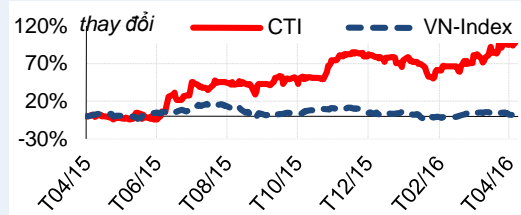


Ngày báo cáo:	21/04/2016		2014	2015	2016F
Giá hiện tại:	22,500VND	Tăng trưởng DT	29,7%	14,9%	21,4%
Lợi suất cổ tức:	6,6%	Tăng trưởng EPS	178,4%	37,1%	18,9%
Ngành:	Cơ sở hạ tầng	Biên LN gộp	25,5%	30,7%	38,5%
GT vốn hóa:	33,2tr USD	Biên LN ròng	6,9%	8,2%	10,4%
GTGD trung bình/ngày (30n):	0,5tr USD				
Room KN:	41,3%	EPS (VND)	1,425	1,953	2,321
Cổ phần Nhà nước:	0%	Cổ tức/CP* (VND)	0	1,500	1,600
SL cổ phiếu lưu hành	33 triệu	P/E	15,8x	11,5x	9,7x



CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO hoạt động trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng, trạm thu phí, khai khoáng và sản xuất VLXD. Xây dựng và trạm thu phí chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu, chủ yếu đến từ các dự án BOT.		<u>CTI</u>	<u>Cùng ngành</u>	<u>VNI</u>
	P/E (trượt)	11,5x	7,7x	12,5x
	P/B (hiện tại)	1,7x	1,2x	1,7x
	Nợ ròng/CSH	3,8x	2,0x	1,2x
	ROE	11,7%	16,0%	13,9%
	ROA	2,3%	4,1%	2,5%

Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	24.900
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	21.500
Xu hướng ngắn hạn	TĂNG
Ngưỡng kháng cự trung hạn	26.500
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	20.000
Xu hướng ngắn hạn	TĂNG

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên

Các dự án BOT mới đi vào hoạt động tạo ra tăng trưởng ổn định

CTI đang chuyển mình từ công ty thuần về xây dựng sang một công ty đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh với nhiều dự án BOT đi vào hoạt động trong vòng năm tới.

Chuỗi giá trị xây dựng tạo ra lợi thế cạnh tranh cho CTI. Ba mảng kinh doanh chủ lực CTI bao gồm xây dựng cơ sở hạ tầng, trạm thu phí và sản xuất vật liệu xây dựng (VLXD), chiếm tỷ trọng lần lượt 52%, 29% và 20% trong tổng doanh thu 2015. Những mảng kinh doanh này tạo ra một chuỗi giá trị xây dựng hoàn chỉnh cho công ty, xuất phát từ khai thác mỏ đá, sản xuất bê tông và đường ống nước, xây dựng cầu đường và trạm thu phí, giúp làm giảm chi phí, gia tăng khả năng sinh lời và tính cạnh tranh của CTI khi đấu thầu các dự án mới.

Các dự án BOT ổn định trong giai đoạn 2016-2018. CTI hiện đang có 6 dự án BOT trong kế hoạch triển khai với tổng vốn đầu tư 8.437 tỷ đồng (375 triệu USD). Con số này nằm ở mức khá, khi so sánh với các công ty đầu tư cơ sở hạ tầng lớn hơn như CII (9 dự án BOT, tổng giá trị đầu tư 28.300 tỷ đồng) và HUT (5 dự án BOT, tổng giá trị đầu tư 6.100 tỷ đồng). Hai trong số các dự án này đang trong giai đoạn thu phí, một dự án sẽ bắt đầu thu phí trong năm nay và ba dự án còn lại đang được xây dựng hoặc trong quá trình đàm phán mua lại. Kế hoạch triển khai các dự án này sẽ bảo đảm cho lợi nhuận và dòng tiền của CTI trong vòng 3 năm tới.

