

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Mua

Giá mục tiêu VND 39,100

Tăng/giảm (%)	60%
Giá hiện tại (23/11/2021)	24,450
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	1,339

17/12/2021

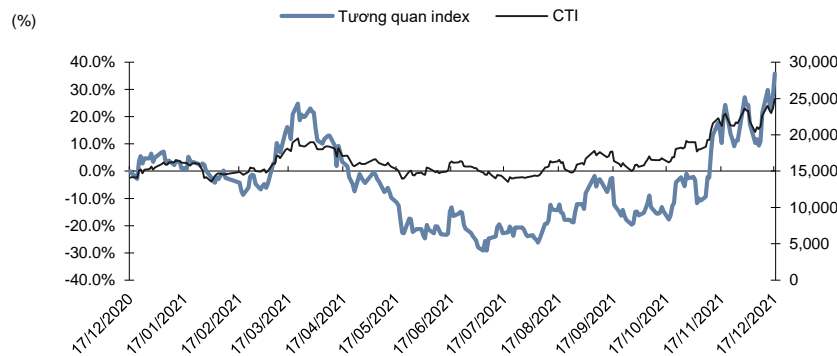
Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	29.7
Sở hữu nước ngoài (%)	1.19%
Cổ đông lớn nhất	CTCP đầu tư phát triển Cường Thuận 13.02%

Dự phóng KQKD & định giá

FY-End	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	797	915	668	791
Tốc độ tăng trưởng(%)	-13.1%	14.9%	-27%	18.4%
Lợi nhuận gộp(tỷ VNĐ)	368	280	273	386
Biên lợi nhuận gộp (%)	46.2%	30.6%	40.8%	48.8%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	84	101	56	98
EPS (VNĐ)	1,277	1,539	855	1,488
Tăng trưởng EPS	-35.1%	20.5%	-44.5%	74.2%
P/E	19.2	10.5	27.7	15.9

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Công ty cổ phần đầu tư phát triển Cường Thuận IDICO

Chuyên viên phân tích Phạm Nhật Anh
(+84) 33-2780-140 anhpn@kbsec.com.vn

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 39,100 VNĐ/cp cho CTCP đầu tư phát triển Cường Thuận Idico với kỳ vọng tới từ kết quả kinh doanh 2022 tích cực nhờ 2 BOT mới đi vào hoạt động, quỹ đất KCN và KĐT hơn 700 ha tại Đồng Nai và cuối cùng là hưởng lợi từ đầu tư công tại Long Thành.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kỳ vọng lợi nhuận ròng 2022 đạt 98 tỷ VNĐ, tăng 74% yoy nhờ 2 BOT mới là BOT 319 và BOT đường chuyên dùng VLXD. Chúng tôi dự kiến BOT 319 và BOT đường chuyên dùng sẽ đóng góp lần lượt 17 tỷ và 77 tỷ lợi nhuận gộp cho CTI trong 2022, qua đó đưa mức lợi nhuận ròng lên 386 tỷ (+41.5% yoy). Ngoài ra, công ty cũng sẽ có dòng tiền tích cực nhờ 500 tỷ hoàn vốn cho dự án BOT 91 T2 đã dừng hoạt động (khoản thu này sẽ không tác động tới P&L của CTI).

Động lực phát triển dài hạn tới từ quỹ đất KĐT và KCN hơn 700 ha tại Đồng Nai. CTI đang sở hữu quỹ đất KCN với diện tích 707 ha tại Đồng Nai: 49 ha CCN Tân An, 299 ha KCN Phước Bình 2 và 359 ha KCN Phước Bình 3. Công ty cũng là chủ đầu tư KĐT CTI Residence 10.4 ha tại đường Võ Nguyên Giáp, Phước Tân, Biên Hòa. Về kế hoạch kinh doanh tại 2 mảng này, CCN Tân An và CTI Residence đã có quy hoạch 1/500 và đang GPMB, dự kiến sẽ mở bán vào 2023. KCN Phước Bình 2 & 3 hiện đang trình thủ tướng phê duyệt.

Hưởng lợi từ đầu tư công tại Long Thành. Chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng các mảng kinh doanh cốt lõi của CTI sắp tới do: (1) Mảng đá mới đạt 25% công suất thiết kế, còn nhiều dư địa để phục vụ cho đầu tư công tại Đồng Nai; (2) Mảng xây dựng có nhiều khả năng trúng thầu hơn nhờ nhu cầu giải ngân 110,000 tỷ vốn cho sân bay Long Thành và hạ tầng khu vực; (3) Quỹ đất KĐT & KCN của CTI tiếp giáp nhiều dự án trọng điểm như Metro Bến Thành – Suối Tiên hay sân bay Long Thành, sẽ tăng giá theo tiến độ thi công từng hạng mục.

