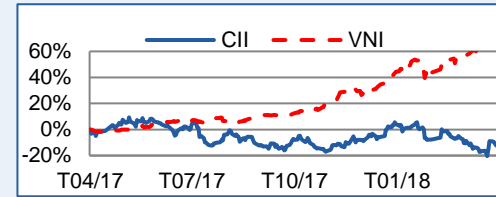


Ngành:	Cơ sở hạ tầng	2017	2018F	2019F	2020F	
Ngày báo cáo:	12/04/2018	Tăng trưởng DT	68,5%	86,9%	10,0%	13,1%
Giá hiện tại:	32.450 VND	Tăng trưởng EPS	80,6%	-25,6%	17,4%	44,2%
Giá mục tiêu:	42.000 VND	Biên LN gộp	20,2%	24,6%	55,2%	56,8%
Giá mục tiêu trước đây:	39.500 VND	Biên LN ròng	74,5%	29,7%	31,7%	40,4%
TL tăng:	+29,4%	EV/EBITDA	26,1x	14,0x	6,8x	5,8x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	1,6x	1,3x	1,2x	1,0x
Tổng mức sinh lời:	+29,4%	P/E	5,5x	7,4x	6,3x	4,4x



GT vốn hóa:	352,0 triệu USD	CII	VNI	
Room KN:	38,3 triệu USD	P/E (trượt)	5,5x	21,5x
GTGD/ngày (30n):	1,3 triệu USD	P/B (hiện tại)	1,6x	3,3x
Cổ phần Nhà nước:	9,8%	Nợ ròng/CSH	1,2x	NA
SL cổ phiếu lưu hành	246,2 triệu	ROE	36,0%	14,8%
Pha loãng	282,6 triệu	ROA	10,5%	2,3%

Tổng quan công ty

Được thành lập vào năm 2001 và niêm yết cổ phiếu trên sàn HSX năm 2006, CII là công ty tư nhân lớn và có uy tín nhất trong ngành phát triển cơ sở hạ tầng tại Việt Nam, chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và điều hành đường bộ có thu phí. Công ty cũng đang đầu tư phát triển dự án bất động sản tại khu đô thị mới Thủ Thiêm, Quận 2, TP.HCM.

Trần Thu Trang

Chuyên viên

Phạm Hoàng Thiên Phú

Chuyên viên

Lucy Huynh, CFA

Trưởng phòng Cao cấp

Triển vọng tăng trưởng dài hạn khả quan, giảm rủi ro pha loãng

- Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật T.P Hồ Chí Minh (CII) lên MUA và điều chỉnh tăng giá mục tiêu 6,3% lên 42.000VND/cổ phiếu, tổng mức sinh lời 29,4%.
- Lý do chính khiến chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu là (1) việc điều chỉnh mô hình chiết khấu dòng tiền (2) lãi suất phi rủi ro giảm.
- Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 sẽ tăng mạnh 86,9% lên 3.800 tỷ đồng nhờ (1) dự án nhà ở thấp tầng tại Thủ Thiêm Lakeview 1 sẽ chiếm 22,1% doanh thu (đã bán 100%) và (2) ghi nhận doanh thu từ dự án BT Thủ Thiêm.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2018 sẽ đạt 1.100 tỷ đồng, giảm 25,4% so với năm 2017. Chúng tôi xin lưu ý rằng CII ghi nhận lãi tài chính nhờ hợp nhất LGC và CEE năm 2017, dẫn đến mức cơ sở cao cho năm 2017.
- Chúng tôi không còn dự báo công ty sẽ phát hành thêm cổ phiếu mới.
- Yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu: Giá BĐS tại Thủ Thiêm tăng.
- Yếu tố bất lợi: Dự án bị đình trệ, pha loãng và/hoặc hoãn trả cổ tức để có vốn XD CB.

Trạm thu phí Xa lộ Hà Nội sẽ hỗ trợ doanh thu thu phí từ 2019 trở đi. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 sẽ giảm 24% do thời gian thu phí Rạch Chiếc đã kết thúc năm 2017 (42% doanh thu thu phí cầu đường). Tuy nhiên, từ Quý 1/2019 trở đi, chúng tôi giả định dự án mở rộng Xa lộ Hà Nội sẽ bắt đầu thu phí, khiến doanh thu thu phí 2019 tăng 177%.

Ký hợp đồng với Hongkong Land để phát triển Thủ Thiêm Riverpark ngày 12/12/2017. Dự án nhà cao tầng sang trọng rộng 3,5 ha này gồm khoảng 1.140 căn là liên doanh giữa CII và Hongkong Land với tỷ lệ góp vốn lần lượt 36% và 64%. Chúng tôi dự báo CII sẽ ghi nhận lãi chênh lệch từ việc đánh giá lại chi phí đất của dự án trong năm 2018-2019.

Chúng tôi không còn phản ánh khả năng pha loãng do đề xuất phát hành quyền mua và phát hành riêng lẻ. CII tiếp tục thương lượng với các tổ chức tài chính về việc phát hành 1.300 tỷ đồng trái phiếu không chuyển đổi để huy động vốn cho các dự án. Đến nay, công ty đã phát hành được 23% mục tiêu trên. Chúng tôi dự báo đến Quý 2/2018, CII sẽ phát hành xong lượng trái phiếu còn lại, đồng thời hủy kế hoạch phát hành quyền mua cổ phiếu và phát hành riêng lẻ.

Tạm thời không trả cổ tức để huy động vốn đầu tư XD CB, đảm bảo tăng trưởng dài hạn. Với kế hoạch đầu tư 20.100 tỷ đồng vốn XD CB giai đoạn 2018-2020, CII đã đề xuất không trả cổ tức cho năm 2017. Thay vào đó, công ty đã xin ý kiến cổ đông về việc trả cổ tức 3.200VND/cổ phiếu cho năm 2018, cao hơn 122% so với mức cổ tức trung bình. Phần lớn số vốn XD CB trên sẽ được dùng để tài trợ các dự án BOT.

