

# CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. HCM (CII)

24.200 - BÁN



**Nguyễn Xuân Huy**

Chuyên viên cao cấp

huy.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 139

## Báo cáo lần đầu

**Giá mục tiêu 16.000 đồng**  
**TL giảm 34%**

## Cơ sở hạ tầng

Giá trị vốn hóa	134 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	112,8 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	27.427 đồng
Mức thấp nhất 12 tháng	13.356 đồng

TL sở hữu nước ngoài	34%
TL sở hữu tối đa nước ngoài	49%

### Cơ cấu cổ đông

HFIC	19,2%
Vinaphil	15%
Ayala	10%
Xa lộ Hà Nội	6,1%

### Mô tả công ty

CII do một số DNNN thành lập năm 2001, với mục đích chính là huy động vốn từ khối tư nhân và đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng. Hiện Công ty đang đầu tư vào 3 dự án đường và 2 dự án cầu có thu phí. Phí cầu đường giúp công ty có dòng tiền và lợi nhuận ổn định. Tuy nhiên, yếu tố chính thúc đẩy lợi nhuận của công ty là lãi/lỗ tài chính từ đầu tư.

### Diễn biến giá



See important disclosure at the end of this document

## Giá trị thực không như kỳ vọng

Trong khi các khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng vốn tạo ra dòng tiền mặt ổn định dường như hấp dẫn, việc phân tích CII của chúng tôi cho thấy các dự án thu phí cầu đường (chiếm 50% tài sản) có IRR rất thấp và khó có khả năng tăng trưởng doanh thu. Các khoản đầu tư khác đều không hấp dẫn, trừ dự án nước (chỉ chiếm 5% tài sản). Công ty cũng có trái phiếu chuyển đổi đang lưu hành hạn chế khả năng tăng giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, các giao dịch với các công ty con rất khó hiểu. Vì vậy, chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu với khuyến nghị **BÁN** và giá mục tiêu 16.000 đồng.

### Các dự án thu phí cầu đường không hiệu quả

Công ty có sáu dự án thu phí cầu đường, chiếm 50% tổng tài sản. Các dự án này mang lại cho CII dòng tiền mặt ổn định và biên lợi nhuận kế toán cao. Tuy nhiên, các dự án thu phí cầu đường này không phải là các khoản đầu tư hiệu quả do doanh thu khó có triển vọng tăng do điều khoản của dự án. Theo ước tính, khoản đầu tư vào Xa Lộ Hà Nội và Kinh Dương Vương có IRR 10%.

### Việc đầu tư vào ngành nước mang lại tỷ lệ lợi nhuận cao, nhưng chỉ chiếm 5% tài sản

Do hệ thống nước của TP. HCM khá hấp dẫn, CII đã bán lại thành công hai khoản đầu tư với giá rất cao, do đó công ty chỉ còn lại một dự án nước và cổ phần không kiểm soát tại một dự án khác. Chúng tôi cho rằng đây là khoản đầu tư hiệu quả duy nhất trong danh mục đầu tư của CII.

### Trái phiếu chuyển đổi hạn chế khả năng tăng, nhiều giao dịch cổ phiếu với các công ty con

Năm 2011, CII đã lần lượt phát hành 40 triệu USD và 71 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho Goldman Sachs và HFIC với giá chuyển đổi 29.000 đồng/cổ phiếu. Goldman Sachs có thể chuyển đổi toàn bộ số cổ phiếu này kể từ năm 2013. Chúng tôi cho rằng giá chuyển đổi này sẽ hạn chế mức tăng của giá cổ phiếu CII. Thực tế, kể từ khi niêm yết, cổ phiếu CII chưa bao giờ đạt mức 29.000 đồng/cổ phiếu. CII và các công ty con cũng tham gia vào việc chuyển nhượng cổ phiếu nội bộ, khiến chất lượng lợi nhuận cần được xem lại.

### Giá trị hợp lý là 16.000 đồng

Sau khi tổng kết định giá từng phần cho CII, chúng tôi đi đến giá trị hợp lý 16.000 đồng/cổ phiếu, tương đương PBR 1,5 lần, trong khi PBR hiện tại là 2,2 lần. Chúng tôi cho rằng PBR 1,5 lần là hợp lý, do các dự án thu phí cầu đường có IRR khá thấp và các dự án đầu tư khác đều kém hấp dẫn.

### Tăng trưởng và định giá

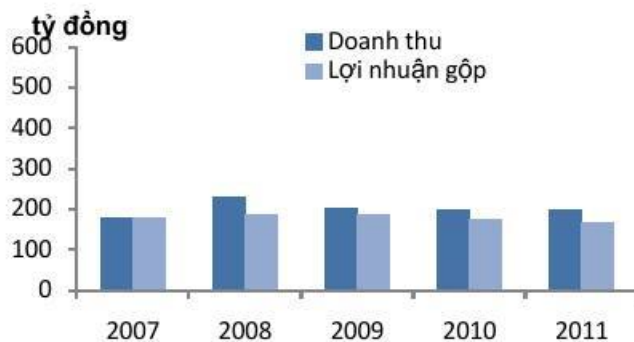
	13E	14E	15E
Doanh thu (tỷ đồng)	351	277	239
LN hoạt động (tỷ đồng)	133	85	70
Biên LN hoạt động (%)	37,8%	30,6%	29,4%
LN ròng (tỷ đồng)	256	217	205
EPS (đồng)	2.272	1.922	1.816
Tăng trưởng EPS (%)		-15%	-6%
DPS (đồng)	800	800	800
BPS (đồng)	12.888	14.349	15.685
PER (lần)	10,9	12,9	13,6
PBR (lần)	1,9	1,7	1,6
Lợi suất cổ tức (%)	3,2%	3,2%	3,2%
ROE (%)	16,9%	12,7%	11,0%
Nợ/(Nợ+CSH) (%)	70,3%	68,2%	66,5%

## Hợp tác Công - Tư không mang lại nhiều lợi nhuận

CII do nhiều doanh nghiệp nhà nước thành lập năm 2001 với tư cách một tổ chức đầu tư tài chính. Mục đích chính của CII là huy động tiền từ khối tư nhân để đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng mà nhà nước thiếu vốn. Các hình thức hợp doanh công tư của CII bao gồm Xây dựng-Vận hành-Chuyển giao (Build-Operate-Transfer - BOT) đối với cầu đường, Xây dựng-Chuyển giao (Build-Transfer - BT) đối với cầu đường, Xây dựng-Sở hữu-Vận hành (Build-Own-Operate - BOO) đối với các dự án nước, và các khoản đầu tư tài chính khác. Do được các doanh nghiệp nhà nước thành lập, công ty có quan hệ tốt với chính quyền TP. HCM, thuận lợi cho các hợp đồng PPP.