RỦI RO

Rủi ro BOT quốc lộ 91 B chậm bồi thường
Rủi ro KCN Phước Bình 2 & 3 chậm phê duyệt

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

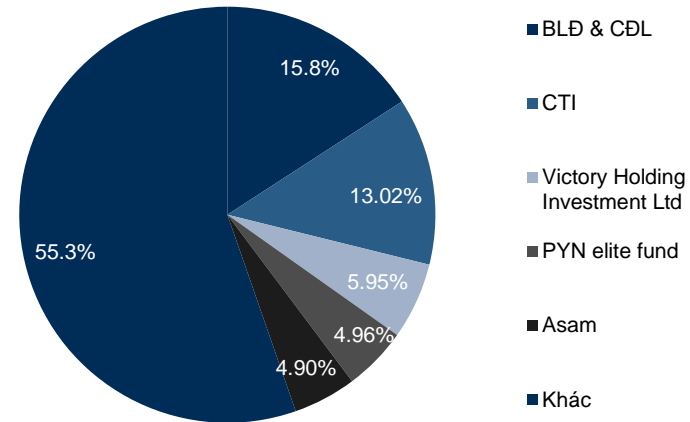
Tổng quan doanh nghiệp

CTCP đầu tư phát triển Cường Thuận Idico (HOSE:CTI) hiện đang hoạt động trong các lĩnh vực: xây lắp, BOT, khai thác đá, khu đô thị và khu công nghiệp. Hoạt động kinh doanh chính của CTI là BOT với tỉ trọng lợi nhuận gộp lên tới 85% trong 2020, tuy nhiên về dài hạn Cường Thuận sẽ phát triển theo hướng khu công nghiệp & khu đô thị với lợi thế từ quỹ đất sẵn có hơn 700 ha.

Cơ cấu cổ đông

Về cơ cấu cổ đông của CTI: Ban lãnh đạo và cổ đông lớn đang nắm giữ 15.8%, CTI nắm giữ 13.02% cổ phiếu quỹ, Victory Holding (quỹ thành viên của Vina Capital) sở hữu 5.95%, Pyn Elite Fund sở hữu 4.96% và quỹ Asam nắm 4.9%. Như vậy, tỷ lệ cổ phiếu trôi nổi của CTI còn lại là 55.3%.

Bảng 4. Tổng hợp các BOT của CTI



Nguồn: CTI, KBSV

Trực tiếp quản lý 4 BOT với doanh thu đều đặn 500 tỷ hàng năm

CTI hiện đang trực tiếp quản lý 4 BOT: BOT Trảng Bom – thu phí cho khách đi quốc lộ 1A, BOT T1 quốc lộ 91 – thu phí cho khách đi quốc lộ 91 và 2 BOT mới đi vào hoạt động trong 2021 là BOT đường chuyên dùng VLXD (M5/2021) – thu phí cho xe đi vào khu vực mỏ đá Tân Cang và BOT đường 319 nối dài (M10/2021) – thu phí cho xe sử dụng đường 319. Ngoài ra, công ty cũng đã xây dựng BOT T2 quốc lộ 91 với tổng mức đầu tư (TMĐT) là 500 tỷ nhưng phải dừng hoạt động do bị dân phản đối. BOT T2 đang đợi chính phủ mua lại với mức giá ước tính là 500 tỷ, bằng TMĐT.

Nhà thầu xây dựng uy tín tại Đồng Nai

CTI là nhà thầu xây dựng hạ tầng, phục vụ chủ yếu cho thị trường Đồng Nai với các dự án như: nhà ở xã hội Tam Hoa, khu tái định cư Phước Tân, khu tái định cư Long Thành, quốc lộ 319 và quốc lộ Trảng Bom ... Xây dựng là một trong những mảng kinh doanh cốt lõi của CTI, tạo ra doanh thu bình quân 400 tỷ cho giai đoạn 2016-2020. CTI cũng có biên gộp cao hơn đối thủ tại mảng xây dựng nhờ lợi thế từ mỏ đá tự khai thác.

Sở hữu 2 mỏ đá với công suất thiết kế lên tới 2.5 tr m3/ năm và thời hạn sử dụng qua 2030

CTI đang quản lý 2 mỏ là Thiện Tân 10 và Xuân Hòa với công suất thiết kế lần lượt là 2,000,000 m3 và 500,000 m3. Do chưa lắp hết máy xay đá, công suất hằng năm 2 mỏ này, tính cả tự sử dụng và bán ra ngoài, mới chỉ đạt 300,000 – 400,000 m3/ năm. CTI cũng đang nghiên cứu đầu tư thêm mỏ đá Thiện Tân 11 với công suất thiết kế 900,000 m3/ năm, hiện đang làm thủ tục khai thác.

