



CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO (CTI-HSX)

Động lực tăng trưởng nổi tiếp nhau

- Các dự án BOT gói đầu nhau tạo động lực tăng trưởng nổi tiếp cho Công ty
- Mua lại các mỏ đá giúp hoàn thiện chuỗi giá trị xây lắp và phục vụ chiến lược phát triển dài hạn
- Dự địa phát triển hạ tầng giao thông và công nghiệp ở Đông Nam Bộ còn rất lớn
- Dòng tiền mạnh và ổn định đảm bảo khả năng chi trả nợ gốc và và cổ tức

Quan điểm và Định giá:

CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO (CTI-HSX) là doanh nghiệp tư nhân chuyên thi công – xây lắp các công trình hạ tầng giao thông và khu công nghiệp trên địa bàn tỉnh Đồng Nai. Dự án BOT Đoạn tránh QL1A qua Biên Hòa (khai thác từ năm 2014) đánh dấu bước chuyển mình của Công ty từ một nhà thầu sang một chủ đầu tư dự án hạ tầng giao thông. Nhằm nâng cao hiệu quả và hoàn thiện chuỗi giá trị ngành, CTI cũng từng bước gia tăng sự chủ động nguồn VLXD đầu vào thông qua việc mua lại các mỏ đá trên địa bàn tỉnh.

Trong ngắn và trung hạn, triển vọng KQKD của Công ty sẽ có sự tăng trưởng khá khả quan với các dự án BOT cầu đường đi vào khai thác gói đầu nhau (BOT 91-91B khai thác cả năm 2017, BOT Đường VLXD từ Q2/2017,...). Bên cạnh vai trò là động lực tăng trưởng KQKD cho Công ty, dòng tiền mạnh và ổn định từ các trạm thu phí sẽ giúp CTI giảm dần nợ vay và tạo ra nguồn vốn đối ứng đầu tư các dự án mới.

Trong dài hạn, động lực tăng trưởng của Công ty sẽ kỳ vọng vào nguồn cung đá hạn chế từ phía các mỏ Bình Dương (giáp ranh Đồng Nai) và đặc biệt là nhu cầu tiêu thụ tăng cao đến từ dòng vốn FDI gia tăng đầu tư vào Đồng Nai cũng như việc triển khai các công trình trọng điểm (sân bay Long Thành, cao tốc Dầu Giây – Phan Thiết,...). Với các phân tích trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu CTI trong **Trung Hạn** với mức giá mục tiêu **36.000 đồng/cp** (cao hơn mức giá thị trường 15%).

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016F	FY2017F
Doanh thu thuần	722	830	1.120	1.321
% tăng trưởng	30%	15%	35%	18%
LNST của Cty mẹ	49	68	120	140
% tăng trưởng	191%	37%	77%	16%
Tỷ suất LNST (%)	7%	8%	11%	11%
ROA (%)	2%	2%	3%	3%
ROE (%)	17%	16%	21%	19%
EPS (VND)	1.425	1.957	2.656	3.084
EPS đ/chính (VND)	1.093	1.502	2.656	3.084
Giá trị sổ sách (VND)	12.132	13.117	16.318	17.542
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.500	1.600	2.000
P/E (x)	0	74	10	10
P/BV (x)	0	11	2	2

Nguồn: CTI, RongViet Research, *Đã điều chỉnh việc trích chi phí phúc lợi-khen thưởng (5%/LNST) và tính trên SLCP là 42,9 triệu cp.

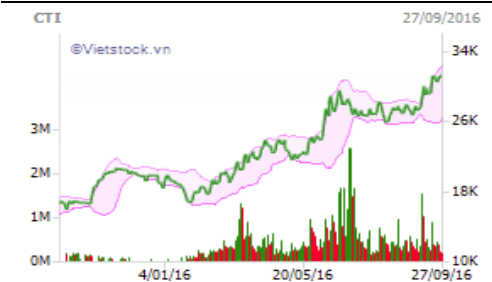
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	31.200
Giá mục tiêu (VND)	36.000

Thời gian đầu tư **Trung hạn**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hạ tầng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.259
SLCPDLH	42.999.999
Beta	0,8
Free Float (%)	62
Giá cao nhất 52 tuần	31.200
Giá thấp nhất 52 tuần	14.700
KLGD bình quân 20 phiên	570.000



Nguồn: Vietstock

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
CTI	12	121	533
Hạ tầng	9	125	162
VN30 Index	4	11	22
VN Index	5	16	38

Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Xuân Quang và người liên quan	16,0
Victory and Vietnam Investment Property	12,0
Kingsmead VietNam	4,8
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	20,0

Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1319

hoang.nh@vdsc.com.vn

Sự chuyển mình từ một doanh nghiệp nhỏ với năng lực và uy tín ngày càng được khẳng định

CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận Idico (CTI-HSX) xuất phát là một đơn vị thi công xây lắp công trình dân dụng và công nghiệp có VDL ban đầu 4 tỷ đồng vào năm 2000. Với định hướng mở rộng chuỗi giá trị ngành, CTI từng bước gia tăng sự tự chủ nguồn VLXD đầu vào (đá, cống hộp, bê tông tươi) và nâng tầm lên thành một nhà đầu tư dự án BOT giao thông. Năm 2014, CTI đã đầu tư và đưa vào khai thác dự án đầu tay BOT Đoạn Tránh QL1A qua Biên Hòa (Đồng Nai) với tổng mức đầu tư gần 1.500 tỷ đồng. Sự thành công của dự án này giúp CTI khẳng định năng lực thi công của mình. Đây là bàn đạp cho CTI thâm nhập sâu hơn vào lĩnh vực hạ tầng giao thông trong khu vực Đông Nam Bộ vốn còn dư địa phát triển rất lớn.

Mô hình: Chuỗi giá trị kinh doanh của CTI



Vật liệu xây dựng



Thi công – xây lắp



Khai thác- vận hành dự án BOT

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

CTI hiện đang sở hữu 03 công ty con và góp vốn vào 02 doanh nghiệp liên kết cùng ngành (Bảng 1). Do đặc thù của lĩnh vực đầu tư các dự án BOT, các công ty con của CTI hầu hết được lập ra nhằm tạo thuận lợi trong công tác quản lý, vận hành và bảo dưỡng của từng dự án đầu tư. Bên cạnh đó, Công ty cũng từng bước thu tóm các mỏ đá trên địa bàn tỉnh Đồng Nai nhằm phục vụ chiến lược tự chủ về nguyên liệu dài hạn. Chúng tôi cho rằng với hiện trạng các mỏ hầu hết chỉ mới đưa vào khai thác cũng như nguồn cung đá từ mỏ Tân Đông Hiệp (Bình Dương) còn khá nhiều nên đóng góp của mảng này vào lợi nhuận của CTI sẽ rõ nét hơn từ năm 2018 trở đi.