Kết quả kinh doanh năm 2016 được thúc đẩy bởi tăng phí đường bộ và ít nhất một dự án BOT đi vào hoạt động. Trạm thu phí trên Quốc lộ 1A (QL1A) sẽ có mức phí tăng trung bình 50% trong năm nay. Trong khi đó, Quốc lộ 91 – Giai đoạn A (QL91A) sẽ bắt đầu thu phí trong tháng 4 và giai đoạn B (QL91B) có kế hoạch hoàn tất quá trình xây dựng vào cuối năm 2016. QL9A dự kiến đóng góp 100 tỷ đồng (4,5 triệu USD) cho doanh thu năm 2016 của CTI. CTI cũng đang thương thảo để mua lại quyền thu phí của ba trạm thu phí trên Quốc lộ 51 (QL51), nếu thương thảo hoàn tất dự án này sẽ đóng góp thêm 18 tỷ đồng (0,8 triệu USD) doanh thu mỗi tháng.

Yếu tố tăng trưởng tiềm năng đến từ dự án nhà ở xã hội và các mỏ đá. CTI đang đầu tư ba dự án nhà ở xã hội với tổng giá trị đầu tư xấp xỉ 900 tỷ đồng (40 triệu USD), tất cả dự án này đều nằm ở Đồng Nai. Ngoài ra, CTI cũng sở hữu năm mỏ đá chưa được khai thác tương xứng với tiềm năng và thời hạn khai thác còn rất dài. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng các mảng kinh doanh này sẽ đóng góp đáng kể cho doanh thu và lợi nhuận của CTI trong ngắn hạn, các mảng kinh doanh này sẽ dẫn dắt cho lợi nhuận trong tương lai.

Lợi suất cổ tức ở mức khá. CTI có kế hoạch chi cổ tức tiền mặt 1.500 đồng/CP cho năm 2015, được thực hiện trong quý 2/2016, tương ứng với lợi suất cổ tức 6,6%. Mức cổ tức đề xuất năm 2016 sẽ là 1.600 đồng/CP.

Cổ phiếu có khả năng bị pha loãng. CTI sẽ phát hành thêm 10 triệu cổ phiếu (30% số lượng cổ phiếu lưu hành) với giá ít nhất 20.000 đồng/CP thông qua phát hành riêng lẻ trong quý 2/2016, nhằm tài trợ cho các dự

án BOT sắp tới. Với mức giá hiện tại, CTI đang giao dịch với P/E dự phóng 2016 7,4 lần trước đợt phát hành riêng lẻ và P/E 2016 pha loãng 9,7 lần.

Nhìn lại 2015: Việc đóng góp đầy đủ trong cả năm của trạm thu phí QL1A dẫn dắt tăng trưởng

Hình 1: KQKD năm 2015

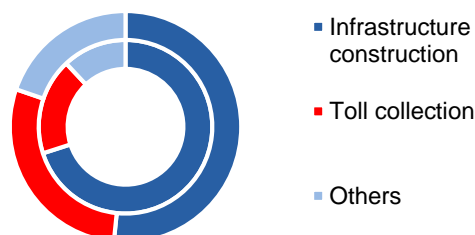
(tỷ đồng)	2014A	2015A	y-o-y%	Thực tế thực hiện 2014	Thực tế thực hiện 2015	CAGR 2012-2015	Biên LN gộp 2014	Biên LN gộp 2015
Doanh thu	722	830	14,9%			40,3%	25,5%	30,7%
Xây dựng cơ sở hạ tầng	506	428	-15,4%	70%	52%	64,2%	13,7%	12,7%
Trạm thu phí	130	238	83,1%	18%	29%	92,6%	73,8%	71,1%
QL1A	99	194	96,9%	14%	23%	n/a	80,0%	74,8%
TL16	31	44	39,6%	4%	5%	n/a	54,4%	57,7%
Mỏ đá	24	35	45,6%	3%	4%	n/a	-0,8%	-1,7%
Sản phẩm ống thoát nước	38	60	59,0%	5%	7%	-14,8%	1,5%	10,2%
Bê tông & Nhựa đường	7	44	564,2%	1%	5%	6,9%	48,8%	45,7%
Kinh doanh xăng dầu	0	19	n/a	0%	2%	n/a	n/a	5,5%
Khác	19	6	-65,9%	1%		-39,6%	80,2%	44,6%
LN gộp	184	255	38,5%					
Chi phí SG&A	-54	-61	13,7%					
Lợi nhuận từ hoạt động	130	194	48,7%					
Chi phí tài chính	-71	-108	52,0%					
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-72</i>	<i>-111</i>	<i>55,1%</i>					
LN sau thuế	49	68	37,4%					

