



CTCP PHÁT TRIỂN CƯỜNG THUẬN IDICO (CTI: HOSE)

Chờ đợi các động lực ngắn hạn

Nguyễn Đại Hiệp – hiiep.nd@vdsc.com.vn

FLASHNOTE | Tư Vấn Cá Nhân
(09/04/2024)



MUA: +26%

<GTT 15.900>

<GMT: 20.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

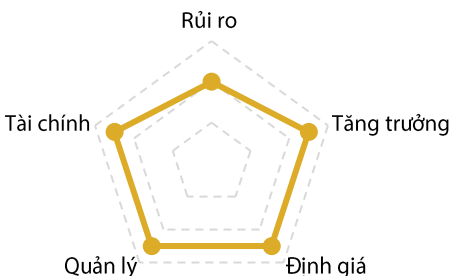
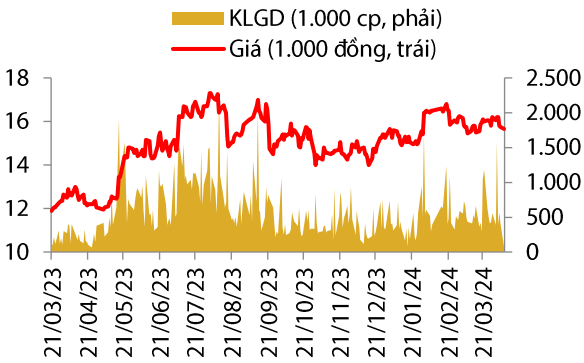
2022A 2023A 2024F

Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần('000 VND)

Xây dựng L5
871
55
537
8
48,1%
11,8 - 17,3

Doanh thu
LNST
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

894
821
1.058
92
72
129
2,0
1,6
1,6
8,2
6,2
6,5
1.619
1.318
2.061
20.609
21.927
24.614
-
-
-
7,8
11,1
4,3
0,6
0,7
0,7



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD năm 2024 cải thiện với động lực đến từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi

- Năm 2023, CTI đạt doanh thu thuần 821 tỷ đồng (-8,2% svck), LNST ghi nhận 72 tỷ đồng (-21,9% svck), hoàn thành 72% và 89% kế hoạch kinh doanh năm 2023. KQKD thấp chủ yếu do doanh thu hoạt động xây lắp không như kỳ vọng trong khi mảng thu phí giao thông (BOT) ghi nhận lưu lượng xe kém.
- Qua năm 2024, chúng tôi kỳ vọng KQKD sẽ cải thiện đáng kể khi hoạt động cốt lõi cải thiện. Cụ thể, mảng BOT sẽ bớt lỗ khi công ty được tăng giá vé với trạm BOT Quốc Lộ 91 Cần Thơ (BOT QL 91) và mảng xây lắp được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ dựa trên giá trị các gói thầu xây lắp đang thực hiện. Ngoài ra mảng đá cũng sẽ đóng góp thêm vào hoạt động của CTI trong điều kiện mở Thiện Tân hoàn thành thủ tục pháp lý. Theo đó, doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ được dự phóng đạt lần lượt 1.058 tỷ đồng và 129 tỷ đồng.

Hoàn thiện quy trình pháp lý các dự án trọng điểm

- CTI sẽ đẩy mạnh hoàn thiện quy trình pháp lý các dự án và việc đẩy mạnh sẽ được ưu tiên theo thứ tự giảm dần gồm: Mỏ đá Thiện Tân 10 – KDC Phước Tân- Cụm CN Tân An- BOT Quốc lộ 91. Việc thúc đẩy nhanh các dự án này sẽ trực tiếp đóng góp vào triển vọng tương lai của CTI. Đặc biệt, việc hoàn thiện pháp lý mỏ đá Thiện Tân 10 trong năm 2024 sẽ giúp dự án sớm đóng góp đáng kể vào KQKD của CTI trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng ở khu vực Đồng Nam Bộ.

Dòng tiền từ đền bù BOT QL 91 sẽ giúp doanh nghiệp tái cơ cấu

- Với BOT QL 91, chúng tôi ước tính việc tăng giá vé sẽ có tác động tới KQKD theo hướng giảm bớt lỗ từ 22 tỷ đồng sang lỗ khoảng 14 tỷ đồng vào năm 2024, điều này giảm bớt sự tiêu cực cho KQKD của năm 2024. Ngoài ra, việc nhận được tiền hoàn lại của dự án BOT QL 91 sẽ tạo động lực mạnh mẽ, giúp doanh nghiệp có thể thu hồi được dòng tiền, tái cấu trúc nợ vay đồng thời đẩy mạnh đầu tư. Với sở hữu 59,57% tại dự án BOT QL91, chúng tôi ước tính tổng số tiền CTI thu tối thiểu có thể đạt 1.879 tỷ đồng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ phê duyệt của các dự án kéo dài và rủi ro chi phí tài chính

Tổng quan về ngành nghề

Công ty CP Đầu tư phát triển Cường Thuận – Cường Thuận IDICO (HSX: CTI) có hoạt động kinh doanh chủ yếu trên địa bàn tỉnh Đồng Nai và các tỉnh, thành phố trực thuộc khu vực Đông Nam Bộ. CTI kinh doanh trên 4 lĩnh vực cốt lõi nhất (1) Bê tông nhựa nóng, thành phẩm cốt, dịch vụ & xây lắp (2) Thu phí giao thông tại các trạm BOT (3) Bán thành phẩm đá và dịch vụ mỏ đá (4) Bất động sản dân dụng.

