

BSC RESEARCH

Chuyên viên thực hiện

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua cổ phiếu CTI với giá mục tiêu 31.800 đồng/cp. Ngày 09/01/2016, cổ phiếu CTI được giao dịch tại mức giá 25.250 đồng/cp, tương đương P/E FW là 7.82x và P/B là 1.26x. Hoạt động kinh doanh chính, thu phí sử dụng đường bộ mang lại dòng tiền, lợi nhuận đều đặn với rủi ro thấp. Triển vọng kinh doanh dài hạn đến từ việc đẩy mạnh khai thác các mỏ đá và vận hành khu công nghiệp.

Hoạt động thu phí BOT mang lại dòng tiền ổn định, rủi ro thấp. CTI hiện đang sở hữu và vận hành 3 tuyến đường thu phí BOT với lưu lượng lưu thông lớn là tỉnh lộ 16, Quốc lộ 1A và Quốc lộ 91. Tổng doanh thu phí ước đạt 412 tỷ đồng trong năm 2016 (+ 73% yoy) nhờ (1) lưu lượng lưu thông tăng khoảng 10% đối với quốc lộ 1A, (2) phí sử dụng quốc lộ 1A tăng 70% kể từ ngày 1/1/2016; (3) Đưa vào thu phí quốc lộ 91B từ tháng 4/2016 với doanh thu ước đạt 65 tỷ đồng trong năm 2016. Như chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo phân tích CTI](#), thu phí BOT là hoạt động ổn định với lợi nhuận cao (biên lợi nhuận gộp mảng thu phí của CTI đạt từ 63-86% trong 9T2016), thời gian thu phí kéo dài và thương được đảm bảo lợi nhuận bởi chi phí bảo tồn vốn (khoảng từ 10%-15%), rủi ro nợ xấu thấp.

Doanh thu, lợi nhuận từ mảng thu phí BOT tiếp tục mở rộng trong năm 2017. Từ tháng 1/2017, CTI bắt đầu triển khai thu phí quốc lộ 91A, một trong những tuyến quốc lộ có thu phí quan trọng nhất của CTI. Doanh thu phí quốc lộ 91 được kỳ vọng đạt 176 tỷ đồng vào năm 2017, lợi nhuận thuộc về CTI ước đạt 15 tỷ đồng. Công ty cũng dự kiến đưa vào thu phí BOT đường chuyên chở vật liệu xây dựng trong quý 2/2017 với doanh thu ước đạt 20 tỷ đồng/năm. Việc thu phí BOT nút giao 319 được dự kiến thực hiện vào giữa năm 2018.

Việc giảm phí đường bộ không ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và định giá cổ phiếu CTI. Năm 2016, Bộ giao thông vận tải chỉ đạo giảm phí đường bộ từ 10-15% đối với xe dưới 7 chỗ ngồi, 15-20% đối với xe Container, áp dụng đối với các dự án BOT thu phí sau năm 2014. Đại diện CTI cho biết, theo chỉ đạo này, công ty đã giảm 20.000 đồng/xe đối với xe từ 10 tấn trở lên lưu thông qua quốc lộ 1A (hiện đang thu ở mức 140.000 đ/xe đối với xe từ 10-18 tấn và 200.000 đ/xe đối với xe trên 18 tấn). Điều này làm giảm khoảng 5% doanh thu hàng năm (ước tính khoảng 15 tỷ đồng, và khoảng 1% lợi nhuận trước thuế của dự án (0,35 tỷ đồng). Mức phí đối với tỉnh lộ 16 và quốc lộ 91 được giữ nguyên. Chúng tôi đánh giá, việc giảm phí đường bộ này không ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và định giá của CTI do hoạt động thu phí BOT của công ty được đảm bảo IRR trong suốt vòng đời của dự án, thời gian thu phí cũng được điều chỉnh tương ứng với thời gian thu hồi vốn của dự án. Sử dụng phương pháp FCFF như đã đề

cập trong [báo cáo phân tích CTI](#), giá trị hợp lý của các hoạt động hiện tại của CTI là 15.324 đồng/cp.

Doanh thu và lợi nhuận từ thu phí BOT

STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu của CTI	Tổng mức đầu tư	Vốn đầu tư của CTI (tỷ đ)	Chi phí bảo tồn vốn/VCSH	Thời gian thu phí dự kiến	DT 2016 (tỷ đ)	Kế hoạch DT 2017 (tỷ đ)	LNST 2017E thuộc về Công ty mẹ (tỷ đ)
Đang thu phí									
1	Tỉnh lộ 16	100.0%	96			2006-2020	53	53	10.6
2	Quốc lộ 1A	83.1%	1506	253.47	14%	2014-2027	293	290	35
3	Quốc lộ 91B	59.6%	2304	168.00		T4/2016-2032	66	176	15
	Quốc lộ 91A				12%	31/12/2016-2032			
Đang triển khai									
1	Đường chuyên chở vật liệu xây dựng		200		15%	2017-2029			
2	Nút giao 319	60.0%	700			Giữa năm 2018-2040			
Tổng cộng							412	519	60.6

Nguồn: BSC research

Tiềm năng lớn từ các mỏ đá.