Nguồn: CTI, VCSC

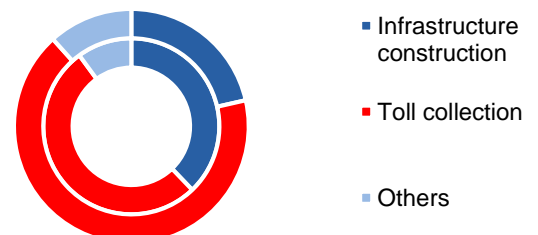
Đóng góp đầy đủ trong cả năm của trạm thu phí QL1A đã dẫn dắt tăng trưởng. Doanh thu năm 2015 của CTI tăng 15%, chủ yếu đến từ trạm thu phí QL1A. Trạm thu phí này đi vào hoạt động từ tháng 7/2014, có nghĩa dự án này chỉ đóng góp 4 tháng doanh thu năm 2014. Do đó trong năm 2015, doanh thu từ trạm thu phí đã tăng 95% nhờ đóng góp đầy đủ trong cả năm. Mặt khác, doanh thu từ xây dựng giảm 15% nhưng chỉ có tác động hạn chế đến lợi nhuận do mảng kinh doanh thu phí – vốn có biên LN cao nhất trong tất cả các phân khúc kinh doanh của CTI – đóng góp tỷ trọng cao hơn trong doanh thu. Các mảng kinh doanh nhỏ hơn như khai thác đá, sản phẩm ống thoát nước, xi măng và nhựa đường, kinh doanh xăng dầu cũng có tỷ lệ tăng trưởng tích cực 40-60%, chủ yếu do hiệu ứng cơ sở thấp. Tuy nhiên, đóng góp từ tất cả các mảng này trong doanh thu tổng và LN gộp vẫn khá nhỏ so với xây dựng cơ sở hạ tầng và hoạt động thu phí.

Đối với lợi nhuận, chi phí Bán hàng, Tổng hợp và Quản lý (SG&A) tính theo % doanh số, được duy trì ổn định ở mức 7,4% trong cả năm 2014 và 2015, một phần bù đắp cho mức tăng mạnh của chi phí lãi vay và giúp LN sau thuế 2016 có thể tăng 48%. Chi phí lãi vay tăng mạnh đến từ việc CTI thực hiện các dự án BOT và những dự án cơ sở hạ tầng này thường đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu của CT



Hình 3: Cơ cấu LN gộp của CTI



Triển vọng 2016: Gia tăng phí thu và dự án BOT là câu chuyện chủ đạo

Hình 4: Các dự án BOT của CTI hiện đang thu phí

Địa điểm	Sở hữu	Tổng giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian thu phí	Thời gian thu phí còn lại (năm)	Doanh thu/tháng trong năm 2014 (tỷ đồng)	Doanh thu/tháng trong năm 2015 (tỷ đồng)	Doanh thu/tháng dự kiến trong năm 2016 (tỷ đồng)
Trạm thu phí							
QL1A	Đồng Nai	83%	1,506	Tháng 7/2014 - 2027	12,0	8,2	16,2
TL16	Đồng Nai	100%	96	2006 - 2021	6,0	2,6	3,6
QL91A	An Giang – Cần Thơ	60%	1,420	Tháng 4/2016 - 2033	18,0	-	13,1

