

**Ngành Vật liệu xây dựng**

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2019

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **27.900**

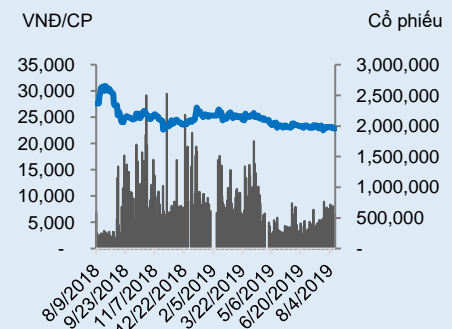
Giá thị trường (12/8/2019) **22.800**

Lợi nhuận kỳ vọng **22%**

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	22.500-30.910
Vốn hóa	1.436 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	62.999.997
KLGD bình quân 10 ngày	566.144
% sở hữu nước ngoài	26,3%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,2%
Beta	0,4

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
CTI	-6,7%	-1,7%	-2,6%	-6,6%
VN-Index	9,4%	-0,7%	-1,1%	0,5%

Chuyên viên phân tích

**Thái Anh Hào**

(84 28) 3914.6888 ext 254

Thaiahhao@baoviet.com.vn

**CTCP ĐT-PT Cường Thuận IDICO**

Mã giao dịch: CTI

Reuters: CTI.HM

Bloomberg: CTI VN

**Chưa hấp dẫn trong ngắn hạn**

**Hoạt động BOT khó khăn đã làm giảm kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm 2019**

6 tháng đầu năm 2019, CTI ghi nhận doanh thu đạt 400 tỷ đồng, giảm 4% so với năm trước, và lợi nhuận ròng 48 tỷ đồng, giảm 19% so với năm trước.

- ❖ Hoạt động thu phí ở 3 dự án BOT tiếp tục sụt giảm 8,8% yoy, đạt tổng doanh thu lũy kế 204 tỷ đồng, do trạm thu phí TL 16 đã hoàn tất vòng đời dự án, ngừng thu phí trong tháng 2/2019 và ảnh hưởng từ việc tạm dừng thu phí của trạm T2 của dự án QL 91 từ tháng 5/2019.
- ❖ Doanh thu sản phẩm công duy trì ổn định, đạt tương đương cùng kỳ năm ngoái, là 33 tỷ đồng.
- ❖ Mảng đá xây dựng tiếp tục tăng trưởng cao, tăng 29% so với năm trước, nhờ CTI đẩy mạnh tiêu thụ và đây cũng là hoạt động đem lại lợi nhuận cao cho công ty

**Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2019 giảm. Kết quả kinh doanh trong thời gian tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào hoạt động khai thác đá xây dựng.**

- ❖ **Điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và lợi nhuận 2019 do tiến độ triển khai dự án mới chưa đạt kỳ vọng.** BVSC điều chỉnh dự báo năm 2019 với doanh thu hợp nhất giảm 4% so với năm trước và lợi nhuận ròng sau CĐTS giảm 9% so với năm trước, đạt 878 tỷ đồng và 112 tỷ đồng. Nguyên nhân chính thay đổi so với báo cáo cập nhật trước là do dự án BOT Phan Thiết – Đồng Nai nhiều khả năng sang 2020 mới đem lại doanh thu cho CTI.
- ❖ **Triển vọng 2020 chưa rõ ràng và cần theo dõi tiến độ các dự án mới.** Về triển vọng 2020, tiến độ các dự án mới của Cường Thuận chủ yếu bắt đầu đi vào hoạt động vào thời gian này, đó là trạm thu phí Phan Thiết – Đồng Nai và trạm đường 319. Nếu theo đúng tiến độ đặt ra thì kết quả kinh doanh của CTI năm 2020 có thể chuyển biến tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi hơi quan ngại về tiến độ thực hiện trong tình hình hiện nay.
- ❖ **Kết quả kinh doanh trong thời gian tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào hoạt động khai thác đá xây dựng.** Hoạt động khai thác đá xây dựng đang có xu hướng tăng dần trong thời gian qua và mảng đá xây dựng cho thấy còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn. Các mỏ đá của CTI đều có thời hạn khai thác dài, đến hơn năm 2030. Và các mỏ này đều chưa sử dụng hết công suất cấp phép.