Lịch sử hình thành

Công ty CP Đầu tư phát triển Cường Thuận được thành lập năm 2000 với vốn điều lệ ban đầu 4,6 tỷ đồng. Ngày 19/09/2007, Công ty đã chính thức chuyển sang hoạt động theo hình thức Công ty Cổ phần theo Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 4703000423 do Sở Kế hoạch và Đầu tư Tỉnh Đồng Nai cấp với số vốn điều lệ đăng ký 104,6 tỷ đồng.

Ngày 17 tháng 12 năm 2007, Tổng Công ty Đầu tư Phát triển đô thị và khu công nghiệp Việt Nam ra quyết định số 182/QĐ-TCT tiếp nhận Công ty Cổ Phần Cường Thuận là Công ty liên kết của Tổng Công ty Đầu tư Phát triển đô thị và khu công nghiệp Việt Nam.

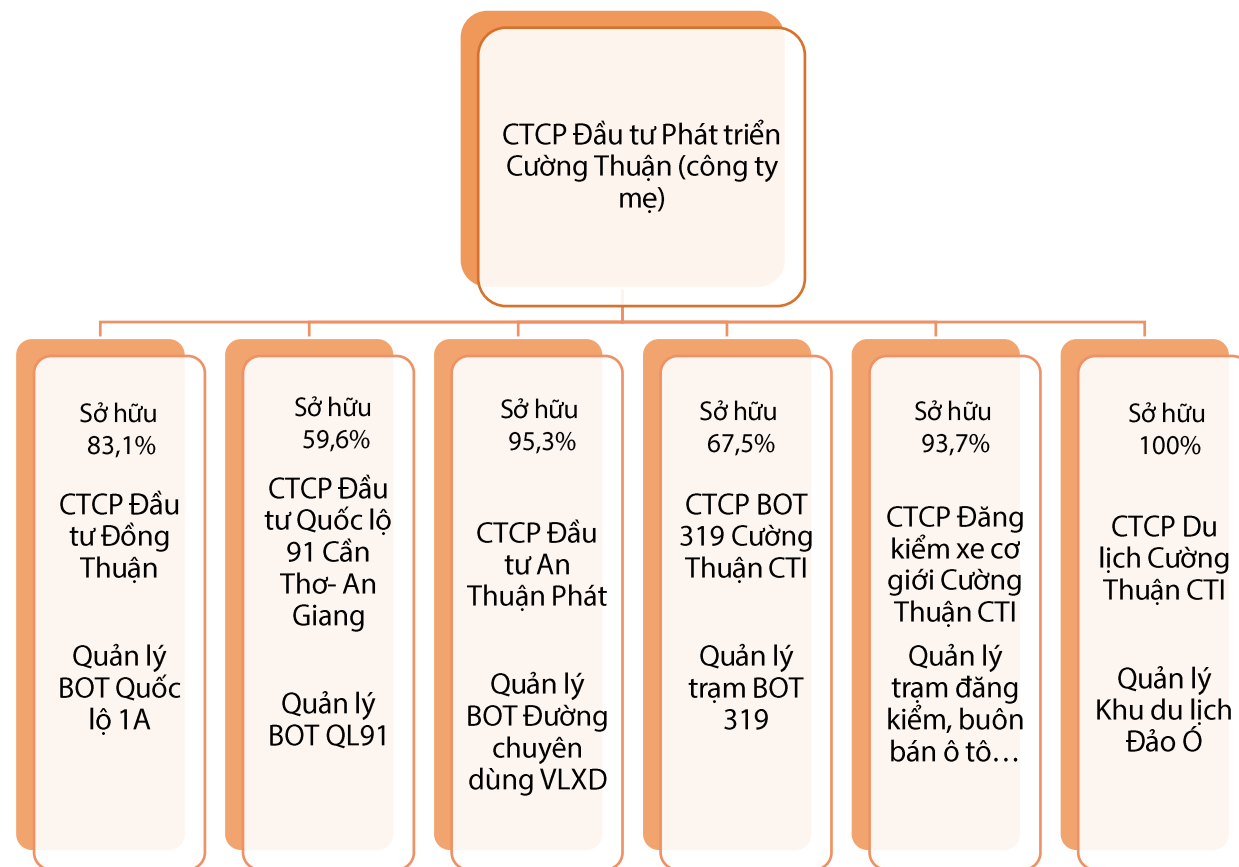
Ngày 11/01/2008 Công ty Cổ Phần Cường Thuận chính thức gia nhập thành viên của Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu Công nghiệp Việt Nam (IDICO) nâng vốn điều lệ lên 150 tỷ đồng và đổi tên Công ty thành Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO.

Năm 2010, Công ty niêm yết trên sàn chứng khoán HSX mã CTI, năm 2016 công ty tăng vốn điều lệ lên 629.999.970.000 đồng.

Cơ cấu tổ chức

Tại ngày 31/12/2023, công ty đang sở hữu 6 công ty con và số lượng nhân viên là 416 người (cuối năm 2022 là 432 nhân viên).

