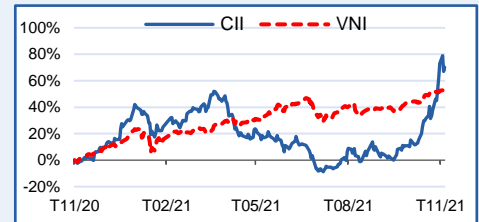


Ngành	Hạ tầng		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	29/11/2021	Tăng trưởng DT	196,4%	-31,0%	101,1%	-19,9%
Giá hiện tại	29.550VND	Tăng trưởng EPS*	44,1%	-81,2%	762,5%	177,5%
Giá mục tiêu hiện tại	27.300VND	LNST sau CĐTS**	254	47	413	1.141
Giá mục tiêu gần nhất	21.800VND	Biên LN gộp	21,3%	38,5%	32,0%	43,5%
TL tăng	-7,6%	Biên LN ròng	4,7%	1,3%	5,5%	19,1%
Lợi suất cổ tức	0,7%	P/B*	1,7x	1,7x	1,3x	1,2x
Tổng mức sinh lời	-6,9%	P/E*	34,8x	184,7x	21,4x	7,7x

			CII	Peers	VNI
GT vốn hóa	291,4tr USD	P/E (trượt)*	253,3x	15,8x	17,6x
Room KN	96,8tr USD	P/B (hiện tại)*	1,5x	2,0x	2,8x
GTGD/ngày (30n)	8,9tr USD	Nợ ròng/CSH	2,2x	0,4x	N/A
Cổ phần Nhà nước	10,2%	ROE	0,6%	14,6%	15,8%
SL cổ phiếu lưu hành	238,8 tr	ROA	0,1%	7,1%	2,5%
Pha loãng	283,2 tr				

* dựa theo cổ phiếu pha loãng hoàn toàn; ** tỷ đồng



Tổng quan công ty

Được thành lập vào năm 2001 và niêm yết cổ phiếu trên sàn HSX năm 2006, CII là công ty tư nhân lớn nhất trong ngành phát triển cơ sở hạ tầng tại Việt Nam. Công ty cũng đang đầu tư phát triển các dự án bất động sản tại TP.HCM, Quảng Ngãi, Quảng Ninh và Bình Thuận.

Thái Nhựt Đăng, CFA
Chuyên viên cao cấp

Hoàng Nam
Trưởng phòng

Định giá hợp lý dựa trên lợi nhuận dự kiến phục hồi trong năm 2022

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM (CII) từ MUA còn PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG dựa trên tăng giá mục tiêu thêm 25% lên 27.300 đồng/CP do giá cổ phiếu CII đã tăng 62% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu chủ yếu do giảm chiết khấu định giá từ 20% còn 10%, phản ánh rủi ro thấp hơn của dịch COVID-19 đối với mảng BOT và mảng bất động sản của CII tại TP.HCM và các tỉnh thành miền Nam.
- Ngoài ra, định giá của chúng tôi được hỗ trợ bởi (1) việc CII thoái vốn tại công ty con là CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy (HOSE: NBB) với mức giá thuận lợi, cao hơn định giá của chúng tôi cũng như (2) việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu đến cuối năm 2022.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 thêm 79% do chúng tôi dời giả định đối với thời gian bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án bất động sản dân cư 152 Điện Biên Phủ (152DBP) từ năm 2021 sang năm 2022. Điều này được bù đắp một phần nhờ dự báo thu nhập tài chính cao hơn nhờ lợi nhuận từ thoái vốn khỏi Dự án De Lagi của NBB.
- Trong khi đó, chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 thêm 2,4% dù đã tăng dự báo doanh thu từ dự án 152DBP trong năm khi chúng tôi dời giả định đối với thời gian bắt đầu thu phí tại dự án Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận (TL-MT) từ đầu năm 2022 sang giữa quý 2/2022.
- Chúng tôi dự báo doanh thu đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (-31% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 47 tỷ đồng (-81% YoY) trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng bởi việc thu nhập tài chính ròng giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước lên 413 tỷ đồng (+8,8 lần YoY) nhờ đóng góp từ hoạt động thu phí của dự án TL-MT và dự án 152DBP.
- Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền ổn định từ các dự án BOT lớn của CII, điều này sẽ cải thiện tình hình tài chính của công ty. Trong khi đó, các dự án bất động sản nhà ở của CII tại TP HCM sẽ là động lực thúc đẩy lợi nhuận mạnh mẽ trong trung hạn do các trở ngại pháp lý dự kiến sẽ giảm.
- Yếu tố hỗ trợ/(rủi ro) cho quan điểm của chúng tôi: Tiến độ phát triển dự án được đẩy nhanh/(bị trì hoãn); cổ tức tiền mặt cao hơn dự kiến/(bị trì hoãn).