**Khuyến nghị.** Chúng tôi thực hiện điều chỉnh giảm giá trị hợp lý của cổ phiếu CTI xuống 27.900 đồng do có nhiều thay đổi so với lần định giá trước, chủ yếu điều chỉnh ở các trạm thu phí. Trong ngắn hạn, chúng tôi vẫn chưa nhìn thấy những thông tin tích cực đối với công ty nên tạm thời khuyến nghị **NEUTRAL** với CTI cho

giai đoạn nửa sau năm 2019. Cổ phiếu CTI hiện đang được giao dịch tại mức P/E trailing là 12 lần và P/E fwd 2019 là 13 lần, khá cao so với bình quân ngành.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng mảng đá xây dựng sẽ đóng góp nhiều hơn vào doanh thu, lợi nhuận cho doanh nghiệp. Ngoài ra, chúng tôi tạm thời chưa tính đến phần đóng góp từ dự án Nhà ở xã hội CTI Tower do chưa đầy đủ thông tin. Tuy chung lại, qua những đánh giá về các dự án thu phí BOT của CTI thì BVSC cho rằng các cổ phiếu trong lĩnh vực thu phí hạ tầng nói chung và CTI nói riêng, đều đang gặp những khó khăn nhất định trong ngắn hạn và cần được tiếp tục theo dõi.

#### **Một số chỉ tiêu tài chính của CTI.**

Chỉ số tài chính		2017	2018	2019F
Doanh thu	Tỷ VND	1.093	917	1.470
LN gộp	Tỷ VND	495	427	706
LNST	VND	147	123	112
EPS	VND	2.330	1.967	1.782
P/E	x	9,8	11,6	12,8

## Hoạt động BOT khó khăn đã làm giảm kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm 2019.

6 tháng đầu năm 2019, CTI ghi nhận doanh thu đạt 400 tỷ đồng, giảm 4% so với năm trước, và lợi nhuận ròng 48 tỷ đồng, giảm 19% so với năm trước. Kết quả doanh thu và thay đổi các lĩnh vực ghi nhận như sau:

### Kết quả kinh doanh 6 tháng 2019

Chỉ tiêu	6T2018	6T2019	% thay đổi	Kế hoạch 2019	Hoàn thành kế hoạch
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>416</b>	<b>400</b>	<b>-4%</b>	<b>1.305</b>	<b>31%</b>
- BOT QL1	118	122	3%		
- BOT QL 91 và 91B	80	78	-3%		
- BOT TL 16	25	4	-84%		
- Cống các loại	33	33	0%		
- Đá xây dựng	50	65	29%		
- Công trình xây lắp & BTNN	82	66	-19%		
- Khác	28	33	18%		
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>59</b>	<b>48</b>	<b>-19%</b>	<b>142</b>	<b>34%</b>

*Nguồn: CTI*

- ❖ Hoạt động thu phí ở 3 dự án BOT tiếp tục sụt giảm 8,8% yoy, đạt tổng doanh thu lũy kế 204 tỷ đồng, do trạm thu phí TL 16 đã hoàn tất vòng đời dự án, ngừng thu phí trong tháng 2/2019 và ảnh hưởng từ việc tạm dừng thu phí của trạm T2 của dự án QL 91 từ tháng 5/2019. Trạm T2 dừng thu phí đã làm công ty hụt thu ước tính khoảng 3-4 tỷ đồng mỗi tháng.
- ❖ Doanh thu sản phẩm cống duy trì ổn định, đạt tương đương cùng kỳ năm ngoái, là 33 tỷ đồng.
- ❖ Mảng đá xây dựng tiếp tục tăng trưởng cao, tăng 29% so với năm trước, nhờ CTI đẩy mạnh tiêu thụ và đây cũng là hoạt động đem lại lợi nhuận cao cho công ty.

## Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2019 giảm. Kết quả kinh doanh trong thời gian tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào hoạt động khai thác đá xây dựng.

**Điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và lợi nhuận 2019 do tiến độ triển khai dự án mới chưa đạt kỳ vọng.**

So với báo cáo lần trước, BVSC điều chỉnh dự báo năm 2019 với doanh thu hợp nhất giảm 4% so với năm trước và lợi nhuận ròng sau CĐTS giảm 9% so với năm trước, đạt 878 tỷ đồng và 112 tỷ

đồng. Nguyên nhân chính thay đổi so với báo cáo cập nhật trước là do dự án BOT Phan Thiết – Đồng Nai nhiều khả năng sang 2020 mới đem lại doanh thu cho CTI. Chi tiết dự báo như sau:

- ❖ Doanh thu thu phí tuyến tránh Biên Hòa đạt 243 tỷ đồng, tăng 3% yoy.
- ❖ Doanh thu trạm QL 91 dự báo giảm 13% so với năm trước, do ảnh hưởng từ việc ngưng thu phí một trạm T2, đạt 138 tỷ đồng.
- ❖ Doanh thu đường chuyên dùng VLXD đạt 16 tỷ đồng với kỳ vọng CTI có thể bắt đầu thu phí từ tháng 9.2019.
- ❖ Mảng đá xây dựng đóng góp 153 tỷ đồng doanh thu, tăng trưởng 29% so với cùng kỳ nhờ công ty đẩy mạnh khai thác.
- ❖ Doanh thu xây lắp dự báo giảm 17%, còn khoảng 200 tỷ đồng, chủ yếu hạch toán từ dự án BOT đường 319.
- ❖ Biên lợi nhuận gộp toàn công ty dự báo đạt 48,6% (2018: 48,5%).
- ❖ Chi phí bán hàng và quản lý dự báo tăng 3% yoy, đạt 88 tỷ đồng, đạt 10% doanh thu (2018: 9,3%).
- ❖ Chi phí lãi vay năm 2019 giảm nhẹ 1% so với năm 2018, còn 206 tỷ đồng.
- ❖ Như vậy, lợi nhuận ròng sau CĐTS cả năm 2019 dự báo đạt 112 tỷ đồng, giảm 9% so với năm trước. EPS 2019 đạt 1.782 đồng/cp, PE đạt 13 lần.

Kết quả dự phóng cụ thể như sau:

Đơn vị: tỷ đồng	2017	2018	2019F	2019 v.s 2018
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.093</b>	<b>917</b>	<b>878</b>	<b>-4%</b>
- BOT QL1	258	236	243	3%
- BOT QL 91 và 91B	157	158	138	-13%
- Sông Phan	-	-	-	na
- BOT TL 16	58	49	4	-92%
- BOT đường chuyên dùng	-	-	16	na
- BOT đường 319	-	-	-	na
- Cống các loại	82	60	63	5%
- Đá xây dựng	96	119	153	29%
- Công trình xây lắp	392	240	200	-17%
- Hàng hóa & dịch vụ khác	50	54	61	12%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>495</b>	<b>445</b>	<b>427</b>	<b>-4%</b>
<i>Biên gộp</i>	<i>45%</i>	<i>49%</i>	<i>49%</i>	
SG&A	102	85	88	3%
Chi phí tài chính	215	209	206	-1%

**Báo cáo cập nhật CTI**

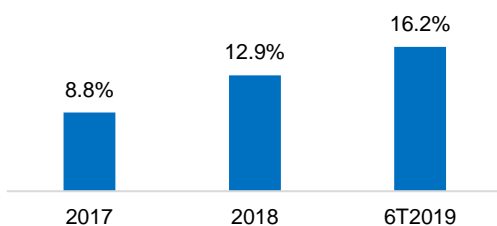
LNTT	184	157	141	-11%
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>147</b>	<b>124</b>	<b>112</b>	<b>-9%</b>
<i>Biên ròng</i>	13%	14%	13%	
<b>EPS</b>	<b>2,330</b>	<b>1,967</b>	<b>1,782</b>	<b>-9%</b>
P/E (lần)	9.8	11.6	12.8	

*Nguồn: BVSC*
**Triển vọng 2020 chưa rõ ràng và cần theo dõi tiến độ các dự án mới.**

Tiến độ các dự án mới của Cường Thuận kỳ vọng bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2020, đó là trạm thu phí Phan Thiết – Đồng Nai và trạm đường 319. Nếu theo đúng tiến độ đặt ra thì kết quả kinh doanh của CTI năm 2020 có thể chuyển biến tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi hơi quan ngại về tiến độ thực hiện trong tình hình hiện nay. Do đây đều là các dự án thu phí BOT, trong bối cảnh một số dự án thu phí BOT đã và sẽ hoạt động trên cả nước vấp phải phản đối từ người dân, cũng như là việc hoàn tất thủ tục, giấy tờ để đi vào hoạt động. Do vậy, BVSC chưa thực hiện dự báo kết quả kinh doanh 2020 và sẽ chờ thêm thông tin rõ ràng hơn.