Nguồn: CTI, VCSC

KQKD năm 2016 sẽ được dẫn dắt bởi hai yếu tố chính sau:

- 1) Phí đường bộ sẽ tăng trung bình khoảng 50% tại QL1A.** Chúng tôi dự báo điều này sẽ nâng doanh thu mỗi tháng từ tuyến đường này lên 25 tỷ đồng từ mức 16 tỷ đồng, tương ứng với doanh thu cả năm 300 tỷ đồng. Mức thu phí gia tăng xuất phát từ Nghị định 15/2015/NĐ-CP của Chính phủ quy định về đầu tư theo hình thức Hợp tác Công – Tư (PPP). Cứ mỗi 3 năm từ 2016 trở đi, dựa theo điều kiện thực tế, chỉ số giá cả và đề xuất của Bộ Giao thông – Vận tải, Bộ Tài chính sẽ điều chỉnh mức phí thu được nêu trong Thông tư nhằm bảo đảm tuân thủ quy định về thuế và phí. Đợt điều chỉnh tiếp theo sẽ được thực hiện trong năm 2019.
- 2) Quốc lộ 91 – giai đoạn A (QL91A) bắt đầu thu phí trong tháng 04/2016.** Doanh thu từ tuyến đường này dự kiến sẽ đạt 13 tỷ đồng/tháng, tương ứng với 120 tỷ đồng sau 9 tháng hoạt động (từ tháng 4 – tháng 12).

Với việc chúng tôi nhận định hai yếu tố này sẽ là câu chuyện tăng trưởng chính của CTI, chúng tôi giả định mức tăng trưởng không đáng kể cho các mảng kinh doanh nhỏ hơn. Trong khi đó, chúng tôi dự báo doanh thu ở mức khá đến từ mảng xây dựng cơ sở hạ tầng, đạt 400 tỷ đồng (18 triệu USD), khi CTI thực hiện các dự án xây dựng, BOT và nhà ở xã hội. Chi phí lãi vay cũng sẽ gia tăng khi CTI thực hiện các dự án BOT mới nhưng điều này sẽ không tạo ra áp lực đáng kể đối với khả năng thanh toán của CTI nhờ dòng tiền ổn định đến từ việc vận hành các dự án BOT ở QL1A và QL91A.

Hình 5: Dự báo KQKD năm 2016

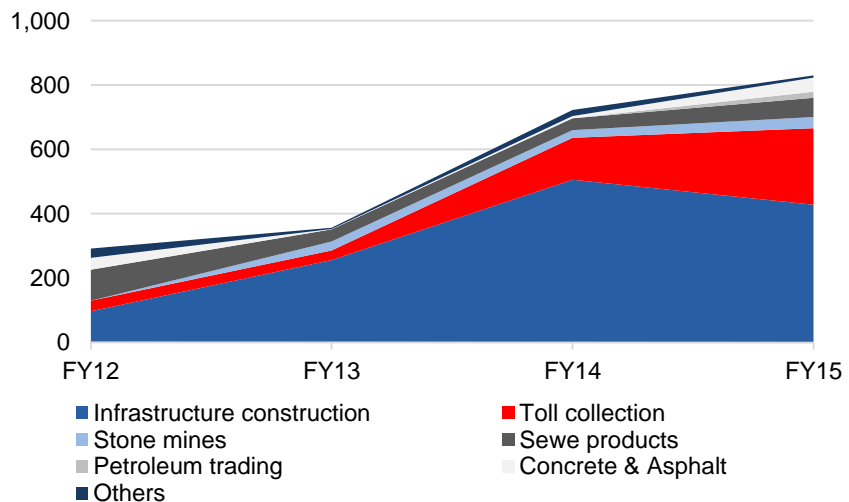
(tỷ đồng)	2015A	2016F	y-o-y%	Ghi chú
Doanh thu thuần	829,7	1,008	21,4%	
Xây dựng cơ sở hạ tầng	428	400	-6,6%	Giá trị doanh thu dự kiến 400 tỷ đồng
Trạm thu phí	238	456	83,1%	
QL1A	193	300	54,7%	Phí thu tăng trung bình 50%, giả định mật độ giao thông giữ nguyên
TL16	44	44	0,0%	Giả định giữ nguyên
QL91A	0	100	n/a	Bắt đầu thu phí tháng 04/2016
Mỏ đá	35	35	0,0%	Giả định giữ nguyên
Sản phẩm ống thoát nước	60	60	0,0%	Giả định giữ nguyên
Bê tông & Nhựa đường	45	45	0,0%	Giả định giữ nguyên
Kinh doanh xăng dầu	19	19	0,0%	Giả định giữ nguyên
Khác	6	6	0,0%	Giả định giữ nguyên
LN gộp	255	388	52,4%	
Chi phí SG&A	-61	-77	26,4%	
Lợi nhuận từ hoạt động	194	311	60,7%	
LN sau thuế	73	112	53,1%	
LN ròng sau thuế	68	105	54,9%	