Bảng 1: Danh sách đơn vị thành viên của CTI

Công ty con	VĐL (tỷ đồng)	Tỉ lệ sở hữu của CTI	Hoạt động kinh doanh
CTCP Đồng Thuận	305	83,1%	Quản lý và vận hành BOT Đoạn tránh QL1A
CTCP KD VLXD IDICO Đồng Nai	60	55,8%	VLXD
CTCP Đầu tư QL 91 Cần Thơ - An Giang	282	59,6%	Quản lý và vận hành BOT 91 và 91B
Công ty liên kết	VĐL (tỷ đồng)	Tỉ lệ sở hữu của CTI	Hoạt động kinh doanh
CTCP Đầu tư BOT An Thuận Phát	60	30%	Quản lý và vận hành BOT Đường vận chuyển VLXD
CTCP Việt Thuận Phát	20	35%	

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Sau hơn 16 năm hoạt động, Công ty đã nhiều lần thực hiện tăng vốn nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển các dự án lớn. Trong năm 2016, Công ty đã thực hiện phát hành thành công tăng vốn điều lệ (VĐL) thêm 100 tỷ đồng nâng VĐL năm 2016 lên 429,9 tỷ đồng. Cơ cấu cổ đông đa phần là các cá nhân, cổ đông nội bộ và gần đây có sự tham gia của các định chế tài chính.

Các dự án BOT gối đầu nhau tạo động lực tăng trưởng nổi tiếp cho Công ty

Nhằm huy động nguồn lực xã hội phát triển hạ tầng giao thông, Chính Phủ đã ban hành Nghị định 15/2015/NĐ-CP khuyến khích doanh nghiệp, nhà đầu tư tư nhân tham gia đầu tư các dự án hạ tầng giao thông theo hình thức “hợp tác công-tư” (PPP). Số liệu báo cáo tổng vốn đầu tư các công trình hạ tầng kỹ thuật do Bộ GTVT quản lý giai đoạn 2011-2015 cho thấy NSNN chỉ có thể đáp ứng 37% tổng số vốn và phần còn lại là kêu gọi từ các đối tác tư nhân. Trong giai đoạn 2016-2020, vai trò huy động vốn từ nguồn lực xã hội hóa và tư nhân sẽ càng quan trọng hơn đặt trong bối cảnh nhu cầu vốn dự kiến cho đầu tư cơ sở hạ tầng

tăng lên gấp hai lần và vốn NSNN chỉ cho lĩnh vực này đang bị thu hẹp. Là một phiên bản của PPP, mô hình BOT (Xây dựng-Vận hành- Chuyển giao) hoặc BT (Xây dựng-Chuyển giao) hiện là hình thức đầu tư hạ tầng giao thông thường phổ biến nhất tại Việt Nam hiện nay.

Phần lớn vốn tài trợ cho các dự án này là vốn vay ngân hàng với tỷ lệ 80:20 hoặc 85:15. Sau khi dự án được quyết toán Tổng mức đầu tư (TMĐT), nhà đầu tư dự án BOT sẽ được phép đặt trạm thu phí hoàn vốn dự án trong thời gian nhất định (thường trên 10 năm). Khi hoạt động thu phí đã đi vào ổn định, các dự án BOT giao thông thường mang lại dòng tiền ổn định cho chủ đầu tư. Trong đó, các dự án nằm trên các tuyến đường huyết mạch (quốc lộ, cao tốc, vv) hưởng lợi từ lưu lượng xe lớn và tăng trưởng qua hàng năm. Giá vé thu phí các dự án trực thuộc Bộ GTVT sẽ được rà soát điều chỉnh định kỳ 3 năm/1 lần theo Thông tư 159/2013/TT-BTC bắt đầu từ năm 2016. Ngoài ra, chủ đầu tư BOT còn được hưởng mức thuế suất TNDN ưu đãi 10% đối với các công trình đầu tư cầu- đường bộ mới theo nghị định 218/2013/NĐ-CP (miễn thuế 4 năm đầu và giảm 50% thuế 9 năm tiếp theo).

CTI đang vận hành 03 dự án (BOT Tỉnh lộ 16, BOT Đoạn tránh QL1A qua Biên Hòa và BOT Quốc lộ 91 – 91B) và sẽ đầu tư và đưa vào khai thác 02 dự án khác (BOT Đường vận chuyển VLXD và BOT nút giao 319) trong giai đoạn 2017-2018. Năm 2006, Công ty chính thức tham gia vào lĩnh vực BOT cầu đường thông qua việc mua lại quyền khai thác trạm thu phí BOT Tỉnh lộ 16 (Đồng Nai) từ Cienco 5 với giá trị ~86 tỉ đồng. Tuy nhiên, dự án BOT đầu tay của CTI là BOT Đoạn tránh QL1A (Biên Hòa) được đầu tư vào năm 2010 với TMĐT gần 1.500 tỷ đồng và khai thác hoàn vốn từ 7/2014. Dự án này là tiền đề để CTI (liên doanh với TCT Sonadezi) đầu tư dự án BOT cải tạo-nâng cấp QL91 và 91B (Cần Thơ - An Giang) vào năm 2014 với TMĐT gần 2.000 tỷ đồng. Trong khi các doanh nghiệp BOT hầu hết chỉ ghi nhận KQKD ổn định và ít tăng trưởng, việc sở hữu nhiều dự án gối đầu tạo ra động lực tăng trưởng liên tục cho CTI.

Bảng 2: Timeline các dự án BOT

Dự án BOT	2006-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2032
BOT Tỉnh lộ 16									
BOT Đoạn tránh QL1A Biên Hòa									
BOT TL 91 và 91B									
BOT Đường VC VLXD									
BOT nút giao 319 Long Thành									

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bảng 3: Các dự án BOT cầu đường của CTI

STT	Dự án BOT	Vị Trí	TMĐT (tỷ đồng)	Bắt đầu thu phí	Thời gian kết thúc thu phí	Thời gian thu phí	CTI sở hữu
Đang vận hành							
1	Tỉnh lộ 16	Bình Dương – Biên Hòa	85	2006	2020	14 năm	100%
2	Đoạn tránh QL1A	Biên Hòa-Đồng Nai	1.500	07/2014	08/2027	13 năm 1 tháng	83,1%
3	Quốc lộ 91-91B	An Giang – Cần Thơ	1.700-2.000	+ QL91: 04/2016 + QL 91B: 10/2016 (dự kiến)	2033	17 năm 9 tháng	59,6%
Đang triển khai							
4	Đường vận chuyển VLXD	Biên Hòa-Đồng Nai	150	Q2/2017 (dự kiến)		10-12 năm	30%
5	Nút giao 319 Long Thành	Long Thành-Đồng Nai	700	Dự kiến 2018			
6	Đàm phán mua lại trạm BOT QL51	Đồng Nai – Vũng Tàu					

