

## CTCP BAMBOO CAPITAL (BCG) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

<b>Giá thị trường</b> VND14.100	<b>Giá mục tiêu</b> VND18.300	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 5,67%	<b>Khuyến nghị</b> KHẢ QUAN	<b>Ngành</b> Tập đoàn đa ngành
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	-----------------------------------

Ngày 18/06/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

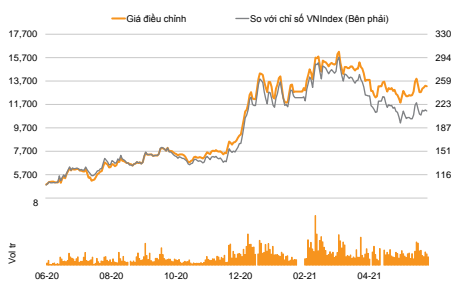
Consensus\*: Mua: Giữ: Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: N/A

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	16.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	3.774
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	24.746
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.899
Free float (%)	73
P/E trượt (x)	8,7
P/B hiện tại (x)	1,2

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Hồ Nam	21,9%
Mirae Asset Daewoo	5,2%
Nguyễn Ngọc Đoàn Trang	5,2%
Khác	67,7%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:

#### Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## “Tre xanh xanh tự bao giờ” (\*)

- Chúng tôi dự báo LNR của BCG năm 2021 tăng mạnh 221% svck lên 678 tỷ đồng nhờ bàn giao dự án Malibu Hội An, King Crown Village GD1.
- Động lực tăng trưởng chính trong 2021-23 là các dự án BĐS gói đầu kỳ vọng bàn giao phần lớn kể từ 2023 và dòng tiền từ các dự án NLTT.
- Chúng tôi đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 18.300 đồng/cp.

### Mảng bất động sản (BDS) trở thành trọng tâm trong giai đoạn 2021-2023

Sau giai đoạn tái cấu trúc 2015-2019, BCG đã thu tóm được trên 10 dự án BĐS, tập trung vào hai phân khúc là BĐS nghỉ dưỡng tại các thành phố du lịch lớn như Đà Nẵng, Quy Nhơn, Phan Thiết v.v và BĐS nhà ở tại TP. Thủ Đức (TP.HCM), v.v. Chúng tôi nhận thấy thế mạnh của BCG là khả năng tái cấu trúc dự án, giải quyết các vấn đề pháp lý tồn đọng nhờ kinh nghiệm M&A và tư vấn phát triển dự án, đồng thời tận dụng được nguồn lực từ công ty con Tracodi trong việc xây dựng. Trong bối cảnh thị trường BĐS kỳ vọng sẽ phục hồi sau dịch, chúng tôi ước tính BCG có thể đạt lợi nhuận (LN) ròng đột biến khi bàn giao các dự án BĐS trong năm 2021 (678 tỷ) và 2023 (1.772 tỷ đồng).

### Vị thế tiên phong, dòng tiền ổn định từ năng lượng tái tạo (NLTT)

Trong giai đoạn 2019-2020, BCG đã phần nào tận dụng được chính sách giá điện mặt trời ưu đãi của Chính phủ và đưa vào hoạt động tổng cộng 406MWp điện mặt trời mặt đất và 47MWp áp mái, là một trong những doanh nghiệp (DN) có công suất lớn nhất trên thị trường. Danh mục các dự án khả thi nhất trong 2021-2023 bao gồm 114MWp còn lại của dự án Phù Mỹ (dự kiến bắt đầu triển khai vào tháng 6,7/2021), 82MWp điện áp mái và ít nhất 180MWp điện gió trong 2022. Theo đó, chúng tôi dự phóng mảng điện của BCG sẽ có lợi nhuận sau thuế (LNST) khoảng 106 tỷ đồng trong năm 2021 và sẽ tăng dần lên 600-700 tỷ trong 2023-2025.

### LN ròng 2021 dự báo tăng mạnh 221% so với cùng kỳ (svck)

BCG đặt kế hoạch bàn giao dự án Malibu Hội An, King Crown Village Thảo Điền giai đoạn 1 và Amor Riverside Villas trong 2021. Chúng tôi dự báo công ty có thể ghi nhận 3.048 tỷ đồng doanh thu và khoảng 686 tỷ đồng LN ròng từ các dự án này, giúp LN ròng cả năm tăng 221% svck lên 678 tỷ đồng.

### Đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 18.300 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 18.300 đồng/cp cho BCG, dựa trên phương pháp định giá tổng giá trị thành phần (SOTP). Một trong các động lực tăng giá của cổ phiếu có thể đến từ lợi nhuận đột biến từ bàn giao dự án. Rủi ro giảm giá là chính sách giá điện mặt trời mới bất lợi hơn cho DN và pháp lý một số dự án BĐS bị chậm.

(\*) Trích thơ Nguyễn Duy

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.576	1.855	5.170	7.727
Tăng trưởng DT thuần	41,5%	17,7%	178,7%	49,5%
Biên lợi nhuận gộp	17,7%	22,7%	37,6%	32,3%
Biên EBITDA	25,2%	38,7%	36,2%	45,4%
LN ròng (tỷ)	114	211	678	740
Tăng trưởng LN ròng		84,7%	220,6%	9,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi		84,7%	220,6%	9,3%
EPS cơ bản	1.059	1.554	3.330	3.639
EPS điều chỉnh	1.059	1.554	3.330	3.639
BVPS	11.248	11.587	13.591	16.430
ROAE	10,0%	15,1%	31,2%	24,2%

Nguồn: VND RESEARCH

## “TRE XANH XANH TỰ BAO GIỜ”

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá Khả quan với triển vọng 2021-2023 của BCG nhờ các yếu tố:

- Điểm nhấn chính trong năm 2021 là ghi nhận doanh thu từ các dự án Malibu Hội An, King Crown Village GD1 và Amor Riverside Villas khoảng 3.048 tỷ đồng, theo ước tính của chúng tôi, chiếm 59,0% tổng doanh thu 2021. Bên cạnh đó, việc bàn giao các dự án đầu tiên này cũng giúp BCG củng cố thương hiệu là nhà phát triển bất động sản (BDS) uy tín, tạo tiền đề cho việc bán hàng và triển khai các dự án tiếp theo.
- Danh mục các dự án BDS gói đầu lớn, trong đó hai phân khúc nghỉ dưỡng (tại các thành phố du lịch nổi tiếng) và nhà ở (tại TPHCM) đều dự báo sẽ có sự hồi phục, do lãi vay mua nhà duy trì ở mức thấp, ngành du lịch kỳ vọng phục hồi hậu Covid-19 và nhu cầu nhà ở cao trong khi nguồn cung chưa theo kịp. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ của các dự án sẽ đạt mức 70-90% khi BCG mở bán các dự án trong 2021-2022 nhờ vị trí thuận lợi và giá bán khá cạnh tranh so với các dự án BDS cùng khu vực. Nhờ đó, mảng BDS dự kiến sẽ đóng góp lần lượt 55,0% và 36,9% vào tổng doanh thu năm 2022-2023.
- Mảng năng lượng tái tạo (NLTT) vẫn còn nhiều tiềm năng trong xu thế phát triển chung của ngành điện, trong bối cảnh nhu cầu điện thiếu hụt nghiêm trọng hơn trong 2022-2023 khi nền kinh tế được hỗ trợ bởi chính sách nới lỏng tiền tệ, các yếu tố vĩ mô tích cực và nhu cầu xuất khẩu phục hồi sau dịch. BCG dự kiến đưa vào hoạt động ít nhất 180MW điện gió trong năm 2022, sau thời điểm giá FIT 1 cho điện gió hết hiệu lực (tháng 11/2021), tuy nhiên chúng tôi cho rằng giá FIT 2 cho điện gió vẫn đủ tích cực để các doanh nghiệp tiếp tục đầu tư vào điện gió kể từ 2022. Chúng tôi dự phóng mảng điện của BCG sẽ lãi nhẹ 106 tỷ đồng trong năm 2021 và sẽ tăng dần lên 600-700 tỷ trong 2023-2025 khi áp lực lãi vay giảm, giúp cải thiện dòng tiền và hỗ trợ vốn cho các dự án gói đầu trong mảng BDS và NLTT.

