

# CTCP Đầu tư phát triển Cường Thuận IDICO (CTI—HOSE)

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	30,400
Giá mục tiêu (đồng/cp)	36,300
Tiềm năng tăng/giảm (%)	19.4
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	27.3
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	21.8
Tăng trưởng giá so với VN-Index (%)	0.1
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	1,964
SL CP lưu hành (triệu cp)	62.9
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	7.0
P/E forward (x)	8.1
P/B (x)	1.4
P/E VN-Index (x)	15.8

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H.2017

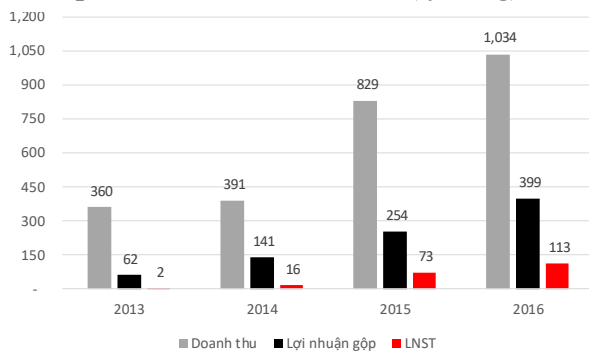
Trong 1H.2017, CTI công bố doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 549.6 tỷ đồng (-2.2% YoY) và 75.1 tỷ đồng (+29.6% YoY). Doanh thu của CTI 6 tháng đầu năm giảm nhẹ phần lớn do sự sụt giảm doanh thu từ mảng nhựa nóng và xây lắp đạt 217.1 tỷ đồng (-34.1% YoY), sự sụt giảm này do 1 số công trình chưa kịp ghi nhận doanh thu trong 6 tháng đầu năm. Doanh thu từ thu phí quốc lộ 91 tăng trưởng +263% YoY đạt 80.7 tỷ đồng, do CTI bắt đầu mở trạm thu phí 91B từ ngày 31/12/2016. Doanh thu từ mảng đá cũng tăng trưởng khá tốt đạt 22.9 tỷ đồng (+231% YoY) nhờ việc tăng khai thác đá 2 mỏ Đồi Chùa 3 và mỏ Tân Cang 8. Các mảng còn lại của CTI đều tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ.

Doanh thu và lợi nhuận gộp của từng mảng:

Triệu đồng	1H2016		1H2017	
	Doanh thu thuần	Lợi nhuận gộp	Doanh thu thuần	Lợi nhuận gộp
<b>Bán hàng hóa</b>	6,626	1,262	7,859	1,780
<b>Bán thành phẩm công</b>	24,797	1,768	43,966	18,386
<b>Bán thành phẩm đá</b>	6,992	(1,927)	22,971	2,403
<b>Nhựa nóng và xây lắp</b>	329,326	58,673	217,187	50,017
<b>Thu phí tỉnh lộ 16</b>	26,140	14,442	28,857	18,026
<b>Thu phí quốc lộ 1</b>	145,630	93,445	143,017	78,709
<b>Thu phí quốc lộ 91</b>	22,232	17,960	80,692	61,980
<b>Khác</b>	0	0	5,059	2,575
<b>Tổng</b>	<b>561,743</b>	<b>185,612</b>	<b>549,608</b>	<b>233,876</b>

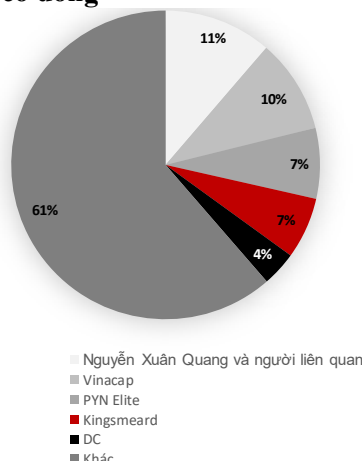
Nguồn: BCTC CTI

## Kết quả kinh doanh 2013-2016 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC CTI

## Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Báo cáo thường niên CTI

## Kết quả kinh doanh 1H2017:

Triệu đồng	1H2016	1H2017	% Tăng trưởng	%KH2017
<b>Doanh thu</b>	561,743	549,608	2.2%	25.9%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	185,612	233,876	25.9%	NA
<b>Lợi nhuận tài chính</b>	(76,020)	(100,496)	32.2%	NA

Nguồn: BCTC CTI

Mặc dù doanh thu thuần 1H2017 giảm nhẹ 2.2% YoY, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế lại tăng mạnh đạt 75.1 tỷ đồng (+29.7% YoY), do biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 33.0% 1H2016 lên 42.6% 1H2017, lợi nhuận gộp cải thiện phần lớn do sự cải thiện biên lợi nhuận của mảng công và thành phẩm từ mỏ đá, và sự gia tăng lợi nhuận gộp do trạm thu phí 91B đi vào hoạt động cuối năm 2016.

