

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

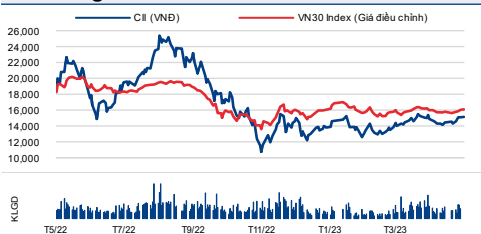
Giá mục tiêu: VNĐ15,800 (từ VNĐ25,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/5/2023)	15,150
Mã Bloomberg	CII VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,750-25,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,133
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,779
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	161
Slg CP lưu hành (tr.đv)	249
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	122
Slg CP NN được mua (tr.đv)	97.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.94%
Tỷ lệ freefloat	79.4%
Cổ đông lớn	HFIC (9.53%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.68	15.6	(17.7)
So với chỉ số	0.97	12.7	(5.91)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	1,249	674	85.3
2024F	1,533	1,631	(6.0)
2025F	1,838	-	-

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

CII là một trong những chủ đầu tư phát triển hạ tầng hàng đầu và phát triển bất động sản lớn tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Trưởng Phòng, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do áp lực dòng tiền

- HSC hạ 39% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.800đ sau khi định giá lại dự án và nâng mức chiết khấu so với RNAV lên 35% (từ 20% trước đó). Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng), tiềm năng tăng giá là 4,3%, do chúng tôi lo ngại về áp lực dòng tiền của CII.
- Chúng tôi hạ lần lượt 25,4% và 51,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024 do KQKD dự án TL-MT và mảng BĐS kém tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 39%.
- CII đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với RNAV mới của chúng tôi, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 29%. Tuy nhiên, định giá cổ phiếu nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức hiện tại cho tới khi có những dấu hiệu hồi phục.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2023

Sau khi đánh giá triển vọng và KQKD Q1/2023 của CII, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận cốt lõi đang có xu hướng cải thiện. Tuy nhiên, lợi nhuận vẫn ở mức thấp và áp lực dòng tiền tiếp tục là lo ngại chính do tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức cao (1,1 lần) và dư nợ TPDN lớn (3,6 nghìn tỷ đồng).

Tác động: Hạ dự báo lợi nhuận năm 2023-2024

HSC hạ lần lượt 25,4% và 51,7% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024 xuống lần lượt 127 tỷ đồng (giảm 81,8% so với cùng kỳ) và 198 tỷ đồng (tăng trưởng 56,5%). Chúng tôi hiện (1) điều chỉnh giảm dự báo doanh thu từ dự án xây dựng BOT trên đường cao tốc TL-MT và (2) hạ tỷ suất lợi nhuận của các dự án BĐS. Ngoài ra, chúng tôi cũng lùi giá định thời điểm hoàn thành dự án BĐS Delagi (124ha, Bình Thuận) sang năm 2025 (từ năm 2023) do những thách thức trên thị trường BĐS. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 39%, nhờ lưu lượng và giá vé tại các dự án BOT gia tăng và đóng góp lợi nhuận từ dự án Delagi (giá định lùi sang năm 2025, như đã đề cập). Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận cốt lõi tăng trưởng gần gấp 3 lần trong năm 2023 đạt 315 tỷ đồng từ mức nền thấp trong năm 2022 và tốc độ CAGR lợi nhuận cốt lõi trong 3 năm đạt 47% – nhưng lợi nhuận tuyệt đối vẫn ở mức thấp và hệ số ROE vẫn thấp hơn nhiều so với chi phí vốn.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ 23,5% RNAV/cp xuống 24.237đ sau khi đánh giá lại dự án BOT TL-MT và các dự án BĐS, đồng thời đưa ra các giả định định giá thận trọng hơn. Để xác định giá mục tiêu mới là 15.800đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu thận trọng hơn là 35% (từ 20% trước đó) để phản ánh sát hơn so với mức chiết khấu bình quân trong quá khứ (29%) và những lo ngại của chúng tôi về dòng tiền. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá là 4,3%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, CII đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với RNAV mới của chúng tôi, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 29%. Mặc dù nhận thấy một số dấu hiệu tích cực trong trung hạn, chúng tôi cho rằng CII vẫn sẽ phải đối mặt với áp lực dòng tiền lớn trong thời gian tới do dư nợ cần được tái cơ cấu lớn cùng với các quy định trên thị trường trái phiếu được thắt chặt.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	964	1,573	2,362 ▼	2,941 ▼	3,280
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(332)	695	127 ▼	198 ▼	275
EPS ĐC (đồng)	(843)	335	1,249 ▲	1,533 ▼	1,838
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	20,186	21,592	20,853 ▼	20,451 ▼	20,353
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.7	11.5	10.5	7.86	6.51
P/E ĐC (lần)	N/a	45.3	12.1	9.88	8.24
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	6.60	6.60	6.60
P/B (lần)	0.75	0.70	0.73	0.74	0.74
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3,503)	140	273	22.7	19.9
ROAE (%)	(6.91)	13.6	2.38	3.81	5.35