### Định giá: khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **18.300 đồng/cp**

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng giá trị thành phần (SOTP) để định giá cổ phiếu BCG với 3 mảng chính là bất động sản, điện và các hoạt động kinh doanh khác. Với các dự án bất động sản và mảng hoạt động kinh doanh khác, chúng tôi sử dụng phương pháp dự phóng dòng tiền với WACC là 12% để tính giá trị của các dự án. Với mảng điện chúng tôi dự phóng dòng tiền cho toàn bộ dòng đời của các nhà máy (20 năm) với WACC trung bình là 9,8% (do chi phí nợ của các dự án NLTT thấp hơn so với các ngành khác theo chính sách ưu đãi cho vay NLTT của các ngân hàng), dựa trên ước tính về tiến độ đưa nhà máy vào vận hành của doanh nghiệp.

**Hình 1: Phương pháp định giá thành phần (SOTP)**

Định giá từng phần	Phương pháp	tỷ đồng
Năng lượng tái tạo	DCF 20 năm	5.113
Bất động sản	NPV	2.386
Khác		1.013
Đầu tư vào công ty liên kết	Giá trị sổ sách cuối Q1/21	898
(+) Tiền và tương đương tiền		2.672
(+) Tiền từ phát hành cổ phiếu 2:1 trong Q1/2021		675
(-) Nợ vay		7.908
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	Giá trị sổ sách cuối Q1/21	2.414
Giá trị doanh nghiệp		3.723
SLCP đang lưu hành (triệu cp)		203
Giá trị mỗi cổ phiếu		18.297
Giá mục tiêu (làm tròn)		18.300

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 2: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 18/06/2021)

Công ty	Mã Bloomberg	Giá đóng cửa (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x) TTM 2021		CAGR EPS 3 năm (%)	P/B (x) TTM 2021		ROE (%) TTM 2021		EV/EBITDA TTM 2021	
<b>Bất động sản</b>													
CTCP Vinhomes	VHM VN	112.500	134.300	16.083	14,3	12,6	45%	4,1	3,0	33,6	28,2	15,7	10,5
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH VN	37.350	35.100	998	19,2	18,5	24%	2,8	2,4	14,9	14,7	14,8	14,4
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	24.150	N/A	544	N/A	9,3	N/A	1,9	1,6	(0,5)	19,1	11,6	6,1
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	39.900	38.000	495	10,0	9,7	23%	1,7	1,6	17,4	19,1	192,6	13,9
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL VN	103.000	74.100	6.570	33,4	24,9	51%	4,8	3,4	15,3	14,7	82,8	34,8
<b>Trung bình - mảng Bất động sản</b>				<b>4.938</b>	<b>19,2</b>	<b>15,0</b>		<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>16,2</b>	<b>19,2</b>	<b>63,5</b>	<b>15,9</b>
<b>Điện</b>													
Tổng CTCP Điện lực Dầu khí Việt Nam	POW VN	12.300	13.300	1.252	11,9	13,8	3%	1,0	1,0	8,6	7,3	5,9	6,6
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2 VN	20.950	28.400	262	11,2	13,8	5%	1,5	N/A	12,8	10,5	4,6	N/A
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	17.350	N/A	204	20,8	23,3	N/A	1,5	N/A	9,1	6,9	8,9	N/A
CTCP Thành Thành Công	SBT VN	22.800	N/A	612	20,2	N/A	N/A	1,8	N/A	8,7	N/A	13,1	N/A
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	24.050	27.400	335	7,6	9,7	-9%	1,2	1,2	16,5	12,2	7,3	15,9
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	59.700	N/A	802	10,3	10,2	14%	1,6	1,3	16,3	13,4	13,8	13,4
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	21.600	N/A	222	16,7	N/A	N/A	1,4	N/A	8,5	N/A	32,3	N/A
<b>Trung bình - mảng Điện</b>				<b>527</b>	<b>14,1</b>	<b>14,1</b>		<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>11,5</b>	<b>10,1</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>
<b>Xây dựng</b>													
CTCP Xây dựng Coteccons	CTD VN	62.500	N/A	202	18,6	14,1	9%	0,6	0,5	3,0	4,0	6,5	12,5
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	HBC VN	16.300	N/A	164	42,5	N/A	N/A	1,0	N/A	2,5	N/A	17,4	N/A
<b>Trung bình - mảng Xây dựng</b>				<b>183</b>	<b>30,6</b>	<b>14,1</b>		<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>11,9</b>	<b>12,5</b>
<b>Tập đoàn đa ngành</b>													
CTCP Đạt Phương	DPG VN	43.900	N/A	86	7,6	N/A	N/A	1,7	N/A	24,6	N/A	6,1	N/A
CTCP Xây lắp Điện I	PC1 VN	28.300	N/A	235	11,9	12,8	0%	1,3	N/A	13,2	9,7	9,0	N/A
<b>Trung bình - Tập đoàn đa ngành</b>				<b>149</b>	<b>9,4</b>	<b>9,2</b>		<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>18,7</b>	<b>20,5</b>	<b>17,3</b>	<b>43,3</b>
<b>CTCP Bamboo Capital</b>	BCG VN	14.100	18.300	125	8,7	5,5	103%	1,2	1,1	18,2	31,2	36,9	43,3

Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG

Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) lượng ký bán mới cao hơn kỳ vọng, 2) giải quyết được các nút thắt pháp lý, đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án ở các khu vực trung tâm tại TP.HCM. Rủi ro giảm giá đến từ 1) thị trường BĐS du lịch tăng trưởng chậm do dịch bệnh, 2) không hoàn thành kịp tiến độ để hưởng ưu đãi đối với các dự án năng lượng tái tạo và 3) rủi ro pha loãng do nhu cầu về vốn lớn.

Ngoài ra, BCG đã thông qua phương án chi trả cổ tức năm 2020 với tỷ lệ cổ tức tiền mặt là 8%/mệnh giá (tương đương 800 đồng/ cổ phiếu), tương ứng tỷ suất cổ tức là 5,61%. Đồng thời, công ty cũng chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 2%. Thời gian thực hiện thanh toán là ngày 29/07/2021. Đây là mức tỷ suất cổ tức khá hấp dẫn có thể là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu, theo quan điểm của chúng tôi.

### Mảng Bất động sản: Hàng loạt dự án lớn được triển khai trong giai đoạn 2021-2023

Chuyển mình từ một công ty tư vấn dịch vụ tài chính và phát triển dự án sang nhà phát triển bất động sản, thay vì đầu tư vào quỹ đất, cách tiếp cận của BCG trong giai đoạn 2015-2019 hầu hết là mua lại các dự án sẵn có, có thể là gặp vấn đề về pháp lý hoặc xây dựng mà chậm triển khai, sau đó tái cấu trúc, giải quyết các vấn đề và tiếp tục phát triển dự án đó. Hiện tại danh mục của BCG có trên 10 dự án thuộc phân khúc BĐS nghỉ dưỡng và BĐS nhà ở, trong đó có 1 resort đã đi vào hoạt động (Casa Marina), 3 dự án chuẩn bị bàn giao trong 2021 (Malibu Hội An, King Crown Village GD 1 và Amor Riverside Villas), 6 dự án đang triển khai dự kiến bàn giao trong 2023-2024 và một số dự án khác chưa có kế hoạch cụ thể. Việc sở hữu công ty con là Tracodi với ngành nghề chính là xây lắp cũng là một lợi thế của Bamboo khi triển khai dự án; hầu hết các dự án BĐS và NLTT của BCG đều giao cho Tracodi làm chủ thầu xây dựng.