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Dự án BOT Tỉnh lộ 16 có chiều dài khoảng 10Km chạy dọc sông Đồng Nai nối liền ĐT 743 (Bình Dương) và QL1K (phía Đồng Nai). Lượng xe chạy trên tuyến này chủ yếu là các xe vận chuyển VLXD (cát, đá) khai thác tại lòng sông Đồng Nai và từ các mỏ đá kế cận như Tân Đông Hiệp (Bình Dương) hay Tân Cảng (Đồng

Nai). Doanh thu thu phí khá ổn định đạt 40-45 tỷ đồng/năm. Mặc dù không còn phải trích chi phí khấu hao từ năm 2017 nhưng CTI phải thực hiện đại tu công trình này (12 năm/lần) vào năm 2018 với chi phí dự tính 40% giá trị công trình (64 tỷ đồng). Vì vậy, chúng tôi ước tính biên LNG của trạm này sẽ đạt mức cao nhất 67% trong năm 2017 (2016: 60%) sau đó trung bình đạt 60-62% từ 2018 đến 2020.

Bảng 4: Giá trị NAV của BOT Tỉnh lộ 16

WACC	10,7%
Giá trị dòng tiền tự do tại 1/1/2017	77 tỷ đồng
Nợ vay 1/1/2017	Hết nợ
NAV (Giá trị tài sản ròng)	77 tỷ đồng
NAV theo tỉ lệ sở hữu của CTI (100%)	77 tỷ đồng
<i>Nguồn: RongViet Research tổng hợp</i>	

Dự án BOT đoạn tránh QL1A (qua Biên Hòa) là dự án BOT đầu tay của CTI có chiều dài gần 15km được xây dựng nhằm giải tỏa áp lực lưu thông của QL1A hiện hữu qua TP. Biên Hòa. Đối tượng phục vụ là các xe đi Nam Trung Bộ từ Bình Dương, trung tâm Đồng Nai và TP.HCM (đi theo hướng ngã ba Vũng Tàu). TMĐT của dự án gần 1.500 tỷ đồng được tài trợ theo tỷ lệ 15% VCSH và 85% vốn vay. Doanh thu thu phí năm 2016 ước đạt 307 tỷ đồng (+59% yoy) sau khi được tăng giá vé thu từ 1/1/2016 theo Thông tư 37/2014/TT-BTC. Nhằm hài hòa giữa doanh thu thu phí và chi phí phát sinh, trạm BOT này sẽ được khấu hao theo doanh thu với tỉ lệ ~25-27%. Mặc dù nằm trên địa bàn có tuyến cao tốc Long Thành – Dầu Giây (đối với các xe từ TP.HCM), KQKD của trạm BOT vẫn rất khả quan cho thấy sự tăng trưởng chủ lực vẫn đến từ lưu lượng xe trên địa bàn Đồng Nai hỗ trợ bởi hoạt động sản xuất công nghiệp (KCN Long Thành, Long Đức, Tín Nghĩa), sự phát triển của các khu dân cư và công trình công cộng mới (Bệnh Viện QT Biên Hòa, Khu dân cư Phước Tân, Bình Minh). Ngoài ra, chính sách siết tải của bộ GTVT từ giữa năm 2014 cũng góp phần làm tăng lượng đầu xe mới tham gia thị trường vận tải.

Bảng 5: Giá trị NAV của BOT Đoạn tránh QL1A qua Biên Hòa

WACC	10,7%
Giá trị dòng tiền tự do tại 1/1/2017	1.590 tỷ đồng
Nợ vay 1/1/2017	1.155 tỷ đồng
NAV (Giá trị tài sản ròng)	435 tỷ đồng
NAV theo tỉ lệ sở hữu của CTI (83,1%)	361 tỷ đồng
<i>Nguồn: RongViet Research tổng hợp</i>	

Dự án BOT nâng cấp- cải tạo QL91 và 91B là dự án liên doanh của CTI với Sonadezi. Đây là tuyến đường huyết mạch nối các tỉnh phía Tây Nam Bộ (An Giang - Cần Thơ). Do đó, lưu lượng xe thông qua đây dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh khi các tỉnh miền Tây đẩy mạnh thu hút phát triển công nghệ và chế biến sản xuất các sản phẩm nông - thủy sản. Dự án gồm hai cấu phần gồm QL 91 (TMĐT ~1.400 tỷ đồng) và QL91B (600 tỷ đồng). Cấu phần 1 QL 91 đã được đưa vào khai thác 04/2016 với doanh thu hàng tháng ước đạt 7,4 tỷ đồng và cấu phần 2 QL91B sẽ bắt đầu thu phí vào tháng 10/2016 (dự kiến). Tổng doanh thu thu phí của BOT này ước đóng góp 81 tỷ đồng năm 2016 và tăng 2,2 lần đạt 181 tỷ năm 2017 do hoạt động đủ 12 tháng. Tương tự như dự án BOT QL1A (đoạn tránh TP. Biên Hòa), chi phí khấu hao sẽ tính theo doanh thu ở mức 25%.

Bảng 6: Giá trị NAV của BOT QL91 và 91B

WACC (dựa trên tỉ lệ đòn bẩy của CTI)	10,7%
Giá trị dòng tiền tự do tại 1/1/2017	1.961 tỷ đồng
Nợ vay 1/1/2017	1.443 tỷ đồng
NAV (Giá trị tài sản ròng)	517 tỷ đồng
NAV theo tỉ lệ sở hữu của CTI (59,6%)	308 tỷ đồng

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Dự án đường vận chuyển VLXD được xây dựng nhằm đáp ứng nhu cầu lưu thông của phương tiện giao thông ra vào các mỏ đá khu Tân Cang (Biên Hòa). TMĐT của dự án trong giai đoạn đầu khoảng 150 tỷ. CTI dự kiến sẽ đưa vào thu phí từ Q2/2017 sau 1,5 năm thi công. Tuy nhiên, với tính chất phục vụ các xe chở đá, đóng góp từ doanh thu thu phí của dự án này ước đạt ~25-30 tỷ/năm.