Sở hữu 10.4 ha đất vàng tại đường Võ Nguyên Giáp, Phước Tân, Biên Hòa

CTI Residence, tọa lạc tại đường Võ Nguyên Giáp, Phước Tân, Biên Hòa, là dự án khu đô thị cao cấp với diện tích 10.4 ha, trong đó 4.6 ha là đất thương phẩm. Dự án đã hoàn thiện thủ tục 1/500, đang trong quá trình GPMB và có thể tung sản phẩm ra thị trường từ 2023. CTI Residence được kì vọng sẽ cung cấp 336 sản phẩm nhà liền cao cấp 4 tráp 5x20, 6x20, 7x20 và 8x20 m2, với giá bán bình quân 50tr/m2.

Quỹ đất KCN có thể triển khai lên tới 707 ha

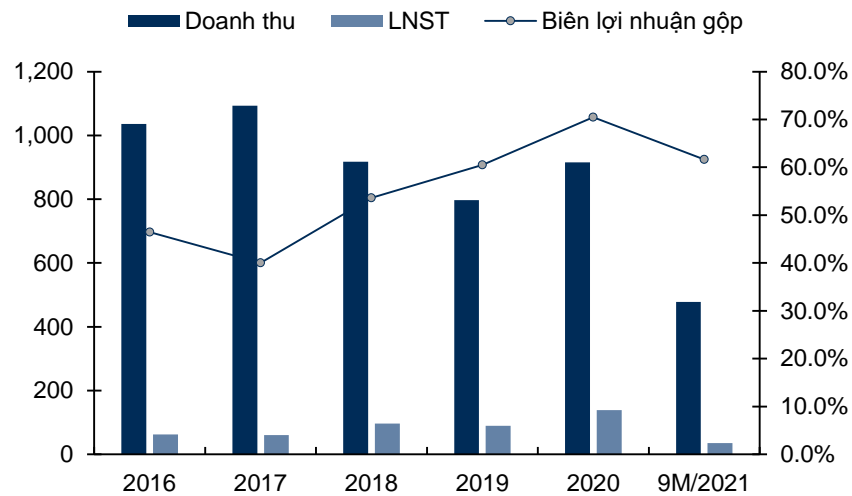
Mảng KCN cũng là động lực tăng trưởng chính của CTI trong tương lai với diện tích lên tới 707 ha: 49 ha tại CCN Tân An, 299 ha tại KCN Phước Bình 2 và 359ha tại Phước Bình 3. Khu công nghiệp là mảng ban lãnh đạo CTI theo đuổi nhiều năm nay và tới nay đã có những động thái tích cực: (1) Dự án CCN Tân An đã bắt đầu triển khai và sẽ đi vào hoạt động từ 2023; (2) Dự án KCN Phước Bình đang được nghiên cứu để trình lên chính phủ.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Lũy kế 9M/2021, doanh thu tăng 2.1% và lợi nhuận ròng giảm 55.2% svck

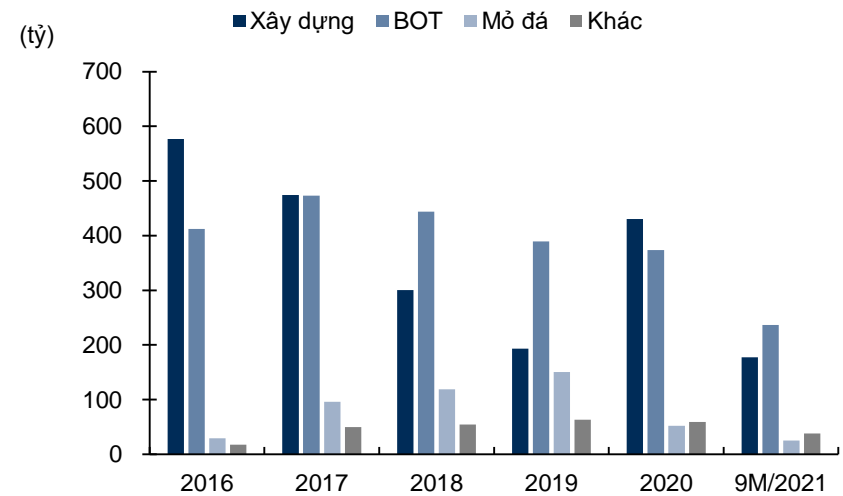
Lũy kế 9 tháng 2021, CTI đã ghi nhận mức doanh thu và lợi nhuận ròng đạt 478 tỷ (+2.1% yoy) và 36 tỷ (-55.2% yoy). Nguyên nhân lợi nhuận giảm do: (1) Dịch bùng phát tại miền Nam đã ảnh hưởng tới lưu lượng xe thông qua các trạm BOT của CTI – doanh thu BOT Q3/2021 chỉ đạt 26.9 tỷ so với Q2/2021 là 103.2 tỷ; (2) Không còn khoản lợi nhuận bất thường tới từ chuyển nhượng mỏ đá Tân Cang 8 – 81.8 tỷ.