Hình 3: Danh mục các dự án BĐS của BCG

Dự án	Diện tích (m2)	Vị trí	Loại hình	TMDT (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Đã triển khai</b>										
Casa Marina	183.000	Ghềnh Ráng, Quy Nhơn, Bình Định	56 phòng/bungalow	160						
<b>Đang triển khai</b>										
Malibu Hội An	101.313	Hội An, Quảng Nam	Biệt thự, condotel nghỉ dưỡng	2.769						
King Crown Village	9.125	Thủ Đức, TP.HCM	GD1: Biệt thự, GD2: Khu phức hợp khách sạn, thương mại, văn phòng	1.539						
Casa Marina Premium	120.000	Ghềnh Ráng, Quy Nhơn, Bình Định	Biệt thự nghỉ dưỡng	1.881						
Amor Garden	70.000	Hội An, Quảng Nam	Biệt thự, condotel nghỉ dưỡng	3.334						
Hội An D'or (Cồn Bắp)	244.000	Hội An, Quảng Nam	Khu phức hợp nghỉ dưỡng kết hợp bảo tồn văn hóa	3.918						
King Crown Infinity	12.652	Thủ Đức, TP.HCM	Tổ hợp căn hộ, officetel, shophouse	4.717						
Casa Marina Mũi Né	12.100	Mũi Né, Phan Thiết, Bình Thuận	Biệt thự, condotel nghỉ dưỡng	1.635						
Amor Residence Villa	6.900	Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự	361						
<b>Quỹ đất để phát triển các dự án trong tương lai</b>										
Pegas Nha Trang	2.585	Nha Trang, Khánh Hòa	Căn hộ dịch vụ, khách sạn	669						
King Crown City	40.000	Thủ Đức, TP.HCM	Khu phức hợp 8 block căn hộ cao cấp, văn phòng, thương mại và dịch vụ	NA						
King Crown Park	56.000	Bình Tân, TP.HCM	Khu phức hợp 7 block căn hộ cao cấp, văn phòng, thương mại và dịch vụ	NA						
Khu dân cư Gia Nghĩa	169.400	Gia Nghĩa, Đắk Nông	Khu dân cư	248						

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

### Bàn giao ba dự án BĐS đầu tiên tạo tiền đề cho các dự án khác

BCG đã triển khai hai dự án Malibu Hội An, King Crown Village và Amor Riverside Villas kể từ năm 2018 và mở bán các giai đoạn kể từ 2019. Tuy vậy, do ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, tiến độ xây dựng và bàn giao có phần chậm hơn kế hoạch, lùi lại từ cuối năm 2020 sang 2021. Về tiến độ bán hàng, đến tháng 8/2020 BCG đã tiêu thụ được 566 căn condotel và 41 căn biệt thự tại Hội An, trong khi 17 căn biệt thự tại Thảo Điền đều đã được bán hết. Đến cuối Q4/20, số dư khoản mục người mua trả tiền trước của các dự án BĐS đạt khoảng gần 1.500 tỷ đồng.

Về tiến độ xây dựng, BCG đang trong quá trình thi công nội thất của các villa Malibu, hoàn thiện khối condotel, trong khi tại Thảo Điền đã bàn giao 5 căn villa trong tháng 01/2021. Chúng tôi ước tính BCG có thể bàn giao 75 villa và 521 condotel (78% số căn hộ) tại dự án Malibu Hội An, cùng với toàn bộ 17 căn villa của dự án Thảo Điền và 15 villas của dự án Amor Riverside trong năm 2021, mang lại doanh thu 3.048 tỷ đồng và LN ròng 686 tỷ đồng cho BCG trong 2021.



Hình 4: Dự án Malibu Hội An



- Loại hình dự án: Bất động sản nghỉ dưỡng
- Địa điểm: Điện Bàn, Quảng Nam
- Tổng diện tích: 10,1ha
- Sản phẩm: 96 villa, 668 condotel
- Tình trạng: trong quá trình hoàn thiện xây thô, bước vào giai đoạn thi công nội thất, dự kiến bàn giao tháng 09/2021
- Thời điểm mở bán: 2018
- Tổng mức đầu tư: 2.769 tỷ đồng

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 5: Dự án King Crown Village Thảo Điền



- Loại hình dự án: Bất động sản phức hợp
- Địa điểm: Đường Nguyễn Văn Hưởng, Phường Thảo Điền, Quận 2, TP.HCM
- Tổng diện tích: 0,91 ha
- Sản phẩm: 17 villa cao cấp (GĐ1), tòa tháp phức hợp thương mại, văn phòng (GĐ2)
- Tình trạng: đã bàn giao 5 căn biệt thự vào tháng 1/2021 và 5 căn vào tháng 4/2021. Dự kiến hoàn tất bàn giao 7 căn còn lại trong năm 2021
- Thời điểm mở bán: 2019
- Tổng mức đầu tư: 1.539 tỷ đồng cho cả hai giai đoạn

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 6: Dự án Amor Riverside Villa



- Loại hình dự án: Bất động sản nhà ở
- Địa điểm: phường Phong Phú, huyện Bình Chánh, TP.HCM
- Tổng diện tích: 0,69 ha
- Sản phẩm: 33 căn biệt thự
- Tình trạng: đang thi công hạ tầng và chuẩn bị thi công nhà mẫu
- Thời điểm mở bán: 2020
- Tổng mức đầu tư: 361 tỷ đồng

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Trong phân khúc BĐS nhà ở, BCG sẽ tập trung phát triển hai dự án ở TPHCM trong giai đoạn 2021-2022 để tận dụng sự hồi phục của thị trường, cụ thể là King Crown Infinity tại Thủ Đức và Amor Riverside Villa Bình Chánh. Trong đó, King Crown Infinity là dự án có quy mô khá lớn, vị trí của dự án này tại đường Võ Văn Ngân có thể coi là đất vàng, trọng tâm của thành phố mới Thủ Đức, nối giữa đường Kha Vạn Cân và Xa lộ Hà Nội (nằm ngay tại tuyến Metro số 1). Dự án này cũng thuận tiện kết nối với các tiện ích sẵn có như Vincom Plaza, làng đại học, trung tâm hành chính Thủ Đức, bệnh viện quận Thủ Đức v.v trong bán kính 1km. BCG đã mở bán giai đoạn 1 của dự án này vào tháng 01/2021 với 160 căn và giá bán bình quân 77-87tr VND/m<sup>2</sup>. Đây là mức giá bán nằm ở phân khúc cao tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ của thị trường tương đối tích cực ở mức 92% do việc xác định đúng phân khúc thị trường và thời điểm mở bán có ít dự án khác mở bán trong Q1 do sự quay trở lại của dịch Covid-19 ở Việt Nam. Với

tiềm năng phát triển mạnh mẽ của thành phố mới Thủ Đức về cả kinh tế, công nghệ, vốn đầu tư nước ngoài và sở hữu vị trí đặc địa, chúng tôi cho rằng dự án này sẽ có tỷ lệ hấp thụ trên 90% và mang lại khoảng 6.254 tỷ đồng doanh thu trong năm 2023-2024. Do BCG chỉ sở hữu 49% dự án này, chúng tôi ước tính BCG có thể thu về lợi nhuận ròng 790 tỷ đồng từ dự án này. BCG Land sẽ có kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu lên 100% tại dự án này., Nếu thành công, BCG có thể thu về lợi nhuận ròng lên tới 1.613 tỷ đồng từ dự án nói trên, theo ước tính của chúng tôi.