Bảng 7: Giá trị NAV của BOT Đường vận chuyển VLXD

WACC (dựa trên tỉ lệ đòn bẩy của CTI)	10,7%
Giá trị dòng tiền tự do tại 1/1/2017	154 tỷ đồng
Nợ vay 1/1/2017	127 tỷ đồng
NAV (Giá trị tài sản ròng)	27 tỷ đồng
NAV theo tỉ lệ sở hữu của CTI (30%)	8 tỷ đồng

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Trong năm 2017, CTI sẽ đẩy nhanh tiến độ dự án BOT nút giao 319 tại Long Thành. Dự án này đánh giá khá tiềm năng khi nằm trên địa bàn các KCN trọng điểm của Đồng Nai là Nhơn Trạch và Tín Nghĩa kết nối với cảng Nhơn Trạch. Ngoài ra, nút giao thông này theo thiết kế sẽ kết nối với tuyến cao tốc Long Thành – Dầu Giây giúp các xe có thể rẽ từ hướng TP.HCM ra hướng Nhơn Trạch và ngược lại thuận tiện. TMĐT của dự án là gần 700 tỷ đồng với thời gian đưa vào khai thác dự kiến giữa năm 2018.

Tóm lại, đối với các doanh nghiệp BOT, doanh thu thu phí và lợi nhuận sẽ rất ổn định khi dự án đi vào hoạt động và KQKD sẽ tăng trưởng theo lưu lượng xe tăng lên hàng năm. Do đó, để tạo ra động lực tăng trưởng lớn và liên tục, các doanh nghiệp BOT sẽ phải có một danh mục các dự án BOT được đưa vào thu phí như trong các năm tiếp theo. Đây chính là điều CTI đang thực hiện. Bên cạnh đó, khác với các dự án BOT trực thuộc Tỉnh vốn có doanh thu thu phí ổn định, các dự án BOT quản lý bởi Bộ GTVT (đối với CTI là BOT Đoạn tránh QL1A qua Biên Hòa và BOT QL91-91B) sẽ được rà soát điều chỉnh giá vé thu phí theo lộ trình 03 năm/lần theo Thông tư 159/2013/TT-BTC bắt đầu từ năm 2016 (tức vào các năm 2016, 2019, 2022, vv). Như vậy, đây cũng sẽ là một động lực tăng trưởng doanh thu thu phí và lợi nhuận của của CTI trong các năm tới.

Triển vọng phát triển hạ tầng giao thông và công nghiệp mạnh mẽ khu vực Đông Nam Bộ trong dài hạn

Đồng Nai là tỉnh có diện tích lớn nhất (~6.000Km²) ở Đông Nam Bộ và là cửa ngõ phía Đông Bắc của TP.HCM, kết nối Sài Gòn với các tỉnh miền Trung và Tây Nguyên thông qua tuyến QL1A. Quan trọng hơn, ưu thế của tỉnh còn nằm ở hệ thống giao thông đường thủy trên sông Đồng Nai (cảng Đồng Nai), sông Thị Vải (cảng Gò Dầu, Phú Mỹ, Thị Vải) và sông Lòng Tàu, cho phép trung chuyển hàng hóa về hạ nguồn cảng nước sâu Cái Mép. Quỹ đất sạch lớn để phát triển công nghiệp – đô thị và dịch vụ với vị trí thuận lợi sẽ là lợi thế lớn cho Đồng Nai trong thu hút các nhà đầu tư FDI.

Hệ thống đường liên cảng kết nối các KCN và hạ tầng hậu cảng (Depot, trung tâm logistics) chưa phát triển là yếu tố đang cản trở dòng vốn FDI đầu tư vào Đồng Nai. Do các doanh nghiệp XNK ưu tiên thông quan qua cảng Cát Lái nhằm tiết giảm chi phí vận chuyển, hiệu suất khai thác các cảng biển khu vực Bà Rịa-Vũng Tàu hiện vẫn chỉ ở mức 15-20% công suất thiết kế. Trong quy hoạch KTXH tỉnh Đồng Nai GD 2016-2025 theo QĐ 734/TTg ngày 27/05/2015, UBND tỉnh Đồng Nai sẽ ưu tiên phát triển các dự án hạ tầng giao thông quan trọng nối liền các dự án trọng điểm quốc gia như sân bay Long Thành và cảng biển quốc tế Cái Mép (Bảng 8). Bên cạnh đó, các công trình hạ tầng kết nối các khu công nghiệp (KCN) với cảng biển/sông, giữa các cảng sông với khu hạ tầng logistics sau cảng và hệ thống đường vành đai kết nối vùng cũng sẽ được triển khai khẩn trương. Theo quy hoạch, tổng vốn đầu tư toàn xã hội giai đoạn 2016-2020 của tỉnh gần 330 nghìn tỷ đồng (NSNN chỉ chiếm 7%-8,5%) tập trung đầu tư vào công nghiệp – xây dựng (tỉ trọng 57-58%).



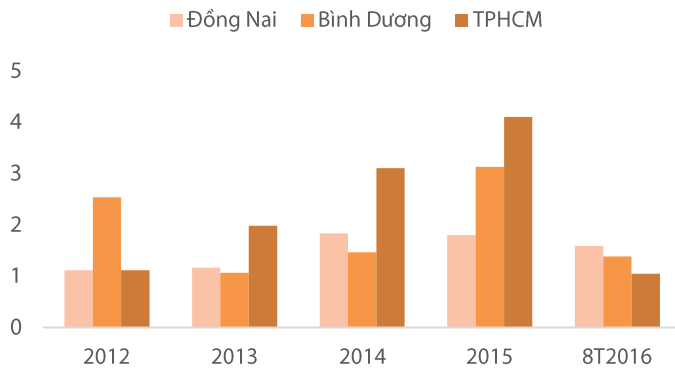
Bảng 8: Danh mục dự án hạ tầng giao thông ở tỉnh Đồng Nai GD 2016-2025

STT	Tên dự án	2016-2020	Sau 2020
1	Sân Bay Quốc tế Long Thành	x	x
2	Các tuyến cao tốc đi qua địa bàn	x	x
3	Đường sắt Biên Hòa-Vũng Tàu	x	x
4	Cảng sông Đồng Nai, Nhà Bè, Lòng Tàu và Thị Vải	X	
5	Đoạn tránh QL1 qua Biên Hòa	x	
6	Cầu Hóa An	X	
7	Cải tạo đường Bùi Văn Hòa	X	
8	Cầu Hiệp Hòa – Biên Hòa	X	
9	Đường trục trung tâm ngã 3 Vườn Mít – Sông Cái	X	X
10	Nút giao thông Vườn Mít	X	X
11	Đường ven Sông Cái từ QL1 – Trần Quốc Toàn	X	
12	Cầu An Hảo	X	
13	Đường Ruộng Tre – Thọ An	X	
14	Đường liên cảng Nhơn Trạch	X	
15	Cầu đường từ Q9 TPHCM qua Nhơn Trạch	X	
16	Đường song hành QL56 qua huyện Cẩm Mỹ	X	
17	Dự án chống ùn tắc tại Phường Tân Hòa – Biên Hòa	x	x