## TRIỂN VỌNG NĂM 2017

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2017 lần lượt đạt 1,465 tỷ đồng (+42.5%) và 183.4 tỷ đồng (+62.2%) dựa vào các dự phóng bên dưới của chúng tôi:

+ Doanh thu từ mảng bán thành phẩm công dự báo đạt 100 tỷ đồng (+59.2% YoY) trong năm 2017, hiện công suất thiết kế công của CTI đạt 2,500km/năm. Dự báo mảng cung cấp công thoát nước sẽ tăng trưởng tốt vào năm 2018 nhờ việc ký hợp đồng cung

cấp cống thoát nước sẽ tăng trưởng tốt vào năm 2018 nhờ việc ký hợp đồng cung cấp cống thoát nước cho dự án cấp thoát nước TP.HCM. Biên lợi nhuận gộp mảng cống thoát nước đạt 42% trong năm 2017 nhờ tăng sản lượng sản xuất giảm chi phí đầu vào.

+ Doanh thu từ bán thành phẩm đá và dịch vụ mỏ đá dự báo đạt 70 tỷ đồng (+140.5% YoY), CTI đã tăng công suất khai thác đá gấp đôi vào tháng 7.2017 nên chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng gấp đôi cùng kỳ năm ngoài 6 tháng cuối năm 2017. CTI chưa có ý định gia tăng công suất khai thác mỏ đá trong thời gian sắp tới do đang tập trung đầu tư vào các dự án BOT. Mảng đá trong 1H2017 đã vượt qua ngưỡng hòa vốn và đạt mức biên lợi nhuận gộp 10% so với -28% cùng kỳ. Lợi nhuận gộp từ bán thành phẩm đá dự báo đạt 4.9 tỷ đồng so với -1.7 tỷ đồng cùng kỳ. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp mảng đá năm 2018 lần lượt đạt 92 tỷ đồng (+31.4% YoY) và 7.4 tỷ đồng (+50% YoY).

+ Doanh thu xây lắp kỳ vọng năm 2017 đạt 700 tỷ đồng (+38.3% YoY) và lợi nhuận gộp đạt 140 tỷ đồng (+31.5% YoY). Mặc dù 6 tháng đầu năm doanh thu xây lắp chỉ đạt 217.1 tỷ đồng, nhưng trong 6 tháng cuối năm CTI sẽ ghi nhận doanh thu xây lắp của nút giao 319 và cao tốc TP.HCM - Long Thành khoảng 300 tỷ đồng và doanh thu từ đường chuyên dùng vật liệu xây dựng khoảng 100 tỷ đồng (dự kiến hoàn thành và bắt đầu thu phí vào tháng 11.2017). Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng xây lắp năm 2018 lần lượt đạt 850 tỷ đồng (+21.4% YoY) và 170 tỷ đồng (+21.4% YoY).

+ Dự báo doanh thu thuần từ thu phí tỉnh lộ 16 và quốc lộ 1 năm 2017 lần lượt đạt 60 tỷ đồng (+13.2% YoY) và 300 tỷ đồng (+2.3% YoY), doanh thu tăng do lưu lượng xe tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng tỉnh lộ 16 và quốc lộ 1 sẽ tăng trưởng ổn định trong thời gian tới nhờ tăng lưu lượng xe hàng năm khoảng 6%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của tỉnh lộ 16 và quốc lộ 1 năm 2017 lần lượt là 10.5 tỷ và 46.4 tỷ đồng vượt 8.3% kế hoạch.

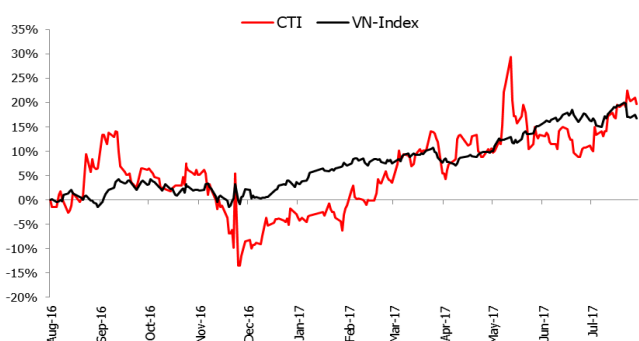
+ Tháng 12/2016 CTI đưa trạm thu phí 91B vào hoạt động, trước đó CTI cũng bắt đầu thu phí trạm quốc lộ 91A tháng 4/2016, do vậy chúng tôi dự báo doanh thu từ phí quốc lộ 91 sẽ tăng trưởng 172.8% so với cùng kỳ đạt 180 tỷ đồng, tương ứng với lợi nhuận sau thuế đạt 39 tỷ đồng, sát với kế hoạch doanh thu công ty đưa ra là 178 tỷ đồng. Do đặc tính của các dự án BOT quốc lộ tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ tăng trưởng ổn định qua các năm do lưu lượng xe qua trạm tăng khoảng 5% - 6% hàng năm. Nên chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của quốc lộ 91 năm 2018 đạt lần lượt là 190 tỷ đồng và 44 tỷ đồng.