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh CTI giai đoạn 2016-9M2021



Nguồn: CTI

Biểu đồ 3. Doanh thu của CTI theo từng mảng 2016-9M2021



Nguồn: CTI

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1. Kỳ vọng lợi nhuận ròng 2022 đạt 98 tỷ VNĐ, tăng 74% yoy nhờ 2 BOT mới là BOT 319 và BOT đường chuyên dùng VLXD

BOT đường chuyên dùng VLXD và BOT đường 319 đã đi vào hoạt động từ M5/2021 và M10/2021 với TMĐT lần lượt là 178 tỷ và 965 tỷ.

— **BOT đường VLXD và BOT đường 319 sẽ đóng góp 138 tỷ doanh thu và 94 tỷ LNG cho CTI kể từ 2022.** Chúng tôi lạc quan vào KQKD của CTI trong 2022 nhờ sự đóng góp từ 2 BOT mới là BOT đường VLXD và BOT đường 319 với doanh thu lần lượt là 28 tỷ và 110 tỷ, qua đó gia tăng doanh thu mảng BOT lên 482 tỷ/ năm (+38.8% yoy). Đây đều là những BOT có thời hạn sử dụng dài: BOT 319 29 năm và BOT đường chuyên dùng 12 năm.

— **Dòng tiền tích cực tới từ hoàn vốn 500 tỷ tại BOT 91 T2.** BOT 91 T2 được xây dựng với TMĐT là 500 tỷ, nhưng sau khi bị dân phản đối đã dừng thu phí từ Q2/2019. Hiện UBND tỉnh đã trình phương án bồi thường lên thủ tướng chính phủ. Sau khi được thủ tướng chính phủ chấp thuận, BOT 91 T2 sẽ được nhà nước mua lại với giá 500 tỷ. Chúng tôi đánh giá khoản bồi thường này sẽ ảnh hưởng rất tích cực tới dòng tiền của CTI, nhưng không ảnh hưởng tới lợi nhuận do không được hạch toán vào P&L.

Bảng 4. Tổng hợp các BOT của CTI

BOT	Thời hạn thu phí	TMĐT	Doanh thu	Lợi nhuận gộp	Giá trị còn lại
BOT quốc lộ 1 Trảng Bom	2014-2030	1,506	240	156	966
BOT quốc lộ 91 T1	2016-2039	900	104	84	545
BOT quốc lộ 91 T2 (đang chuyển nhượng cho chính phủ)	2016-2039	500	0	0	500
BOT đường 319	2021-2049	960	110	77	328
BOT đường chuyên dùng VLXD	2021-2032	178	28	17	101

Nguồn: CTI, KBSV

2. Động lực phát triển dài hạn tới từ quỹ đất KĐT và KCN hơn 700 ha tại Đồng Nai

CTI hiện đang quản lý quỹ đất KCN lên tới 707 ha tại khu vực Đồng Nai với 3 dự án: CCN Tân An 49 ha, KCN Phước Bình 2 299 ha và KCN Phước Bình 3 520 ha. Ngoài ra công ty cũng sở hữu 10.4 ha đất KĐT tại khu vực.