Hình 7: Dự án King Crown Infinity



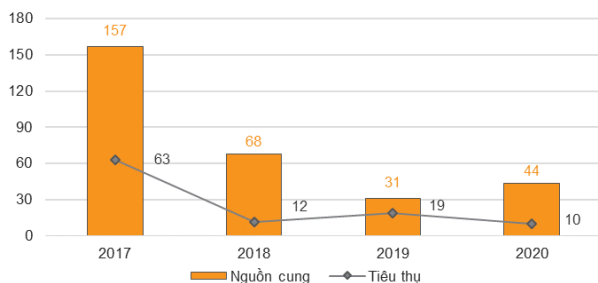
- Loại hình dự án: Bất động sản phức hợp
- Địa điểm: 218 Võ Văn Ngân, quận Thủ Đức, TP.HCM
- Tổng diện tích: 1,26 ha
- Sản phẩm: 724 căn hộ, 91 căn hộ dịch vụ, 25 shophouse và khu vực thương mại
- Tình trạng: khởi công cuối năm 2020, dự kiến bàn giao năm 2023
- Thời điểm mở bán: Q1/2021
- Tổng mức đầu tư: 4.717 tỷ đồng

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

### Phân khúc BĐS nghỉ dưỡng đang vượt qua giai đoạn khó khăn nhất

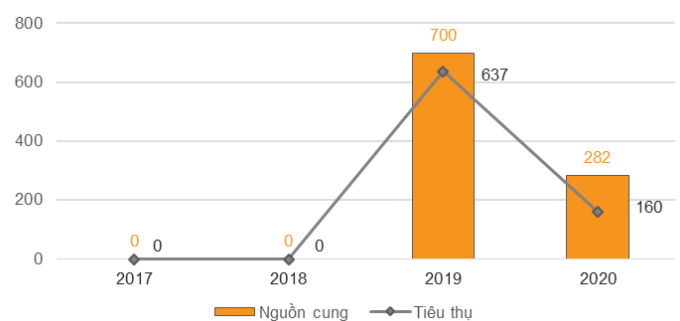
Du lịch là một trong những ngành chịu ảnh hưởng mạnh nhất từ Covid-19, khi số liệu từ Tổng cục Du lịch và Tổng cục Thống kê cho thấy tổng số lượt khách du lịch đến Việt Nam giảm khoảng 42% trong năm 2020, trong đó khách quốc tế giảm 79% xuống còn 3,8 triệu người, khách nội địa giảm 34% xuống còn 56 triệu người. Theo đó, nhu cầu các dự án BĐS nghỉ dưỡng khá thấp, trong khi nguồn cung mới cũng khan hiếm; cung sơ cấp phần nhiều đến từ các dự án sẵn có. Bên cạnh đó, mô hình cam kết lợi nhuận của một số dự án condotel trong năm 2017 đổ vỡ vì các rủi ro về pháp lý nên các nhà đầu tư cũng trở nên thận trọng hơn khi đầu tư vào condotel. Theo khảo sát của DKRA, tỷ lệ hấp thụ nguồn cung mới của các dự án biệt thự biển vào khoảng 20% và của mảng condotel khoảng 60-70% tại một số địa điểm như Đà Nẵng, Quảng Nam và Bà Rịa – Vũng Tàu trong năm 2020.

Hình 8: Nguồn cung mới và tiêu thụ biệt thự biển tại Quảng Nam



Nguồn: VND RESEARCH, DKRA

Hình 9: Nguồn cung mới và tiêu thụ condotel tại Quảng Nam



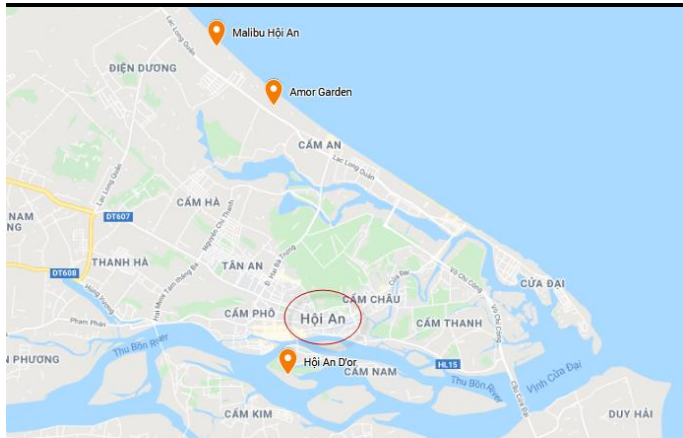
Nguồn: VND RESEARCH, DKRA

Chúng tôi kỳ vọng việc tiêm chủng vắc-xin tại các quốc gia phát triển trên thế giới và tại Việt Nam sẽ giúp kiểm soát thành công dịch bệnh, từ đó tạo nền tảng vững chắc cho sự phục hồi của mảng du lịch kể từ năm 2022. Chúng tôi dự báo

các đường bay quốc tế đến Việt Nam có thể mở lại kể từ quý 3/2021 và lượng khách quốc tế quay trở lại mức trước dịch từ 2023, trong khi lượt khách nội địa có thể phục hồi về mức trước dịch từ đầu 2022. Theo đó, nhu cầu với các dự án BĐS nghỉ dưỡng kỳ vọng hồi phục và tỷ lệ hấp thụ của các dự án mở bán mới có thể cải thiện về mức 50-60% với phân khúc biệt thự và 70-80% với phân khúc condotel trong 2022-2023.

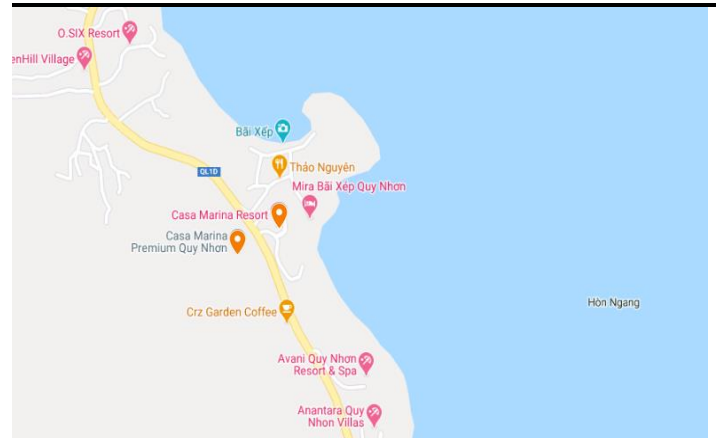
Các dự án BĐS mà BCG đang tập trung triển khai để mở bán trong 2021 bao gồm Hội An D'or, Casa Marina Premium (GĐ 2 của Casa Marina) và Casa Marina Mũi Né (Capri Islands tại Phan Thiết). Các dự án này đều nằm ở vị trí thuận lợi: giao thông thuận tiện, gần biển, tích hợp hạ tầng, giải trí, nghỉ dưỡng cung cấp dịch vụ toàn diện cho du khách, đồng thời các thủ tục pháp lý đều đầy đủ để triển khai trong giai đoạn 2021-2024. (Chi tiết các dự án tham khảo ở phần phụ lục). Ngoài ra, trong 2019-2020, BCG đã ký hợp đồng đối tác với thương hiệu vận hành nghỉ dưỡng quốc tế là Radisson Blu, sẽ quản lý và vận hành 66 căn villa, toàn bộ phần condotel của dự án Malibu Hội An và các villa trong dự án Casa Marina Premium. Đây là một điểm cộng so với các dự án khác, khi khách hàng đặt niềm tin vào thương hiệu quốc tế hơn các chương trình cam kết lợi nhuận do lo ngại rủi ro khi đầu tư vào condotel.

