

CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO (CTI: HSX)

*Tháo gỡ vướng mắc cho dự án BOT Quốc lộ 91
là chất xúc tác lớn nhất*

Phòng Tư vấn đầu tư Khách hàng cá nhân

Ngày viết: 18/09/2025



MUA: 72,3%

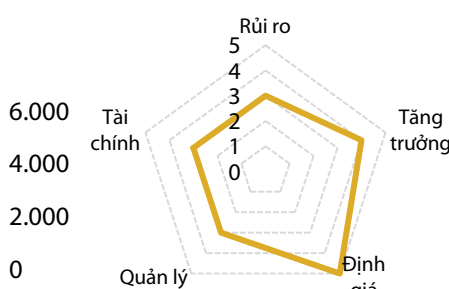
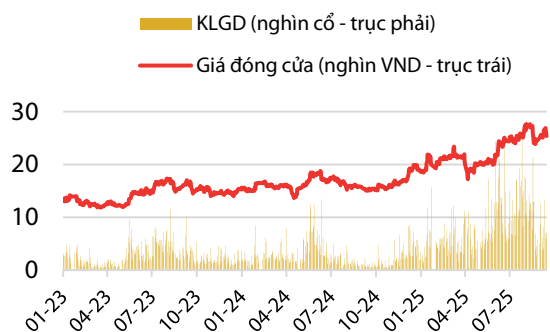
GTT: 25.400

GMT: 43.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Xây dựng và Vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.600
SLCPĐLH (triệu CP)	63
KLBQ 3 tháng (ngàn CP)	2.345
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	59
SH NĐTNN còn lại (%)	46,5
BQ giá 52 tuần (ngàn đồng)	15.000 – 27.650

Doanh thu (tỷ đồng)	1.111,6	1.174,3	1.729,6
LNST – MI (tỷ đồng)	99,1	139,5	226,5
ROA (%)	2,2	2,9	4,6
ROE (%)	7,6	10,4	15,2
EPS (đồng)	1.573	1.875	3.279
GTSS (đồng)	20.614	22.254	25.274
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	1.000	n/a
P/E (x)	10,2	23,2	13,2
P/B (x)	0,8	2,0	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Việc thông qua Dự thảo Nghị định xử lý vướng mắc tại các dự án BOT giao thông là chất xúc tác lớn nhất trong ngắn hạn

- Chúng tôi kỳ vọng dự án BOT Quốc lộ 91 (Cần Thơ) sẽ đủ điều kiện được bồi thường khi chấm dứt hợp đồng trước hạn, với tổng giá trị ước tính 1.232 tỷ đồng (bao gồm dư nợ gốc và vốn chủ sở hữu). Khoản bồi thường này sẽ giúp CTI thanh toán toàn bộ nợ vay, cải thiện đáng kể cấu trúc tài chính và nâng cao định giá cổ phiếu, dự kiến tiền bồi thường sẽ được chi trả toàn bộ vào năm 2027 (theo quy định tại dự thảo là sau 55 ngày kể từ ngày nhận đủ hồ sơ, kiểm toán chi phí, doanh nghiệp có thể có đủ cơ sở để chờ nhận tiền bồi thường trước hạn).

Tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy đầu tư công

- Mỏ đá Xuân Hòa đang ghi nhận sản lượng tiêu thụ tốt với doanh thu ghi nhận trong 1H2025 là 42,9 tỷ đồng (+187% svck), đồng thời giá trị hợp đồng xây dựng chưa thực hiện (backlog) tính tới thời điểm hiện tại ước tính khoảng 500 tỷ đồng. Hai mảng kinh doanh này sẽ tiếp tục đóng góp tích cực vào trong KQKD của công ty trong 2H2025.