Nguồn: Quyết định 734/QĐ-TTg

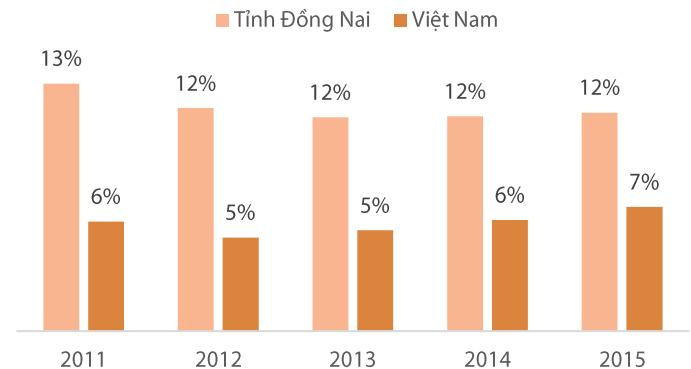
Với nhu cầu phát triển hạ tầng còn rất lớn trong khi nguồn vốn phân bổ từ NSNN ngày càng thu hẹp, các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng và chủ đầu tư các dự án BOT, trong đó có CTI là những đơn vị sẽ được hưởng lợi nhiều nhất.

Đồ thị 1: Thu hút FDI của các tỉnh Đông Nam Bộ



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Đồ thị 2: GDP của Đồng Nai và Việt Nam



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Chủ động nguồn nguyên liệu đầu vào giúp CTI phát huy tối đa hiệu quả chuỗi giá trị xây lắp và chuẩn bị cho chiến lược dài hạn

Bên cạnh hoạt động đầu tư BOT cầu đường, CTI cũng từng bước gia tăng sự tự chủ nguồn cung cấp đá xây dựng. Thực tế, đá là vật liệu cần thiết cho mọi hoạt động thi công- xây lắp cầu đường cũng như là vật liệu đầu vào cho sản xuất bê tông tươi. Đến thời điểm hiện tại, CTI đang sở hữu 04 mỏ đá với tổng trữ lượng gần 28 triệu m3.

Theo quy hoạch của Sở Tài Nguyên Môi trường Đồng Nai, tổng trữ lượng đá được phép khai thác tại 4 mỏ của CTI đến 2030 là 28 triệu m3. Để khai thác hết trữ lượng này trong thời hạn 14-15 năm thì sản lượng khai thác bình quân của CTI hàng năm vào khoảng 2 triệu m3/năm. Tuy nhiên, sản lượng khai thác của CTI trung bình năm 2016 dự kiến chỉ đạt ~500 nghìn m3. Hiện tại, sản lượng đá khai thác từ các mỏ của

CTI chủ yếu phục vụ các công trình của Công ty với doanh thu từ bán đá ra bên ngoài ước đạt khoảng 38 tỷ đồng trong năm 2016.

Việc sở hữu các trạm bê tông tươi, kinh nghiệm sản xuất các sản phẩm cống đúc bê tông và việc “thâu tóm” các mỏ đá có ý nghĩa rất lớn giúp tiết kiệm chi phí, nâng cao hiệu quả cho hoạt động xây lắp của CTI. Theo Quy hoạch tổng thể phát triển VLXD Việt Nam đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 (Quyết định 1469/QĐ--TTg ngày 22/8/2014), nhu cầu tiêu thụ đá ở khu vực Đông Nam Bộ xếp thứ 2 cả nước đạt gần 31 triệu m³ năm 2015 và sẽ tăng lên 45 triệu m³ năm 2020 (mức tăng trưởng kép ~7,8%/năm). Địa bàn tiêu thụ chủ lực là các tỉnh –thành phố trong tứ giác kinh tế Đông Nam Bộ gồm TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương và Bà Rịa Vũng Tàu. Với hoạt động khai thác khoáng sản (đá xây dựng) khá hạn chế ở khu vực TP.HCM cho nên hầu hết nhu cầu đá tại đô thị này đều được cung cấp từ các mỏ ở Bình Dương (Tân Đông Hiệp) và Đồng Nai (Hóa An, Tân Cang) theo đường thủy Sông Đồng Nai.

Do bản chất là loại vật liệu nặng và cồng kềnh, bên cạnh chất lượng, vị trí của các mỏ đá cũng hết sức quan trọng liên quan đến chi phí vận chuyển và giá thành của sản phẩm đá. Đối với CTI, hơn 2/3 tổng trữ lượng đá của Công ty là từ các mỏ ở Biên Hòa (Đồi Chùa, Tân Cang) nằm gần cảng sông trên sông Đồng Nai và có bán kính không quá 30Km đến các công trình trọng điểm ở khu vực Đông Nam Bộ (dự án Long Thành, các khu công nghiệp Đồng Nai- Bình Dương) sẽ mang lại lợi thế rất lớn cho Công ty trong dài hạn.

Bảng 9: Các doanh nghiệp khai thác đá

Doanh nghiệp khai thác đá	Mỏ đá	Vị trí mỏ đá	Sản lượng khai thác hàng năm (m ³)	Trữ lượng còn lại (triệu m ³)	Thời hạn khai thác mỏ
CTI			600.000-800.000	27,8	
	Bình Lợi	Vĩnh Cửu – Đồng Nai	600.000 -800.000	4,0	2033
	Xuân Hòa	Xuân Lộc - Đồng Nai		3,9	2030
	Tân Cang 08	Biên Hòa - Đồng Nai		4,6	2035
	Đồi Chùa 3 (Thiện Tân)	Vĩnh Cửu - Đồng Nai		15,2	2033
DHA			1.700.000	18,1	
	Hóa An	Biên Hòa – Đồng Nai	106.000		Đóng mỏ 01/2016
	Tân Cang 3	Biên Hòa – Đồng Nai	320.000	5,4	2024
	Núi Gió	Bình Phước	155.000	6,7	2025
	Thạnh Phú 2	Vĩnh Cửu – Đồng Nai	1.100.000	5,9	2026
	Thường Tân	Tân Uyên – Bình Dương	76.000		Chuyển nhượng tháng 03/2015
KSB			3.200.000	38,4	
	Tân Đông Hiệp	Dĩ An – Bình Dương	2.057.000	4,2	Đóng mỏ cuối 2017 theo quy hoạch Tỉnh
	Phước Vĩnh	Phú Giáo – Bình Dương	670.000	1,1	12/2017
	Tam Lập	Phú Giáo – Bình Dương	Đang xin giấy phép	13	12/2028
	Tân Mỹ	Tân Uyên – Bình Dương	600.000	20	2029
C32			900.000	2,0	
	Tân Đông Hiệp	Dĩ An – Bình Dương	900.000	2,0	Đóng mỏ cuối 2017 theo quy hoạch Tỉnh
NNC				21	
	Núi Nhỏ	Dĩ An – Bình Dương		4	Đóng mỏ cuối 2017 theo quy hoạch Tỉnh
	Mũi Tàu	Đồng Phú- Bình Phước		17	2030