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do triển vọng ảm đạm kéo dài

Sau khi đánh giá lại dự án và điều chỉnh giả định định giá (hầu hết theo hướng thận trọng hơn), chúng tôi hạ 38% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.800đ. Theo đó, chúng tôi giảm lần lượt 25,4% và 51,7% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024 do KQKD dự án TL-MT và mảng BĐS kém tích cực hơn kỳ vọng. CII đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với RNAV, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 29%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực dòng tiền hiện đang phản ánh vào định giá cổ phiếu. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá là 4,3% (dựa trên mức chiết khấu 35% so với RNAV).

Đánh giá KQKD Q1/2023

CII công bố KQKD Q1/2023 với lợi nhuận thuần là 7 tỷ đồng – thấp hơn đáng kể so với 647 tỷ đồng trong Q1/2022 với khoản lãi thuần không thường xuyên lớn – với doanh thu tăng 5,1% so với cùng kỳ đạt 748 tỷ đồng, đều sát với dự báo của chúng tôi (mặc dù cơ cấu khác nhau).

Lưu ý, nếu không bao gồm các khoản mục không thường xuyên trong kỳ, lợi nhuận cốt lõi của CII đạt 52 tỷ đồng so với lỗ cốt lõi 82 tỷ đồng trong Q1/2022. Trong Q1/2023, chúng tôi ước tính lỗ thuần không thường xuyên tổng cộng là 45 tỷ đồng (do khấu hao lợi thế thương mại), so với lãi không thường xuyên trong Q1/2022 đạt 728 tỷ đồng từ thương vụ thoái vốn 776 tỷ đồng và khấu hao lợi thế thương mại 47 tỷ đồng.

Lợi nhuận cốt lõi cải thiện nhờ thu nhập từ lãi tăng 40% so với cùng kỳ đạt 191 tỷ đồng, cổ tức được phân phối là 25,8 tỷ đồng (so với 0 tỷ đồng trong Q1/2022) và lợi nhuận được chia từ dự án BOT TL-MT.

Bảng 1: KQKD Q1/2023, CII

Tỷ đồng	Q1/2022	Q1/2023	% so với cùng kỳ	% đạt dự báo của HSC
Doanh thu thuần	712	748	5.1%	20.1%
Lợi nhuận gộp	259	276	6.4%	
Lãi (lỗ) tài chính ròng	554	(125)	-123%	
Chi phí BH&QL	(120)	(102)	-15.0%	
Lợi nhuận HĐ	139	174	24.9%	
Thu nhập/(chi phí) khác	(1)	5	N/m	
LNTT	712	74	-89.7%	
Lợi nhuận thuần	647	7	-98.9%	4.2%
Lãi/(lỗ) thuần từ các khoản mục không thường xuyên	728	(45)	-106%	
Lợi nhuận 'cốt lõi'	(82)	52	N/m	

Nguồn: CII, HSC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu Q1/2023, CII

	Q1/2022	Q1/2023	Growth y/y
Doanh thu	712	748	5.1%
BDS	266	335	26.1%
Thu phí	316	319	1.1%
Xây dựng	49	17	-65.9%
Nước	52	54	3.7%
Mảng khác	29	23	-22.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36.4%	36.8%	
BDS	31.4%	25.8%	
Thu phí	60.1%	61.6%	
Xây dựng	-32.1%	-20.0%	
Nước	-5.9%	-5.1%	
Mảng khác	15.7%	-5.3%	

Nguồn: CII, HSC

Cơ cấu doanh thu Q1/2023 của CII như sau:

- Doanh thu từ thu phí đạt 319 tỷ đồng (đóng góp 43% tổng doanh thu), tăng nhẹ 1,1% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này là 62%, nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi.
- Doanh thu kinh doanh BĐS đạt 355 tỷ đồng (đóng góp 45% tổng doanh thu), tăng 26,1% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ bàn giao sản phẩm tại dự án 152 Điện Biên Phủ. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này là 26% so với 31% trong Q1/2022 và thấp hơn so với dự báo của chúng tôi là 40%.
- Trong phần còn lại của năm, chúng tôi kỳ vọng CII sẽ tiếp tục bàn giao các sản phẩm tại dự án 152 Điện Biên Phủ, D'verno (khu đất 3.2 tại Thủ Thiêm), và River (khu đất 3.15 tại Thủ Thiêm).
- Doanh thu xây dựng là 17 tỷ đồng, giảm 65,9% so với cùng kỳ, do khối lượng công việc tại dự án TL-MT giảm khi dự án sắp hoàn thành. Mảng xây dựng lỗ gộp 3,3 tỷ đồng trong Q1/2023 so với lỗ gộp 15,6 tỷ đồng trong Q1/2022.
- Doanh thu mảng hạ tầng nước tăng 3,7% so với cùng kỳ đạt 54 tỷ đồng và tiếp tục ghi nhận lỗ do hoạt động dưới công suất và chưa ghi nhận đủ khấu hao. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này là -5,1% trong Q1/2023 so với -5,9% trong Q1/2022.