+ CTI sẽ bắt đầu thu phí đường chuyên dùng vật liệu xây dựng vào tháng 11/2017 sắp tới. Do mới đưa vào hoạt động nên lưu lượng xe chưa nhiều. Chúng tôi dự báo doanh thu của trạm thu phí này đạt 5 tỷ đồng trong năm 2017.

Tỷ đồng	KH2017	2017F	2018F
<b>Doanh thu</b>	1,426	1,445	1,737
<b>Lợi nhuận gộp</b>	NA	543	649
<b>LNST</b>	145.5	183.4	239.5

*Nguồn: CTI và MSI ước tính*

Năm 2018, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của CTI là 1,737 tỷ đồng (+20.2% YoY) và (+30.6% YoY) nhờ sự tăng trưởng tốt từ mảng cống thoát nước nhờ ký hợp đồng cung cấp cống trị giá 300 tỷ đồng với JICA, và mảng xây lắp do sự đóng góp của các dự án như dự án nhà ở xã hội phường Tam Hòa (tổng mức đầu tư 325 tỷ đồng), dự án khu nhà ở xã hội tại xã Phước Tân (tổng mức đầu tư 391 tỷ đồng), dự án đường ven hồ Trị An (tổng mức đầu tư 120 tỷ đồng). Mảng đá và các dự án BOT dự báo sẽ tăng trưởng ổn định trong các năm tới.



So sánh cổ phiếu CTI và VN-Index

## ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU CTI

### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E theo từng mảng hoạt động để xác định giá trị cổ phiếu CTI với các chỉ số như sau: (1) EPS forward trung bình 2 năm 2017F và 2018F là 3,300 đồng; (2) P/E định giá trung bình của các mảng hoạt động của CTI là 10.2x, do triển vọng tăng trưởng các mảng hoạt động của CTI chúng tôi đánh giá là khả quan trong các năm tiếp theo nên chúng tôi tăng P/E mục tiêu lên là 11x. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu CTI là 36,300 đồng /cp.

### Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTI với giá mục tiêu là **36,300 đồng/cp** cho triển vọng dài hạn của công ty với những lý do sau:

- + Các dự án BOT của CTI đã đi vào vận hành ổn định tạo nguồn tiền dồi dào cho công ty.
- + Mảng xây lắp (đóng góp doanh thu chính cho CTI) sẽ ghi nhận doanh thu từ giao lộ 319 và đường chuyên dùng vật liệu xây dựng trong 6 tháng cuối năm 2017. Mảng này kỳ vọng sẽ vẫn còn tăng trưởng tốt trong năm 2018 nhờ các dự án nhà ở xã hội, tiếp tục ghi nhận doanh thu từ giao lộ 319, dự án nâng cấp tuyến đường Trảng Bom - Cây Gáo...
- + Mảng bán thành phẩm cống thoát nước sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2018 nhờ vào hợp đồng cung cấp cống thoát nước cho JAICA.
- + Cổ phiếu hiện đang giao dịch mới mức P/E forward là 10.6x khá rẻ so với P/E VN-Index là 15.8x.

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	300,576	360,635	391,547	829,693	1,034,160	1,445,000	1,737,000
Tăng trưởng (% yoy)	n/a	20.0	8.6	111.9	24.6	39.7	20.2
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,210	2,422	16,373	73,354	112,849	183,482	239,470
Tăng trưởng (% yoy)	n/a	100.2	576.0	348.0	53.8	62.6	30.5
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.4	0.7	4.2	8.8	10.9	12.7	13.8
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	173,232	175,925	351,271	606,439	886,181	1,480,000	NA
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,173,519	1,745,311	2,495,329	3,281,099	3,847,310	4,550,000	NA
ROE (%)	0.7	1.4	4.7	12.1	12.7	12.4	NA
ROA (%)	0.1	0.1	0.7	2.2	2.9	4.0	NA

Nguồn: BCTC CTI, MSI ước tính

## CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

## CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ  
88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (8424) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (8428) 3521 4299 - Fax: (8428) 3914 1969

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm  
115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Điện thoại: (8424) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

**Võ Văn Cường** - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: [cuongvv1@msi.com.vn](mailto:cuongvv1@msi.com.vn)

**Bùi Đức Hoàn** - Trưởng phòng

Email: [hoanbd1@msi.com.vn](mailto:hoanbd1@msi.com.vn)

**Nguyễn Anh Tùng** - Chuyên viên

Email: [tungna@msi.com.vn](mailto:tungna@msi.com.vn)

**Đỗ Đức Lộc** - Chuyên viên

Email: [locdd@msi.com.vn](mailto:locdd@msi.com.vn)

**Trần Văn Thảo** - Chuyên viên

Email: [thaotv@msi.com.vn](mailto:thaotv@msi.com.vn)

**Lê Ngọc Hân** - Chuyên viên

Email: [hanln@msi.com.vn](mailto:hanln@msi.com.vn)

**Lê Thị Hải Yến** - Chuyên viên

Email: [yenlth1@msi.com.vn](mailto:yenlth1@msi.com.vn)

**KHUYẾN CÁO:** Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.