Chúng tôi thận trọng giả định dự án BOT TL-MT sẽ bắt đầu thu phí vào giữa quý 2/2022 so với dự báo trước đây là vào đầu năm 2022. Dù tiến độ thi công tại dự án này dự kiến được hoàn thành vào cuối năm 2021 và CII kỳ vọng rằng sẽ không gặp trở ngại pháp lý nào trong quá trình phê duyệt để bắt đầu triển khai thu phí, giả định thận trọng của chúng tôi phản ánh rủi ro rằng quá trình phê duyệt của cơ quan chức năng bị trì hoãn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng dự án BOT TL-MT sẽ là động lực chính giúp cải thiện dòng tiền của CII trong năm 2022 (đóng góp 27% vào doanh thu từ thu phí trong năm).

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong năm 2023 khi các trở ngại trong quá trình phê duyệt được giải quyết. Chúng tôi hiện dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2023 đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+178% YoY), chủ yếu nhờ chuyển nhượng cổ phần tại dự án bất động sản Riverpark Giai đoạn 2 tại TP.HCM. Chúng tôi kỳ vọng CII sẽ ghi nhận lợi nhuận từ việc chuyển nhượng dự án này cho đối tác chiến lược trong giai đoạn 2023-2024, điều này sẽ thúc đẩy đáng kể lợi nhuận của CII, đồng thời chiếm lần lượt 37% và 14% dự báo LNTT của chúng tôi cho các năm 2023 và 2024. Theo kịch bản thận trọng hơn cho năm 2023 không bao gồm giao dịch này, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ giảm còn 620 tỷ đồng (+50% YoY).

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	5.374	3.706	7.452	5.968	Tiền và tương đương	439	819	452	369
Giá vốn hàng bán	-4.229	-2.278	-5.068	-3.371	Đầu tư TC ngắn hạn	692	692	77	77
Lợi nhuận gộp	1.145	1.428	2.384	2.598	Các khoản phải thu	4.994	4.994	4.861	4.861
Chi phí bán hàng	-157	-48	-58	-69	Hàng tồn kho	4.779	5.595	7.261	8.399
Chi phí quản lí DN	-533	-586	-762	-699	TS ngắn hạn khác	164	164	164	164
LN thuần HĐKD	455	794	1.565	1.829	Tổng TS ngắn hạn	11.068	12.263	12.815	13.869
Doanh thu tài chính	1.362	1.038	580	1.169	TS dài hạn (gộp)	8.778	9.169	11.912	13.022
Chi phí tài chính	-1.215	-1.320	-1.253	-1.123	- Khấu hao lũy kế	3.365	4.003	5.425	6.981
Trong đó: chi phí lãi vay	-901	-1.006	-947	-937	TS dài hạn (ròng)	5.413	5.166	6.487	6.041
Lợi nhuận từ công ty LDLK	4	33	21	19	Đầu tư TC dài hạn	1.381	1.414	1.434	1.453
Lợi nhuận/(chi phí) khác	16	13	0	0	TS dài hạn khác	11.763	11.692	11.631	11.578
LNTT	622	558	912	1.894	Tổng TS dài hạn	18.556	18.273	19.552	19.073
Thuế TNDN	-150	-246	-233	-371	Tổng Tài sản	29.624	30.536	32.367	32.941
LNST trước CĐTS	472	312	679	1.523	Phải trả ngắn hạn	389	389	389	389
Lợi ích CĐ thiểu số	-218	-265	-266	-382	Nợ ngắn hạn	3.234	4.234	3.234	2.034
LN ròng trước CĐTS, báo cáo	254	47	413	1.141	Nợ ngắn hạn khác	4.465	4.818	6.266	8.102
LN ròng trước CĐTS, điều chỉnh¹	241	45	392	1.084	Tổng nợ ngắn hạn	8.087	9.441	9.888	10.524
EBITDA	1.077	1.432	2.987	3.384	Nợ dài hạn	13.352	12.599	12.099	11.099
EPS báo cáo, VND	1.010	190	1.380	3.830	Nợ dài hạn khác	275	275	275	275
EPS điều chỉnh pha loãng, VND *	850	160	1.380	3.830	Tổng nợ	21.715	22.315	22.262	21.899
DPS báo cáo, VND	1.200	0	1.000	2.400	Cổ phiếu ưu đãi				
DPS/EPS (%)	141%	0%	72%	63%	Vốn cổ phần	2.832	2.832	2.832	2.832
(1) điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi					Cổ phiếu quỹ	-1.028	-1.028	0	0
					Thặng dư vốn CP	425	425	845	845
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F	Lợi nhuận giữ lại	2.418	2.465	2.634	3.190
Tăng trưởng					Vốn khác	243	243	243	243
Tăng trưởng doanh thu	196,4%	-31,0%	101,1%	-19,9%	Lợi ích CĐTS	3.019	3.285	3.551	3.933
Tăng trưởng LN HĐKD	N.M.	74,7%	97,0%	16,9%	Vốn chủ sở hữu	7.909	8.221	10.105	11.043
Tăng trưởng LNTT	19,0%	-10,2%	63,3%	107,8%	Tổng cộng nguồn vốn	29.624	30.536	32.367	32.941
TT EPS điều chỉnh pha loãng	44,1%	-81,2%	762,5%	177,5%	SL cổ phiếu lưu hành *	239	239	283	283
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	21,3%	38,5%	32,0%	43,5%	Tiền đầu năm	637	439	819	452
Biên LN từ HĐ %	8,5%	21,4%	21,0%	30,6%	Lợi nhuận sau thuế	254	47	413	1.141
Biên EBITDA	20,0%	38,6%	40,1%	56,7%	Khấu hao	623	638	1.422	1.555
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	4,7%	1,3%	5,5%	19,1%	Thay đổi vốn lưu động	-820	-366	3	895
ROE %	5,1%	1,0%	7,2%	16,7%	Điều chỉnh khác**	-1.460	-669	-304	-883
ROA %	0,9%	0,2%	1,3%	3,5%	Tiền từ hoạt động KD	-1.404	-350	1.534	2.708
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-366	-391	-2.743	-1.110
Số ngày tồn kho	412	896	523	909	Đầu tư. ròng	-345	874	1.138	1.103
Số ngày phải thu	339	492	238	297	Tiền từ HĐ đầu tư	-710	483	-1.605	-7
Số ngày phải trả	34	62	28	42	Cổ tức đã trả	-415	0	-244	-585
TG luân chuyển tiền	718	1.326	733	1.165	Tăng (giảm) vốn	87	0	1.448	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.823	1.000	-1.000	-1.200
CS thanh toán hiện hành	1,4x	1,3x	1,3x	1,3x	Tăng (giảm) nợ dài hạn	4.558	-753	-500	-1.000
CS thanh toán nhanh	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x	Tiền từ các hoạt động TC	-491	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	5,4%	8,7%	4,6%	3,5%	Tiền từ hoạt động TC	1.916	247	-295	-2.785
Nợ/Tài sản	56,0%	55,1%	47,4%	39,9%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-198	380	-367	-84
Nợ/Vốn sử dụng	209,7%	204,7%	151,7%	118,9%	Tiền cuối năm	439	819	452	369
Nợ/Vốn CSH	204,2%	194,8%	147,3%	115,6%					
Khả năng thanh toán lãi vay	0,5x	0,8x	1,7x	2,0x					

Nguồn: CII, VCSC; Nguồn: * giả định bán thành công toàn bộ cổ phiếu quỹ 32.670 đồng/CP – giá bán tối thiểu đã được HĐQT thông qua trong tháng 8/2019; ** chủ yếu bao gồm khấu hao lợi thế thương mại và thu nhập từ thoái vốn.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thái Nhật Đăng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.