Các khoản mục tài chính khác trong Q1/2023 bao gồm:

- Thu nhập từ lãi tăng 39,5% so với cùng kỳ đạt 191 tỷ đồng nhờ các khoản cho vay phải thu tăng 39% so với cùng kỳ, vượt dự báo của chúng tôi. Trong khi đó, chi phí lãi vay đi ngang so với cùng kỳ ở mức 288 tỷ đồng.
- Chi phí bán hàng & quản lý giảm 15% so với cùng kỳ xuống 102 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí nhân viên và chi phí khác giảm.

Đánh giá triển vọng các mảng hoạt động kinh doanh chính

Mảng BOT: Tất cả các dự án đều hoạt động đầy đủ

HSC cập nhật tình hình các dự án BOT trong Bảng 3, với tình thái mới nhất của dự án TL-MT. Dự án bắt đầu thu phí từ ngày 9/8/2022 với mức phí 2,5 tỷ đồng/ngày, thấp hơn 25% so với dự báo của chúng tôi.

Bảng 3: Doanh thu thực tế và dự kiến của các dự án BOT, CII

Tổng doanh thu dự án BOT được dự báo tăng trưởng với hệ số CAGR là 22% trong giai đoạn 2022-2025 (tăng lên mức 3,4 nghìn tỷ đồng năm 2025)

Dự án	Vị trí	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Phan Rang – Tháp Chàm 1	Tỉnh Ninh Thuận	150	186	209	-	-
Phan Rang – Tháp Chàm 2	Tỉnh Ninh Thuận	62	78	88	326	365
DT741	Tỉnh Bình Dương	127	175	196	219	245
Xa lộ Hà Nội	TP.HCM	399	698	788	891	1,006
Rạch Miêu 1 và Quốc lộ 60	Tỉnh Bến Tre	181	252	283	317	355
Cổ Chiên	Tỉnh Bến Tre	76	108	119	131	144
TL-MT	TP.HCM	-	360	972*	1,096	1,236
Tổng cộng		995	1,856	2,654	2,980	3,352

Ghi chú: (*) Chúng tôi dự báo sẽ hợp nhất 389 tỷ đồng vào báo cáo tài chính năm 2023.
Nguồn: HSC dự báo

CII đang trong quá trình hợp nhất dự án TL-MT vào BCTC, dự kiến sẽ hoàn thành vào Q3/2023. CII hiện đang gián tiếp sở hữu 89% dự án TL-MT thông qua 2 công ty bao gồm CTCP Đầu tư Cầu đường CII (LGC; Không xếp hạng, CII sở hữu 54,7% cổ phần) và CTCP Đầu tư Xây dựng Tuần Lộc (Tư nhân).

Các dự án BOT khác sẽ hoạt động tối đa công suất trong năm 2022. Tổng doanh thu (không bao gồm dự án TL-MT) tăng 50,4% so với cùng kỳ đạt 1.496 tỷ đồng nhờ dự án Xa lộ Hà Nội đóng góp lớn hơn và các dự án BOT khác trở lại hoạt động bình thường sau khi tạm dừng thu phí trong Q3/2021 do dịch COVID-19.

Nhìn chung, chúng tôi hạ lần lượt 9,9% và 9,0% dự báo tổng doanh thu BOT xuống lần lượt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 43,0%) và 3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12,2%) trong năm 2023-2024. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo doanh thu BOT lần đầu cho năm 2025 đạt 3,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 12,4%.

Tốc độ CAGR doanh thu mảng BOT trong giai đoạn 2022-2025 được dự báo sẽ đạt 21,7%.

Dự án BĐS

HSC cập nhật tiến độ các dự án BĐS trong Bảng 4, với tình thái mới nhất của các dự án BĐS đang triển khai. Trong năm 2022, CII đã bàn giao sản phẩm, tại các dự án 152 Điện Biên Phủ, River, D'verano và Sơn Tinh, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi do trì hoãn hạch toán. Theo đó, chúng tôi nâng dự báo doanh thu mảng BĐS trong năm 2023 lên 1,3 nghìn tỷ đồng (từ 126 tỷ đồng trước đó).

Trong khi đó, dự án Delagi vẫn đang ở giai đoạn xây dựng cơ sở hạ tầng. Do thị trường BĐS chững lại, chúng tôi lùi thời điểm phát triển dự án này xuống 2 năm và dự báo dự án sẽ đóng góp lợi nhuận từ năm 2025 (từ năm 2023 trước đó với 62 tỷ đồng).