- **CCN Tân An đang GPMB, đã có đối tác nước ngoài hỏi ký biên bản ghi nhớ với giá thuê 120 USD/m².** Cụm công nghiệp Tân An có diện tích 49 ha, trong đó diện tích thương phẩm là 30 ha. CCN tọa lạc tại Vĩnh Cửu, Đồng Nai. Hiện dự án đang trong giai đoạn GPMB và dự kiến sẽ hoàn thành trong 2022. Chúng tôi kỳ vọng CCN Tân An sẽ bắt đầu mở bán vào 2023 và lấp đầy 90% trong 2023-2024 với giá thuê bình quân 110 USD/m².
- **CTI Residence bắt đầu khởi công trong 2022, và có sản phẩm đầu tay trong 2023 với giá bán bình quân 50 tr/m².** Dự án CTI Residence có diện tích 10.4 ha, diện tích thương phẩm 4.6 ha. Dự án tọa lạc tại đường Võ Nguyên Giáp, Phước Tân, Biên Hòa. Dự án đã có quy hoạch 1/500 đầy đủ, dự kiến cung cấp ra thị trường 336 sản phẩm nhà liền kề cao cấp diện tích 5x20, 6x20, 7x20, 8x20 m². CTI Residence đã bắt đầu GPMB từ 2020, dự kiến sẽ hoàn thiện trong 2021-Q1/2022 và bắt đầu khởi công xây thô từ đầu 2022. Chúng tôi kỳ vọng CTI Residence sẽ mở bán vào 2023 với mức giá bình quân 50 tr/m² do: (1) Dự án được xây dựng theo phân khúc nhà cao cấp 4 tầng; (2) Vị trí của dự án tọa lạc tại đường Võ Nguyên Giáp khá thuận lợi do 2023-2024 sẽ có metro Bến Thành – Suối Tiên đi qua.
- **KCN Phước Bình 2 & 3 với tổng diện tích 658 ha, tọa lạc tại Long Thành là động lực tăng trưởng dài hạn cho CTI.** Ngoài dự án CCN Tân An đang triển khai, công ty cũng đang trình thủ tướng phê duyệt chủ trương đầu tư cho KCN Phước Bình 2 & 3 với tổng diện tích 658 ha (299 ha cho Phước Bình 2 & 359 ha cho Phước Bình 3). Chúng tôi đánh giá cao dự án này do vị trí đặc địa chỉ cách sân bay Long Thành 12 km và nguồn đất KCN khan hiếm tại khu vực. Theo khảo sát của chúng tôi, các KCN ở mạn Long Thành đang có giá thuê từ 160-200 USD/m².

Bảng 4. Tổng hợp các dự án BĐS của CTI

Dự án	Diện tích	Thương phẩm	TMĐT	Giá bán	Mở bán	Tiến độ
KĐT				tr/m ²		
CTI Residence	10.4	4.6	1,435	50	2023	Đang GPMB
KCN				USD/m ²		
CCN Tân An	49	30	435	110	2023	Đang GPMB
KCN Phước Bình 2	299	185	2,738	120	2024	Đang xin chủ trương đầu tư
KCN Phước Bình 3	359	222	3,285	120	2025	Đang xin chủ trương đầu tư