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Biểu đồ: Vị trí phân bố các mỏ đá khu vực Đồng Nai – Bình Dương



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Dự phóng KQKD

Chúng tôi dự phóng KQKD của CTI dựa trên 3 mảng chính gồm (1) doanh thu thu phí các công trình BOT, (2) hoạt động xây lắp và (3) doanh thu kinh doanh VLXD (sản phẩm cốt và đá xây dựng).

Hoạt động thu phí

Doanh thu thu phí năm 2016 sẽ tăng so với cùng kỳ khi biểu phí trên Đoạn tránh QL1A được điều chỉnh tăng 60% từ 1/1/2016 theo Thông tư 159/2013/TT-BTC và 02 trạm thu phí hoàn vốn của dự án BOT QL91 và 91B đi vào hoạt động. Đối với dự án BOT QL91 và 91B, CTI đã khai thác trạm thu phí số 1 vào tháng 04/2016 với doanh thu ước tính khoảng 7 tỷ/ tháng và nhiều khả năng sẽ bắt đầu thu phí trạm số 2 từ tháng 10/2016 (chậm hơn 3 tháng do công tác đền bù chậm hơn dự kiến). Vì vậy, chúng tôi dự báo doanh thu thu phí trong năm 2016 của CTI sẽ đạt 433 tỷ đồng, tăng 83% so với năm trước. Sang năm 2017, doanh thu thu phí sẽ còn tiếp tục tăng trưởng với đóng góp chính từ 2 trạm BOT QL91 và 91B cộng với trạm BOT Đường vận chuyển VLXD (dự kiến thu từ Q2/2017). Tổng doanh thu thu phí năm 2017 ước đạt 558 tỷ đồng (+28% yoy).

Bảng 10: Dự phóng doanh thu thu phí BOT từ 2016-2020

Dự án	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
BOT Tỉnh lộ 16	43	45	46	47	49	51
BOT QL 1A	193	307	316	316	316	316
BOT QL 91 và 91B		81	181	192	229	236
BOT VC VLXD			15	30	31	31
Tổng cộng (tỷ đồng)	236	433	558	585	625	634

Nguồn: RongViet Research dự phóng

CTI đang khẩn trương triển khai dự án BOT nút giao 319 đầu nối cao tốc Long Thành – Dầu Giây với TMĐT gần 700 tỷ đồng. Với nguồn vốn đối ứng đã sẵn sàng sau đợt phát hành riêng lẻ thành công, dự án này dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào thu phí từ giữa 2018. Chúng tôi ước tính dự án này sẽ đóng góp trên dưới 150 tỷ đồng/năm vào doanh thu thu phí của CTI từ 2019. Do nằm trên địa bàn khu công nghiệp hoặc tuyến đường giao thông huyết mạch, chúng tôi dự báo hoạt động thu phí của các dự án BOT sẽ

hưởng lợi từ việc tăng trưởng lưu lượng xe trên địa bàn. Đến năm 2020, hoạt động thu phí được dự báo sẽ là mảng đóng góp doanh thu nhiều nhất của CTI với tỷ trọng tăng lên 57-58% từ mức hiện tại 35%.

Hoạt động xây lắp

Xây lắp (hạ tầng giao thông, khu công nghiệp và thủy lợi) là hoạt động kinh doanh trụ cột của CTI đóng góp 50-60% vào tổng doanh thu hàng năm. Từ năm 2011, hoạt động này của CTI tập trung phục vụ các công trình BOT giao thông do chính Công ty đầu tư. Trong năm 2016, CTI sẽ đẩy nhanh tiến độ thi công 2 công trình trọng điểm BOT QL 91 -91B và BOT Đường vận chuyển VLXD cũng như tiếp tục thi công hạ tầng dự án khu Tái định cư Phước Tân và Bình Minh (của dự án BOT Đoạn tránh QL1A). Tổng giá trị xây lắp ghi nhận trong năm 2016 ước tính khoảng 560 tỷ đồng (trong đó xây lắp BOT 91 và 91B là 450 tỷ và Đường VLXD 50 tỷ).

Năm 2017, Doanh thu xây lắp của Công ty dự kiến sẽ đạt khoảng 615 tỷ (tăng 10%/yoy) với đóng góp từ xây lắp các dự án BOT gần 350 tỷ đồng (BOT nút giao 319 ~150 tỷ đồng) và giá trị xây dựng dự án NOXH dự kiến ~200 tỷ đồng. Trong dài hạn, bên cạnh hạ tầng giao thông, nhu cầu phát triển công nghiệp – đô thị ở Đồng Nai và Đông Nam Bộ sẽ là động lực cho mảng xây lắp của Công ty. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng doanh thu đóng góp từ mảng này sẽ dao động trung bình 450-500 tỷ đồng năm từ 2018 trở đi.

Kinh doanh Vật liệu xây dựng

Mảng khai thác đá hiện đóng góp chưa đến 10% doanh thu của CTI. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng đá khai thác và tiêu thụ của CTI trong năm 2016 -2018 sẽ tăng trưởng 8%/năm từ 2016 theo quy hoạch tiêu thụ VLXD của Bộ Xây Dựng (Quyết định 1469/QĐ—TTg). Nếu dự án sân bay Long Thành bắt đầu triển khai vào năm 2019, sản lượng đá tiêu thụ của Công ty có thể tăng trưởng nhanh hơn ~10% năm.

Khá giống mảng đá xây dựng, động lực tăng trưởng của các sản phẩm cốt bê tông cũng đến từ nhu cầu phát triển hạ tầng ở Đông Nam Bộ. Tuy nhiên, do nguồn cung sản phẩm này khá dồi dào, chúng tôi cho rằng mảng cốt bê tông sẽ đóng góp hàng năm trung bình khoảng 70-80 tỷ đồng vào tổng doanh thu.