Bảng 4: Tiến độ các dự án BĐS, CII

	Diện tích	Vị trí	Lợi ích của CII	Tiến độ
Dự án 152 Điện Biên Phủ (cao ốc)	0.6 ha	TP.HCM	100%	Đã bàn giao 55% tổng số căn hộ vào cuối năm 2022
The River (3.15)	1.5 ha	Thủ Thiêm, TP.HCM	N/a	Đã mở bán số lượng lớn, đã bàn giao hơn 80% tổng số căn hộ
D'verano (3.2)	0.9 ha	Thủ Thiêm, TP.HCM	100%	Đã bàn giao 95% tổng số căn hộ vào cuối năm 2022
Sơn Tinh	102 ha	Quảng Ngãi	16.9%	Đang xây dựng và mở bán
Delagi	125 ha	Bình Thuận	26.3%	Đang xây dựng hạ tầng

Nguồn: CII, HSC

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, CII

Tỷ đồng	2022A	2023F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Doanh thu	5,748	4,177	12.4%	-27.3%	3,941	-2.7%	-5.7%	4,329	9.9%
GVHB	(4,404)	(2,538)	40.1%	-42.4%	(1,757)	-6.6%	-30.8%	(1,876)	6.8%
Lợi nhuận gộp	1,344	1,639	-13.9%	22.0%	2,184	0.6%	33.2%	2,453	12.3%
Chi phí BH&QL	(539)	(541)	-4.7%	0.3%	(545)	-3.8%	0.9%	(588)	7.8%
Lợi nhuận HĐ	805	1,099	-17.8%	36.4%	1,638	2.2%	49.1%	1,865	13.9%
Thu nhập tài chính	1,522	694	14.1%	-54.4%	527	1.7%	-24.1%	413	-21.7%
Chi phí tài chính	(1,359)	(1,478)	-2.5%	8.8%	(1,548)	13.6%	4.7%	(1,538)	-0.6%
Chi phí lãi vay	(1,119)	(1,249)	-5.6%	11.7%	(1,319)	10.9%	5.6%	(1,306)	-1.0%
LNTT	1,041	397	-4.1%	-61.9%	638	-15.8%	60.6%	782	22.6%
LNST	861	341	-17.7%	-60.4%	514	-29.3%	51.0%	634	23.3%
Lợi ích CĐ thiểu số	165	214	-12.4%	29.3%	316	0.3%	47.8%	359	13.5%
Lợi nhuận thuần	695	127	-25.4%	-81.8%	198	-51.7%	56.5%	275	38.8%
Lãi/(lỗ) thuần từ các khoản mục không thường xuyên	612	(188)	N/m	-130.8%	(188)	N/m	0.0%	(188)	0.0%
Lợi nhuận "cốt lõi"	83	315	85.3%	277.5%	387	-5.9%	22.7%	463	19.9%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới

Hạ lần lượt 25,4% và 51,7% dự báo lợi nhuận năm 2023-2024

Từ đó, HSC hạ lần lượt 25,4% và 51,7% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024 xuống lần lượt 127 tỷ đồng (giảm 81,8% so với cùng kỳ) và 198 tỷ đồng (tăng trưởng 56,5%) .

Ngoài ra, chúng tôi nâng 12,4% dự báo doanh thu năm 2023 đồng thời giảm 2,8% dự báo năm 2024 sau khi điều chỉnh thời điểm ghi nhận doanh thu của các dự án BĐS và đưa ra các giả định mới về doanh thu mảng BOT.

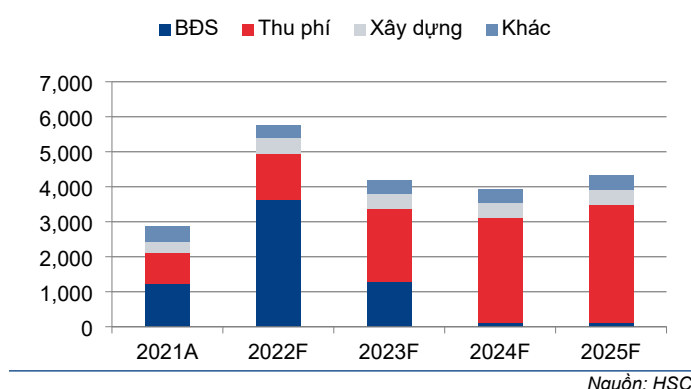
Nếu không bao gồm các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận cốt lõi trong năm 2023-2024 sẽ tăng trưởng lần lượt 277% và 22,7% đạt lần lượt 315 tỷ đồng và 387 tỷ đồng. Các khoản mục không thường xuyên trong dự báo của chúng tôi chỉ liên quan đến lợi thế thương mại; lợi thế thương mại của CII tại thời điểm cuối Q1/2023 là 813 tỷ đồng và sẽ ghi nhận 235-240 tỷ đồng/năm (khoảng 188 tỷ đồng sau thuế), tương đương khoảng 3,5 năm.

Đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 39%

HSC cũng đưa ra dự báo lợi nhuận thuần lần đầu cho năm 2025 đạt 275 tỷ đồng (tăng trưởng 38,8%), với doanh thu đạt 4.329 tỷ đồng, tăng trưởng 9,9% nhờ lưu lượng và giá vé BOT gia tăng và đóng góp lợi nhuận từ dự án Delagi.

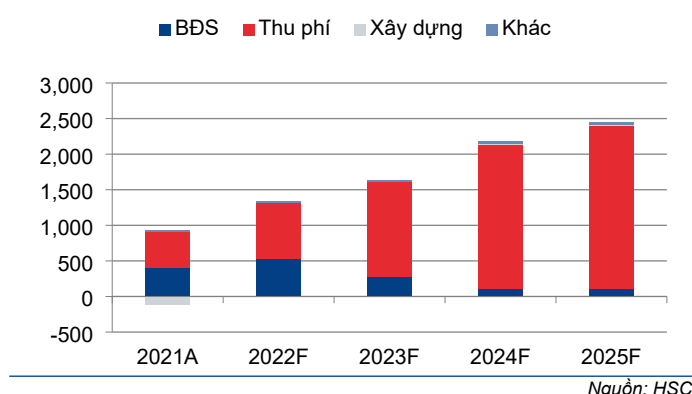
Biểu đồ 6: Doanh thu theo mảng kinh doanh, CII

BOT đóng góp 50-77% tổng doanh thu giai đoạn 2023-2025



Biểu đồ 7: Lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, CII

Mảng BOT đóng góp 59-94% vào tổng lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2023-2025



Bảng 8: Tổng dư nợ, CII

Tỷ đồng	31/3/2022	31/12/2022	31/3/2023	% tăng/giảm	% tăng/giảm từ đầu năm
Nợ ngắn hạn / trái phiếu	4,095	5,166	6,460	57.8%	25.0%
Nợ dài hạn	6,279	6,331	5,981	-4.7%	-5.5%
1 năm*	439	425	500	13.9%	17.6%
2 năm	827	1,181	706	-14.6%	-40.2%
3-5 năm	2,406	2,435	2,536	5.4%	4.1%
> 5 năm	3,065	2,714	2,740	-10.6%	1.0%
Trái phiếu DN	4,406	3,085	2,791	-36.6%	-9.5%
1 năm*	2561	3161	800	-68.8%	-74.7%
2 năm	1320	1590	1590	20.5%	0.0%
3-5 năm	1,981	372	72	-96.3%	-80.6%
> 5 năm	1,150	1,150	1,150	0.0%	0.0%
Tổng nợ	14,780	14,582	15,232	3.1%	4.5%

Ghi chú: (*) được hạch toán trong nợ ngắn hạn và trái phiếu.

Nguồn: CII, HSC

Bảng CĐKT: Dòng tiền vẫn gặp áp lực

Tổng dư nợ của CII tăng 4,5% so với đầu năm lên 15,2 nghìn tỷ đồng do Công ty huy động nợ vay để cho các công ty liên quan vay (Bảng 8). Dư nợ thuần (nợ – các khoản cho vay và tiền mặt) là 9,3 nghìn tỷ đồng, tăng 1,3% so với đầu năm nhưng giảm 2,7% so với cùng kỳ. Lưu ý, trong Q1/2023, CII cũng đã sử dụng dự nợ ngắn hạn (3 nghìn tỷ đồng) để trả các trái phiếu dài hạn đến hạn. Theo đó, dư nợ ngắn hạn tăng 11,5% so với đầu năm và 15,5% so với cùng kỳ lên 6 nghìn tỷ đồng.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng áp lực dòng tiền vẫn sẽ là một trong những thách thức chính đối với CII. Trong những quý tới, CII sẽ tiếp tục phải tái cơ cấu một lượng lớn dư nợ sắp đến hạn.

Lưu ý, CII dự kiến sẽ phát hành 4,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với 2 đợt (Bảng 9) và sẽ xin ý kiến cổ đông tại ĐHCĐ dự kiến tổ chức vào ngày 25/4/2023. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này nếu thành công sẽ giảm bớt áp lực dòng tiền đối với

CII, nhưng giá chuyển đổi thấp (10.000đ/cp) có thể sẽ gây áp lực lên giá cổ phiếu (15.100đ/cp tính đến ngày 10/5/2023) do rủi ro pha loãng cao. Ngoài ra, do điều kiện thị trường không thuận lợi, chúng tôi cho rằng CII sẽ khó thu hút được sự quan tâm của các NĐT.