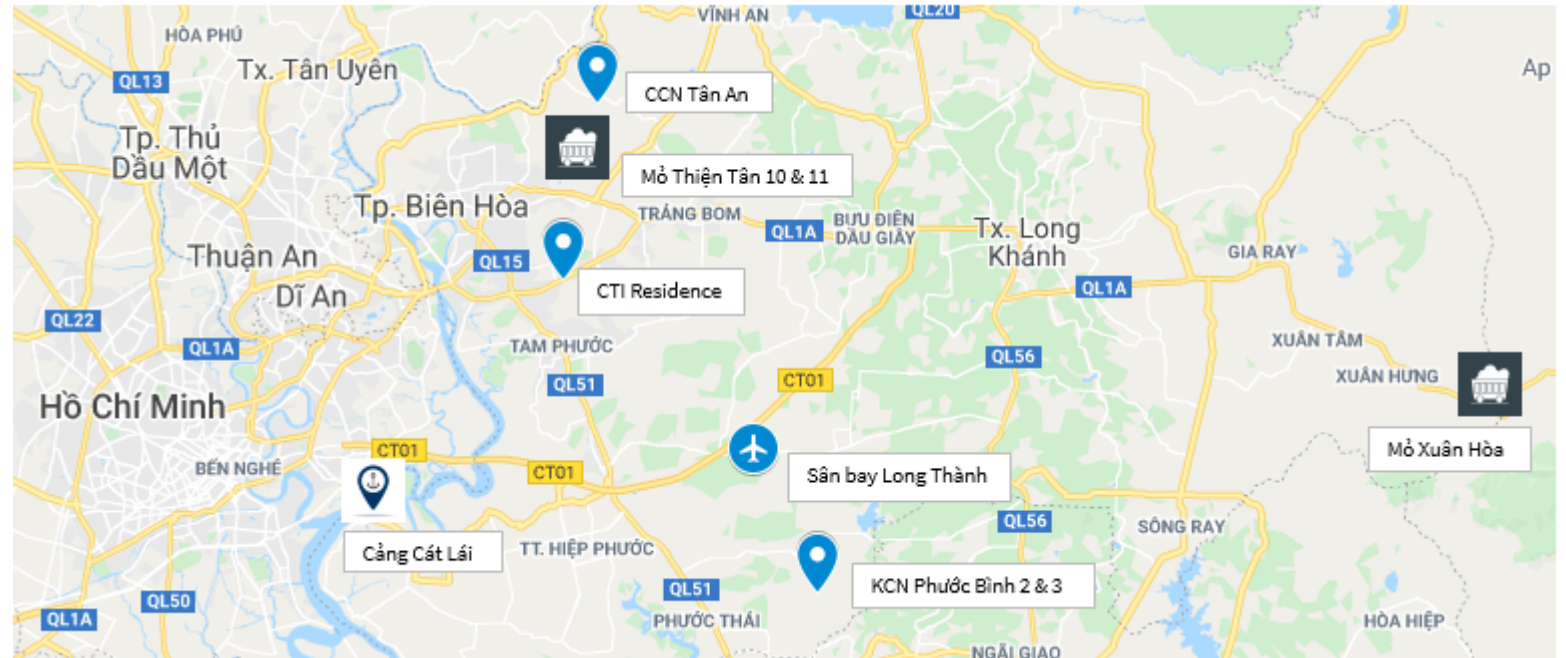
Nguồn: CTI, KBSV

3. Hưởng lợi từ xu hướng đầu tư công tại Long Thành

CTI hiện đang hoạt động trong 4 lĩnh vực chính là: Xây dựng, BOT, khai thác đá, bán khu đô thị và khu công nghiệp. Đây đều là những ngành sẽ hưởng lợi từ đầu tư công tại Long Thành.

- **Nhu cầu đầu tư công tại Long Thành là động lực tăng trưởng cho mảng đá khi công suất mới chỉ đạt 25% thiết kế.** Chúng tôi đánh giá tích cực tiềm năng tăng trưởng mảng đá của CTI với kì vọng CAGR giai đoạn 2021-2025 là 23% do các mỏ đá vẫn đang hoạt động dưới công suất khá nhiều và nhu cầu đầu tư hạ tầng tăng cao trong giai đoạn tới. Mới đây nhất, CTI đã lắp đặt thêm 2 máy xay đá 350 tấn/ giờ cho 2 mỏ trên trong quý 4, và cho biết sẽ gia tăng sản lượng tương ứng với từng giai đoạn dự án đầu tư công tại khu vực như: cao tốc Phan thiết – Dầu Giây,...
- **Các dự án của CTI đều gần các công trình trọng điểm, có tiềm năng tăng giá lớn.** Dự án KCN Phước Bình, dự án KCN trọng điểm của CTI trong các năm tới, có vị trí cách trung tâm Bà Rịa – Vũng Tàu chỉ 9 km theo đường chim bay và cách sân bay Long Thành 12 km. Dự án CTI Residence có vị trí tiếp giáp mặt đường Võ Nguyên Giáp, Phước Tân và sắp tới sẽ có metro Bến Thành – Suối Tiên đi qua. Chúng tôi cho rằng các dự án này vẫn còn tiềm năng tăng giá lớn trong tương lai khi hạng mục hạ tầng xung quanh đi vào hoàn thiện: Metro Bến Thành trong 2023 và sân bay Long Thành GĐ1 trong 2025.
- **Mảng xây dựng được hưởng lợi từ đầu tư công nhưng không phải trọng tâm của CTI trong thời gian tới.** Với tổng vốn đầu tư sân bay Long Thành 110,000 tỷ VNĐ cũng như nhu cầu đầu tư hạ tầng xung quanh rất lớn, mảng xây dựng của CTI sẽ được hưởng lợi bằng việc trúng thầu nhiều hơn trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá khá thận trọng về tiềm năng tăng trưởng mảng này do các lý do sau: (1) CTI hiện đang tập trung nguồn vốn cho xây dựng CCN Tân An và CTI Residence. Đây đều là những dự án có biên lợi nhuận tốt (40-50%) so với biên gộp mảng xây dựng hiện tại (chỉ 10% trong 9M/2021); (2) Định hướng phát triển sắp tới của CTI cho mảng bất động sản KCN thông qua dự án Phước Bình 2 & 3 có tiềm năng cao hơn.