Kết quả kinh doanh sẽ cải thiện tích cực vào giai đoạn 2026-2029

- Đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của công ty trong giai đoạn này sẽ tới từ việc (1) Triển khai kinh doanh đối với dự án bất động sản Phước Tân – CTI Diamond Center (10,4 ha) sau khi hoàn thiện công tác nộp tiền sử dụng đất (2) Triển khai mỏ đá Thiện Tân 10 (công suất thiết kế cấp phép 900.000 m³/năm) sau khi hoàn thiện các thủ tục về đất đai, nghĩa vụ tài chính (3) Việc nhận được tiền đền bù cho dự án BOT Quốc lộ 91 sẽ giúp công ty giảm gánh nặng chi phí lãi vay kể từ năm 2027.
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (LNST-MI) có thể đạt bình quân 279 tỷ đồng/năm, tức mức tăng gấp 2,8 lần mức LNST-MI của năm 2024 và lợi nhuận sẽ đạt đỉnh vào giai đoạn 2028-2029 khi mỏ Thiện Tân 10 đạt công suất khai thác tối đa.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- (1) Chậm nhận được tiền đền bù cho dự án BOT Quốc lộ 91 (2) Các thủ tục pháp lý của dự án bất động sản và mỏ đá bị kéo dài (3) Giải ngân đầu tư công chậm lại.

Lộ trình đã rõ ràng đối với việc tháo gỡ khó khăn cho dự án BOT Quốc lộ 91

- Theo Công văn 1489/BGTVT-CDCTVN của Bộ Giao thông vận tải báo cáo về cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc cho các dự án BOT giao thông. Tổng hợp cả nước có 140 dự án BOT giao thông, có 11 dự án đã được xác định các khó khăn, vướng mắc cần xử lý. Trong đó, thống nhất 7/11 dự án sẽ chấm dứt hợp đồng trước thời hạn và 4/11 dự án sẽ thực hiện bổ sung vốn nhà nước để tiếp tục vận hành. Theo đó, dự án BOT cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 91 đoạn Km14 - Km50+889 khả năng sẽ được chấm dứt hợp đồng trước thời hạn.
- Tại Điều 47, Luật số 90/2025/QH15, sửa đổi bổ sung khoản 6a đã quy định rõ trường hợp Hợp đồng dự án bị chấm dứt trong giai đoạn kinh doanh, cơ quan có thẩm quyền có thể trình bổ sung vào kế hoạch đầu tư công trung hạn, hằng năm hoặc bổ sung dự toán ngân sách trung ương, địa phương thực hiện các thủ tục theo pháp luật về đầu tư công, ngân sách nhà nước để chi trả cho các dự án này.
- Hiện tại, cơ sở chính trị, pháp lý về việc thực hiện chi trả chi phí cho dự án BOT Quốc lộ 91 đã tương đối đầy đủ. Bộ Xây dựng đang tiến hành tiếp thu ý kiến, giải trình và tổng hợp vào trong Dự thảo Nghị định quy định chi tiết về việc xử lý vướng mắc của dự án BOT, để trình lên Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Tại bản Dự thảo gần nhất ngày 11/08/2025, Điều 10 nêu rõ các phương án xác định chi phí bồi thường chấm dứt hợp đồng trước hạn.

-> Chúng tôi ước tính rằng, doanh nghiệp có thể nhận về tối thiểu 1.232 tỷ đồng, trong đó bao gồm 950 tỷ đồng dư nợ gốc và 282 tỷ đồng vốn chủ sở hữu. Đối với khoản chi phí lãi vay tính tới cuối Quý 2/2025 là 357 tỷ đồng sẽ cần chờ phương án chính thức khi Dự thảo nghị định được phê duyệt, **đây là phần lãi được tính trên lãi suất hiện hành, đã được hạch toán hàng kỳ nhưng còn treo trên khoản mục chi phí phải trả**. Ngoài ra, đối với phần lãi vay ngân hàng đã thu của doanh nghiệp trong quá khứ trước giai đoạn ngày 25/5/2019 cũng có thể được tính toán lại theo 3 phương án trong Dự thảo, đây sẽ là phần quyền lợi có tác động tới các tổ chức tín dụng.