**Hình 10: Các dự án của BCG đều nằm ở vị trí thuận lợi, khá gần với khu trung tâm phố cổ Hội An và các điểm du lịch trong vùng**



Nguồn: VND RESEARCH, BCG

**Hình 11: Casa Marina Premium có thể tận dụng các hạ tầng sẵn có của resort Casa Marina**



Nguồn: VND RESEARCH, BCG

**Hình 12: Ước tính doanh thu từ các dự án BĐS nghỉ dưỡng**

Dự án	Sản phẩm	Giá bán (tr VND/m <sup>2</sup> )	Doanh thu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Casa Marina Premium	160 villa	50	1.600	-	608	992	-
Hội An D'or	52 villa	55	946	-	473	473	-
	202 shophouse	55	1.000	-	510	490	-
	805 condotel	48	2.258	-	1.130	1.129	-
Capri Islands	34 villa	40	311	-	88	-	223
	700 condotel	38	1.599	-	454	-	1.146

Nguồn: VND RESEARCH



## Các dự án BĐS nghỉ dưỡng BCG đang triển khai

Hình 13: Dự án Casa Marina Premium



- Loại hình dự án: Bất động sản nghỉ dưỡng
- Địa điểm: Ghềnh Ráng, Quy Nhơn
- Tổng diện tích: 12 ha
- Sản phẩm: 160 villa trên đồi, hướng biển
- Tình trạng: Đang xây dựng hạ tầng và thi công đại trà các căn villa, dự kiến mở bán trong Q2/21
- Tổng mức đầu tư: 1.881 tỷ đồng

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 14: Dự án Casa Marina Mũi Né (Capri Islands)



- Loại hình dự án: Bất động sản nghỉ dưỡng
- Địa điểm: Phú Hải, Phan Thiết
- Tổng diện tích: 1,2 ha
- Sản phẩm: 34 villa và 700 condotel
- Tình trạng: Đang thi công nhà mẫu, dự kiến năm 2021 hoàn chỉnh phần hạ tầng và thi công đại trà các căn villa
- Tổng mức đầu tư: 1.635 tỷ đồng

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 15: Dự án Hội An D'or



- Loại hình dự án: Bất động sản nghỉ dưỡng
- Địa điểm: Cồn Bắp, Hội An, Quảng Nam
- Tổng diện tích: 24,4 ha
- Sản phẩm: Khu phức hợp nghỉ dưỡng kết hợp bảo tồn văn hóa, dự kiến gồm 52 villa, 202 shophouse, 805 condotel, 3 tòa boutique và các khu tiện ích khác
- Tình trạng: Đang triển khai, dự kiến mở bán Q2/2021
- Tổng mức đầu tư: 3.918 tỷ đồng

Nguồn: VND RESEARCH, BCG



### Mảng năng lượng tái tạo: bắt kịp xu hướng “xanh”

Thế giới đang ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực trong quá trình chuyển dịch cơ cấu ngành năng lượng, trong đó sự phát triển mạnh mẽ của các nguồn "năng lượng xanh" được xem là điểm sáng nổi bật. Bất chấp những tác động tiêu cực do đại dịch Covid-19 gây ra kéo theo sự sụt giảm nghiêm trọng của ngành năng lượng nói chung, năng lượng tái tạo vẫn tiếp tục được chú trọng phát triển. Cơ quan Năng lượng quốc tế (IEA) ước tính, công suất điện gió và điện mặt trời sẽ vượt công suất của khí đốt vào năm 2023 và than đá vào năm 2024. Đến năm 2025, năng lượng tái tạo sẽ trở thành nguồn sản xuất điện chính, cung cấp một phần ba lượng điện trên thế giới.

Là công ty tiên phong trong lĩnh vực phát triển năng lượng tái tạo tại Việt Nam, trong giai đoạn 2019-2020, BCG đã phần nào tận dụng được chính sách giá điện mặt trời ưu đãi của Chính phủ và đưa vào hoạt động tổng cộng 406MWp điện mặt trời mặt đất và 47MWp áp mái, là một trong những DN có công suất điện mặt trời lớn trên thị trường. Chúng tôi đánh giá cao khả năng triển khai các dự án điện mặt trời của BCG khi xây dựng nhà máy Vneco Vĩnh Long 49MW chỉ trong vòng gần 2 tháng cuối năm 2020, kịp tiến độ đưa nhà máy này nổi lưới trước hạn chót giá FIT ưu đãi vào 31/12/2020. Đây là nhà máy có tốc độ xây dựng nhanh nhất trong số các nhà máy có quy mô dưới 50MW tại Việt Nam tính đến hết 2020.

Hình 16: Danh mục các dự án NLTT của BCG

	Vị trí	Sở hữu	Công suất (MWp/MW)	Sàn lượng (tr kWh)	Giá bán TMĐT (tỷ đồng)		Thời điểm hoạt động
					(c/kWh)		
<b>Điện mặt trời</b>							
MWp							
BCG-CME Long An 1	Thạnh Hóa, Long An	38%	41	60	9,35	1.088	06/2019
BCG-CME Long An 2	Thạnh Hóa, Long An	33%	100	151	7,09	2.200	08/2020
Vneco - Vĩnh Long	Vũng Liêm, Vĩnh Long	100%	49	70	7,09	1.156	12/2020
Phù Mỹ	Phù Mỹ, Bình Định	86%	330	520	GD1: 7,09	6.214	GD1: 216MWp vào 12/2020, GD2: dự kiến trong 6T21
Sunflower	Thạnh Hóa, Long An		50	NA	NA	862	NA
Redsun	Thạnh Hóa, Long An		50	NA	NA	846	NA
4 dự án BCG Đức Hòa	Đức Huệ, Long An		200	NA	NA	3.495	NA
Krông Pa 2	Krong Pa, Gia Lai		49	NA	NA	1.181	NA
<b>Điện gió</b>							
MW							
Điện gió Trà Vinh	Đông Thanh, Trà Vinh	NA	200	582	8,47*	8.040	GD1: 80MW vào 11/2022
Điện gió Cà Mau	Khai Long, Cà Mau	NA	300	920	8,47*	13.000	GD1: 100MW vào 04/2022
BCG Điện gió Sóc Trăng	Vĩnh Châu, Sóc Trăng		50	153	NA	1.864	NA

\*Giá bán đề xuất của Bộ Công thương cho các dự án vận hành sau tháng 11/2021

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

### Chiến lược 2021-2023 tập trung vào điện mặt trời, áp mái và điện gió

Theo thông tin từ BCG, trước thời hạn 31/10/2021 là thời điểm giá ưu đãi FIT 2 cho điện gió hết hiệu lực, nguồn cung turbine gió rất khan hiếm, giá turbine cao, các nhà cung cấp không có hàng để bán nên họ có quyền nâng giá bán lên, đồng thời giá xây dựng cũng tăng. Đối với thị trường nhỏ như ở Việt Nam, số lượng sàn lan cọc lớn, trọng tải lớn để lắp đặt các turbine gió cũng không có nhiều, do đó để các dự án hoàn thành trước thời hạn 31/10/2021 thì chi phí xây dựng rất cao. Như vậy sau thời điểm 31/10/2021 giá FIT có sự thay đổi thì khả năng thị trường turbine và chi phí xây dựng, cung cấp giải pháp xây dựng cũng sẽ điều chỉnh tương ứng và như vậy thì margin cũng sẽ chặt hơn nhưng vẫn sẽ nằm ở một mức độ có thể đầu tư được.