Bảng 6. Vị trí các dự án của CTI



Nguồn: KBSV

YẾU TỐ RỦI RO

- **Rủi ro BOT quốc lộ 91 T2 chậm bồi thường.** CTI ước tính sẽ nhận khoản bồi thường khoảng 500 tỷ VNĐ cho dự án BOT quốc lộ 91 T2 vào 2022, tuy nhiên thủ tục cũng như quy trình phức tạp có thể dẫn tới việc nhận tiền chậm. Dự án đã dừng hoạt động từ 2019 nhưng tới nay CTI vẫn đang trong quá trình xin chính phủ tiền bồi thường. Chúng tôi cho rằng dòng tiền bồi thường chậm trễ có thể ảnh hưởng tiêu cực tới tiến độ các dự án sắp tới của CTI.
- **Rủi ro KCN Phước Bình 2 & 3 chậm phê duyệt.** KCN Phước Bình có những động thái tích cực về pháp lý khi mới đây bộ xây dựng đã có công văn 3512/BXD-QHKT gửi Bộ Kế hoạch và Đầu tư cho ý kiến về hồ sơ đề nghị chấp thuận chủ trương đầu tư dự án KCN Phước Bình 2. Chúng tôi cho rằng từ công đoạn gửi văn bản lên thủ tướng cho tới khi được phê duyệt chủ trương đầu tư là một công đoạn khá mất thời gian, và chưa có ước tính cụ thể về thời gian hoàn thiện thủ tục.

Dự phóng KQKD 2021-2022

Năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ lần lượt đạt 668 tỷ VNĐ (-26.9% yoy) và 56 tỷ VNĐ (-44.5% yoy) dựa trên các yếu tố sau:

- Doanh thu BOT quý 3 bị ảnh hưởng tiêu cực do phải dừng hoạt động bởi dịch bệnh – doanh thu BOT chỉ đạt 26.9 tỷ VNĐ trong quý 3 so với quý trước đó là 106.7 tỷ VNĐ.
- 2021 không còn hạch toán khoản thu lợi nhuận bất thường từ bán mỏ đá Tân Cang 8 là 81.8 tỷ.
- Doanh thu mảng xây dựng ước tính chỉ đạt 228 tỷ (-47% yoy) do phần lớn giá trị hợp đồng tại nhà ở xã hội Tam Hóa đã được ghi nhận trong 2020.
- Chi phí lãi vay 2021 ở mức thấp do đa phần các khoản vay của CTI là khoản vay có lãi suất thả nổi, được hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp.
- Ước tính doanh thu BOT quý 4 đạt 104.4 tỷ - ở mức thận trọng (doanh thu từ BOT quốc lộ 1 và 91 chỉ đạt 77 tỷ so với thông thường là hơn 100 tỷ) do lưu lượng xe vẫn chưa phục hồi hẳn sau đợt bùng phát dịch.

Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ lần lượt đạt 791 tỷ VNĐ (+18.4% yoy) và 98 tỷ VNĐ (+76.7% yoy) dựa trên các giả định sau:

- Mảng BOT sẽ đạt doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt là 482 tỷ VNĐ (+38.8% yoy) và 334 tỷ VNĐ (+41% yoy), đóng góp 61% doanh thu và 86.6% lợi nhuận gộp của CTI. Động lực tăng trưởng chính cho mảng BOT tới từ: (1) 2 BOT mới đi vào hoạt động là BOT 319 CTI và BOT đường chuyên dùng VLXD đạt doanh thu 110 tỷ VNĐ và 28 tỷ VNĐ mỗi năm; (2) Lưu lượng xe qua các trạm thu phí không còn bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.
- Mảng xây dựng ước đạt doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt là 182 tỷ VNĐ (-20% yoy) và 27 tỷ VNĐ (+19.9% yoy). Doanh thu mảng xây dựng dự phóng thấp hơn chủ yếu do: CTI sẽ hoàn thành hạch toán các hợp đồng xây dựng chủ chốt hiện tại là nhà ở xã hội tam hoa và đường 319 trong 2021. Hiện công ty cho biết đang đàm phán một hợp đồng xây dựng trị giá 160 tỷ, dự kiến sẽ hoàn thành trong quý 4 này.

Năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ lần lượt đạt 1,559 tỷ VNĐ (+97% yoy) và 451 tỷ VNĐ (+355.6% yoy) dựa trên các giả định sau:

- Doanh thu từ mảng KĐT ước tính đạt 300 tỷ VNĐ nhờ bán 6,000 m2 đất tại dự án CTI Residence với giá 50 tr/m2.
- Doanh thu mảng KCN đạt 383 tỷ nhờ mở bán 15 ha CCN Tân An, giá bán 110 USD/m2. Chúng tôi cho rằng mức giá bán hiện tại vẫn khá khiêm tốn khi CCN Tân An đã có đối tác nước ngoài hỏi mua với giá 120 USD/m2 toàn khu.
- Mảng BOT có doanh thu cải thiện do: (1) Hoạt động đi lại sẽ hoàn toàn trở lại bình thường vào 2023; (2) BOT 319 CTI dự tính sẽ tăng cước phí.