Nguồn: CTI, VCSC

Các dự án BOT mới đảm bảo dòng tiền và lợi nhuận. Trước năm 2013, CTI chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và vật liệu xây dựng, với phần lớn doanh thu và lợi nhuận từ hai lĩnh vực này. Dự án BOT duy nhất của CTI trong giai đoạn này là Tỉnh lộ 16, bắt đầu thu phí năm 2006. Từ năm 2014 trở đi, CTI bắt đầu ghi nhận phí từ dự án BOT Quốc lộ 1A và sẽ tiếp tục thu phí trên Quốc lộ 91A vào năm 2016, Quốc lộ 91B vào năm 2017, Đường chuyên dùng vận chuyển vật liệu xây dựng vào năm 2017 và Nút giao 319 kết nối với đường cao tốc TPHCM-Long Thành-Dầu Giây năm 2018.

Ngoài ra, CTI đang thương lượng để mua lại 49% cổ phần (trị giá 200 tỷ đồng) của ba trạm thu phí trên Quốc lộ 51 thông qua một liên doanh. Các trạm thu phí này đã đi vào hoạt động tháng 07/2014 và doanh thu tổng cộng 450 tỷ đồng. Việc thương lượng vẫn chưa được hoàn tất, và chúng tôi cho rằng điều này khó có thể xảy ra trong năm nay.

Hình 6: Cơ cấu doanh thu của CTI 2012-2015



Nguồn: CTI

Hình 7: Danh mục các dự án BOT của CTI

Dự án	Địa điểm	Tỷ lệ góp vốn	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Dự kiến năm bắt đầu mang lại doanh thu	Ghi chú
Quốc lộ 91B	An Giang - Can Tho	60%	614	2017	
Nút giao 319 kết nối với đường cao tốc TPHCM-Long Thành-Dầu Giây	Đồng Nai	100%	700	2018	Khởi công vào cuối năm 2016 và dự kiến hoàn tất vào cuối năm 2017. Thời gian thu phí dự kiến kéo dài 22 năm.
Quốc lộ 51	Đồng Nai – Bà Rịa – Vũng Tàu	49%	3.971	Đang thương lượng	Gồm ba trạm thu phí, đều đi vào hoạt động tháng 07/2014. CTI đang thương lượng để mua lại 49% cổ phần (trị giá 200 tỷ đồng) dự án này thông qua một liên doanh.
Đường chuyên dùng vận chuyển vật liệu xây dựng	Biên Hòa – Đồng Nai	100%	200	2017	Sẽ khởi công trong năm 2016

Nguồn: CTI, VCSC

Nhằm huy động vốn cho các dự án trên, CTI sẽ phát hành riêng lẻ 10 triệu cổ phiếu mới. Giá phát hành sẽ không dưới 20.000VND/cổ phiếu và đợt phát hành dự kiến sẽ được thực hiện trong Quý 2. Với đợt phát hành này, EPS cơ bản 2016 và EPS pha loãng 2016 dự kiến đạt lần lượt 3.2014VND và 2.321VND, tăng 55% và 19% so với năm 2015.