Hình 1 : Cơ cấu tổ chức công ty

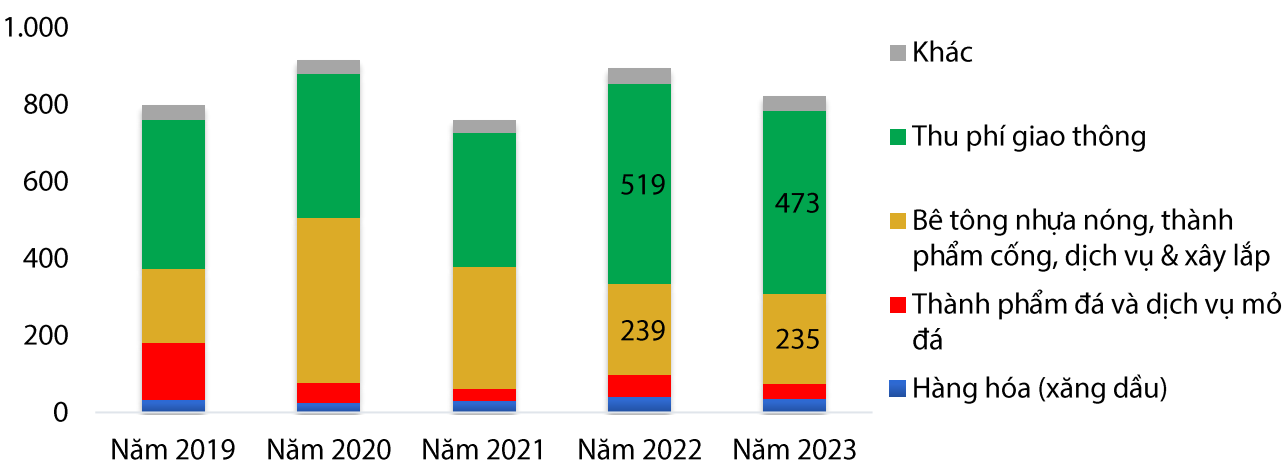


Kết quả kinh doanh năm 2023 kém khả quan, kỳ vọng năm 2024 sẽ tăng trưởng nhờ mức nền thấp

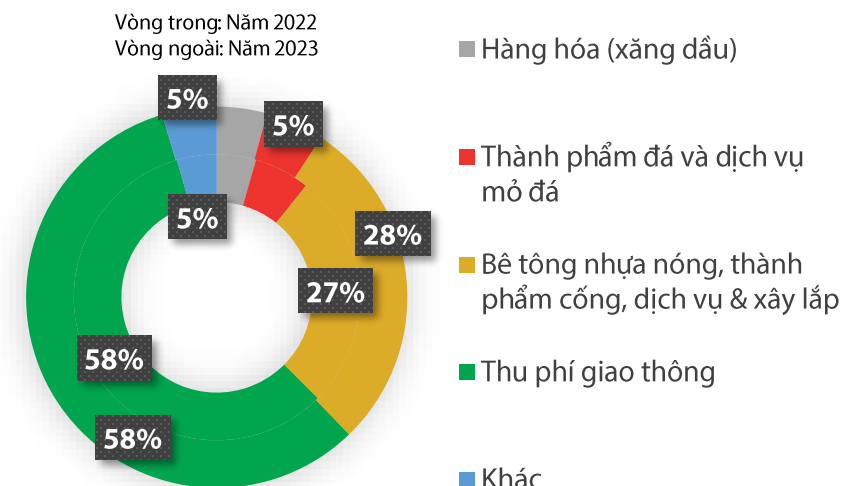
Năm 2023, CTI đạt doanh thu thuần 820,8 tỷ đồng (-8,2% svck), LNST ghi nhận 72,2 tỷ đồng (-21,9% svck), lần lượt hoàn thành 72% và 89% kế hoạch năm 2023. Nguyên nhân KQKD chưa thực sự khả quan tới từ việc doanh thu hoạt động xây lắp không như kỳ vọng trong khi mảng thu phí giao thông (BOT) ghi nhận lưu lượng xe kém.

- Mảng BOT: doanh thu trạm BOT 319 cải thiện nhờ lưu lượng xe tăng 10% trong khi doanh thu trạm BOT QL 91 ổn định. Ở chiều ngược lại, trạm thu phí Quốc lộ 1 (Km 1841+912) – lớn nhất trong 3 trạm, chỉ đạt doanh thu 266 tỷ đồng, giảm 16,1% svck. Theo ước tính, tổng lưu lượng xe năm 2023 có thể đạt mức sụt giảm gần 15% so với năm 2022 - do đây là năm phục hồi khá tốt sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Với mức lưu lượng xe và doanh thu này, hoạt động trạm BOT đã quay trở lại mức tương đương giai đoạn trước khi Đại dịch Covid 19 (năm 2019 đạt doanh thu 254 tỷ đồng).
- Mảng xây lắp: ghi nhận doanh thu 232 tỷ đồng, giảm nhẹ so với năm 2022 và thấp hơn kỳ vọng.
- Mảng đá xây dựng: doanh thu đạt 40,8 tỷ đồng, giảm 27,7% svck. Đóng góp chủ yếu vào KQKD chủ yếu là mỏ Xuân Hòa. Với mỏ Thiện Tân 10, hiện công ty chưa hoàn thiện thủ tục pháp lý nên chưa thể đẩy mạnh khai thác tại dự án này.
- Doanh thu mảng du lịch và nhà hàng ghi nhận kết quả kém khả quan, đạt 24,7 tỷ đồng (-26,9% svck) trong bối cảnh ngành du lịch chung vẫn đang phục hồi tốt trong năm 2023.