Với các dự án của BCG, mặc dù đại diện ban lãnh đạo kỳ vọng có thể đóng điện một phần các dự án điện gió vào trước 30/10, việc triển khai dự án có gặp khó khăn do thiếu cung turbine. Do vậy chúng tôi lựa chọn giả định thận trọng là giai

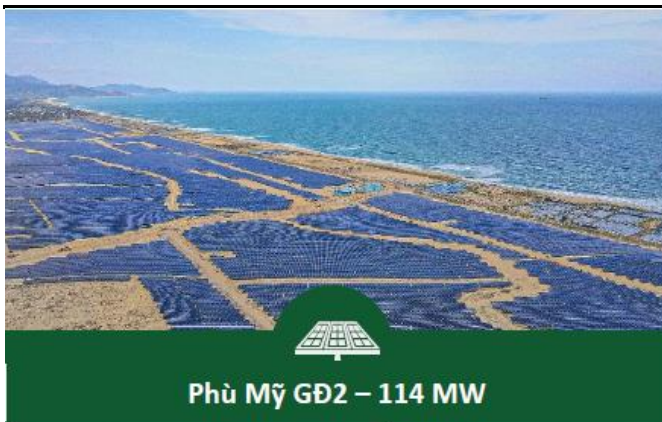
đoạn 1 của nhà máy Cà Mau và Trà Vinh sẽ đi vào hoạt động lần lượt trong tháng 04/2022 và tháng 11/2022, theo kế hoạch công bố trước đây của DN.

Trong giai đoạn 2019-2020, BCG đã phần nào tận dụng được chính sách giá điện mặt trời ưu đãi của Chính phủ và đưa vào hoạt động tổng cộng 406MWp điện mặt trời mặt đất và 47MWp áp mái, là một trong những DN có công suất lớn nhất trên thị trường. Trong năm 2021, công ty dự kiến sẽ triển khai thêm hơn 80MWp áp mái. Theo đó nhu cầu vốn giải ngân lớn trong năm 2021 và 2022, đi kèm với chi phí lãi vay cao, chúng tôi dự báo các dự án NLTT sẽ chỉ đóng góp phần nhỏ lợi nhuận trong năm 2021 (106 tỷ đồng) và các dự án điện gió sẽ bắt đầu có lãi từ năm 2023.

Về mặt năng lượng, Việt Nam được dự báo sẽ thiếu điện trong dài hạn do vậy doanh nghiệp dự báo điện mặt trời và điện gió vẫn là nguồn năng lượng quan trọng cho tương lai. BCG có pipeline khoảng 2,5 GW hiện đang đề xuất để bổ sung quy hoạch điện 8 và vẫn có dự án để triển khai trong 2021-2022. Trong năm 2021, BCG tập trung triển khai các dự án điện gió và các dự án điện mặt trời áp mái với ưu tiên bán cho các nhà máy đang hoạt động được đề cập ở phía dưới. Ban lãnh đạo, ban điều hành và HĐQT đã đưa mục tiêu hoàn thành 200MW dự án điện mặt trời quy mô công nghiệp và điện mặt trời áp mái trong năm 2021. Trong năm 2022 doanh nghiệp tiếp tục tập trung triển khai các dự án đã được bổ sung vào quy hoạch điện 8. Về mặt dài hạn hơn, BCG Energy đặt mục tiêu trở thành platform hàng đầu về năng lượng tái tạo. Về mảng năng lượng, song song với việc triển khai các dự án điện gió và điện mặt trời thì BCG cũng đang tập trung nguồn lực chuẩn bị cho việc phát triển các dự án LNG trong thời gian tới.

#### Các dự án năng lượng đang được BCG triển khai trong năm 2021

Hình 17: Dự án điện mặt trời Phù Mỹ giai đoạn 2



- Loại hình: Điện mặt trời
- Địa điểm: Bình Định
- Thời gian: 2021
- Diện tích: 360 ha
- Tình trạng: Đang triển khai.

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 18: Dự án điện mặt trời Krong Pa 2



- Loại hình: Điện mặt trời
- Địa điểm: Gia Lai
- Thời gian: 2021
- Diện tích: 70 ha
- Tình trạng: Đang triển khai.

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 19: Dự án điện mặt trời Redsun



- Loại hình: Điện mặt trời
- Địa điểm: Long An
- Thời gian: 2021
- Diện tích: 60 ha
- Tình trạng: Đề xuất vào quy hoạch điện 8.

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 20: Dự án điện mặt trời Sunflower



- Loại hình: Điện mặt trời
- Địa điểm: Long An
- Thời gian: 2021
- Diện tích: 60 ha (25 ha mặt nước và 35 ha mặt đất)
- Tình trạng: Đề xuất vào quy hoạch điện 8.

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 21: Dự án điện gió Trà Vinh



- Loại hình: Điện gió ngoài khơi
- Địa điểm: Trà Vinh
- Thời gian: 2021
- Diện tích: 2.968 ha
- Tình trạng: Đang triển khai.

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 22: Dự án điện gió Cà Mau





- Loại hình: Điện gió ngoài khơi
- Địa điểm: Cà Mau
- Thời gian: 2022
- Diện tích: 7.235 ha
- Tình trạng: Đang triển khai.

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Hình 23: Dự án điện gió Sóc Trăng



- Loại hình: Điện gió trên bờ
- Địa điểm: Sóc Trăng
- Thời gian: 2022
- Diện tích: 766 ha
- Tình trạng: Đang triển khai.

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

### Triển vọng 2021 - 22: BĐS vẫn là đầu kéo tăng trưởng lợi nhuận KQKD quý 1/2021 tăng trưởng ấn tượng

Hình 24: Tóm tắt KQKD quý 1/2021

(tỷ đồng)	Q1/2021	Q1/2020	% svck	% kế hoạch 2021	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>634</b>	<b>385</b>	<b>64,7%</b>	<b>11,8%</b>	
Hàng hóa	359	214	67,9%		
Dịch vụ	101	42	140,3%		
Xây dựng	174	129	34,9%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>203</b>	<b>76</b>	<b>167,4%</b>		
<b>Biên LNG</b>	<b>32,1%</b>	<b>19,8%</b>	<b>+12,3 điểm %</b>		
Doanh thu tài chính	313	52	496,9%		Đóng góp lớn từ hoạt động M&A các dự án BĐS và NLTT.
Chi phí tài chính	222	53	319,9%		Chi phí lãi vay tăng mạnh 206,8% svck lên 135 tỷ đồng do vay để tăng đầu tư vào việc mua các dự án mới.
Chi phí bán hàng	24	33	-29,2%		
Chi phí QLDN	72	29	142,7%		
Chi phí BH&QLDN/ DT	15,0%	16,3%	-1,3 điểm %		
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	194	13	1401,2%	18,5%	
Lợi nhuận khác	6	0	1211,2%		
LNTT	200	13	1394,5%	19,9%	
<b>LNST</b>	<b>163</b>	<b>8</b>	<b>1851,6%</b>	<b>20,2%</b>	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>118</b>	<b>1</b>	<b>9021,1%</b>		

