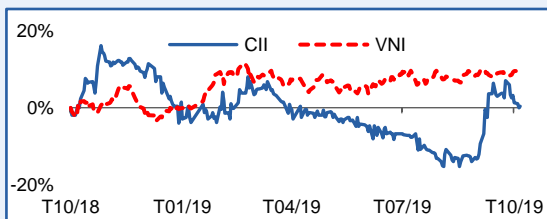


<b>Ngành:</b>	<b>Hạ tầng</b>		<b>2018</b>	<b>9M/19</b>	<b>2019F</b>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>30/10/2019</b>	Tăng trưởng DT	31,6%	-33,4%	48,3%
Giá hiện tại:	23.700VND	Tăng trưởng EPS	-93,8%	545,5%	706,3%
Giá mục tiêu:	29.700VND	Biên LN gộp	27,9%	30,5%	34,9%
TL tăng:	+25,3%	Biên LN ròng	3,5%	30,8%	19,4%
Lợi suất cổ tức:	13,5%	EV/EBITDA	23,2x	N.M.	13,1x
Tổng mức sinh lời:	+38,8%	P/B	1,4x	N.M.	1,4x
Khuyến nghị:	MUA	P/E	74,1x	N.M.	9,2x



GT vốn hóa:	253,1tr USD		<b>CII</b>	<b>Peers</b>	<b>VNI</b>
Room KN:	53,2tr USD	P/E (trượt)	13,6x	10,7x	16,6x
GTGD/ngày (30n):	410.000USD	P/B (hiện tại)	1,1x	1,6x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	9,8%	Nợ ròng/CSH	1,3x	0,2x	N.A.
SL cổ phiếu lưu hành	247,8 tr	ROE	9,5%	17,4%	14,8%
Pha loãng:	283,8 tr	ROA	1,9%	7,6%	2,5%

\*dựa theo CP pha loãng

#### 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 khu đô thị mới Thủ Thiêm, Quận 2, TP.HCM.

**Thái Nhựt Đăng**  
Chuyên viên

**Hoàng Nam**  
Chuyên viên cao cấp

## Lợi nhuận được thúc đẩy bởi thu nhập tài chính

- CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. HCM (CII) báo cáo KQKD quý 3/2019 trong đó doanh thu hợp nhất giảm 29% YoY còn 444 tỷ đồng trong khi LNST sau lợi ích CĐTTS hợp nhất tăng 12,8 lần YoY đạt 410 tỷ đồng. Mức chênh lệch giữa tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong quý 3 chủ yếu do mức tăng mạnh 4,1 lần trong thu nhập tài chính 782 tỷ đồng.
- Doanh thu 9 tháng 2019 đã giảm 33% YoY đạt 1,5 nghìn tỷ đồng, chủ yếu được dẫn dắt bởi mức giảm 65% trong doanh thu BĐS do thời gian bàn giao các dự án. Xây dựng và các mảng khác cũng ghi nhận mức giảm lần lượt 24% và 22% trong đóng góp cho doanh thu. Các mức giảm này phần nào được bù đắp bởi tăng trưởng 26% YoY trong doanh thu thu phí giao thông nhờ dự án BOT Cổ Chiên được hợp nhất trong quý 1/2019. Chúng tôi lưu ý rằng doanh thu thu phí giao thông và mảng BĐS đóng góp lần lượt 80% và 20% lợi nhuận gộp trong 9 tháng 2019.
- LNST sau lợi ích CĐTTS hợp nhất 9 tháng 2019 tăng 5,5 lần đạt 454 tỷ đồng, chủ yếu được dẫn dắt bởi chuyển nhượng cổ phần tại dự án, trong đó 623 tỷ đồng lãi tài chính được ghi nhận trong quý 3/2019 và 255 tỷ đồng thu nhập khác được ghi nhận trong quý 2/2019.
- Khi LNST sau lợi ích CĐTTS 9 tháng 2019 hoàn thành 59% dự báo cả năm 2019 của chúng tôi, chúng tôi cho rằng có khả năng điều chỉnh giảm dự báo của chúng tôi. Mức chênh lệch này chủ yếu do doanh thu BĐS từ công ty con của CII, CTCP Đầu tư 577 (HSX: NBB) thấp hơn dự kiến.
- Khi là công ty đầu tư hạ tầng lớn nhất Việt Nam, CII là cơ hội đầu tư vào quá trình đô thị hóa và công nghiệp hóa của Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng CII sẽ được hưởng lợi từ dòng tiền ổn định của các dự án BOT trong khi có tiềm năng gia tăng lợi nhuận nhờ mảng đầu tư BĐS.

