tầng, như cầu và đường nước. Công ty hiện có quyền thu phí trên Điện Biên Phủ, Hùng Vương, và Cầu Bình Triệu 2. Doanh thu chủ yếu là từ thu phí cầu đường.

■ **Sơ lược ngành:** Trước đây, các dự án cơ sở hạ tầng của thành phố thường được vận hành từ ngân sách nhà nước. Các yêu cầu vốn cho những dự án này tăng nhanh đến mức ngân sách nhà nước không đáp ứng được yêu cầu, dẫn đến tư nhân phụ trách một phần. Việt Nam là nước đang phát triển. Tỷ lệ đô thị hóa năm 2007 là 27,4% và sẽ tăng lên 30% trong 2010 và có thể đạt 50% năm 2020, khiến nhu cầu đầu tư ngành cơ sở hạ tầng tăng.

■ **Kết quả kinh doanh:** Công ty có 3 ngành gồm thu phí, bất động sản, và đầu tư tài chính. Mặc dù doanh thu của CII chủ yếu là từ các hoạt động thu phí cầu đường, thu nhập từ các hoạt động khác đã lớn hơn ngành kinh doanh cốt lõi. Trong 2 năm qua, doanh thu của CII gần như đi ngang do các con đường mới mở đã giảm lượng xe cộ trên các đường do CII quản lý. Năm ngoái, CII công bố mức doanh thu là 198,8 tỷ đồng, tăng 0,4% so với cùng kỳ và lợi nhuận ròng là 139,3 tỷ đồng, giảm 63% so với cùng kỳ. Mức giảm lợi nhuận đáng kể được đóng góp bởi chi phí tài chính tăng, chủ yếu do chi phí lãi suất tăng và các khoản đầu tư tài chính.

■ **Triển vọng năm 2012:** Chúng tôi không hy vọng CII sẽ có các thay đổi lớn về doanh thu trong năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lãi suất sẽ giảm trong năm nay, mở đường cho CII giảm chi phí lãi suất.

■ **Điểm mạnh:** CII có kinh nghiệm và là công ty đầu tiên trong ngành này, chủ yếu dựa vào thu phí cầu đường.

■ **Điểm yếu:** các dự án cơ sở hạ tầng mới sẽ được đưa vào vận hành, giảm mật độ lưu lượng xe.

■ **Đánh giá:** giá cổ phiếu của CII tăng 34% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi đánh giá hạng Overweight cho CII với mức giá mục tiêu là 32.500 đồng, tương ứng với hệ số P/E 11 (x) EPS 2012E.

### Tóm lược tài chính:

(tỷ đồng)

Năm	Doanh thu (tỷ đồng)	(%)	LN ròng (tỷ đồng)	(%)	CP đang lưu hành	EPS (VND)	P/E (x)	ROE	ROA
2009	202.6	-11.6%	316.2	138.2%	45,037,000	7,022	9.4	30.4%	14.4%
2010	198.0	-2.2%	377.4	19.3%	62,597,500	6,028	7.2	28.1%	12.8%
2011	198.8	0.4%	139.3	-63.1%	75,141,000	1,854	11.6	10.2%	3.3%
2012E	184.6	-7.2%	226.1	62.4%	75,141,000	3,010	9.6	16.7%	4.5%
2013E	198.4	7.5%	245.5	8.6%	75,141,000	3,267	8.9	16.1%	4.6%