Bảng 6. Bảng dự phóng KQKD 2021-2022

Tỷ VNĐ	2020	2021	2022	2023
Doanh thu (tỷ VNĐ)	915	668	791	1,559
Xây dựng	431	228	182	222
Thu phí BOT	373	341	482	516
Khai thác đá	52	28	53	61
KĐT	-	-	-	300
KCN	-	-	-	383
Lợi nhuận gộp	280	273	386	783
% GPM	30.6%	40.8%	48.8%	50.2%
Chi phí SG&A	-75	-77	-77	-77
% SG&A / doanh thu	-8.24%	-11.46%	-9.68%	-4.91%
LN từ HĐKD	205	196	309	706
Thu nhập tài chính	14	9	6	12
Chi phí tài chính	-177	-135	-199	-212
Lãi lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	-4	-	-	-
LN trước thuế	118	66	117	506
LN sau thuế	101	56	98	420
% NPM	11.07%	8.43%	12.39%	26.95%

Nguồn: CTI, KBSV

ĐỊNH GIÁ

Khuyến nghị MUA với CTI, giá mục tiêu 39,100 VNĐ/cp

KCN Phước Bình 3 có tiềm năng lớn nhưng chưa đủ điều kiện pháp lý để cho vào định giá

Định giá mảng đá một phần bao gồm trong định giá xây dựng

Chi trả cổ tức có thể sẽ hoãn trong các năm tới để tập trung vốn triển khai dự án

Sử dụng phương pháp định giá từng phần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu CTI, với giá mục tiêu 39,100 VNĐ/ cổ phiếu cho giai đoạn 1 năm, trong đó định giá từng mảng lần lượt là: BOT 1,947 tỷ VNĐ, đá 63 tỷ VNĐ, xây dựng 611 tỷ VNĐ, khu đô thị 335 tỷ VNĐ và KCN 2,312 tỷ VNĐ.

Định giá của chúng tôi chưa bao gồm KCN Phước Bình 3 do thời gian khởi công cũng như xây dựng còn xa. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lưu ý rằng đây là một khu đất rất tiềm năng với vị trí cách sân bay Long Thành 12 km, và diện tích lên tới 359 ha. Với giả định về giá thuê 120 USD/m², chúng tôi định giá khu đất này là 2,530 tỷ VNĐ.

Chúng tôi đã phản ánh một phần định giá của mảng đá trong mảng xây dựng bằng biên gộp cao hơn so với ngành. Hiện định giá mảng đá của chúng tôi chỉ bao gồm giả định về sản lượng đá bán ra ngoài.

Chúng tôi giả định CTI có thể sẽ hoãn chi trả cổ tức trong các năm tới để tập trung vốn cho các dự án KCN & KĐT: CCN Tân An có TMĐT là 435 tỷ và KĐT CTI Residence có TMĐT là 1,435 tỷ.

Bảng 6. Tổng hợp định giá cho CTI

Định giá	Phương pháp	Giá trị cho CTI
BOT	<i>DCF</i>	1,947
Mỏ đá	<i>DCF</i>	63
Khu đô thị	<i>RNAV</i>	335
Khu công nghiệp	<i>RNAV</i>	2,312
Xây dựng	<i>DCF</i>	611
Ngành nghề kinh doanh khác	<i>P/E</i>	57
NPV		5,269
(+) Tiền và tương đương tiền		66
(-) Vay nợ ròng		2,870
RNAV		2,465
SLCP đang lưu hành		62,999,997
Giá trị cổ phiếu		39,100
Giá cổ phiếu hiện tại		24,450
Tổng mức sinh lời		60%

Nguồn: KBSV

Bảng 6. Định giá các dự án KĐT & KCN

Dự án	Mở bán	Diện tích (ha)	Thương phẩm (ha)	TMĐT	Giá bán	Doanh thu	Lợi nhuận gộp	NPV dự án
KĐT					tr/m2			
CTI Residence	2023	10	5	1,235	50	2,275	1,040	335
KCN					USD/m2			
CCN Tân An	2023	49	30	435	110	772	337	224
KCN Phước Bình 2	2024	299	185	2,738	120	5,139	2,401	2088
KCN Phước Bình 3	2025	359	222	3,285	120	6,165	2,880	2530

Nguồn: KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhpn@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Năm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.