Việc tập trung vào gia tăng giá trị tài sản hỗ trợ luận điểm đầu tư vào CII. Chúng tôi cho rằng giá trị tài sản của CII sẽ tăng trong trung hạn nhờ (1) lưu lượng giao thông và thu phí tăng đều đặn trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam diễn biến tích cực; (2) mảng phát triển BĐS đạt lợi nhuận cao nhờ công ty khai thác lợi thế cạnh tranh

trong mảng phát triển và điều hành đường thu phí; và (3) quản lý dòng tiền thận trọng và tỷ lệ đòn bẩy trong mức cho phép (tỷ lệ nợ/vốn CSH dưới 2,5 lần).

Báo cáo Tài chính

INCOME STATEMENT (VND bn)	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	2,040	3,813	4,195
Giá vốn hàng bán	-1,628	-2,876	-1,879
Lợi nhuận gộp	412	937	2,316
Chi phí bán hàng & QLDN	-516	-519	-716
Doanh thu tài chính	2,189	1,768	859
Chi phí tài chính	-534	-511	-481
Lợi nhuận/(chi phí) khác	138	175	175
LNTT	1,689	1,850	2,153
Thuế TNDN	-69	-405	-460
LNST trước CĐTS	1,620	1,445	1,693
Lợi ích CĐ thiếu số	-100	-311	-362
LN ròng trừ CĐTS	1,521	1,134	1,331
EPS cơ bản (đồng)	5,870	4,370	5,130
EPS pha loãng (đồng)	5,220	3,810	4,470

RATIOS	2017	2018F	2019F
Tăng trưởng:			
Doanh thu	68.5%	86.9%	10.0%
LN ròng	81.4%	-25.4%	17.4%
EPS cơ bản	80.6%	-25.6%	17.4%
EPS pha loãng	64.7%	-27.0%	17.3%
BVPS	37.0%	23.6%	9.0%
Khả năng sinh lời:			
Biên LN gộp	20.2%	24.6%	55.2%
Biên LN HĐKD	-5.1%	11.0%	38.1%
Biên EBITDA	34.6%	34.4%	64.2%
Biên LN ròng	74.5%	29.7%	31.7%
ROE	36.0%	20.6%	20.9%
ROA	10.5%	6.8%	7.7%

Chỉ số hiệu quả:			
Số ngày tồn kho	195	126	77
Số ngày phải thu	449	257	275
Số ngày phải trả	59	44	77
Chu kỳ luân chuyển tiền	586	339	275

Thanh khoản:			
CS thanh toán hiện hành	1.3x	1.5x	1.1x
CS thanh toán nhanh	1.1x	1.2x	1.0x
CS thanh toán tiền mặt	35%	35%	17%
Nợ vay/ Tài sản	52%	48%	44%
Nợ vay/ VCSH	141%	114%	97%
Nợ vay ròng/ VCSH	122%	100%	89%
CS khả năng thanh toán lãi vay	-20%	82%	333%

BALANCE SHEET (VND bn)	2017	2018F	2019F
Tiền và tương đương tiền	1,406	1,304	751
Đầu tư TC ngắn hạn	289	289	289
Các khoản phải thu	2,511	2,689	3,160
Hàng tồn kho	870	991	396
TS ngắn hạn khác	110	110	110
Tổng TS ngắn hạn	5,186	5,384	4,707
TS cố định (ròng)	9,608	10,643	11,767
Đầu tư TC dài hạn	1,198	1,198	1,198
TS dài hạn khác	4,774	4,597	4,421
Tổng TS dài hạn	15,580	16,439	17,386
Tổng Tài sản	20,766	21,823	22,093
Phải trả ngắn hạn	261	348	395
Nợ vay ngắn hạn	2,223	1,803	2,303
Nợ ngắn hạn khác	1,587	1,531	1,665
Tổng nợ ngắn hạn	4,071	3,681	4,362
Nợ vay dài hạn + trái phiếu	8,530	8,623	7,419
Nợ dài hạn khác	526	406	286
Tổng nợ	13,127	12,710	12,067
Vốn cổ phần	2,798	2,826	2,826
Thặng dư vốn cổ phần	418	418	418
Lợi nhuận giữ lại	2,299	3,433	3,983
Vốn khác	-585	-585	-585
Lợi ích CĐTS	2,709	3,021	3,383
Vốn chủ sở hữu	7,639	9,113	10,025
Tổng nguồn vốn	20,766	21,823	22,093

CASH FLOW (VND bn)	2017	2018F	2019F
Tiền đầu năm	744	1,406	1,304
Lợi nhuận ròng	1,521	1,134	1,331
Khấu hao	808	895	1,095
Thay đổi vốn lưu động	-511	-385	186
Điều chỉnh khác	-2,261	488	538
Tiền từ HĐ KD	-443	2,131	3,149
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-1,256	-1,930	-2,218
Khác	188	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-1,068	-1,930	-2,218
Cổ tức đã trả	-348	0	-780
Tăng (giảm) vốn	113	28	0
Tăng (giảm) nợ vay	2,407	-331	-704
Khác	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	2,172	-303	-1,484
Lưu chuyển tiền thuần	662	-102	-553
Tiền cuối năm	1,406	1,304	751

Ghi chú: CII không hợp nhất LGC và CEE trong Q4/2016 và đã hợp nhất trở lại trong 6 tháng đầu năm 2017.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Thu Trang, 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 HOẢN	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.

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

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

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

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.