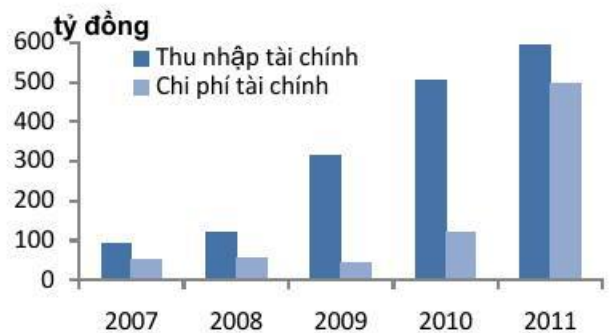
Lợi nhuận Công ty có thể được chia thành hai lĩnh vực chính: lợi nhuận ổn định từ phí cầu đường và các khoản lãi/lỗ từ đầu tư, tuy lớn hơn nhưng không ổn định, được gọi là thu nhập tài chính. Lĩnh vực thứ hai mới là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của Công ty.

Hình 1: Doanh thu và lợi nhuận từ phí cầu đường



Nguồn: CII, VCSC

Hình 2: Thu nhập và chi phí tài chính



Nguồn: CII, VCSC

### Định giá công ty chỉ là 16.000 đồng/cổ phiếu

Trên cơ sở phân tích CII, chúng tôi đi đến kết luận giá trị hợp lý của công ty là 16.000 đồng/cổ phiếu, tương đương PBR 1,5 lần. Chúng tôi đi đến con số này bằng cách cộng giá trị hợp lý của tất cả các dự án, cộng với tài sản ngắn hạn trừ đi nợ ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng PBR 1,5 lần là hợp lý đối với CII, do phần lớn các khoản đầu tư của Công ty đều là vào các dự án thu phí cầu đường không hiệu quả, cũng như các khoản đầu tư tài chính thiếu hiệu quả của Công ty.

Hình 3: Tổng kết định giá CII

		VNDbn
Giá trị hợp lý của dự án phí cầu đường	+	482,1
Dự án nước	+	585,0
Danh mục đầu tư	+	751,3
Tiền và tương đương	+	546,0
Các khoản phải thu	+	712,7
CIP	+	2.826,7
Tổng nợ	-	3.848,9
Các khoản phải trả	-	77,1
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	172,3
GTHL	=	2.054,9
SL cổ phiếu đang lưu hành	/	112,8
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>=</b>	<b>16.000</b>

Nguồn: VCSC



## Dòng tiền ổn định không có nghĩa là đầu tư hiệu quả

CII có nguồn tiền ổn định từ hoạt động thu phí cầu đường. Công ty phải trả tiền quyền thu phí vào lúc bắt đầu dự án, và sau đó trong suốt thời gian thu phí, dòng tiền của công ty là phí thu về trừ đi chi phí hoạt động, theo kế hoạch là 6,5% doanh thu.

Tuy nhiên, các dự án thu phí cầu đường không mang lại tỷ lệ lợi nhuận cao vì vốn đầu tư XDCB tại thời điểm bắt đầu giai đoạn thu phí rất lớn và doanh thu trong thời gian thu phí khó có khả năng tăng. Khi doanh thu tăng (hoặc giảm) nhiều hơn so với kế hoạch, giai đoạn thu phí sẽ được rút ngắn (hoặc kéo dài) tương ứng. Phí cầu đường từ Xa lộ Hà Nội và Kinh Dương Vương có IRR ước đạt 10%.

## Trái phiếu chuyển đổi khiến giá cổ phiếu khó có thể tăng

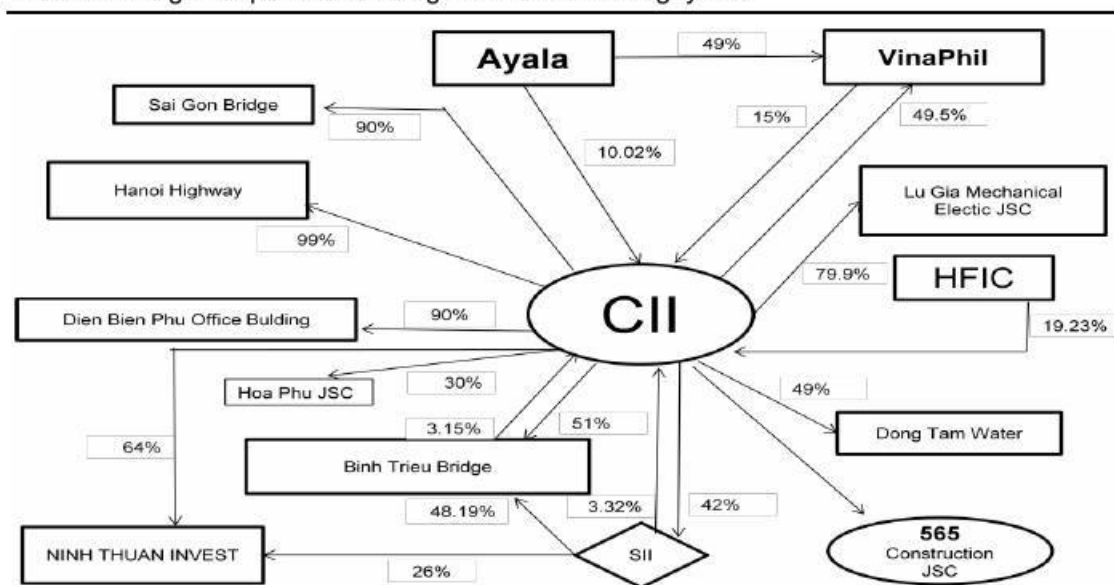
Năm 2011, CII phát hành 40 triệu USD và 71 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi lần lượt cho Goldman Sachs và HFIC, với giá chuyển đổi là 29.000 đồng cổ phiếu (cao hơn 15% so với giá cổ phiếu hiện tại). Theo các điều khoản, Goldman Sachs có thể chuyển đổi toàn bộ trái phiếu từ tháng 01/2013. Vì vậy, Công ty có động lực để tăng giá cổ phiếu lên 29.000 đồng/cổ phiếu, và chuyển trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu, nhưng mức giá chuyển đổi này cũng mức giá áp trần cho giá cổ phiếu. Do đó, chúng tôi cho rằng mức tăng (nếu có) của CII chỉ là 15%.