Hình 1: Quá trình thực hiện dự án BOT Quốc lộ 91

Ngày 02/04/2016

Chính thức thu phí Trạm T1

Ngày 25/05/2019

Chính thức dừng thu phí Trạm T2

Giai đoạn 2024-2025

- ✓ Được điều chỉnh tăng giá vé
- ✓ Luật PPP số 57/2024/QH15
- ✓ Luật PPP số 90/2025/QH15

Ngày 31/12/2016

- ✓ Chính thức thu phí Trạm T2
- ✓ Nguyên giá ghi nhận 1.481,5 tỷ đồng

Giai đoạn 2022-2023

Bộ GTVT đề xuất các phương án xử lý khó khăn, vướng mắc của các dự án BOT

Bảng 2: Các thông số ban đầu của gói BOT Quốc lộ 91

Thông số	Giá trị (tỷ đồng)
Tổng mức đầu tư	1.655
+ Vốn CSH	282
+ Vốn vay	1.373
Kết chuyển TSCĐ vô hình (quyền thu phí)	1.481
Thời gian thu phí (năm)	34,4
+ Từ	2016
+ Đến	2051

Bảng 3: Ước tính KQKD của trạm BOT Quốc lộ 91 các năm

Khoản mục (tỷ đ)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	1.581	1.308	1.029	787	1.034	1.034
Giá vốn hàng bán	302	229	200	167	197	215
Lợi nhuận gộp	83	62	84	82	101	91
Chi phí lãi vay	106	80	74	74	74	74
Chi phí quản lý	13	16	17	18	20	20
Lợi nhuận sau thuế	(36)	(34)	(7)	(10)	6	(4)

Bảng 4: Các khoản mục liên quan tới trạm BOT Quốc lộ 91 tới Q2/2025

Khoản mục (tỷ đ)	Giá trị (tỷ đồng)
Nợ vay dài hạn	950
Chi phí lãi vay phải trả	358
Tài sản dở dang dài hạn (lãi vay cho trạm T2 vốn hóa)	168
Tài sản cố định vô hình còn lại (ước tính)	1.351

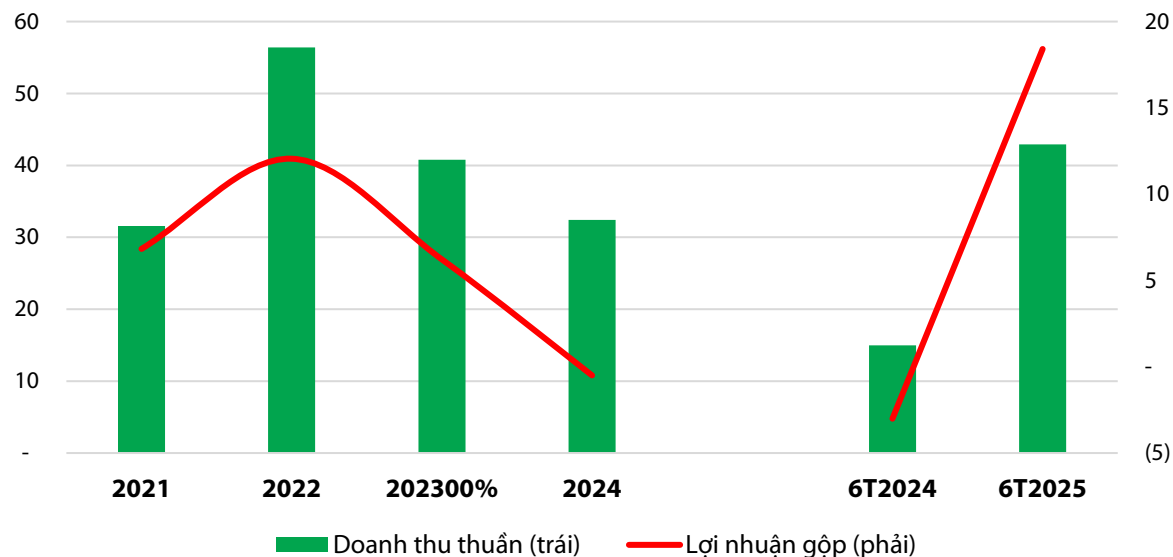
Các ý kiến tiếp thu, giải trình về dự thảo xử lý vướng mắc