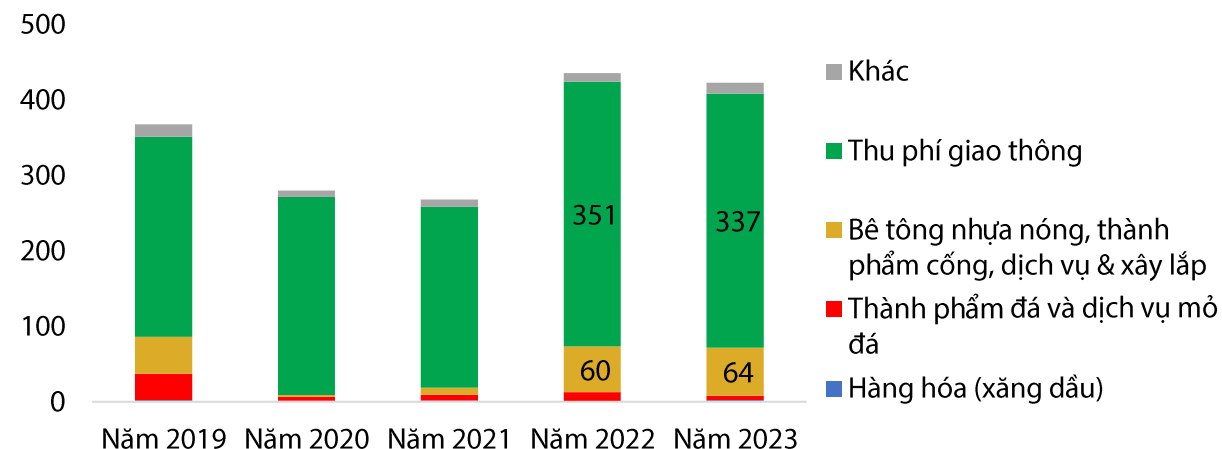
Hình 2: Diễn biến doanh thu các mảng (tỷ đồng)



Hình 1 : Cơ cấu doanh thu



Hình 3: Diễn biến lợi nhuận gộp (tỷ đồng)



Triển vọng tốt hơn trong năm 2024 nhờ mảng BOT, xây lắp và đá xây dựng

Chúng tôi kỳ vọng KQKD sẽ cải thiện đáng kể năm 2024 khi các hoạt động cốt lõi cải thiện. Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ được dự phóng đạt lần lượt 1.058 tỷ đồng và 129 tỷ đồng.

Mảng BOT - Gánh nặng giảm bớt từ dự án BOT QL 91 nhờ giá vé được điều chỉnh

- **Trạm BOT QL 91:** Vừa qua, Bộ Giao thông vận tải đã có văn bản số 14209/BGTVT-ĐĐCTVN gửi Cục đường bộ Việt Nam và các DN BOT về việc điều chỉnh giá vé tại các hợp đồng BOT. Bộ GTVT đã chấp thuận điều chỉnh giá vé của 41 dự án BOT tương ứng với 47 trạm, trong đó có trạm BOT QL 91 của CTI. Việc điều chỉnh giá vé sẽ có hiệu lực từ ngày 29/12/2023. Hiện dự án chỉ có ½ trạm đang hoạt động khi mà trạm T2 đã dừng hoạt động từ 15/5/2019. Việc trạm T2 dừng hoạt động đã khiến kết quả kinh doanh chung của trạm BOT QL91 từ ghi nhận lãi gộp 128 tỷ đồng năm 2018 giảm còn 108 tỷ đồng năm 2019 và thậm chí chỉ còn 63 tỷ đồng năm 2021 do ảnh hưởng của dịch bệnh. Với việc tăng giá vé từ năm 2024, hiệu quả kinh doanh trạm sẽ cải thiện từ mức lỗ sau thuế 22 tỷ đồng trong năm 2023 sang lỗ 14 tỷ đồng trong năm 2024.
- **Trạm BOT 319:** Hiện doanh nghiệp đang làm việc với cơ quan Nhà nước để xin chủ trương điều chỉnh dự án bổ sung trạm thu phí phụ T2 kết nối với khu công nghệ cao Amata Long Thành, đồng thời làm việc lại với Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam –CN Nhon Trạch để cơ cấu lại lịch trả nợ gốc và lãi vay. Bên cạnh đó, trong năm 2025 trạm BOT có thể được xem xét và tăng giá vé theo lộ trình. Ước tính sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ trong năm 2024 mặc dù chi phí lãi vay giảm dần nhưng công ty vẫn sẽ ghi nhận lỗ 23 tỷ đồng cho năm 2024.
- **Trạm BOT Đường chuyên dùng:** Kỳ vọng việc hoàn tất sửa chữa tuyến đường sẽ đóng góp tích cực hơn cho KQKD chung năm 2024. Trạm có thể đóng góp LNST 3,3 tỷ đồng trong năm 2024 với giả định lưu lượng xe tăng 5%.
- **Trạm BOT QL1A:** Năm 2024, kết quả kinh doanh được phục hồi từ mức nền thấp của năm 2023 khi trạm thực hiện trùng tu trong Q2/2023. Theo đó, lưu lượng xe có thể tăng trưởng 10%, qua đó giúp LNST đạt mức 105 tỷ đồng trong năm 2024.

Mảng xây lắp – Kỳ vọng đóng góp tích cực vào động lực tăng trưởng năm 2024

- Nhờ xu hướng thúc đẩy đầu tư công, CTI cũng được hưởng lợi với tư cách là nhà thầu phụ. Các dự án công ty đang thực hiện và nhắm tới chủ yếu ở khu vực Đông Nam Bộ và Đồng bằng sông Cửu Long. Trong năm 2024, mảng xây lắp dự kiến ghi nhận 400 tỷ đồng – 500 tỷ đồng doanh thu chủ yếu đến từ (1) gói thầu 600 tỷ đồng của cao tốc Cần Thơ- Hậu Giang (nhà thầu chính của dự án là Tổng Công ty Xây dựng Trường Sơn) (2) cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu cũng đóng góp khoảng 100-200 tỷ đồng.

Mảng đá- Mỏ đá Thiện Tân 10 kỳ vọng có sự đóng góp vào KQKD trong năm 2024

Trong bối cảnh thị trường bất động sản dần phục hồi, xu hướng đầu tư công tiếp tục mạnh mẽ và vị trí thuận lợi gần sông Đồng Nai cùng các khu vực trọng điểm phát triển hạ tầng. Các mỏ đá của CTI sẽ được hưởng lợi.

