

CTCP ĐT PHÁT TRIỂN CƯỜNG THUẬN IDICO (CTI)

Giá thị trường
VND28.300

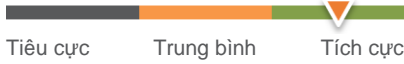
Giá mục tiêu
VND37.970

Tỷ suất cổ tức
3,56%

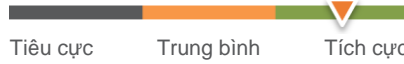
Khuyến nghị
MUA

Ngành
Công nghiệp

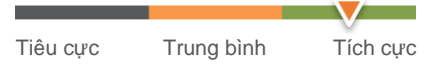
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



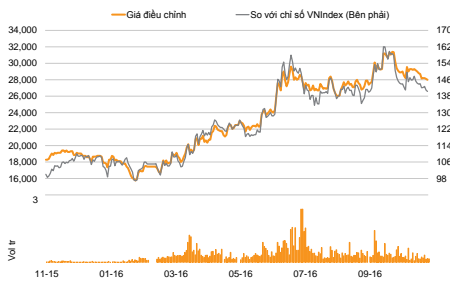
Ngày 02/11/2016

Ngô Thị Kim Thanh

thanh.ngokim@vndirect.com.vn

CTI có lợi thế sở hữu chuỗi giá trị khép kín từ đầu vào (mỏ đá, bê tông nhựa nóng), thành phẩm (cống bê tông), hoạt động xây lắp cho đến 5 dự án BOT giao thông kết nối khu vực Đồng Nai. Nhờ hoạt động cung ứng hạ tầng hoàn thiện và vị trí thuận lợi, doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ việc xây dựng dự án Sân bay Long Thành trong tương lai.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Chuỗi giá trị khép kín đem lại hiệu quả cao. CTI sở hữu 5 mỏ đá xây dựng, 1 nhà máy sản xuất cống bê tông, 2 trạm trộn bê tông nhựa nóng và 5 trạm xăng dầu dọc tuyến đường Võ Nguyên Giáp. Nhờ đó, CTI có thể chủ động nguồn đầu vào cho hoạt động xây lắp. Đồng thời, hoạt động xây lắp hỗ trợ chủ yếu cho các dự án BOT, cả giai đoạn xây dựng công trình và giai đoạn trung tu, đại tu.

Sở hữu 5 dự án BOT – kết nối khu vực Đồng Nai, đem lại nguồn thu ổn định trong tương lai. Dự án QL1A, đoạn tránh TP Biên Hòa, được tăng giá phí bình quân 56% trong năm 2016. Dự án QL91 với lợi thế đường độc đạo đi Cần Thơ – An Giang đã đưa vào thu phí trạm 1 vào tháng 4/2016, trạm 2 dự kiến thu vào tháng 11/2016. Ngoài ra, CTI hiện đang thực hiện 2 dự án BOT quy mô nhỏ là đường vận chuyển vật liệu xây dựng khu mỏ đá Tân Cang và dự án nút giao thông 319 nối từ KCN Nhơn Trạch lên cao tốc Long Thành – Dầu Giây. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu hoạt động thu phí có thể đạt 681 tỷ đồng khi cả 5 trạm đi vào hoạt động vào năm 2018.

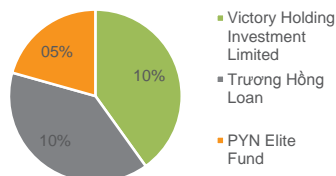
Tiềm năng trong dài hạn từ 5 mỏ đá xây dựng ở Đồng Nai. Tổng trữ lượng 5 mỏ đá của CTI vào khoảng 56 triệu m³, hầu hết chưa được khai thác. Trong đó 2 mỏ sẽ chuyển sở hữu 100% cho CTI trong Quý 4/2016. Chúng tôi đánh giá tích cực về việc tăng đầu tư các mỏ đá trong 2-3 năm tới khi nhu cầu đá xây dựng tăng tích cực từ các dự án hạ tầng; rào cản gia nhập ngành tăng khi chi phí mua mới mỏ, thuế và các mỏ gần khu vực trung tâm sẽ đóng cửa trong 2-3 năm nữa.

Rủi ro đầu tư: (1) Rủi ro lãi suất. Cứ mỗi 1% lãi suất tăng thêm, chi phí lãi vay tăng tương ứng là 12,5 tỷ đồng. (2) Rủi ro giảm lưu lượng xe từ các tuyến đường mới. Chúng tôi cho rằng trong tương lai các tuyến đường vành đai 3, cao tốc liên vùng Nam Bộ khi đi vào khai thác sẽ ảnh hưởng đến lưu lượng xe qua đường 319 từ KCN Nhơn Trạch lên cao tốc Long Thành – Dầu Giây.

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	31.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15.750
KLGDBQ (3thg)	250.687
Thị giá vốn (tỷ VND)	1.212
SL CP đang lưu hành (tr)	43,2
Free float (%)	40
Beta	0,6

Cơ cấu sở hữu

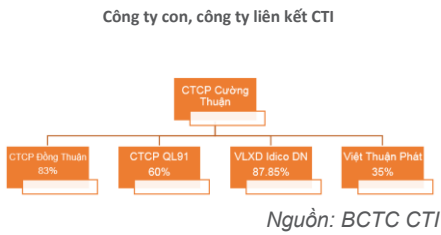


Nguồn: VNDIRECT

Tổng quan tài chính (VND)	12-14A	12-15A	12-16A	12-17A
Doanh thu (tỷ)	392	830	1,195	1,170
Tăng trưởng DT	9%	112%	44%	(2%)
Biên lợi nhuận gộp	36%	31%	34%	38%
EBITDA thuần (tỷ)	145	218	391	442
LN ròng (tỷ)	16	68	109	139
Tăng trưởng LN ròng	600%	319%	61%	27%
LN trên cổ phiếu	492	2,060	2,546	3,244
Giá trị sổ sách/cp	10,645	13,217	14,247	15,991
ROAE	6%	17%	21%	21%

Nguồn: VNDIRECT

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

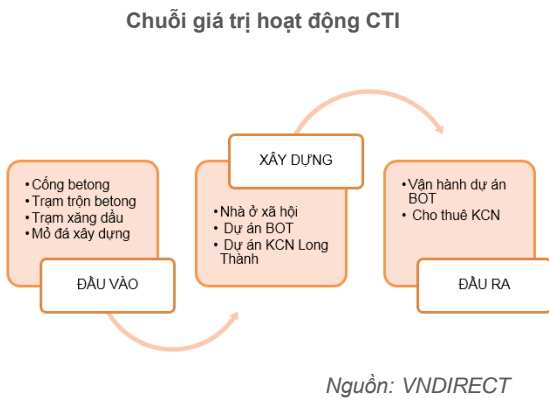


CTCP Cường Thuận Idico tiền thân là thành viên của Tổng công ty Idico, được thành lập vào năm 2000. Trong đó tỷ lệ góp vốn của Idico chiếm 4%, phần còn lại chủ yếu của nhóm cổ đông liên quan đến ông Nguyễn Xuân Quang – người có kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng làm việc tại công ty An Bình thuộc Quân đoàn 4 – Bộ Quốc phòng. Lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là sản xuất công xây dựng, lĩnh vực xây dựng, và khai thác các dự án BOT và sản xuất kinh doanh đá xây dựng trên địa bàn Đồng Nai. Trong tương lai, CTI tiếp tục mở rộng sang lĩnh vực đầu tư khu công nghiệp tại Long Thành và đầu tư du lịch tại Đảo Ó từ dự án BT.