## ■ Báo cáo tài chính (tỉ đồng)

Doanh thu	2009	2010	2011	2012e	2013e	Dòng tiền	2009	2010	2011	2012e	2013e
Doanh thu thuần	202,6	198,0	198,8	184,6	198,4	Tổng lợi nhuận trước thuế	356,5	461,1	144,2	234,1	254,1
Giá vốn hàng bán	14,8	24,0	31,0	24,8	27,5	Hạng mục không phải tiền	na	na	na	(86,5)	(111,6)
Lợi nhuận gộp	187,8	174,0	167,9	159,8	170,9	Thay đổi vốn	na	na	na	(218,6)	(215,9)
Chi phí bán hàng	101,5	103,5	101,1	94,4	101,6	Dòng tiền hoạt động thuần	108,7	51,4	333,1	(71,0)	(73,5)
Chi phí quản lý	16,6	24,0	24,2	21,4	23,5	Dòng tiền đầu tư thuần	(336,8)	(627,8)	(818,3)	(221,3)	(42,6)
Lợi nhuận kinh doanh	69,7	46,5	42,6	44,0	45,8	Dòng tiền tài chính thuần	309,8	618,9	1.172,1	1,7	184,5
Lợi nhuận phi kinh doanh	319,9	523,0	264,3	369,1	396,7	Dòng tiền thuần trong kỳ	81,7	42,5	686,9	(290,5)	68,4
Chi phí lãi suất	33,0	108,4	162,8	179,0	188,5	Dòng tiền đầu năm	17,8	89,9	132,4	819,3	528,7
Lợi nhuận trước thuế	356,5	461,1	144,2	234,1	254,1	Dòng tiền cuối năm	89,9	132,4	819,3	528,7	597,1
Chi phí thuế thu nhập	40,3	83,8	4,9	7,9	8,6	Phân tích tỉ lệ tài chính	2009	2010	2011	2012e	2013e
Lợi nhuận sau thuế	316,2	377,4	139,3	226,1	245,5	Cơ cấu vốn					
Bảng cân đối kế toán	2009	2010	2011	2012e	2013e	Tài sản ngắn hạn/tổng tài sản	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>414,3</b>	<b>889,3</b>	<b>1.656,3</b>	<b>1.246,6</b>	<b>1.378,3</b>	Tài sản dài hạn/tổng tài sản	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8
Tiền các khoản tương đương	89,9	132,4	819,3	528,7	597,1	Nợ/tổng tài sản	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	148,6	220,7	219,7	220,0	218,5	Cổ phiếu/tổng tài sản	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Khoản thu ngắn hạn	163,6	386,2	446,6	356,6	396,4	Tỉ lệ lãi	11,8	5,3	1,9	2,3	2,3
Hàng tồn kho	2,1	130,5	139,8	101,8	119,7	Khả năng thanh toán					
Khác	10,0	19,7	30,9	39,5	46,6	Chỉ số thanh toán hiện thời	1,9	1,6	1,9	1,7	1,7
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.956,7</b>	<b>2.649,1</b>	<b>3.360,5</b>	<b>3.847,4</b>	<b>4.191,7</b>	Chỉ số thanh toán nhanh	1,9	1,4	1,8	1,6	1,6
Khoản thu dài hạn	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	Vòng luân chuyển tiền (Ngày)	(0,8)	2.290,7	1.748,2	1.637,9	1.737,2
Tài sản cố định	655,5	1.256,3	2.130,4	2.743,3	3.223,7	CF hoạt động/ doanh thu	0,5	0,3	1,7	(0,4)	(0,4)
Đầu tư bất động sản	-	-	-	-	-	CF hoạt động/chi phí lãi	3,3	0,5	2,0	(0,4)	(0,4)
Đầu tư tài chính dài hạn	1.154,7	1.368,1	1.182,5	1.072,1	935,9	CF hoạt động/ nợ ngắn hạn	0,5	0,1	0,4	(0,1)	(0,1)
Tài sản dài hạn khác	144,5	22,5	29,6	30,0	30,0	CF tự do (tỉ đồng)	(198,8)	(487,6)	(327,9)	(119,3)	66,0
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.371,0</b>	<b>3.538,5</b>	<b>5.016,8</b>	<b>5.094,0</b>	<b>5.569,9</b>	Chỉ số hiệu quả					
<b>Nợ</b>	<b>1.150,3</b>	<b>2.076,4</b>	<b>3.746,4</b>	<b>3.660,8</b>	<b>3.954,9</b>	Ngày tồn kho	51,4	1.954,2	1.625,9	1.480,1	1.567,0
Nợ ngắn hạn	217,6	545,9	856,1	715,1	790,1	Ngày thu hồi	290,8	702,0	808,6	695,5	719,2
Nợ dài hạn	932,7	1.530,5	2.890,4	2.945,7	3.164,7	Doanh thu tài sản ngắn hạn	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.220,7</b>	<b>1.462,1</b>	<b>1.270,4</b>	<b>1.433,2</b>	<b>1.615,1</b>	Doanh thu tài sản cố định	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Cổ phiếu thường	500,5	751,4	751,4	751,4	751,4	Doanh thu tổng tài sản	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Chi phí và các quỹ khác	720,2	710,7	519,0	681,8	863,7	Lợi nhuận					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.371,0</b>	<b>3.538,5</b>	<b>5.016,8</b>	<b>5.094,0</b>	<b>5.569,9</b>	Lợi nhuận gộp biên	92,7%	87,9%	84,4%	86,6%	86,1%
Phân tích DuPont (ROE = 1x2x3)	2009	2010	2011	2012e	2013e	Lợi nhuận hoạt động biên	34,4%	23,5%	21,4%	23,9%	23,1%
Lợi nhuận ròng biên (1)	1,6	1,9	0,7	1,2	1,2	Lợi nhuận ròng biên	156,1%	190,5%	70,0%	122,5%	123,7%
Tổng thu hồi tài sản (2)	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	Thuế suất hiệu quả	11,3%	18,2%	3,4%	3,4%	3,4%
Đòn bẩy (3)	1,9	2,4	3,9	3,6	3,4	ROE	30,4%	28,1%	10,2%	16,7%	16,1%
Tỉ lệ đánh giá đầu tư	2009	2010	2011	2012e	2013e	ROA	14,4%	12,8%	3,3%	4,5%	4,6%
P/S	6,4	9,2	11,0	11,8	11,0						
P/B	1,1	1,2	1,7	1,5	1,3						
P/CF (Vận hành)	12,0	35,3	6,5	(30,7)	(29,7)						
PEG 1 (PE/tăng bán hàng)	na	na	(2,5)	(3,2)	143,0						
PEG 1 (PE/mức tăng EPS)	na	na	(0,2)	(0,4)	(0,5)						

---

## Analyst Certification

Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to each issuer or security that the research analyst, strategist or research associate covers in this research report, all of the views expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) also certify that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report.

---

## Ratings Definition

**Overweight (OW)** = Expected to outperform the local market by >10%

**Neutral (N)** = Expected to in line with the local market by +10% ~ -10%

**Underweight (UW)** = Expected to underperform the local market by >10%.

**Not Rated (NR)** = The stock is not rated in Phu Hung's coverage universe or not listed yet.

Performance is defined as 12-month total return (including dividends).

---

## Disclaimer

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. Phu Hung Securities and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. Phu Hung Securities (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business for any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

© Phu Hung Securities Corporation.

5th Fl., Lawrence S. Ting Bldg., 801 Nguyen Van Linh St, Tan Phu Ward, Dist 7, HCMC

Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472 Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)