Nguồn: VND RESEARCH, BCG

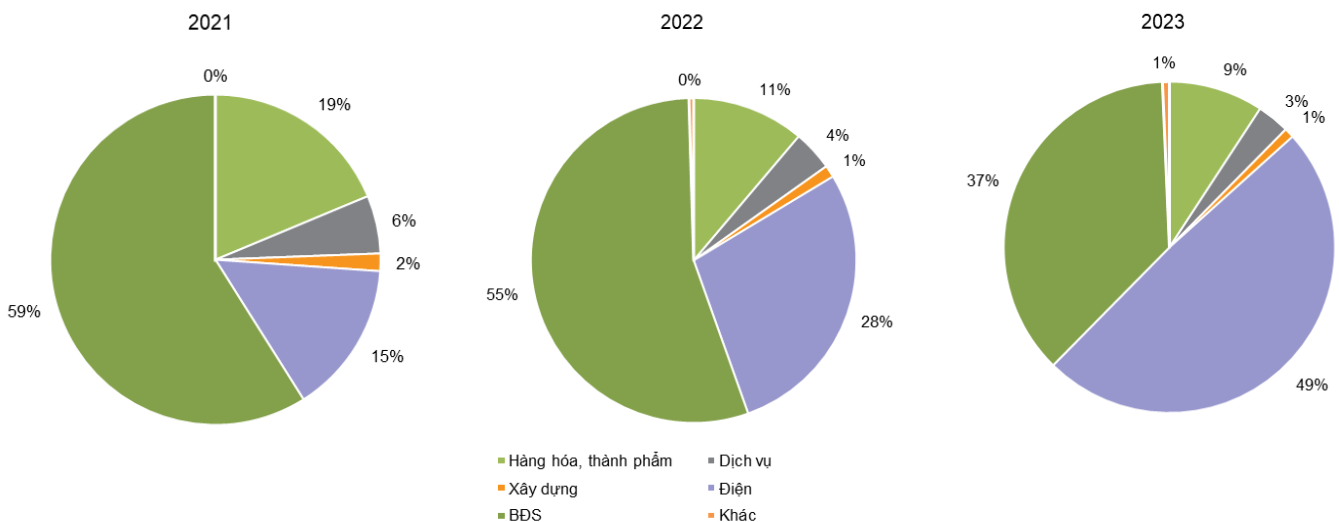
### LN ròng 2021 dự báo tăng 221% svck

**Hình 25: Dự phóng kết quả kinh doanh của BCG trong giai đoạn 2021-2023**

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
<b>Doanh thu</b>	<b>1.855</b>	<b>5.170</b>	<b>7.727</b>	<b>9.932</b>
% svck	17,7%	178,7%	49,5%	28,5%
Hàng hóa và thương mại	753	967	863	916
% svck	-29,0%	28,5%	-10,8%	6,2%
Dịch vụ	267	294	308	315
% svck	87,0%	10,0%	5,0%	2,0%
Xây dựng	883	88	93	95
% svck	136,5%	-90,0%	5,0%	2,0%
Điện		772	2.179	4.871
% svck			182,1%	123,5%
BDS		3.048	4.248	3.669
% svck			39,4%	-13,6%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>420</b>	<b>1.944</b>	<b>2.498</b>	<b>3.493</b>
<b>Biên LNG</b>	<b>22,7%</b>	<b>37,6%</b>	<b>32,3%</b>	<b>35,2%</b>
Chi phí BH&QLDN	333	569	695	894
% DT	17,9%	11,0%	9,0%	9,0%
Doanh thu tài chính	854	418	512	846
Chi phí tài chính	555	740	1.003	990
LN từ LDLK	(52)	(56)	(57)	634
LNTT	333	994	1.246	3.078
<b>LNST</b>	<b>266</b>	<b>794</b>	<b>996</b>	<b>2.461</b>
<b>LN ròng</b>	<b>211</b>	<b>678</b>	<b>740</b>	<b>1.772</b>
% svck	84,7%	220,6%	9,3%	139,4%

Nguồn: VND RESEARCH

**Hình 26: Cơ cấu doanh thu của BCG trong giai đoạn 2021-2023**

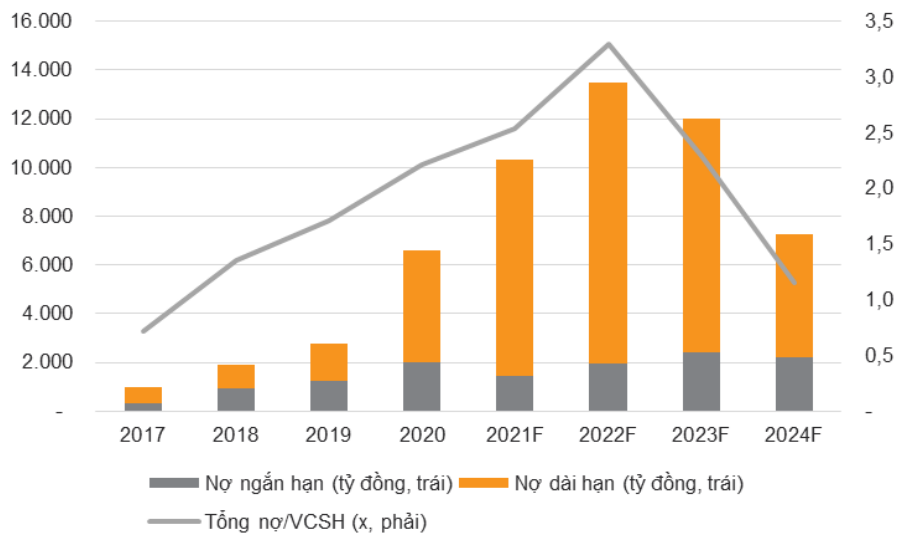


Nguồn: VND RESEARCH, BCG

### Rủi ro

- Thị trường BĐS du lịch tăng trưởng chậm: Các dự án BĐS của BCG chủ yếu là các dự án BĐS du lịch, nghỉ dưỡng và BĐS cao cấp, vốn nhạy cảm đối với chu kỳ của nền kinh tế. Hiện tại, phân khúc BĐS nghỉ dưỡng đang chịu tác động tiêu cực từ dịch COVID-19, ngoài ra, vấn đề về pháp lý chưa hoàn thiện (cho condotel) cũng là yếu tố khiến cho loại hình BĐS này giảm sức hút đối với nhà đầu tư.
- Các chính sách khuyến khích đối với các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) hiện đang khá hấp dẫn, tuy nhiên, khoảng thời gian để hưởng ưu đãi khá ngắn và tạo ra rủi ro đối với các dự án không thể hoàn thành kịp tiến độ.
- Rủi ro pha loãng: Các dự án BĐS và NLTT đều đòi hỏi vốn đầu tư lớn, riêng đối với các dự án điện mặt trời, chủ đầu tư phải giải ngân lượng vốn lớn trong thời gian ngắn, trong khi thời gian thu hồi vốn lại dài (lên tới 7-8 năm), do vậy tạo áp lực huy động vốn lên doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của BCG hiện khoảng 2,2 lần. Về mặt dài hạn, doanh nghiệp nên xem xét tăng vốn chủ sở hữu để có một cơ cấu vốn phù hợp hơn.

Hình 27: Tỷ lệ nợ/VCSH dự báo tăng mạnh từ 2022 do nhu cầu đầu tư các nhà máy điện gió



Nguồn: VND RESEARCH, BCG

Trong tờ trình đại hội cổ đông, BCG đã công bố kế hoạch tăng vốn trong năm 2021 gấp gần 4 lần, từ 1.360 tỷ đồng lên mức 5.063 tỷ đồng. Nếu được cổ đông thông qua, trong thời gian tới doanh nghiệp dự kiến phát hành thêm cổ phiếu để trả cổ tức năm 2020 (tỷ lệ 2%); chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu; phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược và phát hành cho cổ đông hiện hữu để nâng vốn điều lệ lên 5.063 tỷ đồng, tính đến cuối quý 4/2021.