Bản tổng hợp ý kiến chi tiết từ 49 cơ quan, tổ chức bao gồm cơ quan nhà nước, ngân hàng và các doanh nghiệp. Đối với riêng nội dung hướng giải quyết cho các trường hợp dừng hoạt động các trạm BOT, chúng tôi ghi nhận lại một số đề xuất đáng chú ý như sau:

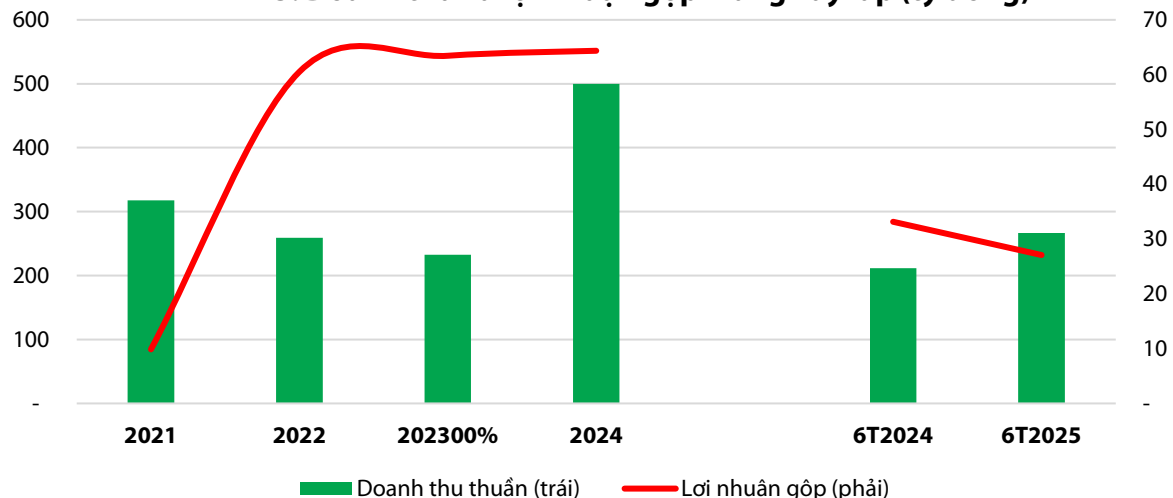
- Các dự án cần thỏa hai điều kiện để được xem xét chấm dứt hợp đồng trước hạn (1) Có thời gian khai thác tối thiểu 2 năm (2) Thời gian hoàn vốn của phương án điều chỉnh bị kéo dài trên 50 năm. Một số kiến nghị xem xét lại cơ sở của hai điều kiện, đồng thời đề xuất giảm thời gian phương án điều chỉnh bị kéo dài xuống còn 25-30 năm, tuy nhiên Bộ Xây dựng vẫn đề xuất giữ nguyên thời gian 50 năm.
- Quy định rõ “Dự án bị sụt giảm doanh thu...” do quy định tại Điều 5 và điều 6 chưa rõ ràng.
- Đề nghị bổ sung làm rõ khái niệm “hoàn vốn” có bao gồm nợ gốc + lãi ngân hàng và đang được tiếp thu.
- Đề nghị rà soát lại căn cứ tính lợi nhuận vốn chủ sở hữu nhưng đang nghiêng về phương án sẽ không tính khoản lợi nhuận này.
- Một số tỉnh/thành đề xuất theo Phương án 1, tức tính lãi suất 4%/năm đối với lãi vay, một số đề xuất yêu cầu tính đầy đủ chi phí lãi vay trong giai đoạn vận hành, kinh doanh. Các TCTD nghiêng về phương án xử lý theo Hợp đồng tín dụng đã ký kết. Nhưng ý kiến Bộ Xây dựng theo hướng “lợi ích hài hòa, rủi ro chia sẻ”.