## Việc nắm giữ cổ phần lẫn nhau gây ra lo ngại về chất lượng lợi nhuận

Chúng tôi cũng lo ngại về việc nắm giữ cổ phần lẫn nhau và các giao dịch lẫn nhau của các bên liên quan. CII nắm giữ cổ phần tại các công ty con và các công ty con nắm giữ cổ phần tại CII, và các công ty con của CII lại nắm giữ cổ phần của nhau.

Đã có một số giao dịch giữa các công ty con của CII với nhau và với chính CII. Cụ thể, các công ty con của CII vẫn mua và bán cổ phiếu của CII. Gần đây, CII đã thành lập Vinaphil, trong đó Công ty sở hữu 100% cổ phần và sau đó giảm tỷ lệ nắm giữ xuống 49,5%. Sau đó, Vinaphil đăng ký mua 15% cổ phiếu của CII từ các công ty con của CII. CII cũng dự kiến bán một phần cổ phần của mình tại Cầu Rạch Chiếc, Xa lộ Hà Nội và một số khoản đầu tư cho Vinaphil. Giao dịch giữa CII và các công ty con, và giữa các công ty con với nhau đã đặt ra những lo ngại về chất lượng lợi nhuận của Công ty. Gần đây, CII đã gửi đơn lên Sàn giao dịch để giải thích chất lượng lợi nhuận nhằm giảm bớt lo ngại.

Hình 4: Nắm giữ cổ phần lẫn nhau giữa CII và các công ty con



Nguồn: CII, Cafef, VCSC

Các hoạt động gần đây của công ty bao gồm:

- 23/04/2012: Cầu Bình Triệu đăng kí mua thêm 3,7 triệu cổ phiếu CII, và bán 9,7 triệu cổ phiếu CII.
- 23/04/2012: SII đăng kí mua thêm 2,4 triệu cổ phiếu CII, và bán 3,7 triệu cổ phiếu CII.
- 23/04/2012: SII mua thêm 2,9 triệu cổ phiếu CII, tăng số lượng cổ phần lên 5 triệu cổ phiếu (tương đương 6,7% cổ phần).
- 02/05/2012: Cầu Bình Triệu mua thêm 784.000 cổ phiếu CII, tăng số lượng cổ phiếu nắm giữ lên 8,2 triệu (11% cổ phần).
- 10/05/2012: Cầu Bình Triệu mua thêm 893.000 cổ phiếu CII, tăng số lượng cổ phiếu nắm giữ lên 9,1 triệu cổ phiếu (khoảng 12,1% cổ phần).
- 10/05/2012: Cầu Bình Triệu bán 6,4 triệu cổ phiếu CII, và mua 170.000 cổ phiếu CII, giảm tỷ lệ nắm giữ xuống 2,8 triệu cổ phiếu (khoảng 3,8% cổ phần).
- 16/05/2012: AIT PTE LTD mua 6,4 triệu cổ phiếu CII (8,5% cổ phần).
- 17/05/2012: CII tuyên bố bán cổ phần tại liên doanh CTCP Cấp nước Kênh Đông cho nhà đầu tư nước ngoài (Aya).
- 31/05/2012: SII không mua hay bán cổ phiếu nào của CII như trước đó đã đăng ký mua thêm 2,4 triệu cổ phiếu CII và bán 3,7 triệu cổ phiếu CII.
- 31/05/2012: AIT PTE LTD mua thêm 1,1 triệu cổ phiếu CII, tăng số lượng cổ phần nắm giữ lên 7,5 triệu cổ phiếu (10% cổ phần).
- 22/06/2012: SII đăng ký bán 5 triệu cổ phiếu CII, không còn nắm giữ cổ phần nữa.
- 02/07/2012: SII bán 2,5 triệu cổ phiếu CII, trong số 5 triệu cổ phiếu SII đã đăng ký bán.
- 19/07/2012: HFIC đăng ký bán thêm 2,7 triệu cổ phiếu, tăng số lượng cổ phiếu nắm giữ lên 15 triệu cổ phiếu.
- 22/08/2012: HFIC mua thêm 2,1 triệu cổ phiếu CII, trong số 2,7 triệu cổ phiếu công ty đăng ký mua, tăng số lượng cổ phiếu nắm giữ lên 14,4 triệu.
- Tháng 10/2012: CII thành lập Vinaphil với tỷ lệ sở hữu 100%.
- 29/10/2012: Vinaphil đăng ký mua 15% cổ phiếu CII.
- 30/10/2012: Vinaphil hủy việc mua cổ phiếu CII.
- 21/11/2012: CII bán 50,5% cổ phần Vinaphil, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 49,5%, và đăng ký bán thêm 9,5% cổ phần, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 40%.
- 21/11/2012: Xa lộ Hà Nội đồng ý bán 10% cổ phần CII cho Vinaphil.
- 21/11/2012: Vinaphil đăng ký mua 5% cổ phần CII từ thị trường mở.

### **Tóm lại, nhà đầu tư không nên nắm giữ cổ phiếu CII**

Phần còn lại của báo cáo phân tích của chúng tôi bao gồm chi tiết về các dự án thu phí cầu đường, các dự án cấp thoát nước và các khoản đầu tư. Việc phân tích cho thấy hầu hết các lĩnh vực này đều có IRR thấp. Thêm vào đó là việc chuyển đổi trái phiếu trong tương lai, việc nắm giữ cổ phần lẫn nhau, lo ngại về chất lượng lợi nhuận, và giá cổ phiếu được định giá cao, chúng tôi cho rằng trước mắt cần thoái lui khỏi cổ phiếu CII.



## Các dự án cơ sở hạ tầng

CII có các dự án chủ yếu thuộc hai lĩnh vực: các dự án cơ sở hạ tầng (thu phí cầu đường) và các dự án cấp thoát nước. Sau đây chúng tôi xin phân tích các dự án cơ sở hạ tầng.

### Cơ sở hạ tầng của TP. HCM vẫn chưa được phát triển đầy đủ

Hệ thống cơ sở hạ tầng của TP. HCM vẫn còn kém phát triển, chưa tương xứng với số dân 7,6 triệu và diện tích 2.095km<sup>2</sup>. Hệ thống cơ sở hạ tầng vẫn còn kém phát triển so với 4,6 triệu xe máy và 400.000 ô tô, cộng với một triệu xe máy và 60.000 ô tô vắng lại. Hơn nữa, mỗi ngày lại có thêm 1.200 xe máy và 110 ô tô lưu thông. Với tốc độ tăng trưởng này, TP. HCM cần thêm 8.000m<sup>2</sup> diện tích giao thông mỗi ngày.