Dòng tiền dồi dào với tính ổn định cao từ các trạm thu phí sẽ đảm bảo khả năng thanh toán nợ vay và chi trả cổ tức cho cổ đông

Về cơ bản, các dự án BOT hạ tầng giao thông đòi hỏi vốn đầu tư rất lớn và các chủ đầu tư BOT tham gia thường sử dụng nguồn vốn vay ngân hàng để tài trợ dự án. Cơ cấu nguồn vốn đối với các dự án BOT quy định trong Nghị định 108/NĐ-CP/2009 tối thiểu là 15% VCSH và 85% vốn vay cho dự án dưới 1.500 tỷ đồng. Đối với CTI, dư nợ vay ngân hàng của Công ty cũng tăng từ trung bình 60-70 tỷ (giai đoạn trước 2010) lên gần 1.750 tỷ vào năm 2014 (Công ty hoàn thành dự án BOT Đoạn tránh QL1A qua Biên Hòa – TMĐT 1.500 tỷ). Dư nợ vay của Công ty dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh lên 3.000 tỷ vào cuối năm 2016 khi mà Công ty đưa vào khai thác hai giai đoạn của dự án BOT QL91-91B. Tuy nhiên, nếu tách dư nợ vay theo mảng kinh doanh, phần lớn trong tổng số này là nợ vay tài trợ các dự án BOT với số dư 2.330 tỷ đồng trong năm 2016 (Bảng 11).

Trong đó, đối với dư nợ vay tài trợ xây dựng khu tái định cư (TĐC). Phần lớn nợ vay tài trợ dự án được ứng từ ngân sách (300 tỷ trên tổng cộng 456 tỷ ước tính tại năm 2016) và phần còn lại được thu xếp bởi CTI. Với tiến độ hiện tại, CTI nhiều khả năng sẽ bàn giao cho chính quyền địa phương trong năm 2017 (khu TĐC Bình Minh) và năm 2018 (khu TĐC Phước Tân). Điều này sẽ giúp tỷ lệ đòn bẩy giảm đi và tạo ra dư địa cho Công ty có thể vay vốn tài trợ các công trình mới.



Bảng 11: Dư nợ vay của CTI (dự phóng)

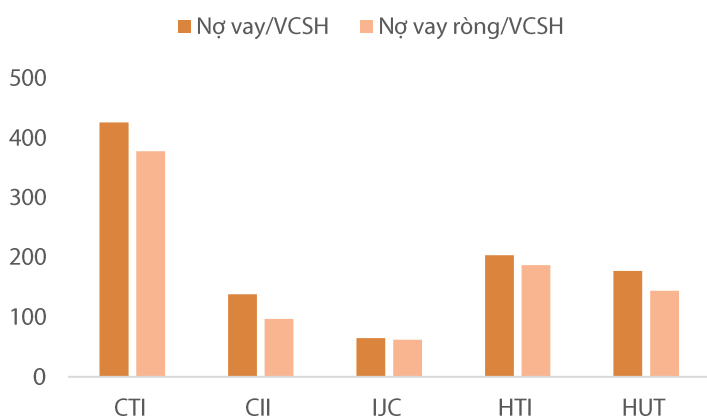
	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Tổng dư nợ BOT	2.339	2.774	2.961	2.784	2.601
BOT QL1A	1.066	980	894	801	702
BOT QL 91 – 91B	1.229	1.431	1.419	1.407	1.395
BOT Đường VC VLXD	44	122	112	100	89
BOT nút giao 319	-	240	535	475	415
Khu TĐC	456	293	54		
Khác (mỏ đá + VLĐ)	220	383	290	268	207
Tổng cộng	3.017	3.451	3.307	3.054	2.809

Nguồn: RongViet Research dự phóng

Khả năng trả nợ luôn là câu hỏi hàng đầu đối với các doanh nghiệp sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, do đặc thù của các dự án BOT là chủ đầu tư luôn được đảm bảo một mức sinh lời cố định, số tiền trả nợ gốc hàng năm sẽ được cân đối lại dựa trên doanh thu phí thực tế. Do đó, dòng tiền thuần cho chủ đầu tư (sau khi trừ chi phí vận hành, chi phí lãi vay và nợ gốc) gần như luôn luôn được đảm bảo, ngay cả khi tỷ lệ Nợ vay/VCSH cao hơn. Theo chúng tôi tính toán, chi phí lãi vay mà CTI sẽ ghi nhận và thanh toán trong năm 2016 cho các dự án BOT sẽ là 165 tỷ đồng và năm 2017 sẽ là 269 tỷ đồng. Với hiệu quả ngày càng gia tăng của các dự án BOT đang khai thác và đóng góp từ các dự án mới, dòng tiền của CTI ước tính sẽ liên tục được cải thiện trong suốt giai đoạn 2016-2020.

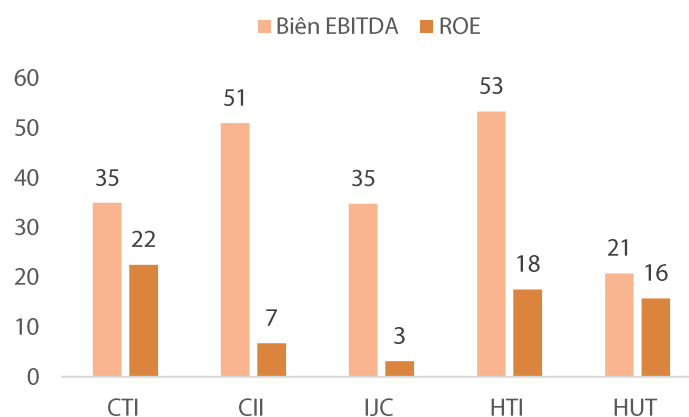
Như chúng tôi đề cập, CTI đã phát hành tăng vốn trong Q2/2016 huy động thêm 220 tỷ đồng bằng việc phát hành 10 triệu cổ phiếu riêng lẻ (VĐL mới 429,9 tỷ đồng) để đối ứng đầu tư các dự án mới. CTI cơ bản đang có tỉ lệ đòn bẩy cao hơn các doanh nghiệp hạ tầng khác (Nợ vay/VCSH 400%) tuy nhiên sẽ được đảm bảo bởi dòng tiền mạnh như chúng tôi đã phân tích. Ở chiều ngược lại, việc sử dụng đòn bẩy lớn đang giúp Công ty có được tỉ suất sinh lời trên VCSH rất tốt (22%). Với môi trường lãi suất dự báo tiếp tục thấp trong các năm tới, mức độ sinh lời cao của Công ty nhiều khả năng sẽ được giữ vững.