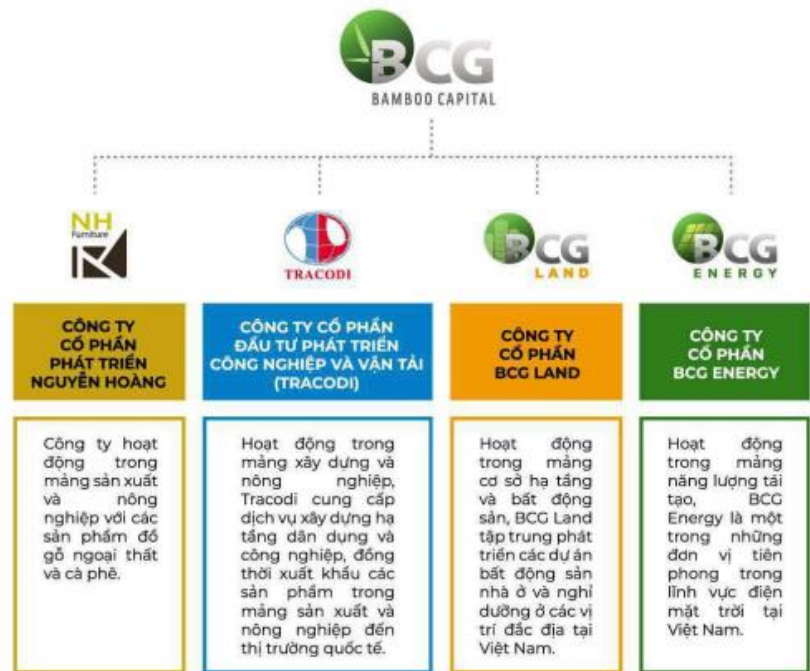


**Phụ lục**

**Tổng quan về BCG**

BCG thành lập năm 2011 có xuất phát điểm là công ty tư vấn dịch vụ tài chính và phát triển dự án, sau đó trong giai đoạn 2015-2016 tái cơ cấu và dần chuyển đổi sang mô hình tập đoàn đầu tư đa ngành, tập trung vào 4 mảng hoạt động là (1) nông nghiệp và sản xuất, (2) xây dựng và thương mại, (3) cơ sở hạ tầng và bất động sản và (4) năng lượng. Tính đến cuối 2020, BCG có 5 công ty con kiểm soát trực tiếp, 30 công ty con kiểm soát gián tiếp và 15 công ty liên kết với danh mục dự án đa dạng, tập trung vào 2 mảng chính là bất động sản và năng lượng.

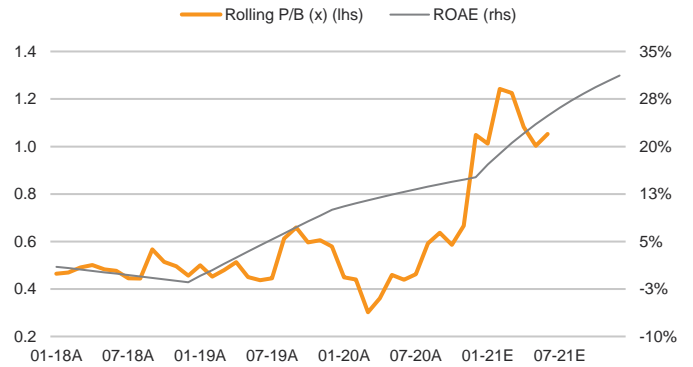
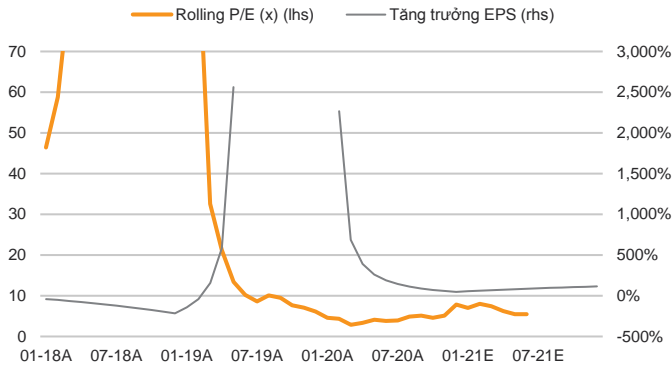
**Hình 28: BCG phát triển 4 mảng kinh doanh thông qua 4 công ty con chính**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Quy mô doanh thu và lợi nhuận gộp của BCG trong giai đoạn 2017-2019 vẫn còn tương đối thấp so với quy mô dự án, do các dự án hầu hết trong giai đoạn triển khai và lợi nhuận chủ yếu đến từ mảng thương mại, khai thác đá và cung cấp dịch vụ (của Tracodi).

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	1.855	5.170	7.727
Giá vốn hàng bán	(1.435)	(3.226)	(5.229)
Chi phí quản lý DN	(223)	(362)	(386)
Chi phí bán hàng	(110)	(207)	(309)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>87</b>	<b>1.375</b>	<b>1.802</b>
EBITDA thuần	169	1.767	3.312
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(82)</b>	<b>(392)</b>	<b>(1.510)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>87</b>	<b>1.375</b>	<b>1.802</b>
Thu nhập lãi	0	167	256
Chi phí tài chính	(555)	(740)	(1.003)
Thu nhập ròng khác	853	247	248
TN từ các Cty LK & LD	(52)	(56)	(57)
<b>LN trước thuế</b>	<b>333</b>	<b>994</b>	<b>1.246</b>
Thuế	(67)	(199)	(250)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(55)	(117)	(256)
<b>LN ròng</b>	<b>211</b>	<b>678</b>	<b>740</b>
Thu nhập trên vốn	211	678	740
Cổ tức phổ thông	(126)	(163)	(163)
<b>LN giữ lại</b>	<b>86</b>	<b>515</b>	<b>578</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	903	2.751	4.529
Đầu tư ngắn hạn	594	594	594
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.083	2.351	3.172
Hàng tồn kho	2.276	2.467	2.015
Các tài sản ngắn hạn khác	481	1.898	2.204
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.338</b>	<b>10.061</b>	<b>12.513</b>
Tài sản cố định	4.399	10.170	23.409
Tổng đầu tư	1.189	1.189	1.189
Tài sản dài hạn khác	7.211	7.764	8.190
<b>Tổng tài sản</b>	<b>24.137</b>	<b>29.184</b>	<b>45.300</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.031	2.145	3.374
Phải trả người bán	4.781	283	273
Nợ ngắn hạn khác	3.798	6.676	12.190
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>10.609</b>	<b>9.104</b>	<b>15.837</b>
Vay & nợ dài hạn	2.549	8.801	17.351
Các khoản phải trả khác	8.015	7.010	7.010
Vốn điều lệ và	1.360	2.035	2.035
LN giữ lại	215	730	1.308
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.576</b>	<b>2.765</b>	<b>3.343</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.387	1.504	1.760
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.137</b>	<b>29.184</b>	<b>45.300</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>333</b>	<b>994</b>	<b>1.246</b>
Khấu hao	82	392	1.510
Thuế đã nộp	(58)	(199)	(250)
Các khoản điều chỉnh khác	(6.671)	5.850	(186)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>4.088</b>	<b>(2.928)</b>	<b>5.321</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(2.226)</b>	<b>4.108</b>	<b>7.641</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.129)	(8.585)	(15.053)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	6	0	0
Các khoản khác	1.178	(553)	(426)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	331	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(614)</b>	<b>(9.138)</b>	<b>(15.480)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	675	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3.720	6.365	9.779
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(126)	(163)	(163)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>3.593</b>	<b>6.877</b>	<b>9.617</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	150	903	2.751
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>753</b>	<b>1.848</b>	<b>1.778</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	903	2.751	4.529

**Các chỉ số cơ bản**

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	11,4%	13,1%	9,6%
Vòng quay TS	0,12	0,19	0,21
ROAA	1,3%	2,5%	2,0%
Đòn bẩy tài chính	11,25	12,28	12,19
ROAE	15,1%	31,2%	24,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	177,9	38,1	21,9
Số ngày nắm giữ HTK	580,7	279,2	140,6
Số ngày phải trả tiền bán	1.219,6	32,1	19,0
Vòng quay TSCĐ	0,78	0,71	0,46
ROIC	2,8%	4,5%	2,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,1	0,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,8	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,4	0,3
Vòng quay tiền	(461,0)	285,2	143,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	17,7%	178,7%	49,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	177,0%	1.474,3%	31,0%
Tăng trưởng LN ròng	84,7%	220,6%	9,3%
Tăng trưởng EPS	46,7%	114,3%	9,3%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## 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.

---

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

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