- CTI sở hữu 4 mỏ đá là Tân Cang 8, Đồi Chùa 3, Bình Lợi và Xuân Hòa với tổng trữ lượng còn lại lên tới 38 triệu m³, thời gian khai thác còn lại dài (đến năm 2034) trong bối cảnh nhiều mỏ đã trong khu vực sẽ hết hạn giấy phép khai thác trong năm tới. Nhu cầu đá xây dựng cao từ các dự án dự kiến triển khai như mở rộng đường tại Đồng Nai, Đông Nam Bộ, sân bay Long Thành.
- Sản lượng khai thác đá hiện tại còn thấp, khoảng 0.65 triệu m³ trong năm 2016 và dự kiến tăng gấp đôi, đạt khoảng 1.2 triệu m³ trong năm 2017. Do CTI mới chỉ dừng lại ở bóc lớp bề mặt, khai thác cầm chừng, phục vụ nhu cầu nội bộ nên hoạt động này hiện chưa ghi nhận lợi nhuận. Tuy nhiên, so sánh với các mỏ đá trong khu vực, chúng tôi nhận thấy, khi các doanh nghiệp đã bóc xong lớp bề mặt, biên lợi nhuận mảng hoạt động này cao, có thể đạt trên 50% như mỏ đá Hóa An. Chúng tôi tin rằng, biên lợi nhuận mảng khai thác mỏ đá của công ty sẽ được mở rộng nhanh chóng khi công ty hoàn tất bóc lớp bề mặt và đẩy mạnh khai thác (dự kiến từ năm 2018).
- Như đã trình bày trong [báo phân tích CTI](#), chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh dựa trên trữ lượng còn lại của các mỏ đá, giá bán đá bình quân, và chọn tỷ lệ vốn hóa/giá trị ước tính của các mỏ đá ở mức thấp nhất là 0.17x, khi đó, vốn hóa thị trường ước tính của các mỏ đá lên tới 708 tỷ đồng, tương đương 16.465 đồng/cp.

Các tài sản khác. Ngoài các khối tài sản kể trên, CTI còn sở hữu hơn 640 ha đất tại khu công nghiệp Phước Bình (dự kiến triển khai khu công nghiệp), 25 ha đất tại đảo Ó Đồng Trường (khu du lịch tại Đồng Nai) từ đầu tư dự án Đường ven hồ Trị An theo hình thức đổi đất lấy hạ tầng, khu nhà ở xã hội phường Tam Hòa (dự kiến khởi công trong quý 1/2017), khu dân cư 10.4 ha tại xã Phước Tân, thành phố Biên Hòa,... Chúng tôi cho rằng, đây đều là khối tài sản có giá trị và sẽ tạo ra doanh thu, lợi nhuận đáng kể cho công ty khi được triển khai.

Kết quả kinh doanh 2016 khả quan. Tổng doanh thu hợp nhất ước đạt 1.060 tỷ đồng (+28% yoy). Lợi nhuận sau thuế hợp nhất ước đạt 120 tỷ đồng (+77% yoy) nhờ tăng trưởng mạnh mẽ thu phí đường bộ và hạch toán doanh thu, lợi nhuận từ mảng xây lắp.

Kế hoạch kinh doanh năm 2017. Công ty đặt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt lần lượt là 1.310 tỷ đồng (+ 25% yoy), lợi nhuận sau thuế hợp nhất thuộc về công ty mẹ đạt 124 tỷ đồng (+3% yoy), tương đương EPS 2017 là 2.731 đồng/cp và EPS pha loãng cuối kỳ là 1.864 đồng/cp. Chúng tôi dự báo, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của CTI đạt lần lượt là 1.397 tỷ đồng và 146 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 3.228 đồng/cp và EPS pha loãng cuối kỳ là 2.203 đồng/cp.

	Doanh thu (tỷ đ)	LNST
Công ty mẹ	844	70,6
1. Xây lắp	641	60
2. Cung cấp công	70	0
3. Tính lộ 16	53	10,6
4. Khai thác, gia công đá	50	0
6. Khác	30	3
Công ty con		
1. Quốc lộ 1A	290	35
2. Quốc lộ 91	176	15
Tổng cộng	1.310	123,6

Nguồn: CTI

Kế hoạch tăng vốn. Công ty dự kiến phát hành riêng lẻ 20 triệu cổ phiếu (pha loãng 47% EPS) trong năm 2017 nhằm tài trợ cho các dự án đường ven hồ Trị An và Khu công nghiệp Phước Bình.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.