Theo UBND TP. HCM, để đối phó với tình trạng giao thông ngày một tăng, thành phố cần 815.000 tỷ đồng (tương đương 39 tỷ USD) để phát triển các dự án giao thông từ nay đến năm 2020. Tuy nhiên, nhà nước chỉ có thể tài trợ 64.000 tỷ đồng (7,8%), và nhà nước hiện đang huy động vốn từ khu vực tư nhân. Vì vậy, các công ty cơ sở hạ tầng còn có rất nhiều tiềm năng.

### Các điều khoản đối với các dự án BOT

Đối với các dự án BOT, CII xây cầu đường, đổi lấy quyền thu phí cầu đường trong một khoảng thời gian nhất định. Thời gian thu phí của các dự án này sẽ được quyết định dựa trên tổng chi phí đầu tư được kiểm toán, bao gồm chi phí xây dựng dự án, chi phí lãi vay trong suốt thời gian xây dựng (tỷ lệ nợ/có của các dự án này là 80/20), và chi phí vốn chủ sở hữu tài trợ cho các dự án này. Giai đoạn thu phí cầu đường sẽ được điều chỉnh nếu doanh thu thấp/cao hơn 5% hoặc 10% so với kế hoạch ban đầu. Vì vậy, các dự án này khó có khả năng tăng cũng như giảm về doanh thu.

Theo CII, các điều khoản chính của dự án BOT như sau:

- Chi phí lãi vay dựa trên chi phí lãi vay trên thực tế.
- Chi phí vốn chủ sở hữu (trước thuế) là 18,67%/năm trên số vốn chủ sở hữu hiện tại của dự án.
- Chi phí hoạt động chiếm 8,8% doanh thu từ phí cầu đường.

Khi bắt đầu giai đoạn thu phí cầu đường, Công ty trả tiền để được quyền thu phí, và công ty xem khoản đầu tư này là tài sản vô hình. Trong suốt giai đoạn thu phí, tài sản này được khấu hao, và được ghi nhận là giá vốn hàng bán và chi phí bán hàng. Các chi phí này là chi phí phi tiền mặt. Chi phí tiền mặt theo kế hoạch đạt 6,5% phí cầu đường. Vì vậy, các dự án này mang lại nguồn tiền ổn định cho công ty. Chúng tôi cho rằng DCF là phương pháp phù hợp nhất để tính doanh thu từ các dự án thu phí cầu đường.

## Các dự án đang thi công của CII

Công ty sở hữu quyền thu phí 5 cầu đường, trong đó việc thu phí đường Kinh Dương Vương sẽ chấm dứt vào cuối năm 2013. Các cầu đường này là các cửa ngõ ra/vào chính giữa TP. HCM và các khu vực khác.

Hình 5: Các dự án BOT của CII

Dự án	Cổ phần CII	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Đầu tư CSH của CII (tỷ đồng)	Tình trạng	Giai đoạn thu phí
Xa lộ Hà Nội	100%	1.000	300	Thu phí từ năm 2002	Giai đoạn thu phí chấm dứt vào cuối năm 2013 kết thúc. Giai đoạn thu phí mới sẽ thu lại đầu tư vào Cầu Rạch Chiếc sẽ bắt đầu vào năm 2014, và sẽ kéo dài 12 năm.
Kinh Dương Vương	100%			Thu phí từ năm 2002	Giai đoạn thu phí chấm dứt vào cuối năm 2013.
Xa lộ Hà Nội mở rộng	100%	2.288	458	Đang thi công	25 năm + 9 tháng, giai đoạn thu phí sẽ bắt đầu từ năm 2026.
Cầu Rạch Chiếc	100%	1.000	200	Đang vận hành	12 năm
Cầu Bình Triệu 2	51%	231	36	Thu phí từ tháng 07/2009	5 năm
Tuyến tránh Phan Rang-Tháp Chàm	64%	548	106	Thu phí từ năm 2012	15 năm

Nguồn: CII, VCSC

Hình 6: Các cầu đường nơi CII thu phí (đường màu đỏ)



Nguồn: CII, VCSC



## Dự án BOT đường Kinh Dương Vương và Xa lộ Hà Nội

Năm 2002, CII đã trả 1.000 tỷ đồng để có được quyền thu phí Xa lộ Hà Nội và đường Kinh Dương Vương. Doanh thu từ việc thu phí các tuyến đường này bị giới hạn ở mức 1.925 tỷ đồng (1.750 tỷ đồng cộng với tối đa 10%), trừ đi chi phí hoạt động 6,6%, trong khoảng thời gian 12 năm. Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ của dự án là 10% không phải là tỷ lệ hoàn vốn hấp dẫn.

Theo định giá DCF, giá trị hiện tại ròng của dự án cũng không hấp dẫn do trần dự án giới hạn ở mức 1.925 tỷ đồng, trải đều qua 12 năm. Chiết khấu chi phí vốn bình quân (WACC) ở mức thấp là 12% suốt vòng đời của dự án, giá trị hiện tại ròng của dự án là âm 80 tỷ đồng.

Bảng 7: Dòng tiền cho dự án đường Kinh Dương Vương và Xa lộ Hà Nội

	FY02E	FY03A	FY04A	FY05A	FY06A	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
Doanh thu	111	172	173	166	167	177	177	171	151	144	158	158
Chi phí hoạt động	(7)	(11)	(11)	(11)	(11)	(12)	(12)	(11)	(10)	(9)	(10)	(10)
<b>Tiền mặt ròng</b>	<b>103</b>	<b>161</b>	<b>161</b>	<b>155</b>	<b>156</b>	<b>165</b>	<b>166</b>	<b>160</b>	<b>141</b>	<b>134</b>	<b>148</b>	<b>148</b>
WACC	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Hệ số chiết khấu	1,12	1,25	1,40	1,57	1,76	1,97	2,21	2,48	2,77	3,11	3,48	3,90
Giá trị hiện tại	92	128	115	99	88	84	75	64	51	43	42	38
<b>Chi phí đầu tư</b>	<b>(1,000)</b>											
<b>Giá trị hiện tại ròng</b>	<b>-80</b>											

Nguồn: CII, VCSC

## Dự án cầu Rạch Chiếc và mở rộng Xa lộ Hà Nội

Chúng tôi phân tích ba dự án của công ty đang hoạt động bằng cách sử dụng phương pháp DCF. Chúng tôi cho rằng giả định không có tăng trưởng doanh thu hàng năm là hợp lý, do tăng trưởng doanh thu, nếu có, sẽ được phản ánh trong giai đoạn ghi nhận dự án được rút ngắn. Hơn nữa, tỷ lệ hoàn vốn nội bộ của dự án Kinh Dương Vương và Xa lộ Hà Nội chỉ là 10% cho toàn bộ vòng đời của dự án.