**Triển vọng công ty trong dài hạn sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào hoạt động khai thác đá xây dựng.**

Tuy hoạt động khai thác đá xây dựng chưa đóng góp nhiều trong cơ cấu lợi nhuận gộp của công ty nhưng đang có xu hướng tăng dần trong thời gian qua và mảng đá xây dựng cho thấy còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn. Các mỏ đá của CTI đều có thời hạn khai thác dài, đến hơn năm 2030, riêng mỏ Tân Cang 8 được khai thác đến tận tháng 12/2035. Và các mỏ này đều chưa sử dụng hết công suất cấp phép. Đây sẽ là tài sản đáng giá để Cường Thuận khai thác trong tương lai khi mà khu mỏ Tân Đông Hiệp hay Đá Núi Nhỏ có thể ngừng hoạt động trong 1-2 năm tới. Do vậy, BVSC dự báo doanh thu mảng đá xây dựng có thể tăng 29% trong năm 2019, đạt 153 tỷ đồng, và tiếp tục tăng trưởng cao trong những năm tới.

**Mảng đá tăng dần tỷ trọng doanh thu của CTI**

*Nguồn: CTI*
**Sở hữu các mỏ đá với thời gian khai thác dài**

Mỏ đá	Công suất	Thời hạn khai thác	Diện tích (ha)
Tân Cang 8	1.000.000	2033	36
Thiện Tân 10	500.000	2035	79
Xuân Hòa	500.000	2030	20
Thiện Tân 11	n/a	n/a	26

*Nguồn: CTI*

## Khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện điều chỉnh giảm giá trị hợp lý của cổ phiếu CTI xuống 27.900 đồng do có nhiều thay đổi so với lần định giá trước, chủ yếu điều chỉnh ở các trạm thu phí. Trong ngắn hạn, chúng tôi vẫn chưa nhìn thấy những thông tin tích cực đối với công ty nên tạm thời khuyến nghị **NEUTRAL** với CTI cho giai đoạn nửa sau năm 2019. Cổ phiếu CTI hiện đang được giao dịch tại mức P/E trailing là 12 lần và P/E fwd 2019 là 13 lần, khá cao so với bình quân ngành.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng mảng đá xây dựng sẽ đóng góp nhiều hơn vào doanh thu, lợi nhuận cho doanh nghiệp. Ngoài ra, chúng tôi tạm thời chưa tính đến phần đóng góp từ dự án Nhà ở xã hội CTI Tower do chưa đầy đủ thông tin. Tựu chung lại, qua những đánh giá về các dự án thu phí BOT của CTI thì BVSC cho rằng các cổ phiếu trong lĩnh vực thu phí hạ tầng nói chung và CTI nói riêng, đều đang gặp những khó khăn nhất định trong ngắn hạn và cần được tiếp tục theo dõi.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Doanh thu	830	1.027	1.093	917
Giá vốn	575	628	598	472
Lợi nhuận gộp	255	399	495	445
Doanh thu tài chính	2	9	10	7
Chi phí tài chính	115	178	215	209
Lợi nhuận sau thuế	68	108	147	124

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	110	254	271	325
Các khoản phải thu ngắn hạn	67	53	94	83
Hàng tồn kho	92	66	127	134
Tài sản cố định hữu hình	113	116	152	138
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	8	8	22	2
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.281</b>	<b>3.847</b>	<b>4.302</b>	<b>4.430</b>
Nợ ngắn hạn	756	613	688	672
Nợ dài hạn	1.919	2.348	2.205	2.289
Vốn chủ sở hữu	606	886	1.409	1.470
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.281</b>	<b>3.847</b>	<b>4.302</b>	<b>4.430</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	111,9%	23,8%	6,5%	-16,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	318,5%	58,4%	36,3%	-15,6%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	30,7%	38,9%	45,3%	48,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	8,2%	10,5%	13,4%	13,5%
ROA (%)	2,4%	3,0%	3,6%	2,8%
ROE (%)	14,2%	14,4%	12,8%	8,6%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,82	77,0%	67,3%	66,8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	4,41	334,1%	205,3%	201,4%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.060	2.504	2.330	1.967
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.377	20.609	22.365	23.335

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Thái Anh Hào**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyên**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Trần Thị Thu Nga**

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Tiện ích công cộng

lethanhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn





## **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

### **Trụ sở chính:**

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### **Chi nhánh:**

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888