Nhìn chung, về mặt góp ý của các cơ quan, tổ chức góp phần làm cho Dự thảo có tính chặt chẽ, hợp lý, hợp lệ hơn. Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng về mặt tài chính tức chi phí chi trả cho việc chấm dứt hợp đồng trước hạn là không thay đổi so với bản dự thảo hiện tại, tức khó có khả năng Ngân hàng sẽ nhận được toàn bộ lãi vay theo hợp đồng tín dụng và doanh nghiệp nhận được lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.

Hình 2: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng đá (tỷ đồng)



Hình 3: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng xây lắp (tỷ đồng)



Mỏ đá Thiện Tân 10 sẽ đóng góp vào KQKD kể từ năm 2026

- Hiện đóng góp chủ đạo vào doanh thu/lợi nhuận của mảng đá xây dựng tới từ mỏ Xuân Hòa (vị trí ở khu vực Xã Xuân Lộc, Đồng Nai), tiêu thụ đá của mỏ này đang khả quan nhờ nhu cầu về xây dựng công nghiệp ở khu vực tỉnh Bình Thuận (cũ) và vẫn còn dư địa để tiếp tục để gia tăng sản lượng khai thác.
- Bước sang năm 2026, mỏ Thiện Tân 10 dự kiến sẽ hoàn thiện các thủ tục về đất đai, hoàn thiện thủ tục tài chính – đóng tiền cấp quyền khai thác khoáng sản với tổng tiền phải nộp là hơn 18 tỷ đồng cho trữ lượng 3.493.236m³ đá nguyên khối và khối lượng nhỏ đá bán phong hóa nguyên khối, vật liệu san lấp nguyên khối. Do đó, chúng tôi cho rằng mỏ này sẽ có đóng góp vào KQKD trong năm, với công suất thiết kế cấp phép 900.000 m³/năm cùng trữ lượng còn lại khoảng 27,1 triệu m³, mỏ Thiện Tân 10 dự kiến sẽ đóng góp ngày càng tích cực khi nhu cầu đầu tư hạ tầng vẫn còn rất cao ở khu vực Đông Nam Bộ và Đồng Bằng sông Cửu Long giai đoạn 2026-2030 (chi tiết thêm lại [Báo cáo nhanh cổ phiếu VLB](#)). Ước tính có thể mang lại doanh thu gần 240 tỷ đồng/năm, lợi nhuận gộp 66 tỷ đồng với giả định sản lượng khai thác/ công suất thiết kế đạt 1,475 lần.

Mảng xây lắp tiếp tục ghi nhận KQKD tích cực trong 6 tháng cuối năm 2025

- Tính tới thời điểm hiện tại, chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng xây lắp chưa thực hiện (backlog) khoảng 500 tỷ đồng, tương ứng tăng 25% so với thời điểm cùng kỳ năm trước. Trong đó, một số công trình giao thông trọng điểm dự kiến sẽ tiếp tục đóng góp tích cực vào KQKD trong 2H2025 như cao tốc Biên Hòa- Vũng Tàu, cao tốc Cần Thơ – Hậu Giang và các cây cầu, công trình ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.

Bảng 5: Cập nhật tiến độ các dự án bất động sản

Tên dự án	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (ha)	Giá trị đã đầu tư tới Q2/2025 (tỷ đồng)	Hiện trạng
KDC Phước Tân (CTI Diamond Center)	Phường Phước Tân, TP.Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai.	✓ Nhà ở liền kề: 336 ✓ Nhà ở xã hội: 350	10,4	524	✓ Tiến độ GPMB: đạt 100% kế hoạch. ✓ Quy hoạch: Đã phê duyệt QH chi tiết 1/500 điều chỉnh số 2262/QĐ-UBND. ✓ Hiện đang chờ nộp tiền sử dụng đất.
Cụm Công nghiệp Tân An	Xã Tân An, H.Vĩnh Cửu, TP.Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai.	✓ Đất nhà máy-xí nghiệp: 30,44 ha ✓ Đất dịch vụ: 1,54 ha	48,8	163	✓ QĐ chủ trương đầu tư: số 472/QĐ-UBND ngày 18/02/2020. ✓ Phê duyệt QH 1/500 cũ: QĐ số 428/QĐ-UBND ngày 04/02/2016. ✓ Đã điều chỉnh QH chi tiết 1/500 mới. ✓ Đang tiếp tục tiến hành đền bù và thực hiện nộp tiền thuê đất.