Hình 8: Chính sách trả cổ tức của CTI

Mục đích	Giá trị (tỷ đồng)
Đầu tư vào Nút giao 319 kết nối với đường cao tốc TPHCM-Long Thành-Dầu Giây	84
Đầu tư vào Đường chuyên dùng vận chuyển vật liệu xây dựng	18
Đầu tư vào các dự án khác và cơ cấu lại nợ	98
Tổng cộng	200

Nguồn: CTI, VCSC

Dòng tiền từ các dự án BOT cho phép CTI trả cổ tức bằng tiền mặt cao hơn. Trong giai đoạn 2012-2013, CTI đầu tư mạnh vào các dự án QL1A và QL91A, do đó công ty quyết định giữ lại lợi nhuận và không trả cổ tức bằng tiền mặt. Từ năm 2014 trở đi, CTI bắt đầu ghi nhận phí thu từ dự án BOT QL1A, qua đó công ty trả cổ tức bằng tiền mặt tỷ lệ 10% cho năm này. Chúng tôi cho rằng vì CTI tiếp tục có dòng tiền từ các dự án BOT, công ty sẽ tiếp tục trả cổ tức cao bằng tiền mặt cho các năm tới. CTI dự kiến sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2015 tại mức 1.500VND/cổ phiếu, thanh toán vào Quý 2/2016, lợi suất cổ tức 6,6%. Cổ tức năm 2016 theo đề xuất là 1.600VND/cổ phiếu. Số dư tiền mặt của CTI vào cuối năm 2015 là 110 tỷ đồng, đủ để công ty thực hiện kế hoạch trả cổ tức bằng tiền mặt.

Hình 9: Chính sách trả cổ tức của CTI

Cổ tức	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
Tiền mặt	16%	10%			10%	15%	16%
Cổ phiếu thưởng				10%			
Phát hành quyền mua cổ phiếu				10:11			
Phát hành riêng lẻ						30%	

Nguồn: CTI, VCSC

Định giá: Lợi suất cổ tức cao nên định giá hợp lý

Tại mức giá hiện tại, CTI đang giao dịch tại mức PER 2016 là 7,4 lần trước đợt phát hành riêng lẻ và PER 2016 pha loãng là 9,7 lần. PER trượt 12 tháng pha loãng pro forma (điều chỉnh theo đợt phát hành riêng lẻ sắp tới) hiện là 15,0 lần.

Hình 10: Quá trình trả cổ tức bằng tiền mặt CTI, CII và HUT

Cổ tức	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
CTI	16%	10%	0	0	10%	15%	16%
<i>Lợi suất theo giá hiện tại</i>	7,0%	4,4%			4,4%	6,6%	7,0%
HUT	7%	0	0	0	0	7%	
<i>Lợi suất theo giá hiện tại</i>	7,5%					7,5%	
CII	18%	18%	12%	12%	14%	16%	20%
<i>Lợi suất theo giá hiện tại</i>	7,3%	7,3%	4,9%	4,9%	5,7%	6,5%	8,1%

Nguồn: CTI, VCSC

Hình 11: So sánh với các công ty xây dựng khác

Công ty	Mã	Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	Doanh thu 2015 (tỷ VND)	y-o-y (%)	LNST 2015 (tỷ VND)	y-o-y (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt 12 tháng	P/B hiện nay
CTCP Tasco	HUT	2.139	2.246	-18,7	160	-37,9	10,6	2,4	7,7	0,7
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật T.P Hồ Chí Minh	CII	6.259	1.748	-32,8	627	60,9	21,3	5,2	7,8	1,7
CTCP Đầu tư phát triển hạ tầng IDICO	HTI	439	303	69,1	58	57,9	16,0	4,6	7,6	1,2
Trung bình		2.946	1.432	5,9	282	27,0	16,0	4,1	7,7	1,2
Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO	CTI	743	830	14,9	68	37,4	11,7	2,3	11,5	1,7

Nguồn: Bloomberg

Phân tích kỹ thuật

Nhận định:

Đồ thị giá giao dịch trong kênh tăng giá trung hạn được hình thành từ tháng 02/2016 đến nay

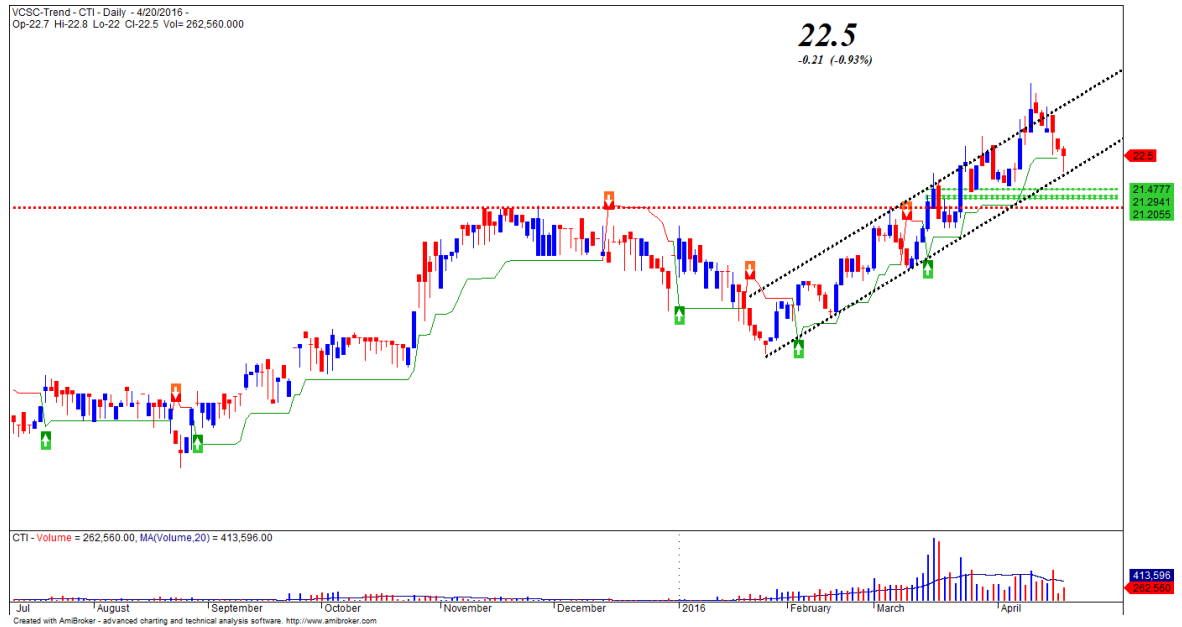
Mức kháng cự trung hạn là 26,000. Đồng thời, các chỉ báo xung lượng trung hạn tăng mạnh vào vùng quá mua cho thấy áp lực bán có thể sẽ gia tăng và xu hướng tăng về mức kháng cự 26,000 sẽ rất khó khăn.

Theo hệ thống chỉ báo kỹ thuật, chúng tôi đánh giá rủi ro ngắn hạn và trung hạn có dấu hiệu gia tăng cho nên cơ hội tìm kiếm lợi nhuận sẽ trở nên khó khăn hơn.

Khuyến nghị:

Các nhà đầu tư ngắn hạn và trung hạn có thể bán ra tại các mức kháng cự ngắn hạn 24,000 hoặc mức kháng cự trung hạn 26,000.

Tính đến ngày 20/04/2016	(đồng/CP)
Chu kỳ phân tích ngắn hạn	1-3 tháng
Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	24.000
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	21.500
Xu hướng ngắn hạn	TĂNG
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	26.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	20.000
Xu hướng trung hạn	TĂNG



Source: VCSC

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A
Doanh thu	557	722	830	Tiền và tương đương	171	179	110
Giá vốn hàng bán	-475	-538	-575	Đầu tư TC ngắn hạn	0	6	47
Lợi nhuận gộp	81	184	255	Các khoản phải thu	62	243	120
Chi phí bán hàng	-4	-8	-11	Hàng tồn kho	168	118	92
Chi phí quản lí DN	-31	-46	-50	TS ngắn hạn khác	114	24	30
LN thuần HĐKD	46	130	194	Tổng TS ngắn hạn	515	570	400
Thu nhập tài chính	1	1	2	TS dài hạn (gộp)	1.212	1.372	1.795
Chi phí tài chính	-26	-74	-115	- Khấu hao lũy kế	-140	-259	-341
Trong đó, chi phí lãi vay	-23	-72	-111	TS dài hạn (ròng)	1.072	1.113	1.454
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	1	0	Đầu tư TC dài hạn	4	10	8
Lỗ/lãi thuần khác	0	1	5	TS dài hạn khác	155	851	1.419
LNTT	17	50	73	Tổng TS dài hạn	1.230	1.975	2.881
Thuế TNDN	-5	-9	-12	Tổng Tài sản	1.745	2.544	3.281
LNST trước CĐTS	17	49	68	Phải trả ngắn hạn	131	104	139
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	-5	Nợ ngắn hạn	347	498	391
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	17	49	68	Nợ ngắn hạn khác	177	142	226
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	17	49	68	Tổng nợ ngắn hạn	655	745	756
EBITDA	73	159	215	Nợ dài hạn	741	1.229	1.919
EPS cơ bản, báo cáo, VND	512	1.425	1.953	Nợ dài hạn khác	120	20	0
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	512	1.425	1.953	Tổng nợ	861	1.249	1.919
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	512	1.425	1.953				
TỶ LỆ	2013A	2014A	2015A	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	150	330	330
Tăng trưởng doanh thu	70,4%	29,7%	14,9%	Thặng dư vốn CP	10	10	10
Tăng trưởng LN HĐKD	86,3%	180,8%	48,7%	Lợi nhuận giữ lại	16	50	80
Tăng trưởng LNTT	551,2%	173,4%	44,7%	Vốn khác	0	11	13
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	585,5%	178,4%	37,1%	Lợi ích CĐTS	54	150	174
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	230	551	606
Biên LN gộp %	14,6%	25,5%	30,7%	Tổng cộng nguồn vốn	1.745	2.544	3.281
Biên LN từ HĐ %	8,3%	18,0%	23,3%				
Biên EBITDA	13,1%	22,0%	25,9%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	3,0%	6,9%	8,2%	Tiền đầu năm	20	171	179
ROE %	7,6%	13,5%	12,2%	Lợi nhuận sau thuế	2	59	85
ROA %	1,2%	2,3%	2,4%	Khấu hao	35	56	87
Chỉ số hiệu quả vận hành				Thay đổi vốn lưu động	292	-319	5
Số ngày tồn kho	141,6	96,8	66,5	Điều chỉnh khác	0	72	108
Số ngày phải thu	50,8	28,2	23,4	Tiền từ hoạt động KD	329	-133	286
Số ngày phải trả	71,1	79,6	77,3	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-495	-659	-865
TG luân chuyển tiền	121,3	45,5	12,6	Đầu tư	1	-4	-36
Thanh khoản				Tiền từ HĐ đầu tư	-494	-663	-901
CS thanh toán hiện hành	0,8	0,8	0,5	Cổ tức đã trả	0	0	-36
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,4	Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	165	0
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	283	488	690
Nợ/Tài sản	62,3%	69,2%	70,2%	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	33	151	-107
Nợ/Vốn sử dụng	82,5%	77,5%	79,1%	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Nợ/Vốn CSH	473,0%	344,2%	378,8%	Tiền từ hoạt động TC	315	804	547
Khả năng thanh toán lãi vay	1,9	1,8	1,8	Tổng lưu chuyển tiền tệ	151	8	-69
				Tiền cuối năm	171	179	110

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (5% LNST) theo Thông tư 200.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, 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 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 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 giá 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.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145 Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
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.