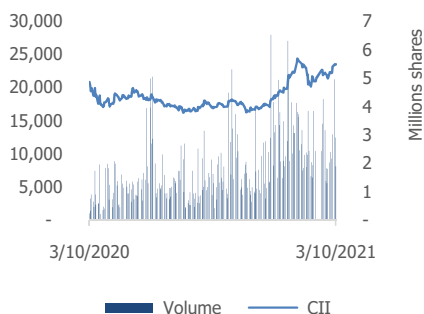


MUA

Ngày ra báo cáo	22/04/2021
Giá hiện tại	VND 21,100
Giá mục tiêu	VND 32,350
Upside	+53.3%
Bloomberg	CII VN
Vốn hóa thị trường	VND 5,588 nghìn tỷ USD 238 triệu
Diễn biến giá trong 52 tuần	VND 23,900 VND 16,200
Giá trị trung bình hàng ngày	VND 34.5 nghìn tỷ USD 1.5 triệu
FOL	70%
Room ngoại còn lại	33.63%

Diễn biến giá

Diễn biến cổ phiếu	1T	3T	12T
CII (%)	+9.8%	+25.1%	12.9%
VN-Index (%)	+0.7%	+18.2%	+25.9%

Source: Bloomberg

Cổ đông lớn

VIAC (No.1) Limited Partnership	8.90%
SCIC HCM	10.07%
Amersham Industries Limited	5.80%
PYN Elite Fund (Non-UCITS)	6.94%

Đinh Công Luyện

(+84) 978877784

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật T.P Hồ Chí Minh(HSX: CII)**Dòng tiền dồi dào đến từ các dự án hạ tầng lớn và hoạt động chuyên nhượng bất động sản****Luận điểm đầu tư**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với **CII** với giá mục tiêu **32.350 đồng/cổ phiếu (+53.3%)**. Tiềm năng tăng giá của CII đến từ:

- Dòng tiền dồi dào từ các dự án hạ tầng** như Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận và Xa lộ Hà Nội, dự kiến thu phí từ năm 2021 và tạo ra doanh thu 2.200 tỷ đồng mỗi năm. Bên cạnh các dự án sắp hoàn thành, các dự án hiện tại (Ninh Thuận 1, Ninh Thuận 2, BOT cầu Rạch Miễu hay Rạch Miễu 1, Cao tốc 60 hay Rạch Miễu 2, BOT cầu Cổ Chiên và ĐT741) đã đóng góp khoảng 800 tỷ đồng/năm;
- Sở hữu bất động sản nhà ở hấp dẫn để đón đầu làn sóng gia tăng của tầng lớp trung lưu và mở rộng nền kinh tế:** các dự án BĐS nhà ở dự kiến đóng góp hơn 23,550 tỷ đồng doanh thu trong 4 năm tới. Năm 2021, CII sẽ bắt đầu cho thuê các khu văn phòng và bàn giao các khu dân cư của tòa nhà phức hợp tại quận Bình Thạnh.
- Lộ trình rõ ràng của mảng cơ sở hạ tầng nước:** với vị thế vượt trội trên thị trường, tiếp giáp các thành phố, đô thị cũng như khu công nghiệp, mảng hạ tầng nước có tiềm năng tăng trưởng cao trong dài hạn. Mảng kinh doanh này được định giá cao do dòng tiền ổn định và tính độc quyền.

Điểm nổi bật trong đầu tư**BOT cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận và xa lộ Hà Nội dự kiến thu phí vào năm 2021.**

- Sau nhiều lần trì hoãn do Covid-19, CII đã nhận được chủ trương thu phí của Ủy ban Hồ Chí Minh đối với BOT Xa lộ Hà Nội. Chúng tôi kỳ vọng văn bản hướng dẫn chi tiết sẽ được ban hành vào Quý 2 năm 2021 và cho phép CII bắt đầu thu phí tuyến đường này. Về kế hoạch đầu tư, dự án dự kiến thu phí trong 17.75 năm và ước tính đạt doanh thu 1.000 tỷ đồng/năm (bao gồm VAT).
- Tháng 12/2020, đường cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận đã được thông xe theo kế hoạch ban đầu. Chúng tôi kỳ vọng việc thu phí sẽ được thực hiện vào quý 2 năm 2021 và bắt đầu đóng góp 1.200 tỷ đồng doanh thu mỗi năm cho đến năm 2035.

Dòng tiền lớn đến từ việc bàn giao các dự án tại khu vực Thủ Thiêm: với tổng diện tích 6.5 ha và doanh thu dự kiến 13,550 tỷ đồng sẽ được giao từ năm 2021 đến 2024.

Các dự án BĐS khác sẽ được bàn giao đến năm 2025 bao gồm NBB2, NBB3, Sơn Tịnh và De Lagi, dự kiến sẽ đóng góp 10,000 tỷ đồng doanh thu. Hiện dự án Sơn Tịnh đã được tình chấp thuận đầu tư, các dự án còn lại dự kiến đến năm 2022 mới được phê duyệt.