**Lãi tài chính bất thường trong quý 3 thúc đẩy lợi nhuận.** Chúng tôi ước tính khoảng 500 tỷ đồng lãi tiền mặt đến từ hoàn thành quá trình thương thảo cuối cùng giữa CII và đối tác trong mảng BĐS tại dự án Riverpark đã được công bố vào đầu tháng 7/2019. Con số này là thấp hơn khoảng 10% giả định của chúng tôi. Lãi tài chính bất thường này bao gồm thêm 123 tỷ đồng lãi từ chuyển nhượng cổ phần tại một dự án của NBB.

**BOT Cổ Chiên vừa thu tóm dẫn dắt tăng trưởng doanh thu thu phí.** Doanh thu từ thu phí đã tăng 26% YoY trong 9 tháng 2019, sau khi hợp nhất dự án BOT Cổ Chiên trong quý 1/2019 khi công ty con của CII gia tăng cổ phần tại dự án BOT này lên 50,5% từ mức 0%. Chúng tôi cũng cho rằng tăng trưởng trong doanh thu thu phí này phần nào được dẫn dắt một phần bởi tăng trưởng lưu lượng giao thông tại các trạm thu phí hiện hữu của CII.

**Bàn giao và chuyển nhượng các dự án của NBB chậm hơn dự kiến làm KQKD thấp hơn dự báo của chúng tôi** khi doanh thu BĐS trong 9 tháng 2019 chỉ hoàn thành 23% dự báo cả năm của chúng tôi. Chúng tôi giả định rằng NBB sẽ ghi nhận doanh thu đạt 1,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu được dẫn dắt bởi chuyển nhượng dự án NBB Garden (TP. HCM) (đóng góp 51% tổng doanh thu của NBB), bàn giao dự án Sơn Tịnh (Quảng Ngãi) và Đồi Thủy Sản (Quảng Ninh) dự kiến chiếm lần lượt 37% và 12% doanh thu của NBB.

KQKD quý 3/2019 và 9 tháng 2019 của CII

Tỷ đồng	Q3 2018	Q3 2019	Q3 2019 vs Q3 2018	9T 2018	9T 2019	9T 2019 vs 9T 2018	9T 2019 trong % dự phóng của VCSC 2019
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>622</b>	<b>444</b>	<b>-28,6%</b>	<b>2.210</b>	<b>1.472</b>	<b>-33,4%</b>	<b>36,9%</b>
<i>Dự án B.T</i>	0	0	N.M.	121	111	-7,9%	15,4%
<i>Thu phí</i>	142	195	37,4%	427	539	26,2%	67,4%
<i>BĐS</i>	334	144	-56,8%	1.103	388	-64,8%	22,6%
<i>Xây dựng</i>	45	5	-88,1%	193	147	-23,9%	51,4%
<i>Khác</i>	101	100	-1,5%	367	287	-21,9%	62,1%
<b>LN gộp</b>	<b>218</b>	<b>138</b>	<b>-36,7%</b>	<b>595</b>	<b>449</b>	<b>-24,5%</b>	<b>32,2%</b>
<i>Thu phí</i>	102	139	35,5%	307	365	18,8%	68,8%
<i>BĐS</i>	103	25	-75,2%	219	90	-58,9%	13,0%
<i>Xây dựng</i>	12	-22	N.M.	48	21	-56,6%	13,3%
<i>Khác</i>	1	-5	N.M.	20	-27	N.M.	N.M.
Chi phí SG&A	-138	-134	-2,6%	-408	-368	-9,7%	59,0%
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>80</b>	<b>4</b>	<b>-95,5%</b>	<b>187</b>	<b>81</b>	<b>-56,8%</b>	<b>10,5%</b>
Thu nhập tài chính	155	782	404,7%	448	1.016	126,8%	82,6%
Chi phí tài chính	-186	-260	40,4%	-506	-738	46,0%	101,1%
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	-183	-182	-0,5%	-495	-539	8,9%	73,8%
Lãi/lỗ ròng khác	51	109	113,4%	151	455	201,8%	227,5%
<b>LNTT</b>	<b>101</b>	<b>634</b>	<b>531,0%</b>	<b>304</b>	<b>824</b>	<b>171,2%</b>	<b>56,1%</b>
Thuế TNDN	-43	-139	222,4%	-122	-61	-49,7%	29,9%
LNST trước CĐTS	57	495	764,0%	182	762	319,6%	60,4%
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>30</b>	<b>410</b>	<b>1.279,9%</b>	<b>70</b>	<b>454</b>	<b>545,5%</b>	<b>58,8%</b>
<i>Biên LN gộp</i>	35,0%	31,0%		26,9%	30,5%		
<i>Biên LN gộp (không tính dự án B.T)</i>	35,0%	31,0%		28,5%	33,0%		
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	12,8%	0,8%		8,5%	5,5%		
<i>Biên LN ròng</i>	4,8%	92,3%		3,2%	30,8%		

Nguồn: CII, VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thái Nhựt 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](http://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

#### Ngân hàng và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### 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](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto: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](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## 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.