CTI có 3 công ty con và 1 công ty liên kết. Do đặc thù xây dựng, các dự án BOT phải thành lập pháp nhân mới cho từng dự án, CTI lập ra liên doanh 2 công ty con, trong đó dự án Quốc lộ 1A đoạn tránh TP Biên Hòa do công ty Đồng Thuận quản lý, dự án QL91 đoạn Cần Thơ – An Giang do CTCP đầu tư quốc lộ 91 Cần Thơ - An Giang quản lý.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị khép kín từ đầu vào đến đầu ra



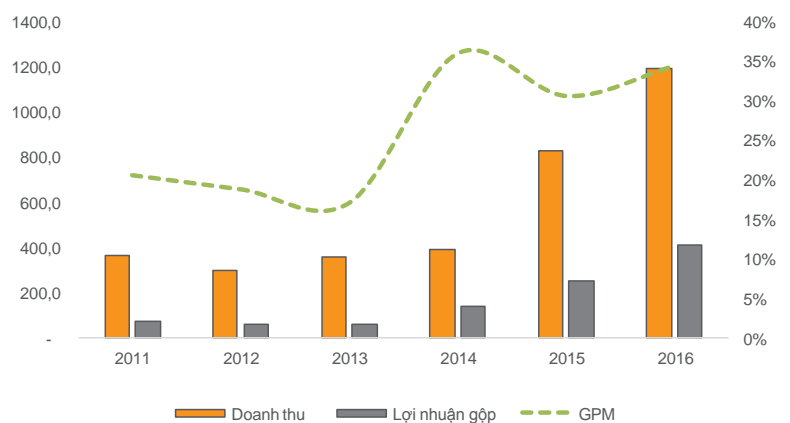
CTCP Cường Thuận Idico hoạt động trên 3 lĩnh vực cơ bản gồm (1) Sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng: công xây dựng, bê tông nhựa nóng, trạm xăng dầu; (2) Xây dựng: các dự án nhà ở xã hội và dự án BOT; (3) Vận hành các dự án BOT.

Chúng tôi đánh giá 3 lĩnh vực trên giúp công ty tạo được chuỗi giá trị khép kín từ đầu vào đến đầu ra, giúp công ty tăng tính chủ động về thời gian xây lắp các công trình, kiểm soát được chất lượng các công trình của công ty.

Nhờ vào việc chủ động nguồn nguyên liệu, biên lợi nhuận của công ty cải thiện qua các năm trong giai đoạn 2012 – 2016 từ mức 19% lên 34%.

Doanh thu và lợi nhuận gộp CTI từ 2011 – 2016F

DVT: Tỷ đồng



Nguồn: BCTC CTI

Hoạt động sản xuất công bê tông kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ dự án chống ngập TP Biên Hòa

CTI sở hữu 2 dây chuyền sản xuất công tròn theo công nghệ quay ép (Souveraen) và 03 dây chuyền sản xuất công hộp (Jumbo và Mammut) đi vào hoạt động vào năm 2006. Công suất của nhà máy công đạt 300 ống/ngày.

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với hoạt động sản xuất công dựa vào: (1) Nhu cầu tiêu thụ công xây dựng dự báo tăng trưởng tích cực trong 1-2 năm tới khi CTI sẽ là 1 trong những nhà thầu cung cấp công xây dựng dự án chống ngập TP Biên Hòa với tổng giá trị 8.400 tỷ đồng; (2) Đã khấu hao hết các dây chuyền sản xuất công.

Dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 15% trong giai đoạn 2017-2018, biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ mức 10% lên 15%.

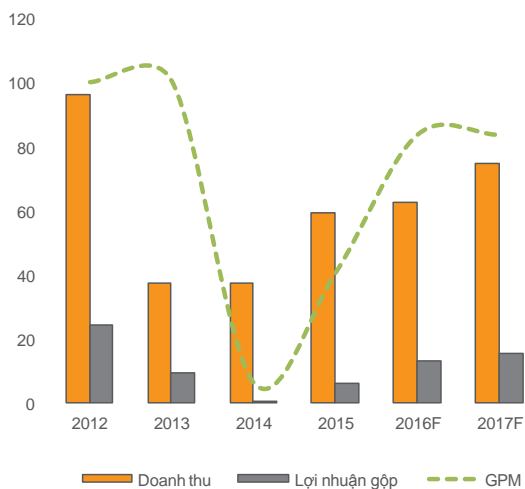
Hoạt động xây lắp chủ yếu cho các dự án BOT và dự án nhà ở xã hội

Hoạt động xây lắp chủ yếu cho các công trình chính của công ty. Trong đó, CTI thi công chính cho 5 dự án BOT và 2 dự án nhà ở xã hội khu tái định cư Bình Minh và Phước Tân với tổng mức đầu tư lần lượt là 167 tỷ đồng và 303 tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá tích cực hoạt động xây lắp nội bộ của CTI: (1) Giúp công ty có thể chủ động được thời gian thi công các dự án; (2) Tạo nguồn thu ổn định và gối đầu từ hoạt động trung tu và đại tu của các dự án BOT.

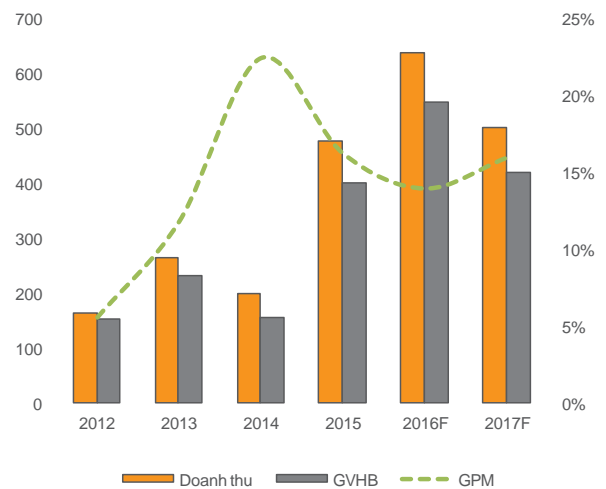
Dự báo doanh thu từ hoạt động xây lắp trong năm 2016 có thể đạt 638 tỷ đồng chủ yếu đến từ thi công dự án QL91 với tổng giá trị xây lắp ước đạt 354 tỷ đồng và năm 2017 có thể đạt 501 tỷ đồng do chỉ còn thi công 1 phần dự án đường vận chuyển vật liệu xây dựng và đường 319.

Doanh thu và lợi nhuận gộp công xây dựng (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC CTI

Doanh thu và lợi nhuận gộp xây lắp 2012- 2017F (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC CTI

5 mỏ đá dự kiến đem lại nguồn thu tích cực 2-3 năm tới

Trong BCTC quý 3/2016, công ty đã gia tăng chi phí đầu tư vào mỏ đá Tân Cang 8 với tổng giá trị 74 tỷ để đền bù giải tỏa thêm diện tích làm khu chế biến sau khai thác. Bên cạnh đó, theo dự kiến của công ty trong 1 năm tới, công ty sẽ tiếp tục tăng sở hữu 100% từ các mỏ đá Đồi Chùa 3 và Tân Cang 9.

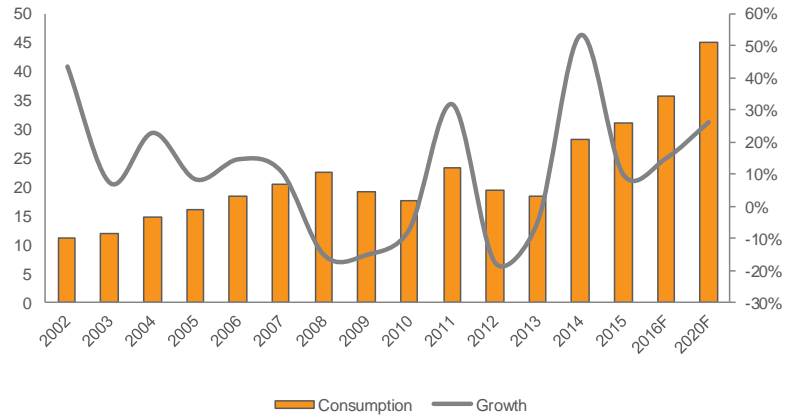
Chúng tôi đánh giá tích cực với việc gia tăng sở hữu các mỏ đá khu vực Đồng Nai ở các khía cạnh sau:

- (1) **Nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng dự báo tăng trưởng tích cực.** Theo quy hoạch phát triển ngành vật liệu xây dựng, đến năm 2020, tầm nhìn 2030, nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng dự kiến tăng trưởng 10%. Trong đó, ngoài nhu cầu cho bất động sản, nhu cầu còn đến từ các dự án hạ tầng trọng điểm khu

vực phía Nam như sân bay Long Thành, cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu, đường vành đai 3.4...

Nhu cầu đá xây dựng 2002- 2020F

DVT: Triệu m³



Nguồn: Tổng hợp VNDIRECT

- (2) **Rào cản gia nhập ngành cao.** Theo tính toán của chúng tôi, các mỏ có chất lượng tốt và có vị trí gần khu vực trung tâm TPHCM, Bình Dương, Đồng Nai như Tân Đông Hiệp, Núi Nhỏ sẽ hết thời gian khai thác vào 1-2 năm tới. Đồng thời, chi phí đấu thầu quyền khai thác khoáng sản, thuế tài nguyên môi trường, phí tài nguyên môi trường, chi phí đền bù giải tỏa, sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới.
- (3) **Khu vực mỏ đá Tân Cang có vị trí thuận lợi gần dự án Sân bay Long Thành.** Khu vực mỏ đá Tân Cang gồm 9 cụm mỏ với tổng trữ lượng đạt 169 triệu m³. Trong đó, CTI sẽ sở hữu mỏ Tân Cang 8 và mỏ Tân Cang 9 (dự kiến trong năm 2017) có tổng trữ lượng 23,5 triệu m³, chiếm 14% tổng trữ lượng toàn khu vực và có vị trí thuận lợi gần đường QL51 và đường tránh của CTI, hầu như chưa khai thác nhiều. Dự báo trong 2-3 năm tới mỏ đá Tân Cang sẽ tăng sản lượng tiêu thụ trung bình 20%, đạt sản lượng 1,5 triệu m³ nhờ vào dự án Sân bay Long Thành và các mỏ chất lượng và vị trí tốt sẽ hết thời gian khai thác.
- (4) **Các mỏ đá Đồi Chùa, Xuân Hòa và Bình Lợi là “cửa để dành” của CTI trong dài hạn.** Tổng trữ lượng 3 mỏ đá là 36,5 triệu m³, với thời gian khai thác từ 12 đến 20 năm. Các mỏ đá này sau khi chuyển về sở hữu của CTI sẽ là nguồn khai thác hiệu quả sau khi các dự án BOT đi vào ổn định.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng quan ngại trong ngắn hạn, chi phí cho hoạt động khai thác đá sẽ gia tăng trong 1-2 năm đầu khai thác từ (1) Chi phí bồi bù giải tỏa thêm diện tích làm khu vực chế biến; (2) Chi phí bốc đất tầng phủ, đặt biệt tại khu vực Tân Cang nơi có độ dày lớp đất tầng phủ lên đến 18m; (3) Chi phí chuyển sở hữu về CTI. Đồng thời, hiệu quả hoạt động các mỏ đá trong 1-2 năm đầu khai thác khá thấp khi lớp đá mềm dẫn đến giá bán thấp.

Thông tin các mỏ đá của CTI

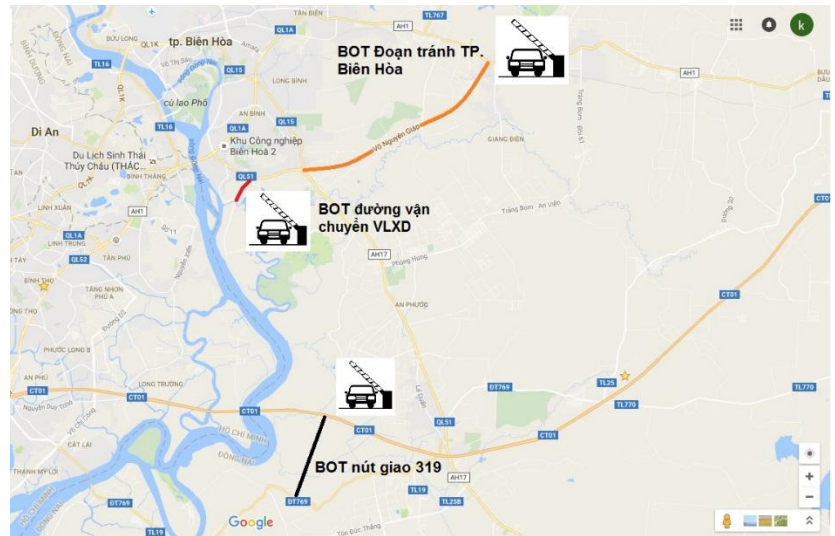
STT	Tên mỏ	Công suất (m3)	TG khai thác (năm)	Trữ lượng (m3)	Diện tích (ha)	% sở hữu CTI	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Tiến độ
1	Tân Cang 8	1.000.000	9,5	11.500.000	22,08	100%	114	Bốc đất tầng phủ 12ha
2	Tân Cang 9	1.000.000	12	11.300.000	27,6	40%	301	Đã đền bù giải tỏa 7ha, đang chuyển nhượng từ UIC sang CTI
3	Đồi Chùa 3	2.000.000	20	17.800.000	71	100%	88	Bốc đất tầng phủ 10ha
4	Xuân Hòa	500.000	20	6.720.000	20	80%	118	Tháng 11/2016 có sản phẩm, CTI khai thác chính, liên doanh Sonadezi
5	Bình Lợi	1.000.000	11,5	8.770.000	40	Mua lại của Idico	315	Chưa triển khai

Nguồn: Tổng hợp VNDIRECT

5 dự án BOT đem lại nguồn thu ổn định trong dài hạn

CTI sở hữu 5 dự án BOT, trong đó có 4 dự án ở khu vực Đồng Nai bao gồm tỉnh lộ 16, Quốc lộ 1A – Đoạn tránh TP Biên Hòa, Đường vận chuyển vật liệu xây dựng trong cụm mỏ đá Tân Cang và Nút giao thông 319 kết nối TP Nhơn Trạch với cao tốc Long Thành - Dầu Giây. Bên cạnh đó, CTI còn có 1 dự án BOT miền Tây trên tuyến QL91B nối An Giang và Cần Thơ.

Các dự án BOT ở Đồng Nai của CTI



Nguồn: VNDIRECT

Dự án QL1A – đoạn tránh TP Biên Hòa – kết nối cửa ngõ TP Biên Hòa đi miền Trung

QL1A – đoạn tránh TP Biên Hòa bao gồm 12 m đường Võ Nguyên Giáp và 10 m cải tạo quốc lộ 1A. Trạm được đặt trên QL 1A tại ngã ba hướng từ Biên Hòa đi Phan Thiết. Mục đích đường tránh nhằm giải quyết tình trạng kẹt xe trong thành phố Biên Hòa.

Tổng giá trị đầu tư dự án là 1.600 tỷ đồng, trong đó CTI nắm giữ 83% thông qua công ty con là CTCP Đồng Thuận. Thời gian khai thác là 13 năm, bắt đầu từ tháng 7/2014 và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu khoảng 14%.

Chúng tôi đánh giá dự án QL1A – đoạn tránh TP Biên Hòa dựa trên những nhân tố sau:

Thông tin dự án

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	1.400
Thời gian thu phí (năm)	13
% sở hữu CTI	87%
IRR dự án	14%
Thời gian trung tu (năm/lần)	4
Thời gian đại tu (năm/lần)	12
Giá trị đại tu (tỷ đồng)	1.000

Nguồn: VNDIRECT

- (1) **Lưu lượng xe tăng trưởng tích cực.** Trạm thu phí nằm ở vị trí ngay ngã 3 nối TP Biên Hòa hướng đi TP Phan Thiết, nơi có lưu lượng xe cao và ổn định. Trong 9 tháng đầu năm 2016, lưu lượng xe qua khu vực đã tăng trung bình 15%. Chúng tôi dự báo trong giai đoạn 2017- 2018, lưu lượng xe dự kiến tiếp tục tăng trung bình 10%.
- (2) **Tăng mức thu phí 3 năm/lần.** Theo phương án thu phí của dự án, trung bình mức thu phí tăng 3 năm/lần. Trong đó lần tăng mức thu phí đầu tiên vào năm 2016, tăng trung bình 57% cho tất cả các loại xe. Những lần tăng sau trung bình 18%.

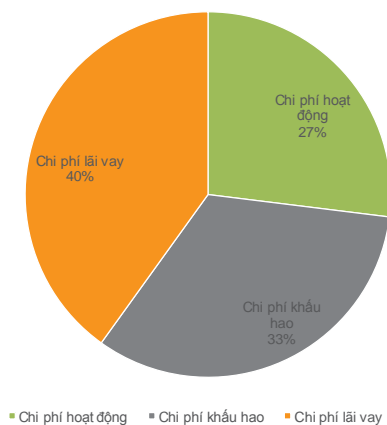
Bảng giá vé các loại xe QL1A – Đoạn tránh TP Biên Hòa DVT: nghìn đồng

Loại xe	Giá vé 2015	Giá vé 2016	% Tăng giá
Xe ô tô dưới 12 chỗ, xe tải dưới 2T, xe buýt	20	35	75%
Xe ô tô từ 12-30 chỗ, xe tải từ 2T-4T	30	50	67%
Xe ô tô từ 31 chỗ trở lên, xe tải từ 4T-10T	44	75	70%
Xe tải từ 10T-18T, container 20F	80	140	75%
Xe tải trên 18T, xe container 40F	160	200	25%

Nguồn: Thông tư 37/2014/TT-BTC

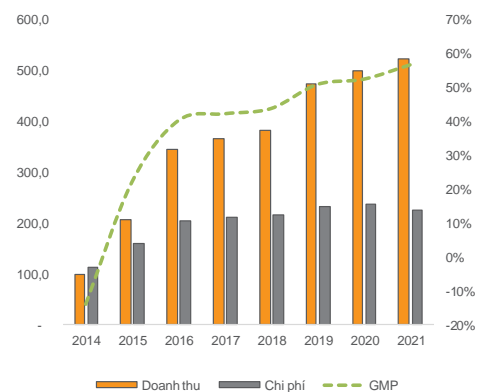
- (3) **Chi phí khấu hao và chi phí quản lý theo tỷ lệ cố định trên doanh thu, giúp duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định.** Theo nguyên tắc ghi nhận, chi phí khấu hao và chi phí quản lý được tính theo tỷ lệ doanh thu trong suốt dòng đời dự án. Theo tính toán của chúng tôi, chi phí khấu hao được duy trì tỷ lệ ở mức 19,7%/ doanh thu và tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu là 4%. Điều này giúp cho công ty duy trì biên lợi nhuận gộp khá ổn định trong suốt dòng đời của dự án.
- (4) **Bắt đầu trích lập chi phí đại tu từ năm 2016.** Chi phí đại tu là khoản chi phí lớn nhất của 1 dự án BOT, được thực hiện vào cuối dòng đời dự án. Đối với dự án QL1A - đoạn tránh TP Biên Hòa, chi phí đại tu vào khoảng 1.200 tỷ. Do đó, công ty thực hiện trích trước chi phí đại tu bắt đầu từ năm 2016. Ước tính chi phí đại tu phân bổ vào năm 2016 là 26 tỷ và năm 2017 là 37 tỷ.

Cơ cấu chi phí QL1A – đoạn tránh TP Biên Hòa



Nguồn: VNDIRECT

Doanh thu và chi phí dự án



Nguồn: BCTC CTI và tổng hợp VNDIRECT

Dự án QL91B – đường huyết mạch An Giang - Cần Thơ

Dự án QL91B An Giang – Cần Thơ thực hiện trên chiều dài tuyến 28m, mở rộng đường hiện hữu từ 5m lên 11m. Tổng mức đầu tư 2.024 tỷ đồng, trong đó CTI nắm giữ 60%, Sonadezi đóng góp 40%. Cơ cấu

vốn vay chiếm 85,3% tổng giá trị đầu tư. Thời gian thu phí 18 năm, gồm 2 trạm bắt đầu từ An Giang và kết thúc ở Cần Thơ. Trạm 1 đi vào thu phí vào tháng 4/2016 và trạm 2 sẽ đi vào hoạt động vào tháng 11/2016.

Chúng tôi đánh giá tích cực dự án QL91B dựa trên các yếu tố sau:

Thông tin dự án Dự án QL91B

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	2.024
Thời gian thu phí (năm)	17 năm 9 tháng
% sở hữu CTI	60%
IRR dự án	12%
Thời gian trung tu (năm/lần)	4
Thời gian đại tu (năm/lần)	12
Giá trị đại tu (tỷ đồng)	420

Nguồn: VNDIRECT

(1) **Khai thác lượng xe chủ yếu từ Long Xuyên, tốc độ tăng bình quân lưu lượng xe dự kiến 7%.** Lợi thế là đường giao thông huyết mạch nối An Giang – Cần Thơ, nơi có lưu lượng xe khá ổn định, dự báo tốc độ tăng lưu lượng xe dự kiến đạt 7% trong giai đoạn 2016-2020. Trong đó doanh thu từ trạm 1 hướng từ Long Xuyên đi Cần Thơ chiếm 82%, hướng từ Kiên Giang chiếm 18% tổng lưu lượng xe.

(2) **Mức thu phí tăng trung bình 18%, thực hiện 3 năm/lần.** Theo thông tư 150/2015 TT-BTC, quy định mức thu phí đối với trạm thu phí QL91, thấp nhất là 35.000 đồng. Đồng thời, mức thu phí tăng trung bình 18%, thực hiện 3 năm/lần kể từ năm 2016. Ước tính doanh thu trung bình hàng tháng đạt 10,1 tỷ đồng trong thời gian đầu khai thác.

Mức thu phí dự án QL91B An Giang- Cần Thơ

DVT: VND

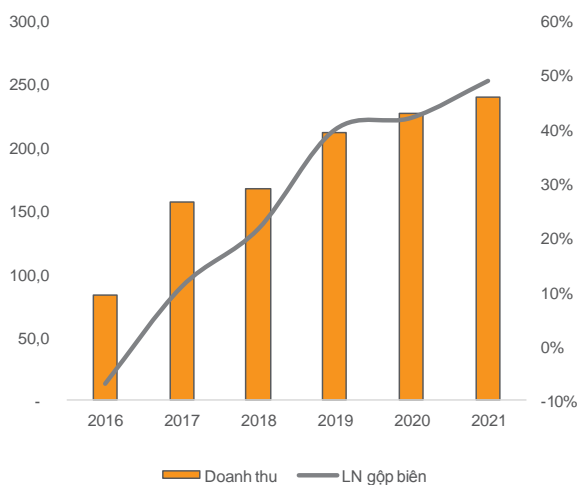
Giá bán vé các loại xe	Khung thu phí	Mức thu phí DA
Xe dưới 12 ghế, xe <2T, xe buýt CC	15.000 – 52.000	35.000
Xe khách nhỏ 12 - 30 ghế; xe tải 2 - 4 T	20.000 – 70.000	50.000
Xe khách lớn từ 31 ghế trở lên; xe tải từ 4 - <10T	25.000 – 87.000	75.000
Xe tải từ 10T - <18T; Cont. 20fit	40.000 – 140.000	140.000
Xe tải từ 18T trở lên; xe Cont 40 fit	80.000 – 200.000	200.000

Nguồn: CTI

Phân bổ chi phí đại tu kể từ năm 2018. Ngoài chi phí quản lý dự án dự tính 7% doanh thu, chi phí trung tu và đại tu là 2 khoản chi phí lớn của dự án. Trong đó, trung tu được thực hiện 4 năm/lần và đại tu được thực hiện 12 năm/lần. Theo ước tính của chúng tôi, tổng chi phí đại tu cho dự án này bắt đầu trích trước từ năm 2018, với giá trị khoảng 15 tỷ đồng.

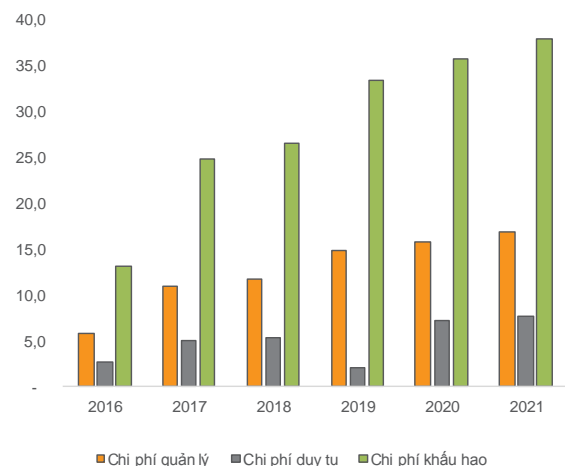
Doanh thu và LN gộp biên DA QL91B

DVT: tỷ đồng



Chi phí liên quan dự án

DVT: tỷ đồng



Nguồn: VNDIRECT tính toán

Dự án đường vận chuyển VLXD khu vực mỏ đá Tân Cang – vốn ít, hiệu quả cao, giải quyết tình trạng vận chuyển trong khu vực.

Thông tin dự án Đường vận chuyển VLXD Tân Cang

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	200
Thời gian thu phí (năm)	13
% sở hữu CTI	87%
IRR dự án	14%
Thời gian trung tu (năm/lần)	4
Thời gian đại tu (năm/lần)	12
Giá trị đại tu (tỷ đồng)	150

Nguồn: Tổng hợp từ VNDIRECT

Cụm mỏ đá Tân Cang gồm 9 mỏ đá đang khai thác trong khu vực và chỉ có 1 con đường duy nhất đi qua mỏ đá, điểm đầu nối với QL51 và điểm cuối nối với mỏ đá của Công ty đầu tư xây dựng và vật liệu xây dựng Đồng Nai. Tổng chiều dài tuyến 7km, với vốn đầu tư 200 tỷ đồng, không bao gồm chi phí giải phóng mặt bằng, trong đó tỷ lệ vốn góp của CTI là 87%.

Chúng tôi cho rằng điểm nhấn từ dự án đường vận chuyển VLXD trong mỏ đá Tân Cang bao gồm:

- (1) **Chi phí đầu tư thấp.** Do tính chất cấp thiết của dự án, nên phần chi phí đền bù giải tỏa dự án được UBND tỉnh Đồng Nai thực hiện, CTI chỉ thực hiện thi công. Do đó, chi phí đầu tư dự án chỉ 200 tỷ đồng, trong đó nguồn vốn vay chiếm 80%.
- (2) **Dự báo lưu lượng xe tăng trung bình 7% trong giai đoạn 2017-2020.** Hiện tại các mỏ đá trong khu vực Tân Cang bắt đầu gia tăng khai thác sau thời gian bốc đất tầng phủ và đá phong hóa. Đồng thời, cụm mỏ này sẽ là nguồn tiêu thụ chính cho các dự án hạ tầng ở khu vực Long Thành. Do đó, dự báo lưu lượng xe qua cụm mỏ đá sẽ tăng trưởng 7% trong giai đoạn 2017- 2020.
- (3) **Mức thu phí tăng 3 năm/lần.** Xe tải từ 10-18 tấn chiếm 90% tổng lượng xe qua dự án, có giá vé dự kiến là 40.000 đồng. Theo thông tin dự án giá vé tăng trung bình 50% từ năm thứ 4 đến năm thứ 8 và tăng 30% kể từ năm thứ 9 trở đi.
- (4) **Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu khoảng 14%.** Theo ước tính của chúng tôi, với chi phí vốn nhỏ và lưu lượng xe tăng trưởng nhanh, dự kiến lợi nhuận trên vốn chủ của dự án đạt mức 14%.

Giá vé các loại xe dự án đường vận chuyển VLXD

DVT: nghìn đồng

Loại xe	Năm thứ 1 đến năm thứ 3	Năm thứ 4 đến năm thứ 8	Năm thứ 9 trở đi
Xe ô tô dưới 12 chỗ, xe tải dưới 2T, xe buýt	15	22.5	30
Xe ô tô từ 12-30 chỗ, xe tải từ 2T-4T	20	30	40
Xe ô tô từ 31 chỗ trở lên, xe tải từ 4T-10T	25	37.5	50
Xe tải từ 10T-18T, container 20F	40	60	80
Xe tải trên 18T, xe container 40F	80	120	160

Nguồn: NQ số 142/2014/NQ-HĐND

Dự án nút giao thông 319 – kết nối TP Nhơn Trạch với cao tốc Long Thành – Dầu Giây, kỳ vọng sân bay Long Thành

Dự án có điểm đầu tại ngã ba Bến Cam Giao (huyện Nhơn Trạch) với đường ĐT 769 (nay là đường Lý Thái Tổ) và điểm cuối giao với đường cao tốc TPHCM - Long Thành - Dầu Giây. Chiều dài toàn tuyến của dự án là 9,46km, trong đó tuyến chính dài gần 2,4km kết nối lên cao tốc Long Thành – Dầu Giây. Tổng giá trị đầu tư 670 tỷ đồng, trong đó vốn vay chiếm 80%.

Chúng tôi đánh giá dự án nút giao thông 319 được kỳ vọng để đón đầu dự án Long Thành, khu vực TP Nhơn Trạch sẽ phát triển.

- (1) **Dự báo lưu lượng xe tăng trung bình 7% trong 5 năm đầu đi vào khai thác.** Kỳ vọng chính từ thị trường bất động sản Nhơn Trạch sẽ chuyển biến tích cực từ dự án sân bay Long Thành. Lưu lượng xe gia tăng nhờ vào 2 nguồn: (i) Lượng xe du lịch từ TP Nhơn Trạch kết nối thẳng lên cao tốc thay cho đường hiện hữu dài 18km, chiều dài tuyến 2km chiếm 70%

tổng lưu lượng xe; (ii) Lượng xe tải từ KCN Nhơn Trạch ra QL51 qua đường hiện hữu 25B, chiếm 30% tổng lượng xe.

(2) Dự kiến doanh thu năm đầu tiên đi vào khai thác 2018 đạt 94 tỷ đồng. Tuyến đường mới xây dựng nên chúng tôi dự báo doanh thu mỗi tháng đạt 7,8 tỷ đồng, trong đó đóng góp chủ yếu là xe dưới 12 chỗ giá vé 35.000 đồng/lượt.

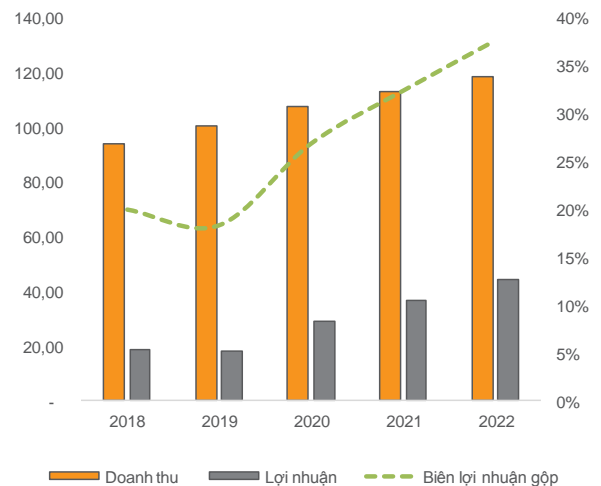
Tuy nhiên chúng tôi cũng quan ngại về tỷ suất lợi nhuận của dự án khi dự án là tuyến đường mới, việc định lượng được lưu lượng xe khá khó khăn. Đồng thời, việc đưa vào các tuyến đường mới như vành đai 4 có thể làm giảm lưu lượng xe qua dự án này vào năm 2020.

Thông tin dự án Nút giao thông 319

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	670
Thời gian thu phí (năm)	18
% sở hữu CTI	87%
IRR dự án	12%
Thời gian trung tu (năm/lần)	4
Thời gian đại tu (năm/lần)	12
Giá trị đại tu (tỷ đồng)	400

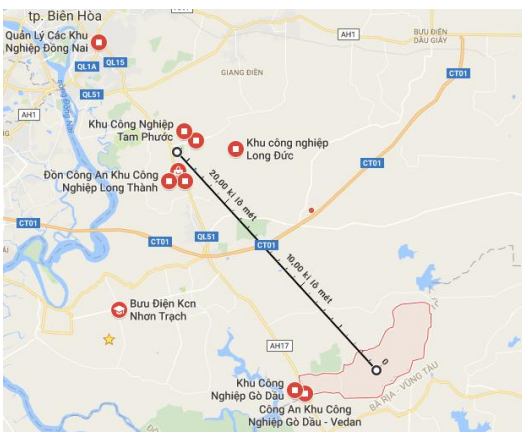
Doanh thu và lợi nhuận dự án

DVT: Tỷ đồng



Nguồn: Tổng hợp từ VNDIRECT

Vị trí khu công nghiệp Phước Bình



Hiệu quả từ các dự án mới

Trạm đăng kiểm xe cơ giới – hiệu quả tích cực về dòng tiền. Trạm đăng kiểm xe cơ giới của CTI là trạm đăng kiểm thứ 2 của Đồng Nai có công suất 120 - 130 xe/ ngày, vừa đi vào khai thác ngày 8/9/2016. Trong đó, CTI góp 60% vốn. Mùa vụ kiểm định xe chủ yếu vào tháng 10 - 12. Ước tính trạm đăng kiểm sẽ đem lại doanh thu khoảng 30 tỷ/năm. Đồng thời, chúng tôi đánh giá tích cực về hiệu quả dòng tiền của trạm đăng kiểm. Dự kiến lợi nhuận ròng từ hoạt động có thể đạt 3 tỷ/năm.

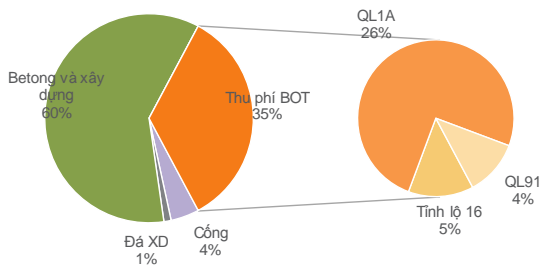
Dự án 640 ha Khu công nghiệp Phước Bình – Long Thành Đồng Nai. Hiện tại, CTI đang thực hiện các thủ tục xin phép đầu tư khu công nghiệp. Đồng thời, CTI sẽ tham gia đấu thầu phần diện tích 216 ha đất công nằm trong khu công nghiệp. Nguồn vốn tham gia có thể đến từ việc phát hành tăng vốn và phần vốn vay. Chúng tôi đánh giá tích cực việc tham gia vào lĩnh vực KCN, dựa trên các yếu tố: (1) Nhu cầu thuê khu công nghiệp gia tăng trong tương lai nhờ dòng vốn FDI gia tăng mạnh nhờ các hiệp định thương mại như AFTA; (2) Các khu công nghiệp Đồng Nai có lợi thế về kết nối giao thông tốt, đường biển qua cảng Cái Mép, đường bộ qua quốc lộ 51 và đường đi các tỉnh miền Tây; (3) Diện tích làm khu công nghiệp không còn nhiều, hiện tại 35 KCN tại Đồng Nai có tỷ lệ lấp đầy hơn 70%.

Bên cạnh đó, chúng tôi quan ngại về tiến độ thực hiện dự án, nguồn vốn thực hiện và khả năng triển khai khi CTI chưa có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực này.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

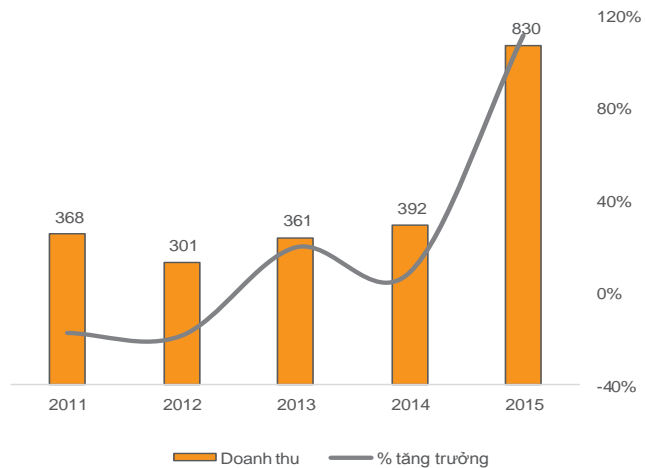
Hiện tại, cơ cấu nguồn thu chính của CTI đến từ hoạt động xây lắp chiếm 60% tổng doanh thu, hoạt động thu phí chiếm 35% tổng doanh thu. Tổng doanh thu của CTI tăng trưởng khá nhanh trong 5 năm qua, CAGR đạt 188%.

Cơ cấu doanh thu CTI 6M2016



Doanh thu CTI từ 2011-2015

DVT: tỷ đồng



Nguồn: BCTC CTI

Bên cạnh đó, hiệu quả các dự án BOT và chi phí vay – chiếm 70-80% tổng giá trị dự án. Do đó, chúng tôi tập trung phân tích 2 yếu tố chính ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của CTI.

Các dự án BOT được đảm bảo tính hiệu quả

Đảm bảo tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần. Hầu hết các dự án của CTI đều có suất sinh lợi trên vốn cổ phần ở mức từ 12% - 14%. Trong trường hợp thực tế khai thác hiệu quả thấp hơn so với phương án trình UBND tỉnh, các dự án BOT có thể xin điều chỉnh 1 trong 2 yếu tố sau: (1) Tăng mức thu phí của dự án; (2) Kéo dài thời gian thu phí. Chúng tôi đánh giá 3 dự án hiện tại của CTI đều có mức hoạt động hiệu quả khi lưu lượng xe tăng nhanh hơn phương án tài chính trình UBND tỉnh, do đó khả năng công ty sẽ tiếp tục đầu tư thêm các công trình mới trên các tuyến đường này để kéo dài thời gian thu phí.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các dự án của CTI có thể hiệu quả hơn nhờ vào (1) Tiết kiệm chi phí trung tu và đại tu khi sử dụng đội xây lắp của chính công ty; (2) Lợi nhuận từ khoản tiền gửi trích trước cho chi phí trung tu và đại tu.

Được điều chỉnh phương án kinh doanh khi lãi suất vượt biên độ 2% so với lãi suất khi lập dự án. Đặc trưng của các dự án BOT là nguồn vốn chủ yếu là vốn vay, các dự án của CTI đều sử dụng 80% vốn vay. Trong phương án đầu tư của CTI ở các dự án đều có điều kiện kiểm soát rủi ro biến động chi phí lãi vay bằng điều khoản sẽ được điều chỉnh phương án kinh doanh khi biên độ vượt 2%.

Biến động lãi suất 1% ảnh hưởng đến 12 tỷ đồng lợi nhuận của công ty

Tỷ lệ nợ/ tổng tài sản chiếm 70%, phần lớn là vay thực hiện các dự án BOT. Do đó biến động lãi suất sẽ ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động của công ty. Chúng tôi ước tính lãi suất trung bình các dự án biến động 1% sẽ làm lợi nhuận biến động 12 tỷ đồng.

Phân tích độ nhạy giữa lãi suất và lợi nhuận CTI qua các năm

		Lãi suất						
		7,50%	8,50%	9,50%	10,500%	11,500%	12,50%	13,50%
Lợi nhuận sau thuế	2016	140.703	127.820	114.938	102.056	89.173	76.291	63.409
	2017	174.515	161.066	147.618	134.170	120.722	107.274	93.825
	2018	200.886	185.465	170.044	154.623	139.202	123.781	108.360
	2019	257.142	238.261	219.381	200.500	181.619	162.738	143.857
	2020	293.394	276.207	259.019	241.832	224.644	207.457	190.270
	2021	246.325	230.901	215.478	200.055	184.631	169.208	153.785

Nguồn: Dự báo VNDIRECT

KẾT QUẢ KINH DOANH

Quý 4/2016 dự báo khả quan chủ yếu từ xây lắp QL91B.

Chúng tôi ước tính doanh thu Quý 4/2016 đạt 325 tỷ đồng (+5% yoy), Trong đó các nguồn thu chính từ:

- (1) Doanh thu xây lắp từ dự án QL91B dự kiến đạt 205 tỷ đồng sau khi trạm 2 đi vào hoạt động tháng 11/2016.
- (2) Mức thu phí đối với dự án QL1A – Đoạn tránh TP Biên Hòa tăng trung bình 56% trong năm 2016. Ước tính doanh thu thu phí hàng tháng dự án này đạt trung bình 24 tỷ đồng. Do đó, Quý 4 doanh thu từ thu phí có thể đạt 72 tỷ đồng.
- (3) Doanh thu từ hoạt động thu phí tính lộ 16, công xây dựng và đá có thể đạt 48 tỷ đồng.

Lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 27 tỷ đồng (+81% yoy). Lũy kế cả năm 2016, doanh thu dự kiến đạt 1.195 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 109 tỷ đồng, EPS đạt 2.546 đồng/CP.

Doanh thu 2017 chủ yếu đến từ khai thác tối đa 3 dự án BOT

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2017 đạt 1.169 tỷ đồng (-2% yoy), trong đó bao gồm: (1) Doanh thu từ hoạt động xây lắp dự báo đạt 501 tỷ (-21% yoy) do nguồn thu chính chỉ còn từ dự án đường vận chuyển VLXD và 1 phần dự án nút giao thông 319 và công trình nhà ở xã hội; (2) Doanh thu từ hoạt động thu phí đạt 520 tỷ đồng (+15% yoy) trong đó dự án QL91 gồm 2 trạm sẽ thu phí nguyên năm; (3) Doanh thu hoạt động sản xuất công xây dựng đạt 75 tỷ đồng (+20% yoy) chủ yếu cho các dự án hạ tầng trong tỉnh và 1 phần dự án chống ngập TP Biên Hòa; (4) Doanh thu hoạt động khai thác đá xây dựng đạt 47 tỷ đồng, trong đó đóng góp chính từ mỏ Tân Cang 8 và 1 phần mỏ Xuân Hòa.

Biên lợi nhuận gộp ước đạt 38,3%. Chúng tôi đánh giá chi phí hoạt động QL91B ở mức khá thấp do chưa phải trích trước chi phí đại tu, giúp biên lợi nhuận gộp đạt 43,7%. Đồng thời, các hoạt động xây lắp, công xây dựng vẫn duy trì biên lợi nhuận gộp lần lượt 14% và 21%. Biên lợi nhuận gộp các hoạt động đạt trung bình 38,3%, tăng 3% so với năm 2016.

Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng từ việc vận hành thêm dự án QL91B. Theo ước tính tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu dự án QL91B là 10%, do đó góp phần tăng chi phí quản lý của toàn công ty thêm 11 tỷ đồng.

Chi phí lãi vay tăng 47% yoy chủ yếu từ dự án QL91B. Theo ước tính với lãi suất vay dự án QL91B là 9,93%, chi phí lãi vay trong năm

Lợi nhuận sau thuế 2017
dự báo **139 tỷ**
(+27% yoy)

từ dự án này đạt 99 tỷ đồng. Tổng chi phí lãi vay toàn công ty tăng 47% yoy.

Lợi nhuận sau thuế 2017 tăng 27,4% yoy. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số đạt 139,4 tỷ đồng, tăng trưởng 27% so với cùng kỳ. EPS 2017 dự báo đạt 3.244 đồng/CP.

Dự báo kết quả kinh doanh 2016- 2017

DVT: Tỷ VND

	2015	Q4/2016	2016F	2017F
Doanh thu	830	325	1.170	1.065
Giá vốn hàng bán	575	200	721	579
Lợi nhuận gộp	255	125	448	486
Chi phí bán hàng	11	4	15	14
Chi phí quản lý	50	34	124	124
Chi phí lãi vay	111	45	161	180
Lợi nhuận trước thuế	85	32	174	187
Lợi nhuận sau thuế	73	27	139	149

Nguồn: VNDIRECT dự báo

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá NPV 5 dự án BOT của công ty theo tỷ trọng vốn góp và mỏ đá Tân Cang 8 dựa trên tổng chi phí đầu tư đã bỏ vào dự án mà CTI đã sở hữu chi phối. Bên cạnh đó, các mỏ đá còn lại do còn thiếu thông tin về sở hữu cũng như các giá trị chưa được hạch toán vào tài sản công ty, dự án khu công nghiệp chưa có thông tin đủ để định giá, nên chúng tôi sẽ không đưa những tài sản này vào mô hình định giá.

Kết quả định giá theo phương pháp NPV, giá kỳ vọng cổ phiếu CTI là 37.970 đồng/CP – cao hơn mức giá thị trường 35%.

Kết quả định giá CTI

	NPV 2016	NPV 2017
BOT QL1A - đoạn tránh TP Biên Hòa	365	476
BOT QL 91B An Giang - Cần Thơ	522	550
BOT đường vận chuyển VLXD	59	72
BOT nút giao thông 319	167	191
Mỏ đá Tân Cang 8	89	89
Xây lắp và công xây dựng	236	236
NPV/CP (VND)	35.670	37.970

Nguồn: VNDIRECT

RỦI RO

Rủi ro giảm lưu lượng xe từ những tuyến đường mới

Trong tương lai các tuyến đường vành đai 3, cao tốc liên vùng Nam Bộ (cao tốc Bến Lức – Long Thành, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu) đi vào khai thác sẽ ảnh hưởng đến lưu lượng xe qua Quốc lộ 1A và đường 319. Chúng tôi dự báo lưu lượng xe qua đường 319 giảm 10% trong năm 2020.

Rủi ro đầu tư vào các dự án mới

Chúng tôi quan ngại về hiệu quả sinh lợi và thời gian thu hồi vốn đầu tư đối với dự án đầu tư BT khu du lịch Đảo Ó. Bên cạnh đó, đối với dự án khu công nghiệp Phước Bình, CTI hầu như không có kinh nghiệm trong lĩnh vực này, do đó nếu không liên kết với 1 doanh

nghiệp trong ngành đủ kinh nghiệm thì dự án sẽ có khá nhiều khó khăn trong việc triển khai và thu hút khách hàng.

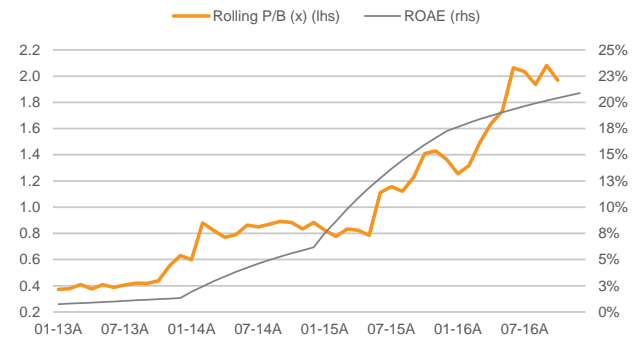
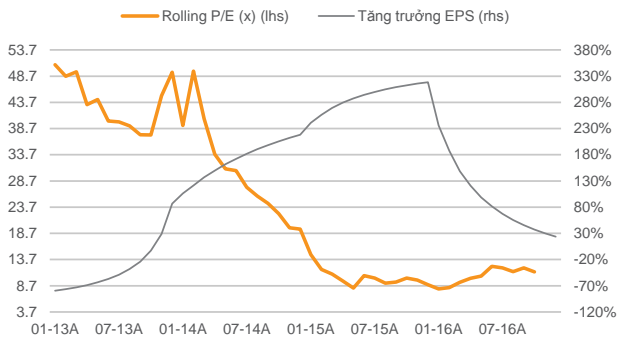
Rủi ro tăng chi phí lãi vay

Như đã đề cập phần trên, chi phí lãi vay tăng 1% có thể ảnh hưởng đến 12 tỷ đồng lợi nhuận của CTI.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu

Trong năm 2017, CTI tiếp tục phát hành thêm 200 tỷ đồng để đầu tư cho dự án khu công nghiệp Phước Bình và dự án BT đường ven hồ Trị An. Chúng tôi đánh giá 2 dự án sẽ thực hiện dài hạn 2 - 3 năm tới, do đó làm gia tăng rủi ro pha loãng cổ phiếu của CTI.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-15A	12-16A	12-17A
Doanh thu	829.7	1,195.3	1,169.5
Giá vốn hàng bán	(575.1)	(782.9)	(721.1)
Chi phí quản lý DN	(50.5)	(118.4)	(124.0)
Chi phí bán hàng	(10.6)	(15.2)	(14.9)
LN hoạt động thuần	193.5	278.7	309.5
EBITDA thuần	218.0	391.0	442.2
Chi phí khấu hao	(24.5)	(112.3)	(132.8)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	193.5	278.7	309.5
Thu nhập lãi	1.9	22.2	26.2
Chi phí tài chính	(115.0)	(164.1)	(161.3)
Thu nhập ròng khác	5.5	0.0	0.0
TN từ các Cty LK & LD	(0.5)	0.0	0.0
LN trước thuế	85.5	136.8	174.3
Thuế	(12.1)	(27.4)	(34.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5.4)		
LN ròng	68.0	109.5	139.5
Thu nhập trên vốn	68.0	109.5	139.5
Cổ tức phổ thông			
LN chưa phân phối	68.0	109.5	139.5

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-15A	12-16A	12-17A
LN trước thuế	85.5	136.8	174.3
Khấu hao	87.2	112.3	147.5
Các khoản +/- (non cash) khác	0.0	0.0	0.0
Khoản +/- không thuộc HĐKD	108.2	138.2	126.6
Thuế đã nộp	0.0	0.0	0.0
LC tiền từ HĐKD khác	0.0	0.0	0.0
Thay đổi VLB	5.1	(309.4)	(111.2)
LC tiền thuần HĐKD	286.0	78.0	337.4
Đầu tư TSCĐ	(865.3)	(283.7)	(324.2)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3.0	0.0	0.0
Các khoản khác	(39.2)	(49.9)	(3.2)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0.0	0.0	0.0
LC tiền từ HĐĐT	(901.4)	(333.7)	(327.5)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0.0	100.0	0.0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0.0	0.0	0.0
Tiền vay ròng nhận được	582.8	452.4	356.0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0.0	0.0	0.0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(36.0)	(33.0)	(64.5)
LC tiền thuần HĐTC	546.8	519.4	291.5
Tiền & tương đương tiền đầu kì	179.1	110.4	304.9
LC tiền thuần trong năm	(68.7)	263.8	301.4
Tiền & tương đương tiền cuối kì	110.4	374.2	606.3

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-15A	12-16A	12-17A
Tiền và tương đương tiền	110	305	470
Đầu tư ngắn hạn	7	7	7
Các khoản phải thu ngắn hạn	119	136	143
Hàng tồn kho	92	324	298
Các tài sản ngắn hạn khác	32	33	59
Tổng tài sản ngắn hạn	359	805	977
Tài sản cố định	2,751	2,923	3,107
Tổng đầu tư	53	129	171
Tài sản dài hạn khác	125	125	125
Tổng tài sản	3,288	3,981	4,379
Vay & nợ ngắn hạn	374	355	284
Phải trả người bán	139	278	256
Nợ ngắn hạn khác	229	244	434
Tổng nợ ngắn hạn	742	876	974
Vay & nợ dài hạn	1,936	2,318	2,544
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	436	613	688
Lợi ích cổ đông thiểu số	174	174	174
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3,288	3,981	4,379

Phân tích Dupont

	12-15A	12-16A	12-17A
Dupont			
Biên LN ròng	8%	9%	12%
Vòng quay TS	0	0	0
ROAA	2%	3%	3%
ĐBTC điều chỉnh	7	7	6
ROAE	17%	21%	21%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	52	42	45
Số ngày nắm giữ HTK	58	151	151
Số ngày phải trả tiền bán	88	130	129
Vòng quay TSCĐ	0	0	0
ROIC	2%	3%	4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0	1	1
Khả năng thanh toán nhanh	0	1	1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0	0	0
Vòng quay tiền	22	63	66
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT	112%	44%	(2%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	121%	44%	11%
Tăng trưởng LN ròng	319%	61%	27%
Tăng trưởng EPS	319%	24%	27%
Giá trị cổ phiếu			
LN trên cổ phiếu (VND)	2,060	2,546	3,244
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13,217	14,247	15,991
Cổ tức / cp (VND)	2,500	1,000	1,500

Nguồn: VNDIRECT

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Phân tích

Email: phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn

Ngô Thị Kim Thanh – Chuyên viên phân tích

Email: thanh.ngokim@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>