Nguồn: CTCK Rong Viet tổng hợp

- **Chúng tôi đánh giá KDC Phước Tân có khả năng triển khai trong ngắn hạn nhiều hơn**, nằm ở vị trí thuận lợi, tiếp giáp mặt tiền đường Võ Nguyên Giáp (TP. Biên Hòa) và ở gần nút giao cao tốc Biên Hòa- Vũng Tàu nên kết nối giao thông tương lai cũng khá thuận tiện. Hiện dự án này sau khi hoàn thiện thủ tục hành chính, sẽ tiến hành xây dựng trước đối với các sản phẩm nhà ở xã hội. Dự kiến nhu cầu của khách hàng mua cũng sẽ khả thi với vùng giá bán khoảng 60 triệu đồng/m2 (ước tính chi phí đất 23-25 triệu đồng/m2 và đơn giá xây dựng 13-15 triệu đồng/m2), phần lợi nhuận còn lại ở mức hợp lý đối với các sản phẩm thấp tầng.
- Đối với Cụm công nghiệp Tân An thời gian triển khai sẽ dài hơn, tuy nhiên hiện tại cũng đã có một số nhà máy đang hoạt động trên khu đất này, việc thúc đẩy nhanh tiến độ cũng giúp cho doanh nghiệp tái ký hợp đồng với các khách hàng này và ghi nhận KQKD.

Quan điểm và định giá

- **Chúng tôi đánh giá CTI thuộc** nhóm doanh nghiệp có tiềm năng phục hồi, sau khi tháo gỡ được những khó khăn, vướng mắc của mảng BOT. Qua đó, cấu trúc tài chính khỏe mạnh hơn sẽ tác động tích cực tới định giá. Về bức tranh chung, CTI đang hưởng lợi rõ ràng từ hai xu hướng/chủ trương lớn của Chính phủ trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bao gồm việc (1) Thúc đẩy đầu tư công (2) Tháo gỡ khó khăn, vướng mắc cho các dự án tồn đọng.
- *Chúng tôi sử dụng phương pháp EBITDA Multiple để ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu CTI với một số giả định chính như sau:*
 - ✓ Chi phí sử dụng vốn WACC 10,3%.
 - ✓ Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0%.
 - ✓ EBITDA multiple 7,0

Ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là **43.500 đồng/cp**, tương ứng mức **upside 72,3%** so với giá đóng cửa ngày 18/09/2025.

Rủi ro đầu tư

- (1) Chậm nhận được tiền đền bù cho dự án BOT Quốc lộ 91.
- (2) Các thủ tục pháp lý của dự án bất động sản và mỏ đá bị kéo dài.
- (3) Giải ngân đầu tư công chậm lại.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỢI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 28 6299 2006 📧 info@vds.com.vn
🌐 www.vds.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tần, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tân Thắng, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trăn Biên, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities.**



PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Nguyễn Đại Hiệp

Giám đốc

hiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1291)

Nguyễn Huy Phương

Trưởng phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Đặng Phú

Trưởng phòng

phu.d@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Nguyễn Trần Gia Hưng

Chuyên viên cao cấp

hung.ntg@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Trung Hiếu

Chuyên viên cao cấp

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1601)

Đoàn Hoàng Gia Bảo

Chuyên viên cao cấp

bao.dhg@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Lê Thụy Tường Vy

Chuyên viên

vy.ltt@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006