Chúng tôi chưa bao gồm kế hoạch này vào mô hình dự báo do thời điểm triển khai không chắc chắn.

Bảng 9: Kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi của CII

	Gói 1	Gói 2
Giá trị	2,5 nghìn tỷ đồng	2 nghìn tỷ đồng
Thời gian phát hành	2023	Trong vòng 2 năm sau khi được chấp thuận
Mục đích	Dùng vào mục đích góp vốn hoặc mua trái phiếu phát hành từ hai công ty là CTCP Đầu tư và Xây dựng Xa Lộ Hà Nội Công ty TNHH MTV BOT Tỉnh Ninh Thuận	Sử dụng 1,2 nghìn tỷ đồng để góp vốn hoặc mua trái phiếu phát hành từ công ty TNHH MTV BOT Tỉnh Ninh Thuận, số tiền còn lại sẽ được sử dụng để thanh toán cho khoản nợ trái phiếu chưa thanh toán
Kỳ hạn	10 năm	10 năm
Lãi coupon	10% năm đầu tiên và 2,5% cộng với lãi suất tiền gửi bình quân 12 tháng, duy trì trong 9 năm	10% năm đầu tiên và 2,5% cộng với lãi suất tiền gửi bình quân 12 tháng, duy trì trong 9 năm
Giá chuyển đổi	10.000đồng/CP	10.000đồng/CP
Ngày chuyển đổi	10 đợt mỗi năm, có thể chuyển đổi sau 12 tháng tính từ ngày phát hành	10 đợt mỗi năm, có thể chuyển đổi sau 12 tháng tính từ ngày phát hành

Nguồn: CII; HSC

Hạ 24,2% RNAV; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

Kết luận và phương pháp

HSC hạ 24,2% RNAV/cp tại thời điểm giữa năm 2024 xuống 24.237đ/cp sau khi đánh giá lại dự án BOT TL-MT và các dự án BĐS phản ánh tình hình thị trường mới nhất và các giả định định giá thận trọng hơn. Trong khi đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu thận trọng hơn là 35% (từ 20%) để xác định giá mục tiêu mới là 15.800đ, sát với bình quân chiết khấu trước đây (29%) đồng thời điều chỉnh với những lo ngại về áp lực dòng tiền.

Với tiềm năng tăng giá là 4,3% sau khi giá cổ phiếu tăng trong 3 tháng qua, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với CII xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Các giả định chính của phương pháp SoTP như sau:

- HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để xác định giá trị hiện tại của các dự án BOT và các dự án BĐS đã bắt đầu xây dựng và mở bán.
- Chúng tôi áp dụng giả định tiêu chuẩn của HSC với lãi suất phi rủi ro là 5% (từ 3,5% trước đó) và phần bù rủi ro vốn CSH là 8%, nhưng chúng tôi vẫn duy trì giả định phần bù phụ trội 2% do tình hình huy động vốn khó khăn tại thị trường BĐS Việt Nam. Chúng tôi cũng nâng giả định beta lên 1,5 (từ 1,0, Bloomberg) do giá cổ phiếu biến động mạnh hơn. Từ đó, giả định WACC mới của chúng tôi hiện là 12,3% so với 10,4% trước đó.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị thị trường để xác định giá trị tại thời điểm cuối năm 2023 và giá trị sổ sách để xác định giá trị tại thời điểm cuối năm 2024 đối với khoản đầu tư của CII vào công ty con niêm yết CTCP Hạ tầng nước Sài Gòn (SII, Không xếp hạng, CII sở hữu 50,6% cổ phần) và giá trị sổ sách cho CTCP Xây dựng Hạ tầng CII (CII sở hữu 89,3% cổ phần). Những công ty này đóng góp tổng cộng 14% RNAV mới tại thời điểm giữa năm 2024 của chúng tôi (6.113 tỷ đồng) trong khi lợi nhuận chỉ đóng góp khiêm tốn.
- Đối với NBB – CII sở hữu 37,5% cổ phần, công ty phát triển các dự án BĐS nhà ở như Sơn Tịnh (Quảng Ngãi), Delagi (Bình Thuận), NBB II và NBB III (TP.HCM) – chúng tôi cũng sử dụng phương pháp giá trị thị trường để xác định giá trị tại thời điểm cuối năm 2023 và sử dụng phương pháp DCF để xác định giá trị dự phóng 1 năm (tại thời điểm cuối năm 2024). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn áp dụng giá trị sổ sách đối với các dự án BĐS vẫn đang trong giai đoạn pháp lý, như NBB II và NBB III, do thiếu thông tin cụ thể về quy hoạch tổng thể 1/500.
- Chúng tôi chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2024 (từ giữa năm 2023).

Chúng tôi tóm tắt thông tin chi tiết và giả định định giá trong Bảng 10. Trong khi đó, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro (kịch bản cơ sở của chúng tôi là 5,0%) trong Bảng 11.