Thu nhập ổn định lâu dài từ mảng hạ tầng nước: SII (một công ty con của CII) sở hữu 7 nhà máy xử lý nước, trong đó 3 nhà máy đã mang lại lợi nhuận và 4 nhà máy đang phát triển với tổng công suất xử lý nước đạt 698 nghìn m³ nước/ngày và khả năng phân phối 168 nghìn m³/ngày. Các nhà máy này có vị trí chiến lược tập trung vào các khu vực đã và đang phát triển ở miền trung và miền nam Việt Nam: Gia Lai, Đà Lạt, tp HCM. SII sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng đến từ khu dân cư và khu công nghiệp

thực hiện. Mạng này dự kiến sẽ đóng góp 2,600 tỷ đồng doanh thu và 1,000 tỷ đồng LNST trong giai đoạn 2023-2030.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu CII với giá mục tiêu 32,350 đồng/cổ phiếu (+53.3%) dựa trên phương pháp định giá từng phân khúc của giá trị vốn chủ sở hữu.

Bảng1: Tóm tắt các số liệu tài chính

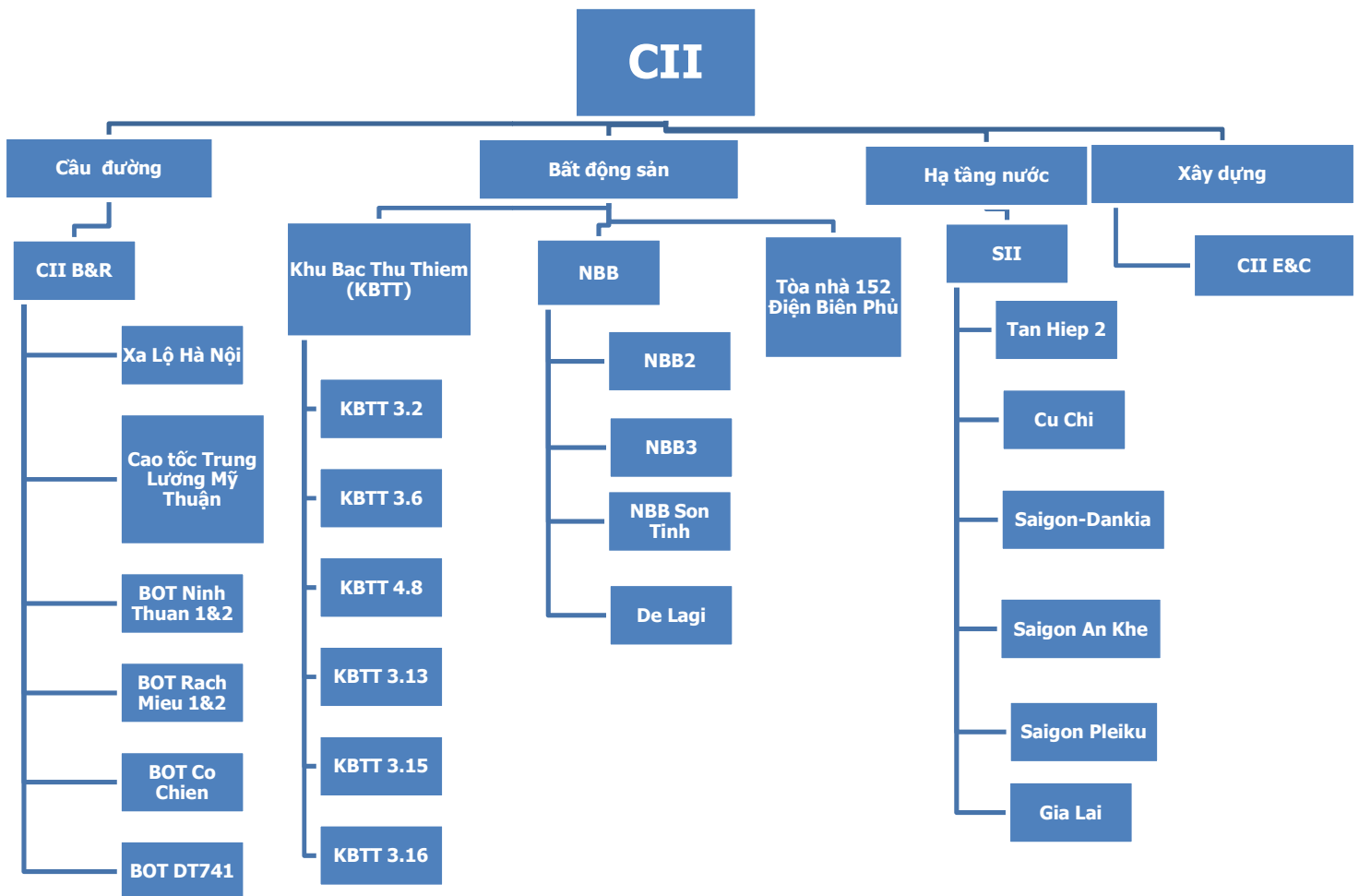
	Đơn vị	FY19A	FY20A	FY21F
Doanh thu	Tỷ đồng	1,813	5,379	6,619
EBIT	Tỷ đồng	1,661	1,766	2,157
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	522	538	672
EPS (VND)	VND	2,185	2,252	2,815
Tăng trưởng EPS (%)	%		3%	25%
P/E (x)	Lần	10.2x	9.9x	7.9x
EV/EBITDA (x)	Lần	2.4x	2.2x	2.0x
Cổ tức (VND)	VND		1,000	1,000
Tỷ suất cổ tức (%)	%		4%	4%
P/B (x)	Lần	1.0x	1.1x	0.9x
ROE (%)	%	6.0%	6.5%	7.8%
Nợ/vốn chủ (%)	%	159%	210%	176%