- **Mỏ Thiện Tân 10:** Hiện giá bán đá tham khảo từ mỏ Thiện Tân 2 bình quân khoảng 150.000 đồng/m³, với công suất khai thác cấp phép 900.000 m³/năm. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu đóng góp vào KQKD kể từ năm 2024 khi các thủ tục pháp lý được hoàn thiện. Theo ước tính, doanh thu từ mỏ Thiện Tân sẽ tăng dần từ 15 tỷ đồng lên 135 tỷ đồng khi hoạt động khai thác đi vào ổn định.
- **Mỏ Xuân Hòa:** Hiện cung cấp với theo công suất cấp phép ổn định 500.000 m³/năm cho các khu công nghiệp, cơ sở hạ tầng, khu dân cư trên địa bàn huyện Xuân Lộc và các tỉnh lân cận. Hiện doanh thu từ mỏ Xuân Hòa hàng năm đạt 50 tỷ đồng.

Hoàn thiện quy trình pháp lý các dự án trọng điểm

Mỏ đá – Mỏ đá Thiện Tân 10 kỳ vọng có sự đóng góp vào KQKD trong năm 2024

- Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư trong năm 2024, đồng thời hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với nhà nước để có thể đẩy mạnh khai thác mỏ đá này, đóng góp tích cực hơn vào KQKD năm 2024.

Mảng bất động sản – Đẩy mạnh công tác đền bù và giải phóng mặt bằng

- KDC Phước Tân: Công ty sẽ tiếp tục phối hợp cùng Cơ quan nhà nước để đẩy nhanh tiến độ GPMB phần còn lại. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ hoàn thành việc GPMB trong năm 2024, với vị trí tốt, tiềm năng kinh doanh của dự án khi ra mắt cũng sẽ có tính khả thi cao.
- Cụm CN Tân An: Có vị trí thuận tiện, nằm gần sông Đồng Nai và cách cụm mỏ đá Thiện Tân khoảng 9,7 km, với mặt bằng giá cho thuê hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng, giá cho thuê sẽ dao động quanh khoảng 120 USD/m2/ck thuê.

Mảng BOT – Chờ đợi phương án xử lý cho trạm BOT QL 91 Cần Thơ

- Chúng tôi nhận thấy rằng rủi ro kéo dài khi các phương án chưa được Cơ quan nhà nước có thẩm quyền ra quyết định cuối cùng vẫn đang hiện hữu. Mặc dù vậy, trạm BOT này vẫn nằm trong danh sách được Bộ GTVT tiếp tục kiến nghị bố trí vốn nhà nước để thanh toán chi phí đầu tư và chấm dứt hợp đồng trước thời hạn. Chúng tôi kỳ vọng dự án có thể đi tới phương án xử lý cuối cùng trong giai đoạn 2025-2026.

→ **Chúng tôi cho rằng các dự án có thể hoàn thành sớm các bước tiếp theo của quy trình với thứ tự lần lượt:**

Mỏ đá Thiện Tân 10 – KDC Phước Tân – Cụm CN Tân An – BOT QL 91. Việc thúc đẩy nhanh các dự án này sẽ trực tiếp đóng góp vào triển vọng tương lai của CTI. Đặc biệt việc nhận được tiền hoàn lại của dự án BOT QL 91 trong ngắn hạn sẽ tạo động lực mạnh nhất, giúp doanh nghiệp có thể thu hồi được dòng tiền, tái cấu trúc nợ vay đồng thời đẩy mạnh đầu tư vào các dự án bất động sản cũng như có thêm vốn lưu động để nhận các dự án xây lắp mới.

Hình 4 : Mỏ đá Thiện Tân 10



Hình 5 : Trạm BOT Quốc lộ 91 Cần Thơ (Trạm T1)



Bảng 1: Tiến độ các dự án đang thực hiện

Tên dự án	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (ha)	Giá trị đã đầu tư tới cuối năm 2023 (tỷ đồng)	Hiện trạng
KDC Phước Tân	Phường Phước Tân, TP.Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai	✓ Nhà ở liên kế: 336 ✓ Nhà ở xã hội: 350	10,4	370,5	✓ Tiến độ GPMB: đạt 92% kế hoạch ✓ Quy hoạch: Đã phê duyệt QH chi tiết 1/500 điều chỉnh số 2262/QĐ-UBND
Cụm CN Tân An	Xã Tân An, H.Vĩnh Cửu, TP.Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai	✓ Đất nhà máy-xí nghiệp: 30,44 ha ✓ Đất dịch vụ: 1,54 ha	48,8	54,4	✓ QĐ chủ trương đầu tư: số 472/QĐ-UBND ngày 18/02/2020 ✓ Phê duyệt QH 1/500 cũ: QĐ số 428/QĐ-UBND ngày 04/02/2016 ✓ Kiểm kê mặt bằng: Đạt 99% ✓ Hiện đang trong quá trình điều chỉnh QH chi tiết 1/500 mới
Mỏ đá Thiện Tân 10	Xã Thiện Tân, H.Vĩnh Cửu và xã Hồ Nai 3, H.Trảng Bom, tỉnh Đồng Nai	✓ Công suất 900.000 m3 đá nguyên khối/năm ✓ Trữ lượng đá cấp phép cũ: 40,2 triệu m3 ✓ Trữ lượng mới đã được xác nhận: 27,1 triệu m3	75,4 (Mở moong khai thác 53,83 ha)	76,7	✓ QH sử dụng đất: UBND H.Vĩnh Cửu và H.Trảng Bom đã có văn bản đánh giá phù hợp. Đủ đk cho thuê, chuyển mục đích sử dụng đất ✓ Hồ sơ trình chủ trương: Đã nộp từ tháng 1/2021 nhưng chưa được thông qua ✓ GPMB: khoảng 16,77 ha ✓ Đánh giá DTM: Phê duyệt tại QĐ số 2045/QĐ-BTNMT và QĐ 2596/QĐ-UBND
Các dự án xây lắp		✓ Tuyến đường Hùng Vương-Nhon Trạch ✓ Cao tốc Cần Thơ- Hậu Giang		Doanh thu dự kiến: 650 tỷ đồng	✓ Đang thi công ổn định
Tiến độ mua lại trạm BOT QL91	TP Cần Thơ và An Giang	✓ Trạm thu phí	Ngày 18/02/2023, CTCP Đầu tư Quốc lộ 91 Cần Thơ- An Giang đã có văn bản số 10/2023/CV-CTAG xin ý kiến về việc chia sẻ tối đa lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của dự án.		

Bảng 2: Đánh giá tiến độ chi tiết các dự án đang thực hiện

Tên dự án	Đánh giá
KDC Phước Tân	Hiện dự án đã hoàn thành công tác kiểm kê. Công tác cần hoàn thành hiện tại là phê duyệt bồi thường, đàm phán với các chủ đất. Hiện dự án có 169 hộ với 192 thửa đất, trong đó 65 hộ có nhà ở. Đơn giá đền bù được phê duyệt hiện thấp hơn so với giá các chủ đất yêu cầu, khiến quá trình thỏa thuận bị kéo dài. Chúng tôi cho rằng, sẽ cần có những biện pháp liên quan tới việc cưỡng chế nếu việc đàm phán không đi tới sự thống nhất cuối cùng.
Cụm CN Tân An	Dự án có tổng diện tích 48,8 ha trong đó có 0,95 ha thuộc Nghĩa trang Giáo xứ Gò Xoài khó khăn trong công tác bồi thường. Ngoài ra, dự án còn 2,8 ha nằm trong hành lang an toàn lưới điện cao áp 220kV-500kV. Vì vậy, 2 phần diện tích này đang được điều chỉnh để tách khỏi dự án. Hiện theo công văn số 83/TTr-UBND, tiến độ đầu tư được kéo dài tới tháng 3/2024 là phải hoàn thành toàn bộ dự án và đưa vào hoạt động.
Mỏ đá Thiện Tân 10	- Về công tác đất đai: Hiện công ty vẫn đang thỏa thuận bồi thường với các hộ dân. Mỏ đá hiện đang có diện tích 5,7 ha là đất trồng lúa, vì vậy cũng sẽ cần được thông qua để chuyển đổi theo pháp luật về đất đai và chuyên ngành. - Về khai thác khoáng sản: UBND tỉnh Đồng Nai ban hành quyết định số 4053/QĐ-UBND xác định phạm vi mỏ sẽ không thực hiện đấu giá quyền khai thác khoáng sản. Sau khi hoàn thiện công tác trên, kỳ vọng doanh nghiệp sẽ nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư trong năm 2024.
Tiến độ mua lại trạm BOT Quốc lộ 91	- Theo tờ trình số 401/TTr-CP ngày 11/10/2022 của Bộ Giao thông vận tải, đề xuất của Bộ đang thực hiện theo hướng Nhà nước sẽ hỗ trợ một phần và kéo dài hơn thời gian thu phí cho dự án. Trong trường hợp chấm dứt hợp đồng trước hạn, mức bồi thường dự kiến khoảng 1.879 tỷ đồng. - Theo thông báo số 1834/TB-TTKQH đã đề cập hiện chưa đủ cơ sở để sử dụng ngân sách xử lý hỗ trợ/thanh toán các hợp đồng dự án giao thông BOT.

Dòng tiền từ đền bù BOT QL 91 sẽ giúp doanh nghiệp tái cơ cấu tài chính

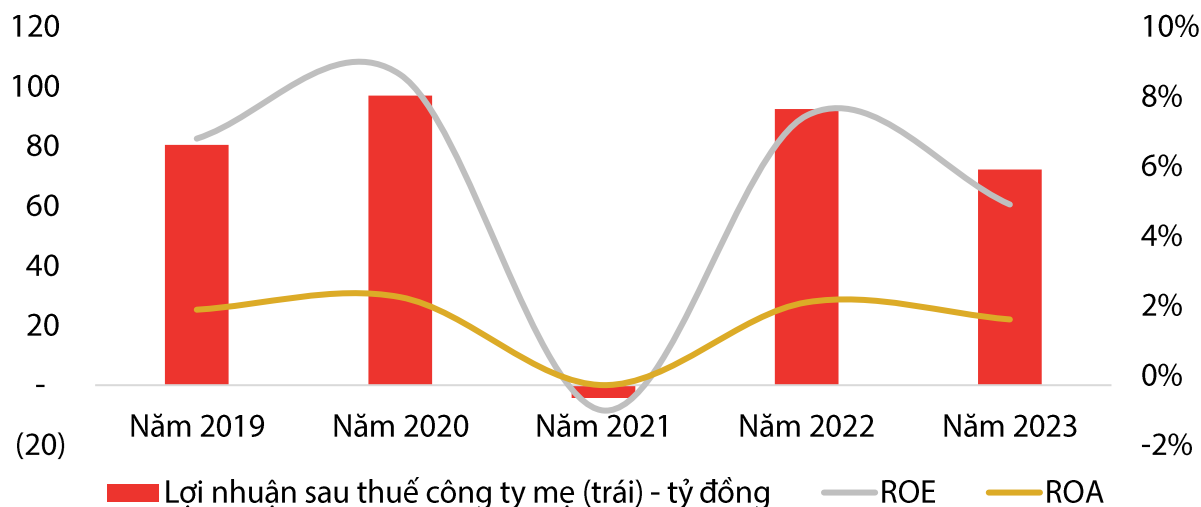
Hiện Bộ GTVT đã lập 2 phương án để xử lý những khó khăn tại trạm này với 2 phương án như sau:

- + Phương án 1: xóa bỏ trạm thu phí T2 và tiếp tục thu phí tại trạm thu phí T1 trên QL 91, đây cũng là một phương án khả thi tuy nhiên việc tiếp tục duy trì trạm T1 sẽ cần phải kéo dài thời gian thu phí hoàn vốn do gánh nặng về chi phí vận hành, trạm BOT hiện vẫn đang phải chịu lỗ ròng.
- + Phương án 2: chấm dứt hợp đồng trước hạn trạm BOT QL 91 và đền bù 1.879 tỷ đồng cho chủ đầu tư. CTCP Đầu tư Quốc lộ 91 Cần Thơ- An Giang (chủ đầu tư dự án với tỷ lệ sở hữu 59,57% ở), chúng tôi kỳ vọng CTI có thể nhận về tối thiểu 1.879 tỷ đồng để tái cấu trúc nợ vay và đẩy mạnh đầu tư thời gian tới.

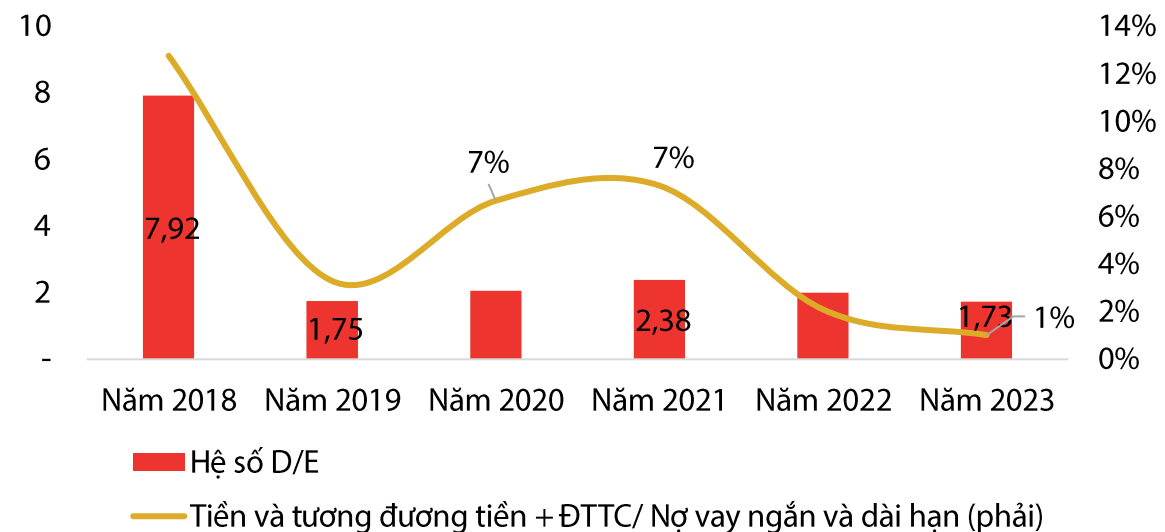
Tình hình tài chính vẫn còn khó khăn trong bối cảnh nhu cầu vốn còn lớn

Giai đoạn 2022-2023, công ty tiếp tục tích cực trả nợ vay dẫn tới hệ số D/E giảm còn 1,7 lần vào cuối năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá về sức khỏe tài chính của công ty những năm vừa qua vẫn chưa cải thiện thể hiện qua hệ số Tiền & tương đương tiền / Tổng nợ vay ngắn + dài hạn sụt giảm mạnh từ mức 7% xuống còn 1% vào cuối năm 2023 (Hình 7), số dư tiền & tương đương tiền + Đầu tư tài chính ngắn hạn chỉ còn lại 25 tỷ đồng. Hiện công ty đang có số dư nợ vay ngắn hạn 349,6 tỷ đồng trong khi nhu cầu đầu tư vẫn còn lớn, chúng tôi cho rằng, để đáp ứng nhu cầu vốn tăng thêm và tiếp tục tái cấu trúc nguồn vốn, công ty sẽ cần vay nợ mới hoặc phát hành trái phiếu để thực hiện.

Hình 6: Diễn biến các chỉ tiêu sinh lời



Hình 7: Sức khỏe tài chính



Quan điểm và định giá

Chúng tôi đánh giá rằng, triển vọng dài hạn rõ ràng và sự phục hồi của doanh nghiệp theo thứ tự từ ngắn tới dài hạn sẽ bao gồm (1) Việc phê duyệt dự án mỏ đá Thiện Tân 10 và phê duyệt đền bù cho trạm BOT QL91 diễn ra nhanh chóng (2) Tiếp tục xu hướng đầu tư công mạnh mẽ (3) Sự phục hồi của thị trường bất động sản. Ước tính tổng hợp KQKD năm 2024 các mảng như sau:

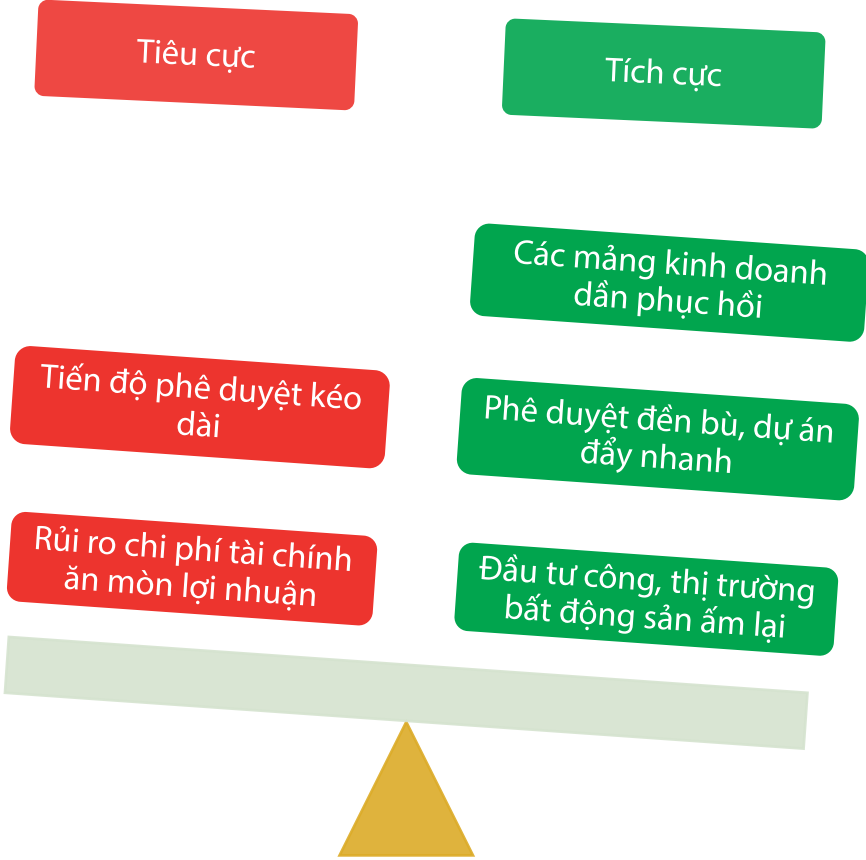
- Mảng BOT: tổng doanh thu đạt 533 tỷ đồng (+ 10,4% svck), LNST ghi nhận 50 tỷ đồng (+22% svck).
- Mảng xây lắp + bê tông + nhà hàng: tổng doanh thu đạt 460 tỷ đồng (+ 58% svck), lợi nhuận gộp đạt 130 tỷ đồng (+100% svck).
- Mảng đá xây dựng: tổng doanh thu đạt 65 tỷ đồng (+58% svck), lợi nhuận gộp đạt 13 tỷ đồng (+103% svck)
- Mảng bất động sản: bắt đầu ghi nhận đóng góp vào KQKD kể từ năm 2025.

Rủi ro đầu tư

- Tiến độ các dự án kéo dài hơn so với kế hoạch dự kiến
- Rủi ro chi phí tài chính trong bối cảnh các mảng kinh doanh chậm phục hồi

Bảng 3: Định giá theo 3 phương pháp FCFF, FCFE, RNAV

Phương pháp định giá	FCFF	FCFE	RNAV
Lãi suất chiết khấu	16%		
Tỷ lệ tăng trưởng g	0%		
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	1.617	1.527	1.394
Cộng: tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	720	720	720
Trừ: Nợ vay ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	2.330	2.330	2.330
Số lượng cổ phần đang lưu hành (CP)	62.699.997		
Giá trị hợp lý mỗi cổ phần (đồng)	25.782	24.346	19.051
Tỷ trọng	33,3%	33,3%	33,3%
Discount	15%		
Giá trị hợp lý mỗi cổ phần (đồng)	20.000		
Upside	26%		



MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

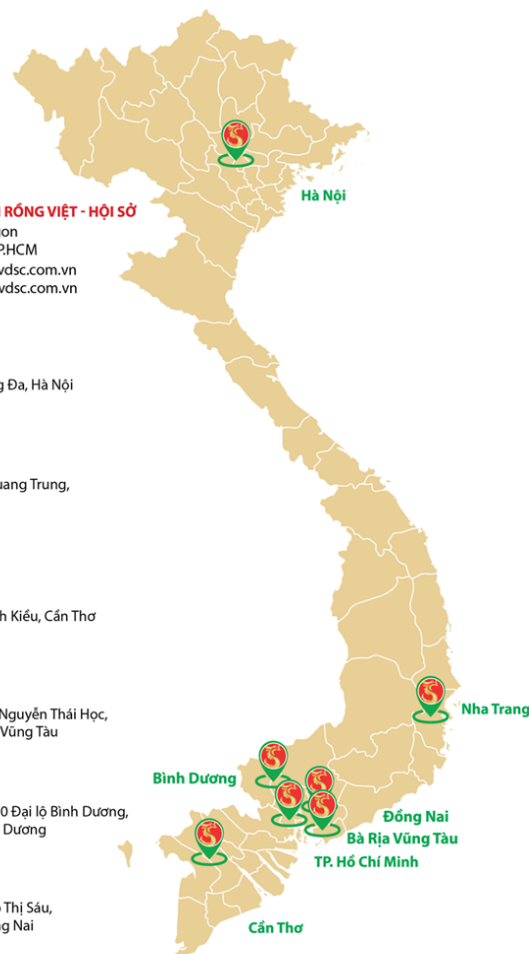
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



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. RongViet 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 RongViet 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 RongViet 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 RongViet Securities.**

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Trần Hà Xuân Vũ

Trưởng phòng

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1512)

Nguyễn Huy Phương

Phó phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Nguyễn Đại Hiệp

Phó phòng

hiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1331)

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (2226)

Đoàn Hoàng Gia Bảo

Nhân viên

bao.dhg@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Lê Huỳnh Hương

Nhân viên

huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1501)