Bảng 10: Định giá SOTP, CII

Dự án	Phương pháp	Lợi ích của CII	Định giá (Tỷ đồng)	
			2023E	2024E
Dự án BOT			25,151	25,637
Phan Rang - Tháp Chàm 1	DCF	54.8%	-	-
Phan Rang - Tháp Chàm 2	DCF	54.8%	3,220	3,270
DT741	DCF	54.8%	1,315	1,310
Xa lộ Hà Nội	DCF	76.9%	5,765	5,725
Quốc lộ 60	DCF	27.8%	1,597	1,489
Cổ Chiên	DCF	27.7%	1,110	1,127
Trung Lương – Mỹ Thuận	DCF	89.0%	12,145	12,715
Khác			2,806	2,626
152 Điện Biên Phủ- văn phòng	DCF	100.0%	766	773
NBB	Market value/DCF/BV	37.5%	606	817
CEE	BV	89.3%	551	551
SII	Market value/BV	50.6%	476	485
Tàn sản khác, điều chỉnh	BV		407	407
RNAV, gộp			27,957	28,263
(-) Nợ thuần			(20,288)	(18,674)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			(2,443)	(2,657)
RNAV			5,226	6,932
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			252.0	252.0
RNAV/CP			20,720	27,484
Chiết khấu			35%	
Giá mục tiêu (VND/cp)			15,800	

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu, CII

Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 5%

	Lãi suất phi rủi ro				
	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
Giá mục tiêu	16,607	16,180	15,800	15,330	14,909

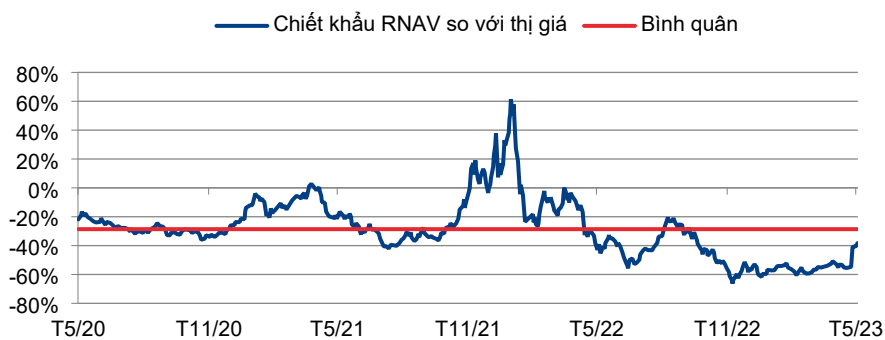
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, CII đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với RNAV mới, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 29%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng định giá cổ phiếu có thể duy trì ở mức hiện tại. Mặc dù lợi nhuận cốt lõi của CII có thể sẽ cải thiện trong thời gian tới (nhưng vẫn ở mức tương đối thấp) nhờ hoạt động ổn định tại các dự án BOT, đặc biệt là đóng góp mới từ dự án TL-MT, chúng tôi cho rằng CII vẫn sẽ phải đối mặt với áp lực dòng tiền lớn trong thời gian tới do dự nợ cần được tái cơ cấu lớn cùng với các quy định trên thị trường trái phiếu được thắt chặt.

Biểu đồ 12: Chiết khấu RNAV so với thị giá, CII

CII đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với RNAV mới, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 29%



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	2,860	5,748	4,177	3,941	4,329
Lợi nhuận gộp	824	1,344	1,639	2,184	2,453
Chi phí BH&QL	(557)	(539)	(541)	(545)	(588)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	267	805	1,099	1,638	1,865
Lãi vay thuần	(746)	(460)	(608)	(845)	(946)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	5.53	75.8	82.8	20.7	42.3
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	368	621	(176)	(176)	(180)
LNTT	(106)	1,041	397	638	782
Chi phí thuế TNDN	(136)	(181)	(56.6)	(123)	(148)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(90.3)	(165)	(214)	(316)	(359)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	(332)	695	127	198	275
Lợi nhuận thuần ĐC	(201)	83.4	315	387	463
EBITDA ĐC	964	1,573	2,362	2,941	3,280
EPS (đồng)	(1,391)	2,788	503	787	1,092
EPS ĐC (đồng)	(843)	335	1,249	1,533	1,838
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	239	249	252	252	252
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	239	249	252	252	252
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	239	249	252	252	252