Nguồn: MBS research

Giới thiệu công ty

Tóm tắt	
Tên công ty	CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật T.P Hồ Chí Minh (HSX: CII)
Mã CK	HOSE: CII
Năm niêm yết	2006
Địa chỉ	3A Nguyễn Văn Thủ, P. Đa Kao, Q.1, TP.HCM
Vốn điều lệ	2,832 tỷ đồng
Hoạt động kinh doanh	<ul style="list-style-type: none"> - Đầu tư cơ sở hạ tầng; - Xây dựng; - Quản lý và đầu tư cơ sở hạ tầng cấp nước; - Đầu tư bất động sản.

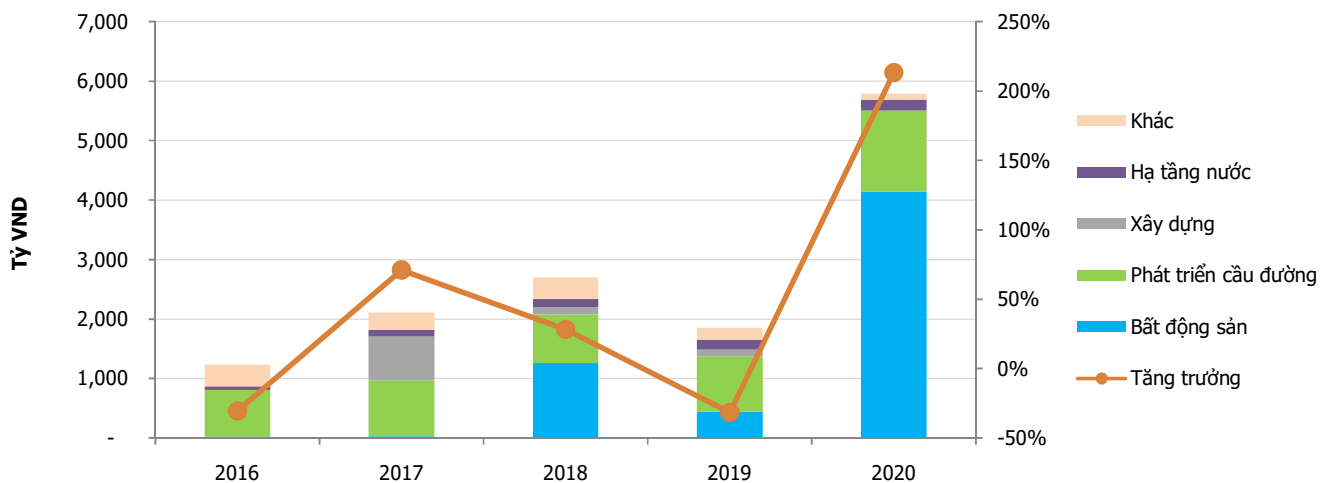
Được thành lập là một công ty đầu tư với mục đích xã hội hóa việc đầu tư và phát triển hạ tầng đô thị tại TP.HCM và sau nhiều lần tái cơ cấu, CII hiện đang hoạt động trên 4 mảng chính: (i) Phát triển cầu và đường; (ii) Xây dựng; (iii) Đầu tư bất động sản; và (iv) cơ sở hạ tầng cấp nước. Mỗi mảng được quản lý riêng rẽ, tách biệt bởi các công ty con: mảng phát triển cầu đường được quản lý bởi công ty cổ phần CII B&R (HOSE: LGC), mảng xây dựng quản lý bởi CII E&C (HOSE: CEE), mảng BĐS quản lý bởi NBB (HOSE: NBB) và KBTT (chưa niêm yết), còn mảng hạ tầng nước quản lý bởi SII (HOSE: SII).



Trong giai đoạn 2015-2017, doanh thu từ mảng phát triển cầu đường chiếm phần lớn doanh thu với tỷ lệ 63% (2016) và 45% (2017). Các dự án đang hoạt động bao gồm Dự án Rạch Miễu, tuyến đường đi qua thành phố Phan Rang và phần mở rộng Quốc lộ 1A qua tỉnh Ninh Thuận. Kể từ năm 2018, mảng BĐS nổi lên và đóng góp hơn 46% tổng doanh thu khi một số dự án trong Khu Thủ Thiêm được bàn giao, theo sau là doanh thu từ mảng cầu đường ở mức 22%. Năm 2019, doanh thu từ mảng bất động sản và thu phí giao thông tiếp tục chiếm phần lớn trong tổng doanh thu, lần lượt là 24.4% và 39.8%.

Về kết quả kinh doanh năm 2020, doanh thu đạt 5,790 tỷ đồng (+213%) nhờ doanh thu mảng bất động sản tăng mạnh. Trong đó, riêng mảng bất động sản đạt 4,141 tỷ đồng (+836%) do ghi nhận 3 dự án Diamond Riverside, Sơn Tịnh và NBB Đồi Thủy Sản, chiếm 72% tổng doanh thu. Mặt khác, doanh thu từ thu phí BOT đạt 724 tỷ đồng (+0.2%) và chỉ chiếm 12.5% tổng doanh thu.

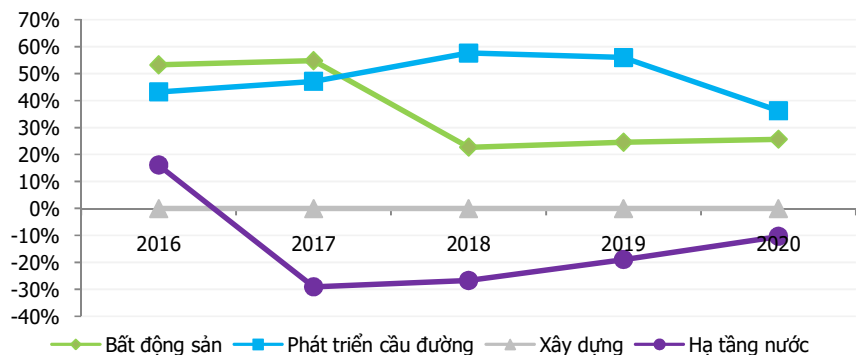
Hình 1: Cơ cấu doanh thu của CII



Nguồn: báo cáo tài chính của CII

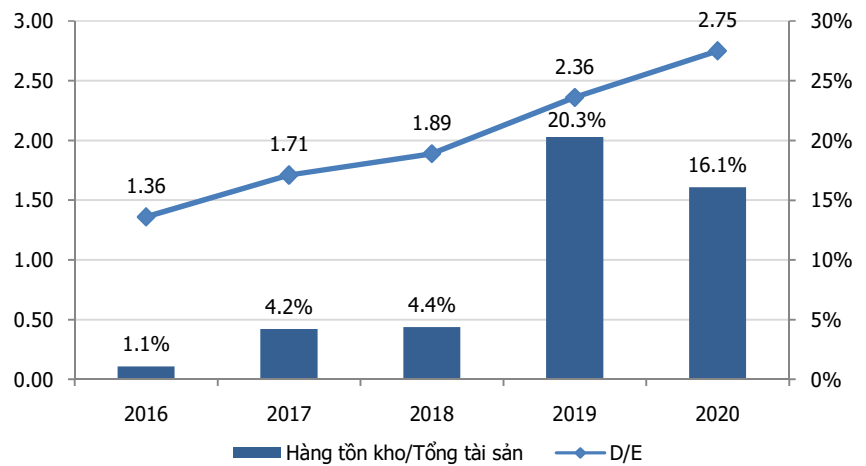
Về tỷ suất lợi nhuận gộp, mảng cầu đường có tỷ suất lợi nhuận cao nhất, hơn 50% trong giai đoạn 2018-2019. Tuy nhiên trong năm 2020, tỷ suất lợi nhuận của mảng này rớt xuống 36%, tuy vậy vẫn là mảng có lợi nhuận gộp cao nhất công ty. Phần khúc bất động sản đứng thứ 2 và có xu hướng tăng trong giai đoạn 2018 - 2020 nhờ giá đất tại Quận 8 tăng cao. Mặt khác, mảng hạ tầng nước vẫn đang có biên lợi nhuận gộp âm và đang cải thiện dần để đạt ngưỡng hòa vốn.

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp của từng mảng



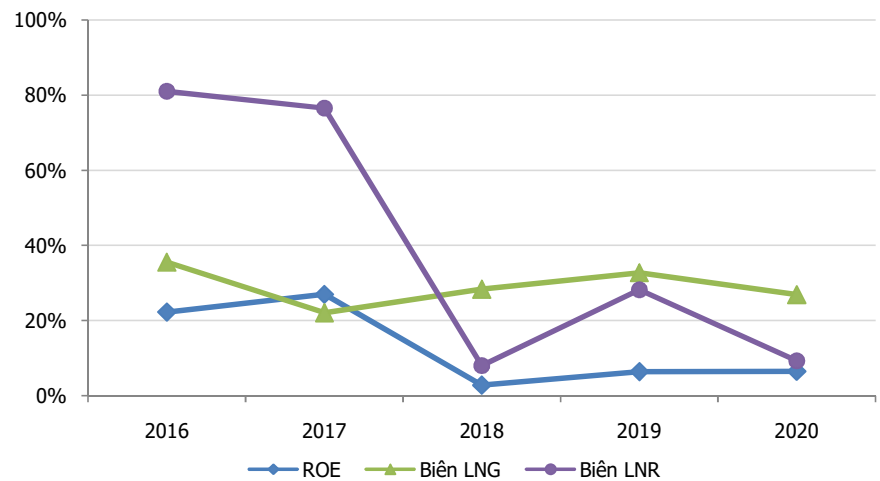
CII tăng nhanh tỷ lệ đòn bẩy trong 5 năm qua do phát hành trái phiếu doanh nghiệp để huy động vốn. Đặc biệt, nguồn vốn mới được sử dụng để phát triển các dự án bất động sản mới và các dự án BOT mới trong giai đoạn 2016 - 2020. Với sự phát triển của các dự án bất động sản mới, hàng tồn kho của CII tăng đáng kể trong năm 2019, chiếm 20.3% tổng tài sản so với 4.4% trong năm 2018, nhờ sự ra mắt của các dự án Diamond Riverside và một phần của dự án Sơn Tịnh.

Hình 3: Đòn bẩy (nợ/vốn chủ sở hữu) và tỷ lệ hàng tồn kho của CII



Nguồn: báo cáo tài chính của CII

Hình 4: tỷ lệ sinh lời của CII



Nguồn: báo cáo tài chính của CII

CII ghi nhận tỷ suất sinh lời bất thường trong hai năm 2016 và 2017, đặc biệt là biên lợi nhuận ròng, do doanh thu hoạt động tài chính trong giai đoạn này chiếm tỷ trọng lớn. Tuy nhiên, do không có khoản thu nhập định kỳ này trong những năm tiếp theo và chi phí lãi vay từ việc phát hành trái phiếu mới tăng mạnh, biên lợi nhuận ròng và ROE giảm mạnh trong giai đoạn 2018-2020.

Điểm nổi bật đầu tư

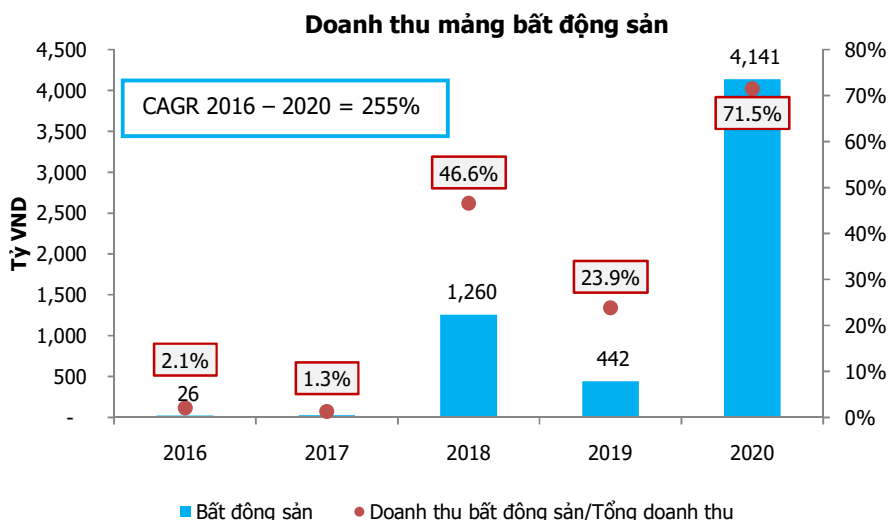
Mảng bất động sản: vẫn là mảng đóng góp doanh thu nhiều nhất

Trong năm 2020, thị trường bất động sản TP.HCM tương đối sôi động, bất chấp sự bùng phát của Covid-19. Cụ thể, số căn chào bán mới tại Tp.HCM đạt 17,272 căn trong năm 2020, giảm 33% so với cùng kỳ năm ngoái, thấp hơn nhiều so với mức giảm 52% so với cùng kỳ năm ngoái của thị trường Hà Nội. Quan trọng hơn, tỷ lệ bán căn hộ chào bán mới tại Tp.HCM đạt 61,2% vào năm 2020, giảm nhẹ so với năm 2019 là 85%, nhưng tương đương với tỷ lệ hấp thụ 69% trong năm 2018. So với tỷ lệ hấp thụ 26% của thị trường Hà Nội năm 2020, thị trường bất động sản TP.HCM vẫn thu hút sự quan tâm lớn trong bối cảnh khó khăn của năm 2020.

Thêm vào đó, sự tăng trưởng của thị trường bất động sản TP.HCM giai đoạn 2020-2021 được dự báo chủ yếu nhờ sự phát triển của khu vực phía Đông, đặc biệt là Quận 2, nơi dẫn đầu thị trường về nguồn cung căn hộ mới với 27% thị phần. Hơn nữa, với tốc độ phát triển nhanh chóng, giá đất tại Quận 2 đã tăng chóng mặt trong suốt 5 năm qua. Cụ thể, giá đất đã tăng từ 3,000 USD/m² năm 2015 lên hơn 7,000 USD/m² vào năm 2020. Như vậy, với quỹ đất lớn tại Quận 2 với nhiều dự án đang triển khai, CII được kỳ vọng sẽ hưởng lợi lớn từ xu hướng phát triển này.

Hoạt động từ năm 2005, CII có bề dày kinh nghiệm trong việc phát triển chung cư với quỹ đất hơn 250ha tại miền Nam Việt Nam, nơi thị trường bất động sản sôi động nhất Việt Nam. Hiện tại, CII có 3 công ty con chịu trách nhiệm quản lý mảng bất động sản là Năm Bảy Bảy (NBB), Khu Thủ Thiêm (KBTT) và 152 Điện Biên Phủ (125 ĐBP). NBB là nơi phát triển bất động sản với các dự án chung cư cao tầng và có 4 dự án sẽ được ghi nhận là NBB2, NBB3, NBB Sơn Tinh, De Lagi trong 3-4 năm tới. KBTT bao gồm các dự án phức hợp tại Khu Thủ Thiêm, Quận 2, Thành phố Hồ Chí Minh. 152ĐBP hiện đang quản lý và phát triển tòa nhà phức hợp tọa lạc tại 152 Điện Biên Phủ, Bình Thạnh, TP.HCM.

Hình 5: Tăng trưởng doanh thu mảng bất động sản



Nguồn: BCTC CII

Như đã nêu trên, CII đã công bố mức tăng trưởng doanh thu vượt trội từ mảng bất động sản trong giai đoạn 2016 - 2020. Đặc biệt, doanh thu từ mảng bất động sản tăng từ 26 tỷ đồng (2016) lên hơn 4,141 tỷ đồng (2020), ghi nhận tốc độ CAGR ấn tượng giai đoạn 2016 - 2020 khoảng 255%, nhanh hơn nhiều so với tốc độ CAGR là

thành mảng đóng góp doanh thu chính, chiếm 71,5% tổng doanh thu năm 2020, so với chỉ 2,1% năm 2016.

Bên cạnh đó, nhờ NBB đã ghi nhận doanh thu và lợi nhuận của Diamond Riverside, Sơn Tịnh và Đồi Thủy Sản trong năm 2020, nâng doanh thu bất động sản được hợp nhất vào tổng doanh thu của CII. Trong năm tài chính 2021, mảng bất động sản của CII được đóng góp chủ yếu bằng việc ghi nhận NBB Sơn Tịnh, De Lagi và KBTT 3.2 với tổng giá trị là 4,263 tỷ đồng.

Trước đây, CII đã xây dựng nhiều cơ sở hạ tầng khác nhau ở khu Thủ Thiêm để đổi lấy quyền sử dụng đất hơn 9.6 ha trong 50 năm tại khu vực này. Hiện KBTT có 6 dự án có thể đặt chỗ trong 4 năm tới với tổng diện tích đất là 6.37ha với tổng NFA là 230,268m². Chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu của dự án này sẽ đạt khoảng 13,550 tỷ đồng với mức giá dao động từ 3,000 USD đến 5,000 USD/m² tùy thuộc vào thời gian đặt chỗ.

Table 2: RE project lists of CII

Tên dự án	Vị trí	Sở hữu của CII (%)	Diện tích đất (ha)	Tổng NFA (m ²)	Phân khúc	Số căn hộ	Thời gian ghi nhận
NBB				1,944,717			
NBB2	TPHCM	93.5%	8.3	169,565	Căn hộ cao tầng	1,766	2022
NBB3	TPHCM	93.5%	7.8	242,152	Căn hộ cao tầng	2,355	2023
NBB Sơn Tịnh	Quảng Ngãi	93.5%	102.0	493,000	Đất	2,896	2020-2021
De Lagi	Bình Thuận	93.5%	124.5	1,040,000	Đất	N/A	2021-2022
Khu Bắc Thủ Thiêm (KBTT)				230,268			
KBTT 3.2	TPHCM	100%		14,400	Phức hợp		2021-2022
KBTT 3.6	TPHCM	100%	2.8	22,525	Phức hợp	276	2022
KBTT 4.8	TPHCM	100%		17,500	Phức hợp		2022
KBTT 3.13	TPHCM	100%	N/A	44,850	Phức hợp	N/A	2022
KBTT 3.15	TPHCM	100%	3.5	60,808	Phức hợp	525	2022
KBTT 3.16	TPHCM	100%		70,185	Phức hợp	615	2024

Thông tin cập nhật về BOT cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận và Xa lộ Hà Nội

Đường cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận là một cung đường chính của Quốc lộ Bắc-Nam Việt Nam dài 51 km, tổng mức đầu tư đã ký kết là 12,668 tỷ đồng. Tính đến cuối năm tài chính 2020, hơn 7,000 tỷ đồng đã được giải ngân cho dự án này và ngày hoàn thành dự kiến vào quý 2 năm 2021. Sau giai đoạn hoàn thiện, CII đã tiến hành lập hồ sơ để các cấp có thẩm quyền phê duyệt. Chúng tôi kỳ vọng việc thu tiền sẽ bắt đầu vào quý 3 năm 2021 và tạo ra doanh thu 1.200 tỷ đồng mỗi năm. Hiện tại, chúng tôi ước tính có hơn 15 triệu lượt phương tiện qua lại tuyến TLMT hàng năm và chúng tôi kỳ vọng con số này sẽ tăng trưởng với tốc độ 10% sau mỗi 3 năm. Mức giá trung bình từ 34,000 đồng (đối với xe dưới 12 chỗ, xe tải dưới 2T, xe buýt) đến 134,000 đồng (đối với xe tải trên 18T hoặc xe 40 chỗ).

Mở rộng Xa lộ Hà Nội: Dự án mở rộng đường cao tốc hiện tại từ cầu Sài Gòn 2 đến nút giao Tân Vạn dài 15.7 km, lộ giới 113 m với 8 làn xe sau khi mở rộng. Với tổng vốn đầu tư hơn 6,000 tỷ đồng, dự án này dự kiến sẽ thu phí vào đầu quý 2/2021 và tạo ra doanh thu 1,000 tỷ đồng mỗi năm. Chúng tôi ước tính có hơn 8 triệu xe chạy qua tuyến đường này mỗi năm và số lượng xe sẽ tăng 15% sau mỗi 3 năm. Mức giá trung bình từ 30,000 đồng đến 170,000 đồng.