Để định giá DCF, chúng tôi áp dụng các giả định sau:

- Doanh thu không đổi trong suốt vòng đời của dự án, dẫn đến giai đoạn thu phí sẽ theo kế hoạch. Nếu doanh thu cao hơn so với dự báo, giai đoạn thu phí sẽ kết thúc sớm hơn, và ngược lại, chúng tôi cho rằng sẽ không có bất ngờ gì về doanh thu.
- Chúng tôi áp dụng WACC là 12% đối với tất cả các dự án, do lợi nhuận của nhà đầu tư trong các dự án được đảm bảo nên mức WACC thấp 12% là hợp lý.

Bảng 8: Chi tiết dự án cầu Rạch Chiếc và mở rộng Xa lộ Hà Nội

	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Cổ phần của CII	Tình trạng	Thời gian thu phí
Cầu Rạch Chiếc	1.000	100%	CII sẽ bắt đầu thu phí Xa lộ Hà Nội để bù đắp đầu tư cho Cầu Rạch Chiếc vào năm 2014	12 năm
Mở rộng Xa lộ Hà Nội	2.288	100%	Xa lộ Hà Nội đang được xây dựng, dự kiến hoàn thành vào năm 2018. CII sẽ bắt đầu thu phí để bù đắp đầu tư trong năm 2026	25 năm và 9 tháng

Nguồn: CII, VCSC

CII đầu tư vào Cầu Rạch Chiếc đổi lại được thu phí Xa lộ Hà Nội trong 12 năm, bắt đầu từ năm 2014. CII cũng đầu tư vào việc mở rộng Xa lộ Hà Nội đổi lại được thu phí xa lộ Hà Nội trong 25 năm và 9 tháng, bắt đầu từ 2026. Tổng cộng, CII đầu tư khoảng 3.288 tỷ đồng đổi lại được thu phí đến năm 2051. Công ty dự kiến doanh thu từ việc thu phí từ Xa lộ Hà Nội sẽ tăng 80% nhờ lưu lượng giao thông nhiều hơn từ Cầu Rạch Chiếc. Chúng tôi giả định công

tỷ sẽ đạt được mục tiêu này, nhưng chúng tôi giả định không có tăng trưởng doanh thu, do tăng trưởng doanh thu (nếu có) sẽ được điều chỉnh trong giai đoạn thu phí.

Bảng 9: Lợi nhuận dự án Cầu Rạch Chiếc và mở rộng Xa lộ Hà Nội

	FY13	FY14	FY15	FY16	...	...	FY26	FY27	...	...	2051
Doanh thu	193	193	193	193	...	...	193	193	...	...	193
Chi phí*	(96)	(96)	(96)	(96)	...	...	(102)	(102)	...	...	(102)
Lợi nhuận gộp	97	97	97	97	...	...	91	91	...	...	91

Nguồn: VCSC

\*: chi phí bao gồm giá vốn hàng bán và chi phí bán hàng

Dự án này có lợi nhuận xét về mặt kế toán, đạt biên lợi nhuận gộp 50%. Tuy nhiên, nếu xét về dòng tiền thì dự án không có lợi nhuận nhiều. Do vốn đầu tư cơ bản trong những năm đầu tư đầu tiên của dự án lớn, thời gian thu phí dài, dòng tiền mặt thấp, chiết khấu WACC ở mức thấp là 12%, giá trị hiện tại của dự án là chỉ là 248 tỷ đồng.

Bảng 10: Dòng tiền cho dự án Cầu Rạch Chiếc và mở rộng Xa lộ Hà Nội (tỷ đồng)

	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	...	FY26	FY27	...	FY51
Dòng tiền mặt vào	193	193	193	193	193	193	193	...	193	193	...	193
Dòng tiền mặt ra	(313)	(313)	(313)	(313)	(313)	(313)	(13)	...	(13)	(13)	...	(13)
Chi phí hoạt động	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	...	(13)	(13)	...	(13)
Vốn đầu tư cơ bản	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(0)	...	(0)	(0)	...	(0)
Tiền mặt ròng	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	180	...	180	180	...	180
WACC	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	...	12%	12%	...	12%
Hệ số chiết khấu	1,12	1,25	1,40	1,57	1,76	1,97	2,21	...	4,89	5,47	...	83,08
Giá trị hiện tại	(107)	(96)	(85)	(76)	(68)	(61)	81	...	37	33	...	2
<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>248</b>											

Nguồn: VCSC

## Cầu Bình Triệu

Công ty sẽ thu phí thêm chiều ra cho cầu Bình Triệu, dự kiến sẽ tăng doanh thu của công ty thêm 50%. Việc thu phí sẽ dừng vào năm 2014. Dự án có giá trị hiện tại là 93 tỷ đồng, trong đó CII nắm giữ 51% cổ phần, tương đương 47 tỷ đồng.

Bảng 11: Dòng tiền cho dự án Cầu Bình Triệu (tỷ đồng)

	FY13	FY14
Dòng tiền vào	77	38
Dòng tiền ra	(5)	(3)
Chi phí hoạt động	(5)	(3)
Vốn đầu tư cơ bản	(0)	(0)
Tiền mặt ròng	72	36
WACC	12%	12%
Hệ số chiết khấu	1.12	1.25
Giá trị hiện tại	64	29
Tổng giá trị hiện tại	93	
Cổ phần của CII	51%	
<b>Giá trị của CII</b>	<b>47</b>	

Nguồn: VCSC



## Dự án Phan Rang Tháp Chàm

Công ty dự kiến sẽ đạt doanh thu 46 tỷ đồng/năm. Thời gian thu phí là 15 năm. Giá trị hiện tại của dự án là 293 tỷ đồng, trong đó CII nắm giữ 64% cổ phần, tương đương 197 tỷ đồng.

Bảng 12: Dòng tiền cho dự án Phan Rang Tháp Chàm (tỷ đồng)

(tỷ đồng)	FY13	FY14	FY15	...	...	FY27
Dòng tiền vào	46	46	46	...	...	46
Dòng tiền ra	(3)	(3)	(3)	...	...	(3)
Chi phí hoạt động	(3)	(3)	(3)	...	...	(3)
Vốn đầu tư cơ bản	(0)	(0)	(0)	...	...	(0)
Tiền mặt ròng	43	43	43	...	...	43
WACC	12%	12%	12%	...	...	12%
Hệ số chiết khấu	1,12	1,25	1,40	...	...	5,47
Giá trị hiện tại	38	34	31			8
Tổng giá trị hiện tại	293					
Cổ phần của CII	64%					
<b>Giá trị của CII</b>	<b>187</b>					

Nguồn: VCSC

Tổng giá trị hiện tại của ba dự án tương đương 482 tỷ đồng, hay 4.303 đồng/cổ phiếu.

Bảng 13: Giá trị hiện tại dự án thu phí

Dự án	Giá trị hiện tại (tỷ đồng)
Cầu Rạch Chiếc và Xa lộ Hà Nội	248
Cầu Bình Triệu	47
Tuyến tránh Phan Rang Tháp Chàm	187
<b>Tổng cộng</b>	<b>482</b>

Nguồn: VCSC

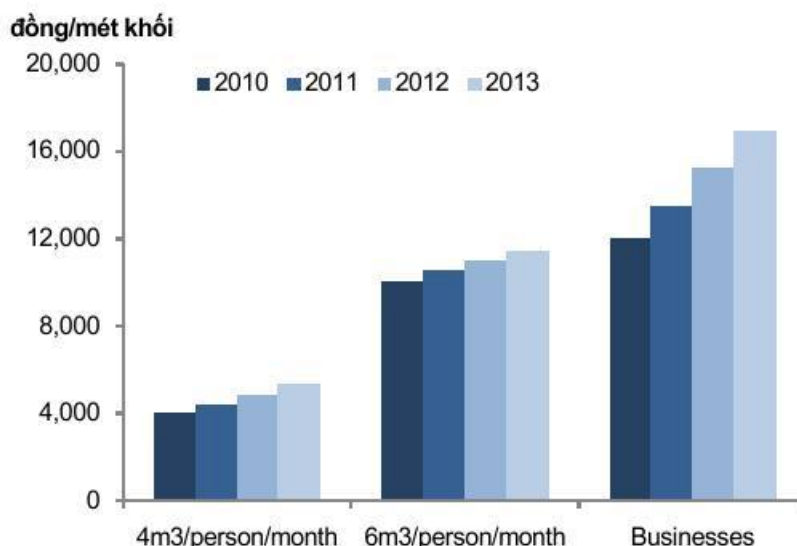
## Dự án Nước của CII

### Tổng quan hệ thống nước của thành phố Hồ Chí Minh

Hệ thống nước thành phố Hồ Chí Minh được coi là hấp dẫn với mức tiêu thụ và giá nước ngày càng tăng. Theo kế hoạch phát triển nguồn nước của Thành phố Hồ Chí Minh, nhu cầu tiêu thụ nước ước tính tăng với tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 12% trong giai đoạn 2010-2015, tốc độ CAGR là 3% trong giai đoạn 2015-2025, với mức tiêu thụ hàng ngày ước tính sẽ tăng từ 1,5 triệu mét khối trong năm 2010 lên đến 3,5 triệu mét khối vào năm 2025. Ước tính hiện chỉ có 87% hộ gia đình có sử dụng nước của hệ thống nước thành phố. Để đáp ứng nhu cầu tăng lên, thành phố cần phải chi 68.000 tỷ đồng để tăng năng suất cấp nước hàng ngày từ 2,1 triệu mét khối trong năm 2010 lên đến 3,7 triệu mét khối vào năm 2025.

Giá nước đang trên đà tăng, với mức tăng hàng năm là 10% trong giai đoạn 2010-2013. Giá tăng là do việc độc quyền cấp nước của Tổng công ty nước Sài Gòn (Sawaco). Người dùng khác nhau phải trả mức giá nước khác nhau tùy theo nhu cầu tiêu thụ. Đối với cùng một lượng nước, cá nhân tiêu thụ hơn 6 mét khối/tháng phải trả gấp đôi mức cá nhân tiêu thụ ít hơn 4 mét khối/tháng trả, và các doanh nghiệp dịch vụ phải trả tiền gấp 3,2 lần mức cá nhân tiêu thụ ít hơn 4 mét khối/tháng.

Hình 14: Giá nước thành phố Hồ Chí Minh



Nguồn: Ủy ban Nhân dân TPHCM, VCSC

### Các điều khoản dự án nước

Theo CII, các điều khoản của dự án BOO (dự án nước) như sau:

- Công ty thực hiện dự án xây dựng và vận hành các nhà máy xử lý nước. Công ty không cần bàn giao các nhà máy này lại cho thành phố Hồ Chí Minh.
- Thành phố Hồ Chí Minh bàn giao khu vực dự án đã giải phóng mặt bằng mà không thu tiền sử dụng đất.
- Tổng công ty nước Sài Gòn (SAWACO) mua nước đầu ra thông qua một hợp đồng mua bán sỉ.
- Giá bán nước sỉ thả nổi dựa trên giá nước bán lẻ hoặc được tăng lên theo một lịch trình cố định.
- Giá bán nước sỉ cũng có thể được điều chỉnh nếu chi phí đầu vào thay đổi.



Do tầm quan trọng của hệ thống nước thành phố Hồ Chí Minh, CII đã bán thành công cổ phần của họ trong hai dự án nước, trong đó họ đã bán cổ phần trong Nhà máy nước BOO Thủ Đức với một mức giá ước tính gấp 3,2 lần chi phí, và CTCP Cấp nước Kênh Đông với lợi nhuận ước tính 400 tỷ đồng. Tính đến tháng 09/2012, công ty chỉ nắm giữ 49% trong các dự án nước Đồng Tâm, và 7,3% cổ phần CTCP BOO Nước Thủ Đức với chi phí đầu tư là 97 tỷ đồng. CII sẽ bán cổ phần của họ trong CTCP BOO Nước Đồng Tâm với giá bằng chi phí đầu tư cộng với lãi đầu tư. Công ty đầu tư vào dự án từ năm 2009. Vào tháng 09/2012, dự án có giá trị sổ sách 194 tỷ đồng, và với giả định lãi suất 14% trong giai đoạn đó, giá trị hợp lý của dự án là 275 tỷ đồng. Công ty cũng đầu tư 97 tỷ đồng vào CTCP BOO Nước Thủ Đức. Giả sử tỷ lệ hoàn vốn là 220% khi công ty bán cổ phần trong dự án này, giá trị hợp lý của dự án này là 310 tỷ đồng. Tổng giá trị hợp lý của hai dự án nước là 585 tỷ đồng.

Bảng 15: Giá trị dự án nước (tỷ đồng)

	Giá trị sổ sách	Cổ phần	Giá trị hợp lý
Nước Đồng Tâm	194	49%	275
BOO Nước Thủ Đức	97	7,3%	310
<b>Tổng cộng</b>	<b>291</b>		<b>585</b>

Nguồn: CII, VCSC

## Các khoản đầu tư khác

Chúng tôi định giá lại các khoản đầu tư của CII dựa trên những thông tin đã có. Đối với các khoản đầu tư niêm yết có công bố số lượng cổ phiếu, chúng tôi định giá lại các khoản đầu tư này với giá đóng cửa vào ngày 30/01/2013. Đối với một số khoản đầu tư mà công ty không tiết lộ cổ phần hay số cổ phiếu nắm giữ thì chúng tôi không thể tính toán giá trị hợp lý của các khoản đầu tư đó. Ngoài ra, chúng tôi không định giá hợp lý cho các khoản đầu tư tư nhân.

Bảng 16: Đầu tư của CII tính đến tháng 09/2012

	Mô tả	Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	Số lượng cổ phiếu	Giá cổ phiếu trung bình	Giá cổ phiếu hợp lý	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
CII	Niêm yết	80,5	2.371.600	33.923	25.200	59,8
SII	Niêm yết	198,6	17.221.000	11.534	14.200	244,5
CTCP Hòa Phú		33,0				
NSN	Niêm yết	19,6	1.960.000	10.007	6.100	12,0
CTCP Bến Bãi Vận Tải Sài Gòn	Chưa niêm yết	7,0				7
HCM	Niêm yết	13,2	717.431	18.405	22.000	15,8
NBB	Niêm yết	59,4	689.860	86.070	20.000	13,8
PTL	Niêm yết	85,0	8.500.000	10.000	3.300	28,1
Investco	OTC	29,5	N/A	N/A	16.000	29,5
NSN	Niêm yết	77,8	N/A	N/A	6.100	77,8
SII	Niêm yết	34,0	N/A	N/A	N/A	34,0
CTCP Đầu tư Cadif	Chưa niêm yết	12,0	N/A	N/A	N/A	12,0
6,5 ha Khu dân cư Bình An Quận 2	Dự án bất động sản	14,3	N/A	N/A	N/A	14,3
Dự án 155 Nguyễn Chí Thanh	Dự án bất động sản	83,4	N/A	N/A	N/A	83,4
Dự án BOT Cầu Đồng Nai	Cầu	9,0	N/A	N/A	N/A	9,0
Dự án Cổ Mễ	Dự án bất động sản	2,2	N/A	N/A	N/A	2,2
Dự án BOT Cầu Phú Mỹ	Cầu	29,7	N/A	N/A	N/A	29,7
Dự án Mekong – Tiền Giang		5,0	N/A	N/A	N/A	5,0

Cineco 5	5,0	N/A	N/A	N/A	5,0
Trái phiếu BOO Nước					
Đồng Tâm	25,5				25,5
Trái phiếu CTCP					
Investco	50,0				50,0
<b>Tổng cộng</b>	<b>873,7</b>				<b>758,3</b>

Nguồn: CII, VCSC

## Triển vọng lợi nhuận

Bảng 17 tóm tắt dự báo lợi nhuận của chúng tôi đối với công ty. Doanh thu và lợi nhuận thu phí khá ổn định, tuy nhiên lợi nhuận tài chính rất khó dự báo. Do đó, chúng tôi chỉ có thể dự báo doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh cho công ty. Đối với các hạng mục bên dưới lợi nhuận hoạt động, gồm thu nhập/chi phí tài chính, chúng tôi giả định lợi nhuận ròng tài chính ổn định ở mức hoàn vốn 17% trên tổng đầu tư, đây là tỷ lệ trung bình của giai đoạn 2009-2011.

Công ty không có kế hoạch chi tiết cho việc xử lý/mua các khoản đầu tư của họ, ngoại trừ có thông tin công ty sẽ bán cổ phần trong dự án Xa lộ Hà Nội và Cầu Rạch Chiếc cho Vinaphil, nhưng chưa có thông tin về thời gian và giá bán.

Trong năm 2013, do công ty dự kiến doanh thu từ Xa lộ Hà Nội tăng 80% và từ hoạt động của dự án Phan Rang - Tháp Chàm, chúng tôi dự báo doanh thu của công ty tăng 40% và lợi nhuận hoạt động tăng 180%.

Bảng 17: Dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng (tỷ đồng)

	FY13E	FY14E	FY15E
<b>Doanh thu</b>	<b>351</b>	<b>277</b>	<b>239</b>
Chi phí*	(186)	(159)	(136)
Chi phí quản lý	(33)	(33)	(33)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>133</b>	<b>85</b>	<b>70</b>
Thu nhập tài chính ròng	180	180	180
Lợi nhuận trước thuế	313	265	250
Chi phí thuế thu nhập	(11)	(10)	(9)
Lợi nhuận ròng trước lợi ích cổ đông thiểu số	301	255	241
Lợi ích cổ đông thiểu số	(45)	(38)	(36)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>256</b>	<b>217</b>	<b>205</b>

Nguồn: VCSC

\*: Chi phí bao gồm giá vốn hàng bán và chi phí bán hàng



## Tóm tắt kết quả hàng quý

Bảng 18 : Lợi nhuận theo quý

Tỷ đồng

	Quý 1/2012	Quý 2/2012	Quý 3/2012	Quý 4/2012	Từ đầu năm đến nay
<b>2012</b>					
Doanh thu	51	47	90		188
Lợi nhuận gộp	42	40	48		131
Biên LN gộp (%)	81,8%	85,7%	53,7%		69,4%
Lợi nhuận hoạt động	12	11	7		30
Biên LN h/động (%)	23,7%	23,0%	8,1%		16,1%
Lợi nhuận ròng	60	112	188		360
Biên LN ròng (%)	116,8%	237,2%	209,0%		190,9%
<b>2011</b>	<b>Quý 1/2011</b>	<b>Quý 2/2011</b>	<b>Quý 3/2011</b>	<b>Quý 4/2011</b>	<b>Cả năm</b>
Doanh thu	50	44	54		147
Lợi nhuận gộp	42	37	46		124
Biên LN gộp (%)	83,0%	83,6%	85,4%		252,0%
Lợi nhuận hoạt động	12	8	19		39
Biên LN h/động (%)	23,5%	18,1%	35,3%		76,8%
Lợi nhuận ròng	78	-62	102		118
Biên LN ròng (%)	155,6%	-142,6%	190,6%		203,6%
<b>2012 so với 2011</b>	<b>Quý 1 so với cùng kỳ</b>	<b>Quý 2 so với cùng kỳ</b>	<b>Quý 3 so với cùng kỳ</b>	<b>Quý 4 so với cùng kỳ</b>	<b>Cả năm so với cùng kỳ</b>
Doanh thu	3%	8%	68%		28%
Lợi nhuận gộp	1%	11%	5%		6%
Lợi nhuận hoạt động	4%	37%	-62%		-22%
Lợi nhuận ròng	-23%	-279%	84%		206%

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty



## Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

<b>KQLN</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>CĐKT</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Doanh thu thuần	177	229	203	198	199	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	0	-44	-15	-24	-31	+ Tiền và tương đương	14	18	90	132	819
Lợi nhuận gộp	177	185	188	174	168	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	149	221	220
- Chi phí bán hàng	-101	-97	-102	-103	-101	+ Các khoản phải thu	37	18	35	201	275
- Chi phí quản lý DN	-8	-10	-17	-24	-24	+ Hàng tồn kho	0	1	2	130	140
Lợi nhuận thuần HĐKD	68	78	70	47	43	+ Tài sản ngắn hạn khác	18	108	139	205	202
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	0	0	0	-36	Tổng tài sản ngắn hạn	69	144	414	889	1.656
- Lợi nhuận khác	84	103	323	523	292	+ Tài sản dài hạn	13	234	349	1.016	1.939
Lợi nhuận khác	152	181	393	570	298	+ Khấu hao lũy kế	-3	-4	-18	-5	-7
- Chi phí lãi vay	-45	-35	-36	-108	-162	+ Tài sản dài hạn	9	230	331	1.011	1.932
Lợi nhuận trước thuế	107	146	357	461	136	+ ĐT tài chính dài hạn	0	1	2	2	277
- Thuế TNDN	-11	-14	-40	-84	-5	+ Tài sản dài hạn khác	1.613	1.636	1.623	1.636	1.135
LNST	96	133	316	377	131	Tổng tài sản dài hạn	1.623	1.867	1.957	2.649	3.344
- Lợi ích c/dồng thiếu số	0	0	0	0	24	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.692</b>	<b>2.011</b>	<b>2.371</b>	<b>3.538</b>	<b>5.000</b>
LNST của c/dồng CT Mẹ	96	133	316	377	155	<b>Nợ</b>					
EPS (đồng)	2.395	3.318	6.311	5.018	2.064	+ Phải trả ngắn hạn	0	4	14	24	59
EBITDA	153	182	393	570	299	+ Vay và nợ ngắn hạn	46	127	76	226	374
Khấu hao	-1	-1	0	-1	-1	+ PT ngắn hạn khác	138	100	127	296	459
Tăng trưởng doanh thu	6,5	29,1	-11,6	-2,2	0,4	Nợ ngắn hạn	184	230	218	546	892
Tăng trưởng LN HĐKD	-4,1	15,5	-10,8	-33,3	-8,4	+ Vay và nợ dài hạn	734	917	932	1.530	2.853
Tăng trưởng EBIT %	56,3	19,5	116,7	45,0	-47,7	+ Phải trả dài hạn	0	0	1	1	1
Tăng trưởng EPS %	50,7	38,5	90,2	-20,5	-58,9	Nợ dài hạn	734	917	933	1.530	2.854
<b>Chỉ số k/năng sinh lợi</b>						<b>Vốn chủ sở hữu</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	99,8	80,6	92,7	87,9	84,4	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	54,0	58,0	156,1	190,5	65,8	+ Thặng dư	249	249	287	162	162
ROE DuPont	16,7	16,2	30,3	28,1	9,6	+ Vốn điều lệ	400	400	501	751	751
ROA DuPont	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	+ LN chưa phân phối	124	134	419	489	301
Tỷ suất EBIT	85,5	79,2	193,9	287,6	149,7	+ Lợi ích c/dồng thiếu số	0	80	14	59	39
LNTT / LNST	89,4	90,8	88,7	81,8	96,4	Vốn chủ sở hữu	774	864	1.221	1.462	1.254
LNTT / EBIT	70,6	80,7	90,8	81,0	45,6	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.692</b>	<b>2.011</b>	<b>2.371</b>	<b>3.538</b>	<b>5.000</b>
Vòng quay tổng tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>					
Đòn bẩy tài chính	2,4	2,3	2,1	2,2	3,1	Tiền đầu năm	11	14	18	90	132
ROIC	7,5	7,7	15,3	13,9	3,4	Lợi nhuận sau thuế	96	133	316	377	155
<b>Chỉ số h/quả vận hành</b>						+ Khấu hao lũy kế	1	1	0	113	106
Số ngày phải thu	37,9	4,1	52,2	1.006,7	1.593,3	+ Điều chỉnh	105	41	-22	-401	225
Số ngày tồn kho	44,1	43,8	47,7	217,0	436,4	+ Thay đổi vốn lưu động	0	0	0	0	0
Số ngày phải trả	219,8	16,7	219,7	292,0	489,2	Tiền từ hoạt động KD	201	173	294	88	487
T/gian luân chuyển tiền	-137,9	31,3	-119,8	931,7	1.540,5	+ Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	627
COGS / Hàng tồn kho	9,6	88,5	7,0	0,4	0,2	+ Chi mua sắm TSCĐ	-1	-251	-277	-569	-1.030
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>						+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	0,37	0,63	1,90	1,63	1,86	+ Các h/động ĐT khác	-661	-128	-245	-96	-568
CS thanh toán nhanh	0,37	0,62	1,89	1,39	1,70	Tiền từ hoạt động đầu tư	-662	-378	-522	-665	-972
CS thanh toán tiền mặt	0,08	0,08	0,41	0,24	0,92	+ Cổ tức đã trả	-39	-67	-76	-50	-185
Nợ / Tài sản	0,46	0,52	0,43	0,50	0,65	+ Tăng (giảm) vốn	349	61	90	211	4
Nợ / Vốn sử dụng	0,50	0,55	0,45	0,55	0,72	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-101	81	-50	150	148
Nợ / Vốn CSH	1,01	1,21	0,83	1,20	2,57	+ Thay đổi nợ dài hạn	244	183	16	598	1.323
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,03	0,06	0,03	0,06	0,07	+ Các h/động TC khác	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,43	0,46	0,39	0,43	0,57	Tiền từ hoạt động TC	464	207	310	619	1.172
Khả năng TT lãi vay	3,40	5,18	10,83	5,25	1,84	Tổng lưu chuyển tiền tệ	3	2	82	43	687
						Tiền cuối năm	14	16	99	132	819



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Xuân Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15  
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

Tòa nhà Vinatex-Tài Nguyên, Lầu 3  
10 Nguyễn Huệ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145  
[robert.zielinski@vcsc.com.vn](mailto:robert.zielinski@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Phó Giám Đốc**, Vũ Thanh Tú, ext 105  
**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146  
**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140  
**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139  
**CV cao cấp**, Nguyễn Thế Anh, ext 194

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143  
**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147  
**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130  
**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116  
**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120  
**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.