Đồ thị 3 : Tỷ lệ đòn bẩy (%) của các công ty hạ tầng niêm yết (tới 30/06/2016)



Nguồn: RongViet Research dự phóng

Đồ thị 4: Mức sinh lời (%) của các công ty hạ tầng (trượt 12 tháng đến 30/06/2016)



Nguồn: RongViet Research dự phóng

Quan điểm đầu tư

CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO (CTI-HSX) là doanh nghiệp tư nhân chuyên thi công – xây lắp các công trình hạ tầng giao thông và khu công nghiệp trên địa bàn tỉnh Đồng Nai. Dự án BOT Đoạn tránh QL1A qua Biên Hòa (khai thác từ năm 2014) đánh dấu bước chuyển mình của Công ty từ một nhà thầu sang một chủ đầu tư dự án hạ tầng giao thông. Nhằm nâng cao hiệu quả và hoàn thiện chuỗi giá trị ngành, CTI cũng từng bước gia tăng sự chủ động nguồn VLXD đầu vào thông qua việc mua lại các mỏ đá trên địa bàn tỉnh.

Trong ngắn và trung hạn, triển vọng KQKD của Công ty sẽ có sự tăng trưởng khá khả quan với các dự án BOT cầu đường đi vào khai thác gối đầu nhau (BOT 91-91B khai thác cả năm 2017, BOT Đường VLXD từ Q2/2017,...). Bên cạnh là động lực tăng trưởng KQKD, dòng tiền mạnh và ổn định từ các trạm thu phí cũng giúp CTI giảm dần nợ vay và tạo ra nguồn vốn đối ứng đầu tư các dự án mới.

Trong dài hạn, động lực tăng trưởng của Công ty sẽ kỳ vọng vào nguồn cung đá hạn chế từ phía các mỏ Bình Dương (giáp ranh Đồng Nai) và đặc biệt là nhu cầu tiêu thụ tăng cao đến từ dòng vốn FDI gia tăng đầu tư vào Đồng Nai cũng như việc triển khai các công trình trọng điểm (sân bay Long Thành, cao tốc Dầu Giây – Phan Thiết,...). Với các phân tích trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu CTI trong **Trung Hạn** với mức giá mục tiêu **36.000** đồng/cp (cao hơn mức giá thị trường 15%).

Bảng 12: P/E và P/B của một số doanh nghiệp niêm yết cùng ngành

Mã niêm yết	Công ty	Vốn hóa	Doanh thu	P/E	P/B
HTI VN Equity	CTCP Đầu tư phát triển hạ tầng IDICO	455	391	7,0	1,1
CII VN Equity	CTCP Đầu tư HT-KT TPHCM	7.075	1.507	26,3	1,8
IJC VN Equity	CTCP phát triển HT-KT	2.111	616	23,2	0,7
HUT VN Equity	CTCP Tasco	2.088	2.976	6,2	0,9
Bình quân				15,6	1,1

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần	722	830	1,120	1,321
Giá vốn	-538	-575	-722	-799
Lãi gộp	184	255	398	522
Chi phí bán hàng	-8	-11	-11	-13
Chi phí quản lý	-46	-50	-67	-79
Thu nhập từ HĐTC	1	2	1	2
Chi phí tài chính	-74	-115	-165	-270
Lợi nhuận khác	1	5	2	3
Lợi nhuận trước thuế	59	85	158	164
Thuế TNDN	-9	-12	-18	-9
Lợi ích CĐTS	0	5	20	16
Lợi nhuận sau thuế	49	68	120	140
EBIT	131	197	323	434
EBITDA	186	284	462	618

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2014	2015	2016F	2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	30%	15%	35%	18%
Lợi nhuận HĐKD	181%	49%	65%	34%
EBITDA	132%	52%	63%	34%
EBIT	191%	50%	64%	34%
Lợi nhuận sau thuế	191%	37%	77%	16%
Tổng tài sản	44%	29%	28%	13%
Vốn chủ sở hữu	109%	8%	62%	8%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	6%	4%	9%	7%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	25%	31%	36%	40%
LN HĐKD / Doanh thu	18%	23%	29%	33%
EBITDA/ Doanh thu	26%	34%	41%	47%
EBIT/ Doanh thu	18%	24%	29%	33%
LNST/ Doanh thu	7%	8%	11%	11%
ROA	2%	2%	3%	3%
ROIC or RONA	9%	9%	11%	12%
ROE	17%	16%	21%	19%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	364%	458%	922%	1035%
Vòng quay hàng tồn kho	-377%	-548%	-662%	-672%
Vòng quay khoản phải trả	-195%	-188%	-217%	-250%
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	0,8	0,5	0,8	0,8
Nhanh	0,6	0,4	0,6	0,7
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	498%	618%	473%	502%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	124%	90%	52%	83%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	307%	443%	378%	374%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2014	2015	2016F	2017F
Tiền	179	110	292	560
Đầu tư tài chính ngắn hạn	6	47	0	0
Các khoản phải thu	243	120	123	132
Tồn kho	118	92	126	112
Tài sản ngắn hạn khác	24	30	0	0
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	570	400	542	804
Tài sản cố định hữu hình	116	113	133	101
Tài sản cố định vô hình	997	1.341	2.688	2.925
XDCB dở dang	738	1.298	705	760
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	10	8	8	8
Tài sản dài hạn khác	114	121	117	119
TSCĐ và đầu tư dài hạn	1.975	2.881	3.651	3.914
TỔNG TÀI SẢN	2.544	3.281	4.193	4.718
Tiền hàng phải trả và ứng trước	130	189	217	240
Khoản phải trả ngắn hạn khác	117	176	84	99
Vay và nợ ngắn hạn	498	391	364	627
Vay và nợ dài hạn	1.229	1.919	2.653	2.824
Khoản phải trả dài hạn khác	20	0	0	0
Tổng nợ	1.994	2.675	3.318	3.790
Vốn chủ sở hữu	400	433	702	754
Vốn đầu tư của CSH	330	330	430	430
Lợi nhuận giữ lại	50	80	125	172
Các quỹ	11	13	17	23
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	400	433	702	754
Lợi ích CĐTS	150	174	174	174
TỔNG NGUỒN VỐN	2.544	3.281	4.193	4.718
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014	2015	2016F	2017F
LNTT	59	85	158	164
Khấu hao	56	87	139	185
Các điều chỉnh	72	108	165	270
Thay đổi vốn lưu động	-319	5	-216	-218
Tiền thuần từ HĐKD	-133	286	246	400
Thay đổi TSCĐ	-658	-862	-913	-445
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-6	-41	0	0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	1	2	0	0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-663	-901	-913	-445
Nhận/trả lại vốn góp	165	0	100	100
Vay mới/trả nợ vay	639	583	707	434
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0	-36	-22	-86
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	804	547	785	448
Tiền thuần trong kỳ	8	-69	118	404
Tiền đầu năm	171	179	110	292
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối kỳ	179	110	292	560

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này