Bảng 3: Danh sách dự án BOT của CII

Project Name	Thời gian bắt đầu	Thời gian kết thúc	Ước tính tổng doanh thu (tỷ VND)	Ước tính tổng LNST (tỷ VND)
Trung Luong My Thuan	2021	2035	35,125	8,622
Hanoi Highway	2019	2036	21,549	8,465
Ninh Thuan 1	2013	2023	847	220
Ninh Thuan 2	2017	2036	8,279	3,070
Rach Mieu 1	2009	2021	574	308
Rach Mieu 2	2019	2033	4,725	2,220
Co Chien	2016	2029	1,909	549
DT741	2006	2034	4,676	2,755

Các dự án cơ sở hạ tầng hiện tại của CII đang hoạt động theo nguyên tắc cố định tỷ suất sinh lợi làm giảm động lực của nhà phát triển như CII. Do đó, CII đã đề xuất rằng các dự án sau sẽ hoạt động theo nguyên tắc ấn định thời hạn thu phí mà chủ đầu tư có quyền thu phí theo số kỳ cố định. Phương pháp này có thể tạo đòn bẩy cho việc hoàn vốn các dự án BOT cho các tổ chức tư nhân như CII.

Dự kiến dòng tiền tích cực cho phân khúc cơ sở hạ tầng cấp nước từ năm 2023

SII được thành lập vào năm 2013 và quản lý chủ yếu cơ sở hạ tầng cấp nước của CII hợp tác với Manila Water (38% cổ phần) và Vietnam Oman Investment Fund (11.8% cổ phần). Hiện tại, SII đang quản lý 7 dự án tại TP.HCM và các vùng cao, trong đó 2 dự án tại TP.HCM là Tân Hiệp 2 và Củ Chi, 4 dự án tại các vùng cao (tỉnh Gia Lai và Lâm Đồng) là Sài Gòn Pleiku, An Khê, Gia Lai, và Saigon Dankia.

CII xác định cơ sở hạ tầng cấp nước là nguồn thu nhập lâu dài vì tính ổn định và độc quyền. Đến cuối năm 2020, dự án Củ Chi ghi nhận khoản lỗ khoảng 60 tỷ đồng do chi phí khấu hao khá lớn trong khi công suất hiện tại chưa đạt mức hòa vốn. Nguyên nhân chính của công suất thấp là do nhu cầu dân cư ở khu vực này thấp đến từ thói quen sử dụng nước dưới đất. Tuy nhiên, Ủy ban HCM đã ngừng cho phép khoan giếng ở Củ Chi, khuyến khích các khu dân cư sử dụng nước máy sẽ thúc đẩy nhu cầu của khu vực này trong những năm tiếp theo. Đáng chú ý là nhà máy Củ Chi không còn nhận được hỗ trợ tài chính 200 tỷ đồng/năm của Chính phủ kể từ năm 2021 và dự kiến lỗ đến năm 2026.

Tân Hiệp 2 là dự án chính của phân khúc này với công suất hoạt động cao (90%) tạo ra dòng tiền ổn định cho SII. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của dự án này sẽ lần lượt đạt 472 tỷ đồng và 188 tỷ đồng vào năm 2021.

Các dự án khác ở vùng cao đã hoạt động ổn định với mục tiêu chính là tiết kiệm chi phí hơn là mở rộng công suất do nhu cầu của các khu vực này bị hạn chế do quy mô dân số ổn định. Tỷ lệ sử dụng nước thải của các dự án này gần đây đã giảm từ 60% xuống dưới 40%.

Table 4: Water processing factory lists of CII

Dự án	Công suất tối đa (M3/ngày)	Công suất hiện tại (M3/ngày)	% Sở hữu của SII
Củ Chi	300	30%	51%
Tân Hiệp 2	300	90%	43%
Saigon Pleiku	25	25%	55%
An Khê	9.5	30%	51%
Gia Lai	21	75%	51%
Saigon Dankia	20	25%	22%

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với CII ở mức giá mục tiêu 32,350 VND/cổ phiếu (+53.3%) bằng cách đánh giá giá trị vốn chủ sở hữu của từng phân khúc đóng góp vào CII theo tỷ lệ cổ phiếu CII nắm giữ của từng phân khúc. Chúng tôi kỳ vọng rằng dòng tiền của CII sẽ ổn định và chắc chắn hơn khi các dự án lớn mới như Cao tốc Trung Lương- Mỹ Thuận và Xa lộ Hà Nội bắt đầu thu phí. Chúng tôi định giá công ty dựa trên các giả định sau:

- Vì cổ phần của CII trong dự án đường cao tốc Trung Lương Mỹ Thuận là 90%, không đủ để hợp nhất vào CII. Do đó, chúng tôi đánh giá đây là một dự án riêng biệt và thêm nó vào giá trị vốn chủ sở hữu của CII theo tỷ lệ.
- Tất cả các dự án hạ tầng cấp nước của CII đều do SII làm chủ đầu tư và quản lý. Do đó, chúng tôi định giá phân khúc này bằng cách định giá SII mặc dù tỷ lệ sở hữu của CII đối với mỗi dự án có biến động.
- Do đó, mảng xây dựng là để phục vụ cho mảng cơ sở hạ tầng, chúng tôi ước tính giá trị của mảng này bằng với giá trị sổ sách.
- Lãi suất phi rủi ro được điều chỉnh ở mức 2.2% phản ánh mặt trái của rủi ro thị trường và rủi ro chính sách của Ngân hàng Trung ương.
- Phần bù rủi ro đã được nâng lên 15.6% phản ánh rủi ro cao do thị trường chứng khoán tăng mạnh trong thời gian gần đây.

	Định giá (nghìn tỷ)	Sở hữu của CII (%)	Lợi ích của CII
Hạ tầng	13,547		9,159
CII B&R	8,613	54.8%	4,718
Trung Lương Mỹ Thuận	4,934	90.0%	4,441
Bất động sản	7,262		7,769
NBB	3,447	93.5%	3,222
KBTT	3,636	100%	3,636
152 DBP	911	100%	911
Hạ tầng nước	1,926	50.6%	975
Xây dựng	441	80%	353
Tổng giá trị	22,735		19,167
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số			3,148
Trừ: Nợ			8,296
Giá trị cổ phần CII			7,723
Số lượng cổ phiếu lưu hành			238,838,282
Giá mục tiêu			32,350

Financial Summary

Báo cáo KQKD (Triệu VND)	FY19A	FY20A	FY21F	Chi số tài chính	FY19 A	FY20 A	FY21 F
Doanh thu thuần	1,813	5,379	6,619	Valuation			
Giá vốn hàng bán	(1,243)	(4,232)	(5,206)	EPS (VND)	2,185	2,252	2,815
Lợi nhuận gộp	570	1,147	1,413	BVPS (VND)	21,481	20,472	25,633
Doanh thu tài chính	1,157	1,345	1,546	P/E	10.2x	9.9x	7.9x
Chi phí tài chính	(1,138)	(1,097)	(1,317)	P/B	1.0x	1.1x	0.9x
Chi phí BH+QLDN	(583)	(768)	(883)	Khả năng sinh lợi			
Lợi nhuận trước thuế	523	669	840	Biên LN gộp	31%	21%	21%
Lợi nhuận sau thuế	522	538	672	Biên EBITDA	124%	44%	39%
LN sau thuế cho cty mẹ	196	245	544	Biên LN ròng	29%	10%	10%
				ROE	6%	7%	7%
				ROA	2%	2%	2%
				Tăng trưởng			
				Tăng trưởng Doanh thu		197%	23%
				Tăng trưởng LN trước thuế		28%	26%
				Tăng trưởng LN sau thuế		3%	25%
				Tăng trưởng EPS		3%	25%
				Tăng trưởng tổng tài sản		1%	1%
				Tăng trưởng VCSH		-9%	17%
				Thanh khoản			
				Tỷ số thanh toán hiện hành	0.98	1.37	1.67
				Tỷ số thanh toán nhanh	0.46	0.78	0.91
				Nợ/Tổng Tài sản	0.47	0.56	0.55
				Nợ/VCSH	1.59	2.10	1.76
				Hiệu quả hoạt động			
				Vòng quay KPT		1.26	1.33
				Ngày thu tiền bình quân		291	275
				Vòng quay HTK		0.79	1.03
				Ngày tồn kho bình quân		462	355
				Vòng quay phải trả		0.43	0.69
				Ngày trả tiền bình quân		843	531
Bảng CĐKT	FY19A	FY20A	FY21F				
Tài sản ngắn hạn	11,188	11,068	11,771				
I. Tiền và tương đương tiền	637	439	599				
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	813	692	692				
III. Phải thu ngắn hạn	3,572	4,994	4,974				
IV. Hàng tồn kho	5,941	4,779	5,342				
V. Tài sản ngắn hạn khác	224	164	164				
Tài sản dài hạn	18,061	18,556	18,106				
I. Phải thu dài hạn	2,994	3,368	3,368				
II. Tài sản cố định	5,832	5,353	7,960				
III. XDCBDD	4,935	5,786	2,073				
IV. BĐS đầu tư	284	60	60				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1,508	1,381	1,764				
VI. Tài sản dài hạn khác	2,509	2,609	2,880				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	29,249	29,624	29,877				
Nợ phải trả	20,543	21,715	20,607				
I. Nợ ngắn hạn	11,472	8,087	7,053				
II. Nợ dài hạn	9,071	13,628	13,554				
Vốn chủ sở hữu	8,706	7,909	9,270				
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,576	3,019	3,148				
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	29,249	29,624	29,877				

Source: MBS Research

Liên hệ: Khối Nghiên cứu

Trưởng nhóm nghiên cứu ngành và cổ phiếu

Trương Thùy Dương

(Duong.TruongThuy@mbs.com.vn – Tel: 0942434432)

Hoá chất, dầu khí

Chu Thế Huỳnh

(Huynh.ChuThe@mbs.com.vn – Tel: 0919336595)

Năng Lượng

Nguyễn Quốc Trung

(Trung.nguyenquoc@mbs.com.vn – Tel: 035 2253024)

Nhựa, Tiêu dùng bán lẻ

Đình Công Luyện

(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn – Tel: 0978877784)

Tiêu dùng, Bán lẻ, Công nghệ

Trần Minh Phương

(Phuong.TranMinh@mbs.com.vn – Tel: 086 9083297)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
THEO DÕI	Từ -15% đến 15%
BÁN	<= -15%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tầng 7 & 8, Tòa nhà MB, số 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

ĐT: + 84 24 73045688 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.