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	689	276	199	176	308
Đầu tư ngắn hạn	660	628	628	628	628
Phải thu khách hàng	3,526	4,619	4,138	3,377	3,155
Hàng tồn kho	4,549	1,617	664	715	772
Các tài sản ngắn hạn khác	219	86.4	86.4	86.4	86.4
Tổng tài sản ngắn hạn	9,644	7,227	5,716	4,983	4,950
TSCĐ hữu hình	2,107	1,717	1,656	1,596	1,535
TSCĐ vô hình	7,307	6,808	17,154	16,188	15,110
Bất động sản đầu tư	807	906	893	879	866
Đầu tư dài hạn	561	557	557	557	557
Đầu tư vào Cty LD,LK	994	1,862	1,862	1,862	1,862
Tài sản dài hạn khác	9,450	9,483	7,282	7,446	7,368
Tổng tài sản dài hạn	21,226	21,333	29,405	28,529	27,299
Tổng cộng tài sản	30,870	28,559	35,121	33,513	32,249
Nợ ngắn hạn	3,861	5,166	4,306	4,009	4,619
Phải trả người bán	678	472	412	227	270
Nợ ngắn hạn khác	2,189	2,288	2,288	2,288	2,288
Tổng nợ ngắn hạn	9,159	9,570	8,649	8,167	8,820
Nợ dài hạn	13,178	9,416	16,810	15,470	13,218
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	107	109	109	109	109
Nợ dài hạn khác	43.2	1,164	1,164	1,164	1,164
Tổng nợ dài hạn	13,329	10,688	18,082	16,742	14,491
Tổng nợ phải trả	22,491	20,258	26,732	24,909	23,311
Vốn chủ sở hữu	4,824	5,385	5,260	5,158	5,133
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,555	2,916	3,130	3,446	3,804
Tổng vốn chủ sở hữu	8,379	8,301	8,389	8,604	8,938
Tổng nợ phải trả và VCSH	30,870	28,559	35,121	33,512	32,248
BVPS (đ)	20,186	21,592	20,853	20,451	20,353
Nợ thuần/(tiền mặt)	16,350	14,307	20,917	19,303	17,530

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	267	805	1,099	1,638	1,865
Khấu hao	(457)	(533)	(1,028)	(1,068)	(1,179)
Lãi vay thuần	(746)	(460)	(608)	(845)	(946)
Thuế TNDN đã nộp	(136)	(181)	(56.6)	(123)	(148)
Thay đổi vốn lưu động	(446)	1,072	1,373	525	208
Khác	(277)	(795)	(415)	(790)	(465)
LCT thuần từ HKKD	(882)	973	2,420	1,472	1,694
Đầu tư TS dài hạn	(436)	(251)	(2,966)	(77.7)	(27.7)
Góp vốn & đầu tư	(777)	(1,516)	0	0	0
Thanh lý	1,797	1,542	0	0	0
Khác	153	203	688	520	406
LCT thuần từ HĐĐT	737	(22.4)	(2,278)	443	379
Cổ tức trả cho CSH	(16.6)	(1.43)	(252)	(300)	(300)
Thu từ phát hành CP	0	413	0	0	0
Tăng/giảm nợ	412	(1,776)	34.2	(1,638)	(1,641)
Khác	(0.52)	(0.13)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	395	(1,364)	(218)	(1,938)	(1,941)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	439	689	276	199	176
LCT thuần trong kỳ	250	(413)	(76.4)	(23.5)	132
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	689	276	199	176	308
Dòng tiền tự do	(1,318)	722	(546)	1,394	1,666

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	28.8	23.4	39.2	55.4	56.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.7	27.4	56.5	74.6	75.8
Tỷ suất LNT (%)	(11.6)	12.1	3.04	5.04	6.36
Thuế TNDN hiện hành (%)	(129)	17.4	14.2	19.4	18.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(46.8)	101	(27.3)	(5.66)	9.86
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(9.70)	63.2	50.1	24.5	11.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(3,505)	141	277	22.7	19.9
Tăng trưởng EPS (%)	(231)	300	(82.0)	56.5	38.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3,503)	140	273	22.7	19.9
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	199	127	91.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(6.91)	13.6	2.38	3.81	5.35
ROACE (%)	1.24	3.96	4.83	6.32	7.65
Vòng quay tài sản (lần)	0.09	0.19	0.13	0.11	0.13
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.30)	1.21	2.20	0.90	0.91
Số ngày tồn kho	816	134	95.5	149	150
Số ngày phải thu	632	383	595	702	614
Số ngày phải trả	122	39.2	59.2	47.1	52.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	383	294	427	404	371
Nợ/tài sản (%)	62.0	56.4	64.5	62.7	60.0
EBIT/lãi vay (lần)	0.36	1.75	1.81	1.94	1.97
Nợ/EBITDA (lần)	26.5	12.0	10.6	7.76	6.36
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.05	0.76	0.66	0.61	0.56
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.98	3.15	5.92	5.87	4.93
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.7	11.5	10.5	7.86	6.51
P/E (lần)	N/a	5.43	30.1	19.3	13.9
P/E ĐC (lần)	N/a	45.3	12.1	9.88	8.24
P/B (lần)	0.75	0.70	0.73	0.74	0.74
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	6.60	6.60	6.60

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn