CTCP TẬP ĐOÀN CIENCO4 (C4G) – BÁO CÁO CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND8.900	VND11.400	6,7%	KHẢ QUAN	XÂY DỰNG

Ngày 09/09/2020

Triển vọng – Ngắn hạn: Trung bình
Triển vọng – Dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

Consensus*: KQ:0 TL:0 KKQ:0
Giá mục tiêu / Consensus: N/A

Thay đổi trong báo cáo
- N/A

Diễn biến giá

Nguồn: VNDIRECT Research

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	9.026
Thấp nhất 52 tuần (VND)	3.279
GTGDBQ 3 tháng (VNDm)	7,100
Vốn hóa (tỷ VND)	890
SLCP (triệu cp)	100
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	9,5
P/B (x)	0,7

Cơ cấu sở hữu

CTCP New Link	20,8%
CT TNHH ĐT Thượng Hải	14,1%
CTCP XD Dũng Hưng	10,9%
Khác	54,2%

Nguồn: VNDIRECT Research

Chuyên viên phân tích

Trần Bá Trung
trung.tranba@vndirect.com.vn

Kỳ vọng cú hích từ đầu tư công

- CTCP Tập đoàn Cienco4 (C4G) đã có sự chuẩn bị kỹ để giành được các gói thầu quy mô lớn tại dự án cao tốc Bắc-Nam.
- Dự báo LN ròng tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2020-21 nhờ bàn giao các dự án BĐS, trong khi mảng xây lắp sẽ nhận cú hích lớn từ đầu tư công.
- Khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 11.400 đồng/cp.

Ban lãnh đạo C4G đặt kế hoạch giành tối thiểu 1 trong tổng 13 gói thầu tại 3 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam

C4G là nhà thầu có nhiều kinh nghiệm thực hiện các dự án hạ tầng giao thông quy mô lớn và đòi hỏi kỹ thuật cao (sân bay, cao tốc, cầu cạn, hầm chui, metro, …). Công ty cũng rất tích cực chuẩn bị nguồn lực tài chính nhằm đảm bảo các điều kiện tham gia đấu thầu tại các dự án cao tốc Bắc-Nam. Chúng tôi tin rằng C4G đang sở hữu nhiều ưu thế để trúng tối thiểu 1/13 gói thầu, nâng tổng giá trị backlog cuối năm 2020 lên khoảng 5.500 tỷ đồng, tương đương 3,6 lần doanh thu mảng xây lắp năm 2019.

Ngân hàng đã chấp thuận cơ cấu thời hạn trả nợ, hỗ trợ dòng tiền yếu tại các dự án BOT

Dịch bệnh Covid-19 và định hướng hạn chế tăng các loại phí cầu đường của Chính phủ ảnh hưởng không nhỏ đến doanh thu tại các dự án BOT trong 6T2020. Phương án cơ cấu thời hạn trả nợ tại các dự án BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh, Nghi Sơn – Cầu Giát và Thái Nguyên – Chợ Mới đã được ngân hàng chấp thuận sẽ giúp C4G giảm khoản lỗ từ công ty liên doanh liên kết xuống còn 25,9 tỷ đồng trong năm 2020 (giảm 13,4% svck), theo dự phóng của chúng tôi.

Lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng kép 57,4% trong giai đoạn 2020-21 nhờ mảng bất động sản và cú hích từ các dự án đầu tư công

Chúng tôi kỳ vọng việc bàn giao 2 Khu đô thị Long Sơn 1-2 và dự án 61 Nguyễn Trường Tộ sẽ đóng góp chính giúp LN ròng năm 2020 tăng 43,5% svck. Trong năm 2021, chúng tôi ước tính LN ròng của C4G sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ 71,8% svck, nhờ vào cú hích từ mảng xây lắp khi thực hiện thi công các gói thầu quy mô lớn tại cao tốc Bắc-Nam.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 11.400 đồng

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với C4G và định giá dựa trên phương pháp tổng giá trị thành phần (SOTP). Động lực tăng giá cổ phiếu là công ty trúng nhiều gói thầu tại cao tốc Bắc-Nam hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá cổ phiếu là dòng tiền tại các dự án BOT kém hơn so với dự kiến.

Tổng quan tài chính (tỷ đồng)	12-18A	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.126	2.343	2.558	3.498
Tăng trưởng DT thuần	(22,8%)	(25,0%)	9,2%	36,7%
Biên lợi nhuận gộp	15,6%	15,4%	17,0%	15,4%
Biên EBITDA	18,2%	20,5%	20,9%	18,5%
LN ròng (tỷ)	136	93	133	228
Tăng trưởng LN ròng	2,0%	(31,9%)	43,5%	71,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	1,9%	(32,4%)	44,2%	71,8%
EPS cơ bản	1.361	927	1.330	2.285
EPS điều chỉnh	1.361	927	1.330	2.285
BVPS	11.176	12.099	12.839	14.567
ROAE	12,3%	8,0%	10,7%	16,7%

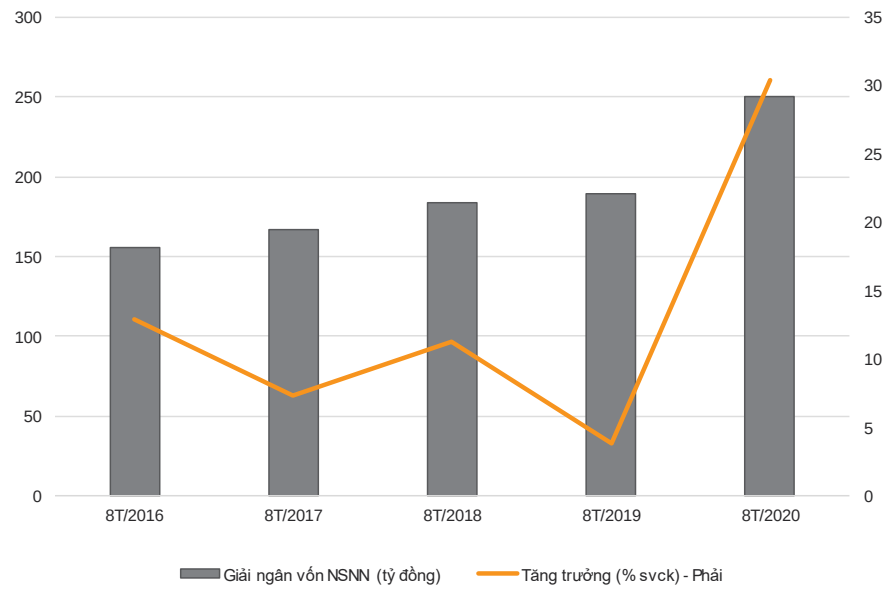
Nguồn: VNDIRECT Research

MẢNG XÂY LẮP: ĐẦU TƯ CÔNG ĐƯỢC ĐẨY MẠNH LÀ CƠ HỘI CHO C4G

Chính phủ quyết liệt đẩy nhanh giải ngân đầu tư công

Ngày 06/04, Chính phủ đã ban hành Nghị định hướng dẫn thi hành Luật Đầu tư công sửa đổi, quy định về quản lý, thanh quyết toán vốn và chế tài xử lý đối với các tổ chức, cá nhân liên quan nhằm ngăn chặn tình trạng chậm giải ngân vốn đầu tư công. Chính phủ cũng cho phép chuyển vốn đầu tư công từ các dự án chậm giải ngân sang các dự án có tốc độ giải ngân nhanh hơn. Nhờ những chính sách quyết liệt này, giải ngân vốn đầu tư từ Ngân sách nhà nước (đầu tư công) trong 8 tháng đầu năm 2020 tăng 30,4% svck lên 250.500 tỷ đồng và hoàn thành 50,7% kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công cả năm 2020.

Hình 1: Giải ngân vốn đầu tư công 8 tháng đầu năm 2020 tăng mạnh



Nguồn: VNDIRECT Research, Tổng cục Thống kê

Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2021 để thúc đẩy tăng trưởng trong bối cảnh áp lực lạm phát thấp. Hầu hết các dự án đầu tư công là đầu tư xây dựng hạ tầng cơ bản với thời gian thi công tương đối dài từ hai đến bốn năm. Sáu trong số mười một dự án thành phần của đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông được khởi công trong khoảng thời gian từ Q4/19-Q4/20 sẽ được tập trung thi công trong năm 2021 và dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2022-2023. Năm dự án thành phần còn lại dự kiến được khởi công trong những quý tới. Ngoài ra, Chính phủ cũng đang quyết liệt chuẩn bị để khởi công giai đoạn 1 của dự án sân bay Long Thành với tổng mức đầu tư lên tới 114.451 tỷ đồng đúng tiến độ vào tháng 5 năm 2021. Với hàng loạt dự án được triển khai đồng thời, chúng tôi cho rằng giải ngân vốn đầu tư công sẽ duy trì nhịp độ tăng trưởng cao trong năm 2021.

Chính phủ đang tạo điều kiện cho các gói thầu cao tốc Bắc-Nam phía Đông sớm được triển khai

Bàn giao toàn bộ mặt bằng phục vụ thi công trong tháng 8/2020

Giải phóng mặt bằng luôn là điểm nghẽn khiến các dự án hạ tầng tại Việt Nam chậm tiến độ so với kế hoạch ban đầu. Tuy nhiên, tại 3 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam được chuyển đổi từ hình thức hợp tác công tư (PPP) sang đầu tư công (bao gồm Mai Sơn-Quốc lộ 45, Vĩnh Hảo-Phan Thiết và Phan Thiết-Dầu Giây), công tác giải phóng mặt bằng đang diễn ra rất quyết liệt.

Mới đây, Bộ GTVT đã ban hành công văn đề nghị 4 tỉnh có các dự án cao tốc đi qua (bao gồm Ninh Bình, Thanh Hóa, Bình Thuận, Đồng Nai) tập trung chỉ đạo các cấp cơ sở nhanh chóng hoàn thành khối lượng giải phóng mặt bằng còn lại và bàn giao toàn bộ mặt bằng phục vụ thi công tại các dự án trong tháng 8/2020.

Hoàn thiện thủ tục pháp lý, sẵn sàng khởi công trong tháng 9/2020

Các công tác cần thiết như phê duyệt điều chỉnh dự án, phê duyệt thiết kế dự toán 13 gói thầu, phê duyệt Hồ sơ mời thầu của các gói thầu xây lắp, bảo hiểm… đang được Bộ GTVT tích cực chuẩn bị, dự kiến đưa các dự án vào khởi công ngay trong tháng 9/2020, chỉ sau gần 2 tháng tính từ thời điểm Quốc hội biểu quyết thông qua chuyển đổi hình thức đầu tư đối với 3 dự án nói trên.

Hình 2: Các dự án cao tốc Bắc-Nam phía Đông đang được đẩy mạnh triển khai

Dự án cao tốc	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Chiều dài (km)	Thời điểm khởi công	Hình thức đầu tư	Tình trạng dự án
Cao Bồ - Mai Sơn	1.612	15	Quý 4/2019	Đầu tư công	Tính đến giữa tháng 8/2020, dự án đang thi công đúng tiến độ, sản lượng dự án đạt khoảng 450/1.052 tỷ đồng (đạt 41,5%); giải phóng mặt bằng được 15/15,2 km (đạt 98,7%); đã ký kết hợp đồng với nhà thầu hoàn thành dự án trong tháng 12/2021.
Cam Lộ - La Sơn	7.900	98	Quý 4/2019	Đầu tư công	2 gói thầu XL01 và XL02 đã hoàn thành lần lượt 45% và 40% khối lượng thi công; gói XL03 mới ký hợp đồng cuối tháng 4/2020, nhà thầu đã tích cực huy động máy móc thiết bị, thi công đồng loạt, đạt khối lượng khoảng 10%; giải phóng mặt bằng được 95,6/98 km (đạt 97,6%).
Cầu Mỹ Thuận 2	5.125	7	Quý 1/2020	Đầu tư công	Gói thầu lớn nhất XL.03A thi công phần cầu chính đã được khởi công ngày 19/08. Gói thầu XL01 khởi công trong tháng 3/2020 đã hoàn thành khoảng 20% khối lượng, vượt tiến độ 2%; giải phóng mặt bằng cơ bản đã hoàn thành cuối tháng 7/2020.
Mai Sơn - Quốc lộ 45	14.703	63	Quý 3/2020	Đầu tư công	Giải phóng mặt bằng đạt 93,8%, dự kiến khởi công cuối tháng 9/2020.
Vĩnh Hảo - Phan Thiết	19.648	101	Quý 3/2020	Đầu tư công	Giải phóng mặt bằng đạt 93%, dự kiến khởi công cuối tháng 9/2020.
Phan Thiết - Dầu Giây	19.571	99	Quý 3/2020	Đầu tư công	Đã hoàn thành giải phóng mặt bằng, sẵn sàng khởi công cuối tháng 9/2020.
Diễn Châu - Bãi Vọt	13.596	50	2021-2025	PPP	Giải phóng mặt bằng đạt 87%, dự kiến bàn giao mặt bằng thi công trong tháng 10/2020, khởi công trong quý 1/2021
Nha Trang - Cam Lâm	5.131	49	2021-2025	PPP	
Cam Lâm - Vĩnh Hảo	15.013	78	2021-2025	PPP	
Quốc lộ 45- Nghi Sơn	7.769	43	2021-2025	PPP	
Nghi Sơn - Diễn Châu	8.648	50	2021-2025	PPP	
Tổng	**118.716**	**653**			

Nguồn: VNDIRECT Research, Bộ Giao thông Vận tải (GTVT)

C4G đã có sự chuẩn bị nhằm giành được các gói thầu tại các dự án đầu tư công trọng điểm

C4G liên tiếp trúng thầu các dự án mới trong 8 tháng đầu năm 2020

Tận dụng việc đẩy nhanh công tác giải ngân vốn đầu tư công tại tất cả các địa phương trên toàn quốc, các liên danh thầu của C4G đã liên tiếp công bố trúng thầu tại nhiều dự án nổi bật gần đây với giá trị các gói thầu lên đến hơn 4.100 tỷ đồng. Trong đó đáng chú ý có các dự án nâng cấp đường băng Tân Sơn Nhất và Tuyến đường vành đai phía Tây 2 Đà Nẵng. Cuối tháng 8, tổng giá trị backlog (giá trị hợp đồng chưa thực hiện) của C4G đạt 3.132 tỷ đồng (tăng 36,1% so với cuối năm 2019).

Hình 3: C4G đã nhận được nhiều gói thầu lớn thời gian gần đây

Dự án	Vị trí	Giá trị (tỷ đồng)	Thời điểm trúng thầu	Thời điểm khởi công	Thời gian thực hiện (tháng)	Đơn vị trúng thầu
Gói thầu số 6 - Dự án mở rộng sân đỗ máy bay, Cảng Hàng không quốc tế Cát Bi	Hải Phòng	305	08/2020	NA	12	C4G - ACC - Đông Á
Hạng mục giao thông, thoát nước Dự án Cụm nút giao thông phía Tây cầu Trần Thị Lý	Đà Nẵng	535	03/2020	03/2020	15	C4G - Xuân Quang - 319 - Thành Phát
Dự án cải tạo, nâng cấp đường cất hạ cánh, đường lăn Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất	TP.HCM	1381	06/2020	06/2020	20	C4G - ACC - Sáu Bốn Bảy
Tuyến đường vành đai phía Tây 2	Đà Nẵng	1,022	12/2019	02/2020	18	C4G - KCON - Trường Sơn - Nhất Huy
Hầm chui HC1 và phần đường giao thông hầm chui nút giao Nguyễn Văn Linh - Nguyễn Hữu Thọ	TP.HCM	252	12/2019	04/2020	15	C4G - Trường Sơn - Trung Chính - Thành Phát
Gói thầu XL9 đoạn Km78+000 - Km81+500 dự án cao tốc Cam Lộ - La Sơn	Huế	623	12/2019	04/2020	24	C4G - Cầu 7 Thăng Long - Trung Chính

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Chuẩn bị sẵn sàng cho cơ hội từ đầu tư công

C4G cho biết đang tham gia dự thầu một số các dự án đầu tư công, trong đó trọng điểm là 3 dự án cao tốc Bắc Nam. Để sẵn sàng cho cơ hội mới, C4G đã và đang chuẩn bị đầy đủ cả về năng lực thi công lẫn năng lực tài chính:

Đảm bảo đủ điều kiện năng lực tài chính tham gia các dự án cao tốc Bắc-Nam

Lượng tiền & tương đương tiền và Đầu tư ngắn hạn (Tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn) của C4G cuối Quý 2/2020 đã tăng 47,8% sv thời điểm cuối năm 2019, lên mức 329 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính trung bình các quy mô gói thầu tại 3 dự án cao tốc Bắc-Nam khoảng 2.300 tỷ đồng, như vậy C4G sẽ phải tiếp tục huy động thêm nguồn vốn để đảm bảo tỷ lệ ký quỹ tại các ngân hàng thương mại là 18-20% giá trị gói thầu (tương đương 400-450 tỷ đồng). Do đây là khoản ký quỹ ban đầu để thực hiện dự án, nên khi dự án được triển khai và Chính phủ bắt đầu giải ngân tạm ứng, áp lực vốn cho khoản ký quỹ này sẽ chỉ duy trì khoảng 1-2 quý sau khi bắt đầu khởi công (số ngày phải thu 6T2020 từ các dự án xây lắp của C4G là khoảng 217 ngày).

Chúng tôi cũng lưu ý rằng thời gian Nhà nước thanh toán, nghiệm thu các dự án hạ tầng sẽ được cải thiện trong thời gian tới, do hưởng lợi từ áp lực giải ngân nhanh vốn đầu tư công. Như vậy, nhà thầu hoàn thành hạng mục nào sẽ được thanh toán hạng mục đó sớm và có vốn thực hiện các dự án tiếp theo.

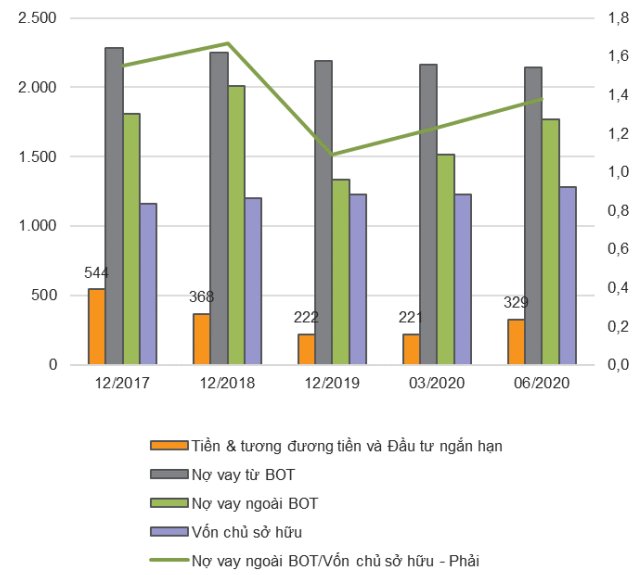
Hình 4: Các gói thầu tại 3 dự án cao tốc Bắc-Nam có giá trị lên tới hơn 2.300 tỷ đồng

Dự án	Chiều dài (km)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Ước tính giá trị xây lắp (tỷ đồng)	Số lượng gói thầu	Tổng mức đầu tư / gói thầu (tỷ đồng)
Mai Sơn - Quốc lộ 45	63	14.703	8.087	5	1.617
Vĩnh Hảo - Phan Thiết	101	19.648	10.806	4	2.702
Phan Thiết - Dầu Giây	99	19.571	11.155	4	2.789
Tổng	263	53.922	30.049	13	
Trung bình					2.311

Nguồn: VNDIRECT Research ước tính, Bộ GTVT

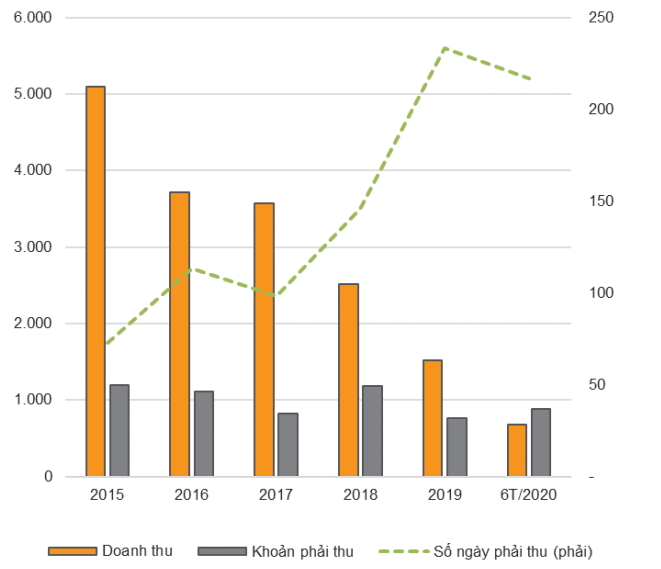
Trong tháng 6 năm 2020, C4G đã phát hành thành công 200 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ nhằm bổ sung nguồn vốn. Ngoài ra, dự án BĐS 61 Nguyễn Trường Tộ dự kiến có thể đem lại 70 tỷ dòng tiền trong 6 tháng cuối năm, giảm bớt áp lực vay vốn trong trường hợp trúng thầu. Loại trừ khoản vay từ BOT Bến Thủy (được đảm bảo bằng dòng tiền dự án), tổng vay nợ của C4G là 1.770 tỷ đồng cuối Quý 2/2020, tương đương với tỷ lệ nợ/VCSH ở mức 1,38x (thấp hơn so với bình quân giai đoạn 2017-19 là 1,44x).

Hình 5: Lượng tiền gửi tại ngân hàng của C4G cuối Quý 2/2020 đã tăng 47,8% sv đầu năm



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: Số ngày phải thu từ mảng xây lắp của C4G trong 6T2020 đã giảm xuống 217 ngày từ mức 233 ngày của năm 2019



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Năng lực thi công các dự án hạ tầng của C4G đã được chứng minh

Với kinh nghiệm gần 60 năm tham gia ngành xây lắp, C4G đã chứng minh được năng lực thi công tại hàng loạt dự án hạ tầng khắp cả nước, đặc biệt là các án khó, đòi hỏi kĩ thuật cao như cao tốc (TP.HCM – Trung Lương, Đà Nẵng – Quảng Ngãi, Long Thành – Dầu Giây), hệ thống đường băng, kho bãi sân bay (Cam Ranh, Thọ Xuân, Pleiku), nhà ga metro (Bến Thành – Suối Tiên), hầm chui (Thanh Xuân, Trung Hòa – Hà Nội),…

Công ty cũng đã sở hữu và làm chủ được hầu hết công nghệ thi công trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng giao thông như: 1) công nghệ thi công hầm qua núi NATM – thân trụ cao bằng ván khuôn leo (cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi); 2) công nghệ thi công cầu dây văng (cầu Phước Khánh – gói thầu J3 cao tốc Bến Lức - Long Thành); 3) công nghệ thi công hầm metro – tường vây Barrette, cọc trung gian Kingpot, cọc CDM đường kính lớn (gói thầu CP1A metro Bến Thành – Suối Tiên); 4) công nghệ thi công cầu cảng biển (cảng Vissai – Nghệ An);… đây là những công nghệ đòi hỏi kỹ thuật thi công ở trình độ cao với rất ít đơn vị thi công ở Việt Nam có thể thực hiện được.

Hình 7: Công nghệ thi công cầu dây văng

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 8: Công nghệ đà giáo đẩy (MSS)

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Bên cạnh đó, C4G đang thi công vượt tiến độ tại hàng loạt các dự án trọng điểm gần đây, tiêu biểu như Dự án xây dựng cầu cạn đoạn Mai Dịch – Nam Thăng Long dự kiến thông xe vào ngày 10/10/2020, vượt tiến độ gần 3 tháng; Dự án Nâng cấp đường cất hạ cánh 25R sân bay Tân Sơn Nhất đang vượt kế hoạch 18%,… củng cố thêm niềm tin về việc C4G có khả năng hoàn thành sớm các dự án cao tốc Bắc-Nam.

C4G kỳ vọng sẽ giành được tối thiểu 1/13 gói thầu tại 3 dự án cao tốc Bắc-Nam

3 dự án đầu tư công nằm trong cao tốc Bắc-Nam được chia thành 13 gói thầu với quy mô khá lớn, bình quân khoảng 2.300 tỷ đồng/gói thầu. C4G đặt kế hoạch giành tối thiểu 1/13 gói thầu này.

Chúng tôi sử dụng 3 kịch bản cho khả năng trúng thầu của C4G.

Hình 9: Các kịch bản về tổng giá trị backlog của C4G thời điểm cuối năm 2020

Kịch bản	Giả định kịch bản	Tổng giá trị backlog lũy kế (tỷ đồng)	Giá trị backlog / Doanh thu 2019
Kịch bản kém khả quan (KKQ)	Không trúng thầu gói thầu nào	3.200	2,1
Kịch bản cơ sở (CS)	Trúng 1 gói thầu	5.500	3,6
Kịch bản khả quan (KQ)	trúng 2 gói thầu	7.800	5,1

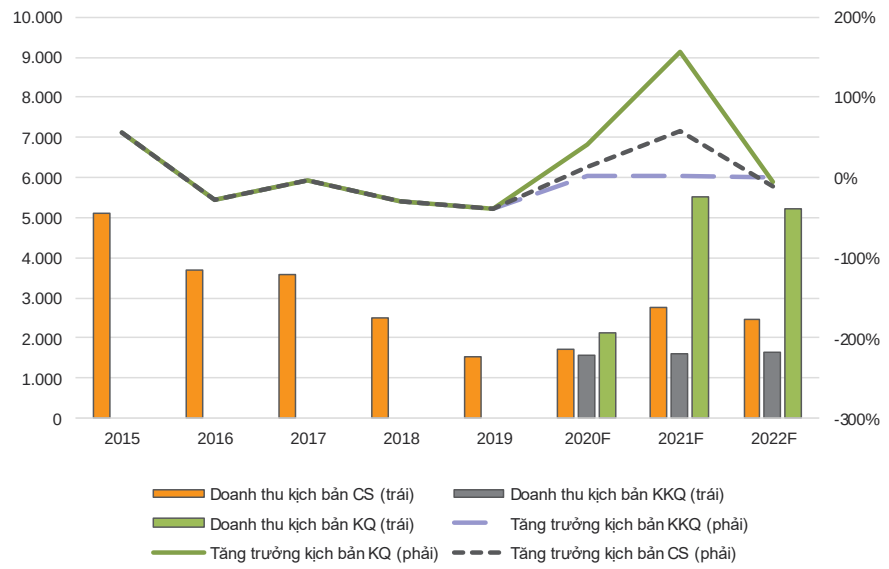
Nguồn: VNDIRECT Research

Chúng tôi sử dụng kịch bản cơ sở trong dự phóng kết quả kinh doanh mảng xây lắp. Với giả định các dự án cao tốc Bắc-Nam hoàn thành trong 24 tháng, chúng tôi ước tính doanh thu mảng xây lắp sẽ tăng trưởng kép 34,3% trong giai đoạn 2020-21.

Trong kịch bản khả quan, C4G có thể giành được 2 gói thầu, khi đó doanh thu mảng xây lắp sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 60% trong giai đoạn 2020-21, theo ước tính của chúng tôi.

Trường hợp C4G không trúng gói thầu nào (kịch bản kém khả quan), mảng xây lắp của công ty khó có thể ghi nhận mức tăng trưởng đột biến.

Hình 10: Dự phóng doanh thu mảng xây lắp giai đoạn 2020-22 dựa trên 3 kịch bản



Nguồn: VNDIRECT Research

ĐẦU TƯ VÀ KHAI THÁC BOT – KHÓ KHĂN SẼ GIẢM BỚT

Dòng tiền từ các dự án BOT hiện tại vẫn yếu cho đến năm 2026, tuy nhiên nguồn thu tại tất cả 4 dự án đã có thể bù đắp lại các chi phí

C4G đang quản lý các trạm thu phí tại 4 dự án BOT, trong đó 3 BOT được hạch toán theo đơn vị dự án (BOT Yên Lệnh – Vực Vòng, Nghi Sơn – Cầu Giát và Thái Nguyên – Chợ Mới) và 1 BOT hạch toán phụ thuộc (BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh).

Theo báo cáo tài chính năm 2019, trong 3 dự án BOT hạch toán theo đơn vị dự án chỉ duy nhất BOT Yên Lệnh – Vực Vòng ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế dương 28,3 tỷ đồng, đem về khoản lợi nhuận 17,7 tỷ đồng được chia cho C4G, trong khi BOT Nghi Sơn – Cầu Giát và Thái Nguyên – Chợ Mới đều ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế năm 2019 âm, lần lượt lỗ 43,2 tỷ đồng và 8,2 tỷ đồng.

Hình 11: C4G đang quản lý các trạm thu phí tại 4 dự án BOT

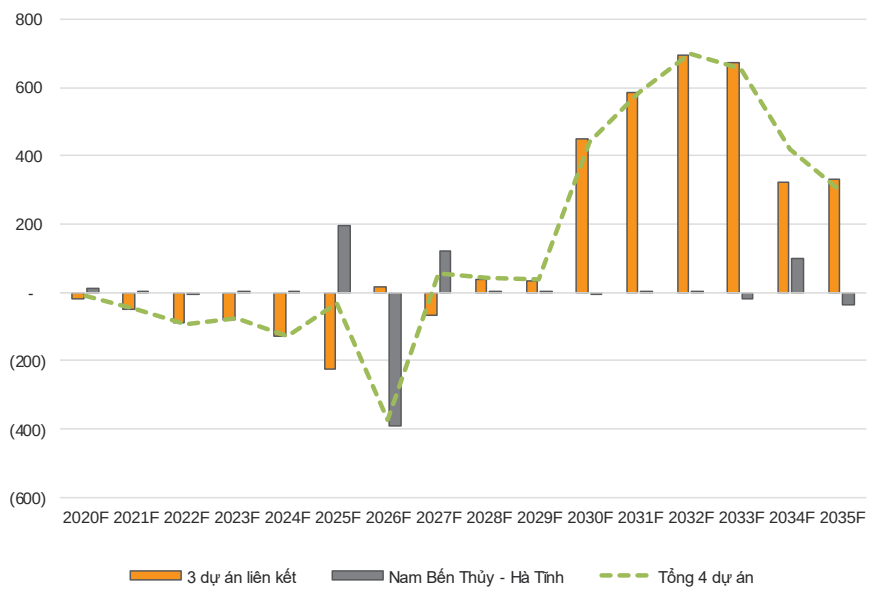
STT	Dự án	Địa điểm	Thời điểm bắt đầu thu phí	Tỷ lệ lợi ích	Tỷ lệ quyền biểu quyết	Doanh thu (tỷ đồng)			Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)			Dòng tiền ròng (tỷ đồng) (*)		
						2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017
1	Nam Bến Thủy - Hà Tĩnh	Nghệ An - Hà Tĩnh	2014	100%	100%	306,4	294,7	300,6						
2	Nghi Sơn - Cầu Giát	Thanh Hóa - Nghệ An	2015	51%	50%	300,4	284,5	280,5	(43,2)	(49,1)	(64,3)	(3,9)	(10,4)	(19,9)
3	Yên Lệnh - Vực Vòng	Hưng Yên - Hà Nam	2017	30%	50%	95,8	139,5	158,8	28,4	64,1	14,7	24,4	48,8	24,1
4	Thái Nguyên - Chợ Mới	Thái Nguyên - Bắc Kạn	2018	49,31%	33,34%	31,5	20,9	2,4	(8,2)	(4,6)	(4,5)	(105,4)	(202,6)	(223,7)

(*) Dòng tiền ròng tại BOT Yên Lệnh – Vực Vòng và Thái Nguyên – Chợ Mới đã được loại trừ khoản chi trả cổ tức và khoản nợ vay liên quan đến C4G

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Các dự án BOT của C4G nhìn chung vẫn ghi nhận dòng tiền yếu cho đến năm 2026. Dự án Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh sẽ tiến hành đại tu trong năm 2026 khiến dòng tiền ròng tại dự án âm 390 tỷ đồng.

Hình 12: Dòng tiền ròng tại 4 dự án BOT vẫn yếu cho tới năm 2026 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research

BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh

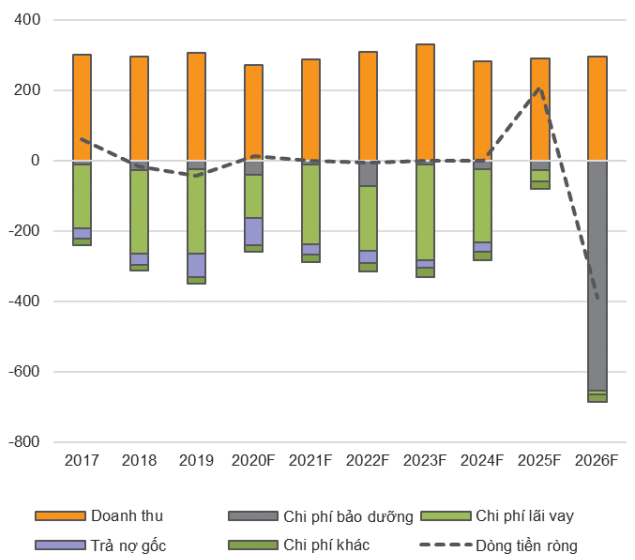
Do ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19, lưu lượng phương tiện chịu phí qua 2 trạm BOT cầu Bến Thủy 1 & 2 giảm 11,1% svck trong 6T2020. Mặt khác, thời điểm tăng giá vé 18%/lần theo lộ trình 3 năm/lần tại dự án đã bị trì hoãn. Dự kiến, giá vé sẽ chỉ điều chỉnh tăng 15% từ tháng 1/2021 (chậm hơn sv kế hoạch

cũ là tháng 1/2019), điều này đã ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu tại dự án. Chúng tôi dự phóng doanh thu tại BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh sẽ giảm 11,2% svck trong năm 2020, trước khi ghi nhận mức tăng trưởng kép bình quân 6,7% trong giai đoạn 2020-23.

Bên cạnh đó, rủi ro lưu lượng phương tiện đi qua cầu Bến Thủy 1 & 2 giảm là rất lớn do dự án cầu Cửa Hội và cao tốc Diễn Châu – Bãi Vọt dự kiến đi vào hoạt động lần lượt từ tháng 1/2021 và tháng 1/2024, khi đó chúng tôi ước tính doanh thu tại dự án năm 2024 sẽ giảm 14,5% svck.

Trước những khó khăn trên, đơn vị tài trợ vốn tại BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh là Ngân hàng BIDV đã chấp thuận phương án cơ cấu lại thời hạn trả nợ của C4G. Theo đó, C4G chỉ phải chịu mức lãi vay bình quân giai đoạn 2020-25 là 8,7%/năm sv mức 11,7%/năm trong phương án trả nợ cũ. Điều này sẽ giúp dòng tiền ròng tại BOT ghi nhận mức dương trong giai đoạn 2020-25, trước khi giảm còn -390 tỷ trong năm 2026 do công ty tiến hành bảo dưỡng đại tu dự án.

Hình 13: Dự phóng dòng tiền tại dự án BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 14: Dự án cầu Cửa Hội và cao tốc Diễn Châu – Bãi Vọt sẽ ảnh hưởng đến doanh thu tại 2 trạm BOT cầu Bến Thủy 1 & 2

Nguồn: VNDIRECT Research, Bộ GTVT

BOT Thái Nguyên – Chợ Mới

Trong năm 2019, BOT Thái Nguyên – Chợ Mới ghi nhận khoản lỗ 8,2 tỷ đồng, được C4G ghi nhận trong khoản lỗ liên doanh, liên kết. Nguyên nhân là do dự án chỉ vận hành được một trong tổng số hai trạm thu phí thiết kế theo kế hoạch ban đầu, khiến doanh thu không đủ chi trả chi phí vận hành và lãi vay. Việc mở thu phí trạm số 2 trong Quý 1/2020 đã bị trì hoãn do lo ngại người dân phản đối trong thời điểm dịch bệnh Covid-19 bùng phát. Hiện nay, trạm số 1 của dự án đang ghi nhận doanh thu khoảng 70-80 triệu đồng/ngày (tương đương khoảng 30% doanh thu dự toán toàn dự án).

Tuy nhiên, công ty cũng đã được ngân hàng Techcombank chấp thuận phương án giãn nợ tại BOT. Theo đó, BOT chỉ còn phải trả 2 tỷ đồng/tháng tiền lãi vay, tương ứng với phần doanh thu hiện tại, giảm bớt áp lực dòng tiền cho dự án.

Chờ đợi những chính sách hỗ trợ của Nhà nước cho các dự án BOT

Các dự án BOT của C4G đã ký hợp đồng điều chỉnh tăng giá định kỳ sau 3 năm/lần, với mức tăng 18%/lần. Tuy nhiên tại thời điểm năm 2020 dù đã đến hạn tăng phí nhưng Bộ GTVT vẫn chưa phê duyệt kế hoạch này, một phần do

định hướng hạn chế tăng các loại thuế phí, ổn định kinh tế vĩ mô của Chính phủ. Bộ GTVT đang xem xét các 3 phương án hỗ trợ các chủ đầu tư BOT:

- Phương án 1: thực hiện tăng phí đối với các dự án BOT nhưng theo một khung thời gian thích hợp hơn.
- Phương án 2: không thực hiện tăng phí nhưng có cơ chế hỗ trợ các chủ đầu tư BOT như cơ cấu dòng tiền trả nợ tại các ngân hàng, tăng thời gian thu phí,…
- Phương án 3: Nhà nước mua lại dự án BOT.

C4G đang phải ghi nhận khoản phải thu về cho vay 572 tỷ tại CT TNHH BOT Thái Nguyên – Chợ Mới và 176 tỷ đồng phải thu khác tại CTCP Đầu tư Xây dựng Tuấn Lộc (đơn vị đối tác cùng C4G thực hiện dự án BOT Thái Nguyên – Chợ Mới) tại thời điểm cuối năm 2019. Trong kịch bản tích cực nhất là dự án này được mua lại theo Phương án 3, C4G có thể thu về dòng tiền khoảng 922 tỷ đồng, giúp bảng cân đối kế toán lành mạnh hơn rất nhiều. Dựa trên những số liệu hiện tại, nếu BOT Thái Nguyên - Chợ Mới được thu hồi, chúng tôi cho rằng nợ ròng của C4G có thể giảm 32% xuống 2.661 tỷ đồng (từ mức 3.583 tỷ đồng hiện tại). Tuy nhiên, kể cả phương án mua lại có được thông qua thì thời gian để chính thức thực hiện có thể mất nhiều thời gian, tác động đến ngắn hạn sẽ không lớn.

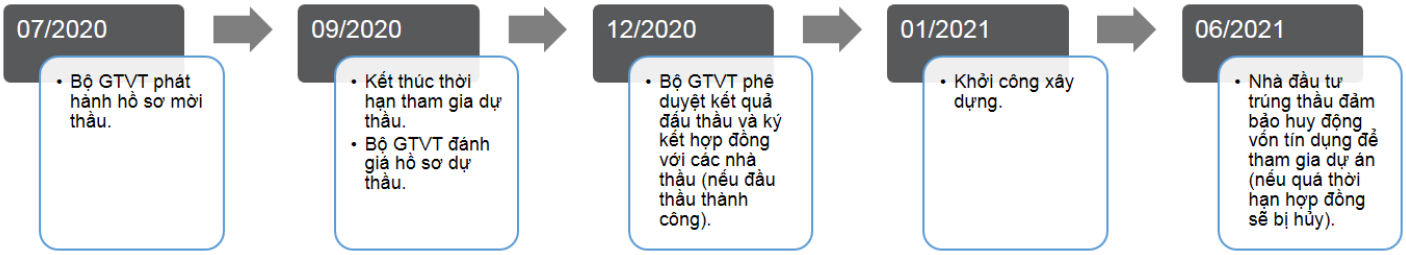
C4G tiếp tục đặt mục tiêu giành được tối thiểu 1/5 dự án cao tốc Bắc-Nam theo hình thức PPP

Mặc dù đang gặp khó khăn tại 4 dự án BOT đang triển khai, C4G vẫn đang tiếp tục tham gia đấu thầu tại 5 dự án cao tốc Bắc-Nam được triển khai theo hình thức PPP, theo chúng tôi bởi các lí do 1) đảm bảo khối lượng công việc cho hoạt động xây lắp của C4G trong 3 năm tới, do doanh thu mảng kinh doanh này của công ty đã giảm bình quân 26% trong giai đoạn 2015-19; 2) trong nỗ lực thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ, 5 dự án cao tốc Bắc-Nam sẽ được giải ngân vốn nhà nước sớm hơn các năm trước và 3) 2 dự án cao tốc Bắc-Nam đoạn chạy qua Thanh Hóa-Nghệ An-Hà Tĩnh sẽ ảnh hưởng đến lưu lượng phương tiện qua 2 BOT đang vận hành của C4G (Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh và Nghi Sơn – Cầu Giát), do vậy việc tham gia đấu thầu sẽ giúp công ty giảm bớt rủi ro suy giảm nguồn thu từ mảng thu phí BOT.

Nhiều hỗ trợ đến từ Chính phủ

Theo Bộ GTVT, vốn Nhà nước tham gia tại 5 dự án cao tốc Bắc-Nam theo hình thức PPP sẽ lên tới 45-50%, cao hơn nhiều so với các dự án BOT trước đây (khoảng 5-10%). Đồng thời, Bộ cũng cam kết các dự án sẽ có 100% mặt bằng sạch, sẵn sàng thi công trong tháng 10/2020. Như vậy, 2 rủi ro lớn nhất tại các dự án hạ tầng là nguồn vốn và mặt bằng sẽ được Chính phủ hỗ trợ đáng kể cho các doanh nghiệp ngành xây lắp, nhằm đưa 5 dự án khởi công ngay đầu năm 2021.

Hình 15: Các dự án cao tốc Bắc-Nam theo hình thức PPP sẽ khởi công trong tháng 01/2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Bộ GTVT

Mặt khác, trong Thông tư 08/2020/TT-NHNN sửa đổi vừa được Ngân hàng Nhà nước ban hành trong tháng 8 đã lùi thời hạn giảm tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung, dài hạn của các ngân hàng thương mại thêm 1 năm. Theo đó, chủ đầu tư các dự án BOT sẽ có thể tiếp cận thêm nguồn vốn từ các ngân hàng trong thời gian tới.

C4G có kinh nghiệm vận hành các dự án BOT giao thông

Bên cạnh mảng xây lắp, C4G cũng có nhiều kinh nghiệm đầu tư, vận hành và khai thác 4 dự án BOT giao thông. Do đó các liên danh đấu thầu của C4G tại 5 dự án cao tốc Bắc-Nam đều vượt qua vòng sơ tuyển.

Ban lãnh đạo C4G cũng kỳ vọng sẽ giành được 1/5 dự án, đặc biệt là dự án cao tốc Nghi Sơn – Diễn Châu và Diễn Châu – Bãi Vọt, 2 dự án nằm trên các tuyến đường song song với quốc lộ 1, ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn thu của những BOT đang vận hành của C4G là Nghi Sơn – Cầu Giát và Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng C4G cần phải giải quyết vấn đề về vốn để có thể trúng thầu các dự án này. Theo quy định, nhà đầu tư sẽ phải đối ứng 20% vốn dự án và tìm kiếm các hợp đồng tín dụng cho phần vốn còn lại (khoảng 20-35% vốn dự án). Do phải đảm bảo nguồn vốn khi tham gia 3 dự án cao tốc theo hình thức đầu tư công, C4G sẽ gặp khó khăn khi chứng minh năng lực tài chính tại 5 dự án PPP. Do vậy, chúng tôi hiện chưa đưa các dự án cao tốc đầu tư theo hình thức PPP vào mô hình dự phóng.

Hình 16: Các liên danh của C4G đã vượt qua vòng sơ tuyển tại cả 5 dự án cao tốc Bắc-Nam đầu tư theo hình thức PPP

Dự án	Các liên danh vượt qua vòng sơ tuyển
QL45-Nghi Sơn	1. **C4G** – Hòa Bình – Thuận An – Tân Thành Đô – Công ty 18
	2. Licogi16 – FECON – 468 – Điền Phước – Fecon
Nghi Sơn-Diễn Châu	1. Tân Nam – Vinaconex – Thái Sơn
	2. Hòa Hiệp – Vinaconex 2 – **C4G** – Núi Hồng
Diễn Châu-Bãi Vọt	1. Hòa Hiệp – Vinaconex 2 – **C4G** – Núi Hồng
	2. Đèo Cả - Hải Thạch – Hà Thanh – Hoang Long – Tiến Đại Phát
	3. Vinaconex – Tân Nam – HCJ
Nha Trang-Cam Lâm	1. Vinaconex – Duy Tân – Trường Long
	2. **C4G** – Thuận An – Tân Thành Đô
	3. Sơn Hải
	4. Miền Trung – Cường Thịnh Thi – Cienco1 – 873 – 168
	5. Phương Thành – Nguyên Minh – Nhạc Sơn – Tự Lập
Cam Lâm-Vĩnh Hảo	1. Trung Nam – Horizon – Hải Đăng – Sơn Hải
	2. Vinaconex – VN.EDTEI – FECON
	3. Đèo Cả - Hải Thạch – 194
	4. **C4G** – Hòa Bình – Giao thông 18 – Phương Thành – Thuận An

Nguồn: VNDIRECT Research, Bộ GTVT

MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN SẼ ĐÓNG GÓP NHIỀU HƠN VÀO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2020

Tận dụng ưu thế năng lực thi công các dự án hạ tầng và hạn chế rủi ro thời gian thu hồi vốn dài tại dự án BOT, C4G định hướng tham gia các dự án BT (đổi đất lấy hạ tầng), với dự án BT đầu tiên là Cầu Hiếu 2. Bên cạnh đó, công ty cũng trực tiếp đầu tư, tham gia góp vốn tại các dự án văn phòng cho thuê như 180 Nguyễn Thị Minh Khai (hợp tác với Casumina (CSM VN, HOSE), 116 Đinh Tiên Hoàng (thuộc sở hữu của CTCP Thiết bị Giáo dục 2 – đơn vị liên kết được C4G nắm giữ 45,5% vốn), 29 Quang Trung – Vinh, Tòa nhà công vụ tại Hà Nội,… nhằm tạo dòng tiền ổn định, giảm bớt tác động của chu kỳ ngành xây lắp tới kết quả kinh doanh.

BT Cầu Hiếu 2 – Long Sơn

Dự án BT xây dựng Cầu Hiếu 2 và đường hai đầu cầu thị xã Thái Hòa, tỉnh Nghệ An được được phê duyệt quyết toán và sẵn sàng bàn giao. C4G sẽ nhận được 26,2 ha đất tại 4 Khu đô thị Long Sơn 1-4. Hiện tại, công ty đã nhận tiền đặt cọc 2/4 khu từ khách hàng và sẽ tiến hành bàn giao trong Quý 3/2020, dự kiến C4G sẽ thu về được khoảng 140 tỷ đồng doanh thu và 77 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Các phân khu 3-4 sẽ được bàn giao lần lượt trong năm 2021-22.

61 Nguyễn Trường Tộ

Dự án 61 Nguyễn Trường Tộ nằm tại trung tâm thành phố Vinh, chỉ cách khu công nghiệp VSIP và Đại lộ Vinh-Cửa Lò 4 phút di chuyển. Dự án đã hoàn thành và bắt đầu bàn giao 32 căn hộ trong năm 2019.

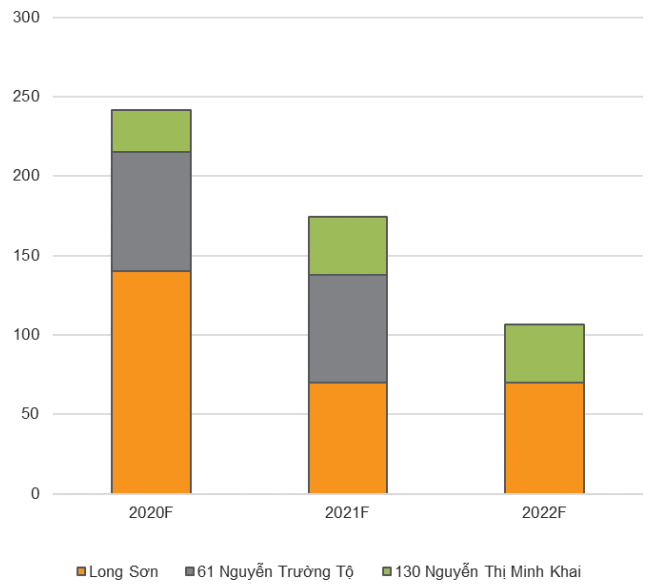
Tiến độ bán hàng tại dự án đang khá khả quan, khi có 41 căn liền kề và 80 căn hộ đã nhận được tiền đặt cọc tính đến hết Quý 2/2020. Chúng tôi kỳ vọng C4G sẽ bàn giao 52 căn liền kề và 123 căn hộ trong giai đoạn 2020-21 với tổng doanh thu 143 tỷ đồng.

180 Nguyễn Thị Minh Khai

Do ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19, chúng tôi dự phóng tỷ lệ lấp đầy tại dự án văn phòng cho thuê 180 Nguyễn Thị Minh Khai bình quân trong năm 2020 sẽ giảm xuống còn 70%, so với mức 91,6% cùng kỳ năm ngoái.

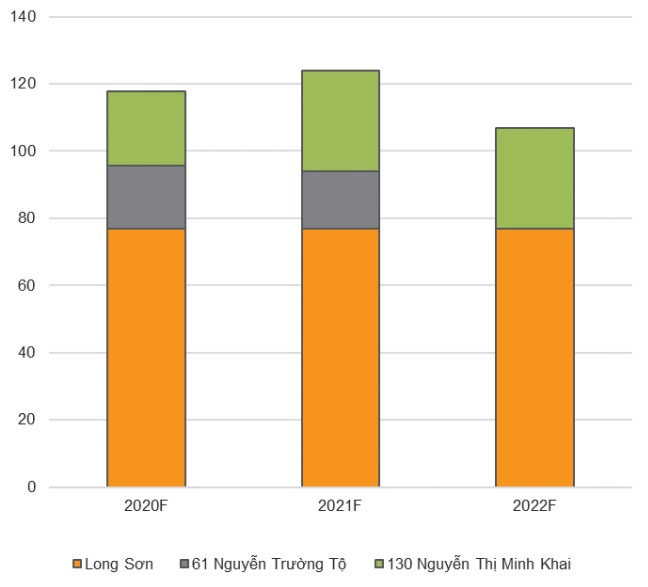
Dự phóng kết quả kinh doanh mảng BĐS 2020-21

Hình 17: Dự phóng doanh thu mảng bất động sản giai đoạn 2020-22 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 18: Dự phóng lợi nhuận gộp mảng bất động sản giai đoạn 2020-22 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Cập nhật kết quả kinh doanh 6T/2020

Hình 19: Mảng BOT chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19, lợi nhuận ròng 6 tháng đầu năm 2020 giảm mạnh 55,6% svck

tỷ đồng	Quý 2/2020	Quý 2/2019	% thay đổi sv cùng kỳ năm trước	6T/2020	6T/2019	% thay đổi sv cùng kỳ năm trước	Ghi chú
Doanh thu	**711,4**	**496,3**	**43,3%**	**951,3**	**1.039,4**	**-8,5%**	
Xây lắp	*572,8*	*271,3*	*111,1%*	*683,6*	*697,0*	*-1,9%*	Doanh thu mảng xây lắp trong 6T/2020 đến chủ yếu từ dự án Metro Bến Thành - Suối Tiên và Mai Dịch - Cầu Nhuế.
Thu phí BOT	*67,5*	*79,1*	*-14,7%*	*140,5*	*158,0*	*-11,1%*	Lưu lượng phương tiện được thu phí qua BOT Nam Bến Thủy - Hà Tĩnh giảm trong 6T/2020 do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19.
Bất động sản	*10,3*	*17,2*	*-40,1%*	*20,4*	*31,0*	*-34,2%*	
Bán vật tư	*55,0*	*80,9*	*-32,1%*	*98,3*	*103,6*	*-5,1%*	
Cho thuê thiết bị	*2,8*	*11,2*	*-74,7%*	*5,5*	*13,3*	*-58,9%*	
Khác	*3,0*	*36,5*	*-91,8%*	*3,0*	*40,6*	*-92,6%*	
Lợi nhuận gộp	**90,6**	**88,1**	**2,8%**	**164,7**	**196,6**	**-16,2%**	
Xây lắp	*44,7*	*26,6*	*68,1%*	*70,3*	*79,9*	*-12,1%*	
Thu phí BOT	*35,8*	*49,7*	*-28,0%*	*78,1*	*98,6*	*-20,8%*	
Bất động sản	*8,9*	*13,8*	*-35,4%*	*17,6*	*26,3*	*-32,9%*	
Bán vật tư	*4,3*	*0,7*	*529,0%*	*6,8*	*(0,4)*	*na*	
Cho thuê thiết bị	*(5,0)*	*(3,5)*	*na*	*(10,1)*	*(2,8)*	*na*	
Khác	*1,9*	*0,8*	*235,0%*	*1,9*	*4,9*	*-61,0%*	
CPBH&QLDN	18,4	19,1	-3,4%	33,7	32,9	2,5%	
EBIT	**72,2**	**69,0**	**4,6%**	**131,0**	**163,7**	**-20,0%**	
Doanh thu tài chính	24,1	28,7	-16,2%	35,1	56,4	-37,8%	C4G không nhận được cổ tức, lợi nhuận được chia trong 6T/2020, sv mức 13,9 tỷ đồng trong cùng kỳ năm 2019.
Chi phí lãi vay	57,6	50,6	13,8%	100,4	116,0	-13,5%	
Lãi/lỗ công ty LD, LK	(6,9)	(5,0)	na	(12,9)	(9,6)	na	Dịch bệnh Covid-19 cũng ảnh hưởng đến tình hình kinh doanh tại các BOT Yên Lệnh - Vực Vòng, Nghi Sơn - Cầu Giát và Thái Nguyên - Chợ Mới trong 6T/2020.
LN trước thuế	22,0	37,8	-41,8%	40,9	84,4	-51,5%	
LN sau thuế	17,35	32,6	-46,8%	33,2	72,6	-54,3%	
Lợi nhuận ròng	**17,21**	**34,0**	**-49,5%**	**33,0**	**74,3**	**-55,6%**	
Biên lợi nhuận gộp	**12,7%**	**17,8%**	**-5,0% pts**	**17,3%**	**18,9%**	**-1,6% pts**	
Xây lắp	*7,8%*	*9,8%*	*-2,0% pts*	*10,3%*	*11,5%*	*-1,2% pts*	
Thu phí BOT	*53,0%*	*62,8%*	*-9,8% pts*	*55,6%*	*62,4%*	*-6,8% pts*	
Bất động sản	*86,5%*	*80,3%*	*6,3% pts*	*86,4%*	*84,8%*	*1,6% pts*	
Bán vật tư	*7,8%*	*0,8%*	*7,0% pts*	*7,0%*	*-0,4%*	*7,4% pts*	
Cho thuê thiết bị	*-175,5%*	*-31,1%*	*-144,4% pts*	*-184,1%*	*-20,7%*	*-163,4% pts*	
Khác	*64,2%*	*2,2%*	*61,9% pts*	*64,2%*	*12,2%*	*52,0% pts*	
CPBH&QLDN/DTT	2,6%	3,8%	-1,3% pts	3,5%	3,2%	0,4% pts	
Biên EBIT	**10,1%**	**13,9%**	**-3,8% pts**	**13,8%**	**15,7%**	**-2,0% pts**	
Biên LN ròng	**2,4%**	**6,9%**	**-4,4% pts**	**3,5%**	**7,1%**	**-3,7% pts**	

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Lợi nhuận ròng giai đoạn 2020-21 tăng trưởng mạnh mẽ từ mức thấp của năm 2019

Những giả định chính trong dự phóng của chúng tôi

- Thời gian thực hiện các dự án cao tốc Bắc-Nam theo hình thức đầu tư công là 24 tháng, trong Quý 4/2020 – Quý 3/2022.

- Biên lợi nhuận gộp tại các dự án cao tốc Bắc-Nam theo hình thức đầu tư công là 8,5% (cao hơn biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của công ty năm 2019 là 7,9% và tương đương trung bình 3 năm 2017-19), do kỳ vọng khi điều kiện đấu thầu khắt khe sẽ giúp các gói thầu có biên lợi nhuận tốt hơn.

Mặc dù lợi nhuận ròng 6 tháng đầu năm 2020 giảm 55,6% svck, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng cả năm vẫn tăng 43,5% svck nhờ vào 1) đóng góp lớn hơn của mảng bất động sản, khi tiến hành bàn giao Khu đô thị Long Sơn và dự án 61 Nguyễn Trường Tộ và 2) Các ngân hàng đã chấp thuận phương án tài chính mới, hỗ trợ chi phí lãi vay cho các dự án BOT.

Trong khi đó, các gói thầu tại dự án cao tốc Bắc-Nam sẽ là cú hích giúp doanh thu mảng xây lắp tăng trưởng mạnh 58,5% svck trong năm 2021, đóng góp nhiều hơn giúp lợi nhuận ròng năm 2021 tăng 71,8% svck.

Hình 20: Lợi nhuận ròng C4G sẽ tăng trưởng kép 57,4% trong giai đoạn 2020-21 nhờ đóng góp của mảng bất động sản và các gói thầu cao tốc Bắc-Nam

tỷ đồng	2019	2020F	% thay đổi sv cùng kỳ năm trước	2021F	% thay đổi sv cùng kỳ năm trước
Doanh thu	**2.343,0**	**2.558,4**	**9,2%**	**3.498,1**	**36,7%**
Xây lắp	*1.524,8*	*1.736,0*	*13,9%*	*2.751,0*	*58,5%*
Thu phí BOT	*306,4*	*272,0*	*-11,2%*	*288,8*	*6,2%*
Bất động sản	*53,1*	*241,7*	*355,3%*	*106,3*	*-56,0%*
Bán vật tư	*427,9*	*275,8*	*-35,5%*	*313,3*	*13,6%*
Cho thuê thiết bị	*24,4*	*26,4*	*8,1%*	*32,3*	*22,4%*
Khác	*6,4*	*6,4*	*0,0%*	*6,4*	*0,0%*
Lợi nhuận gộp	**360,1**	**435,2**	**20,9%**	**538,8**	**23,8%**
Xây lắp	*121,0*	*139,4*	*15,2%*	*229,0*	*64,3%*
Thu phí BOT	*187,3*	*162,8*	*-13,1%*	*206,0*	*26,5%*
Bất động sản	*26,6*	*117,7*	*343,1%*	*85,4*	*-27,4%*
Bán vật tư	*10,2*	*5,5*	*-45,9%*	*6,3*	*13,6%*
Cho thuê thiết bị	*8,6*	*9,6*	*11,6%*	*11,9*	*23,3%*
Khác	*6,4*	*0,3*	*-96,0%*	*0,3*	*0,0%*
CPBH&QLDN	70,5	79,1	12,2%	101,0	27,6%
EBIT	**272,4**	**339,3**	**24,6%**	**414,2**	**22,1%**
Doanh thu tài chính	92,7	74,4	-19,7%	93,2	25,3%
Chi phí lãi vay	232,0	235,7	1,6%	232,3	-1,4%
Lãi/lỗ công ty LD, LK	(29,9)	(25,9)	na	(10,8)	na
LN trước thuế	107,1	156,0	45,7%	268,1	71,8%
LN sau thuế	92,2	133,0	44,2%	228,5	71,8%
Lợi nhuận ròng	**92,7**	**133,0**	**43,5%**	**228,5**	**71,8%**
Biên lợi nhuận gộp	**15,4%**	**17,0%**	**1,6% pts**	**15,4%**	**-1,6% pts**
Xây lắp	*7,9%*	*8,0%*	*0,1% pts*	*8,3%*	*0,3% pts*
Thu phí BOT	*61,1%*	*59,8%*	*-1,3% pts*	*71,3%*	*11,5% pts*
Bất động sản	*50,0%*	*48,7%*	*-1,3% pts*	*80,3%*	*31,7% pts*
Bán vật tư	*2,4%*	*2,0%*	*-0,4% pts*	*2,0%*	*0,0% pts*
Cho thuê thiết bị	*35,4%*	*36,5%*	*1,1% pts*	*36,8%*	*0,3% pts*
Khác	*100,0%*	*4,0%*	*-96,0% pts*	*4,0%*	*0,0% pts*
CPBH&QLDN/DTT	3,0%	3,1%	0,1% pts	2,9%	-0,2% pts
Biên EBIT	**11,6%**	**13,3%**	**1,6% pts**	**11,8%**	**-1,4% pts**
Biên LN ròng	**4,0%**	**5,2%**	**1,2% pts**	**6,5%**	**1,2% pts**

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 11.400 đồng

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với C4G và định giá dựa trên phương pháp tổng giá trị thành phần (SOTP). Định giá của mảng Thu phí BOT được chiết khấu 30% do dòng tiền trong ngắn hạn tại các dự án BOT còn yếu.

Động lực tăng giá cổ phiếu là công ty trúng nhiều gói thầu tại cao tốc Bắc-Nam hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá cổ phiếu là dòng tiền tại các dự án BOT yếu hơn dự kiến.

Hình 21: Định giá cổ phiếu C4G

Phương pháp		Hệ số mục tiêu
	Giá trị đóng góp (đồng)	
Phương pháp định giá từng phần		
Xây lắp, P/E	3.635	9,0x
Thu phí BOT, DCF	4.236	
Bất động sản	3.515	
Khu đô thị Long Sơn 1-4, BV	*2.190*	
61 Nguyễn Trường Tộ, NPV	*184*	
180 Nguyễn Thị Minh Khai, DCF 10 năm	*1.141*	
Giá mục tiêu	11.386	
Giá mục tiêu (làm tròn)	**11.400**	

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 22: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E		3-year EPS	P/BV (x)		EV / EBITDA (x)	ROE		D/E (x)
		Nội tệ	Nội tệ		triệu USD	TTM	20F	CAGR	Hiện tại	20F	TTM	TTM	20F	Hiện tại
Phát triển cơ sở hạ tầng														
CTCP Fecon	FCN VN	10.350	NA	NR	52,7	9,0	NA	(7,9)	0,6	NA	7,0	5,7	NA	46,2
CTCP Licogi 16	LCG VN	9.020	NA	NR	40,1	6,1	NA	27,4	0,6	NA	4,5	10,3	NA	60,8
CTCP ĐT HTKT TP.HCM	CII VN	18.000	24.352	KQ	185,6	11,5	12,5	30,9	0,8	0,9	38,1	7,6	7,7	159,8
Trung bình					*92,8*	*8,9*	*12,5*	*16,8*	*0,7*	*0,9*	*16,5*	*7,9*	*7,7*	*88,9*
Thu phí BOT														
CTCP ĐT PTHT IDICO	HTI VN	11.900	NA	NR	12,8	4,6	NA	6,7	0,6	NA	5,8	13,9	NA	228,4
CTCP Tasco	HUT VN	2.500	NA	NR	29,0	11,8	NA	(48,5)	0,2	NA	13,8	1,8	NA	174,2
CTCP ĐT PT Cường Thuận IDICO	CTI VN	14.350	15.260	KQ	33,9	6,2	NA	(23,4)	0,7	NA	9,8	9,5	NA	174,6
Trung bình					*25,2*	*7,5*	*NA*	*(21,7)*	*0,5*	*NA*	*9,8*	*8,4*	*NA*	*192,4*
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN	8.900	11.400	KQ	38,0	9,5	8,6	(18,0)	0,7	0,9	9,6	8,0	10,7	308,2

Tất cả giá trên đều dựa trên giá đóng cửa ngày 08/09/2020. Tất cả các ước tính cho cổ phiếu Không được khuyến nghị (NR) đều dựa trên ước tính trung bình thị trường của Bloomberg

Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Tình hình tài chính

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần	2.343	2.558	3.498
Giá vốn hàng bán	(1.983)	(2.123)	(2.959)
Chi phí quản lý DN	(70)	(78)	(99)
Chi phí bán hàng	(1)	(2)	(2)
LN hoạt động thuần	**290**	**356**	**438**
EBITDA thuần	430	499	585
Chi phí khấu hao	**(140)**	**(143)**	**(147)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**290**	**356**	**438**
Thu nhập lãi	93	74	93
Chi phí tài chính	(249)	(253)	(256)
Thu nhập ròng khác	4	4	4
TN từ các Cty LK & LD	(30)	(26)	(11)
LN trước thuế	**107**	**156**	**268**
Thuế	(15)	(23)	(40)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	**93**	**133**	**228**
Thu nhập trên vốn	93	133	228
Cổ tức phổ thông	0	(60)	(60)
LN giữ lại	**93**	**73**	**168**

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	12-19A	12-20E	12-21E
Tiền và tương đương tiền	115	138	124
Đầu tư ngắn hạn	112	350	350
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.446	2.521	3.392
Hàng tồn kho	475	404	639
Các tài sản ngắn hạn khác	5	6	8
Tổng tài sản ngắn hạn	**3.152**	**3.418**	**4.512**
Tài sản cố định	2.660	2.579	2.521
Tổng đầu tư	442	416	404
Tài sản dài hạn khác	820	895	1.224
Tổng tài sản	**7.074**	**7.307**	**8.661**
Vay & nợ ngắn hạn	1.923	1.777	2.303
Phải trả người bán	796	697	1.100
Nợ ngắn hạn khác	308	482	659
Tổng nợ ngắn hạn	**3.027**	**2.955**	**4.062**
Vay & nợ dài hạn	2.201	2.374	2.194
Các khoản phải trả khác	633	692	946
Vốn điều lệ và	1.018	1.018	1.018
LN giữ lại	182	255	423
Vốn chủ sở hữu	**1.210**	**1.284**	**1.457**
Lợi ích cổ đông thiểu số	3	2	2
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**7.074**	**7.307**	**8.661**

Báo cáo LCTT

(tỷ đồng)	12-19A	12-20E	12-21E
LN trước thuế	**107**	**156**	**268**
Khấu hao	140	143	147
Thuế đã nộp	(23)	(15)	(23)
Các khoản điều chỉnh khác	(122)	(29)	(31)
Thay đổi VLĐ	**211**	**69**	**(527)**
LC tiền thuần HĐKD	**314**	**325**	**(166)**
Đầu tư TSCĐ	(19)	(61)	(89)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	7	7	7
Các khoản khác	(148)	(381)	361
Thay đổi tài sản dài hạn khác	315		
LC tiền từ HĐĐT	**154**	**(435)**	**279**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(514)	193	(70)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(15)	1	4
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(60)	(60)
LC tiền thuần HĐTC	**(529)**	**133**	**(127)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	175	115	138
LC tiền thuần trong năm	**(61)**	**23**	**(14)**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	115	138	124

Các chỉ số cơ bản

	12-19A	12-20E	12-21E
Dupont			
Biên LN ròng	4,0%	5,2%	6,5%
Vòng quay TS	0,31	0,36	0,44
ROAA	1,2%	1,8%	2,9%
Đòn bẩy tài chính	6,41	5,77	5,83
ROAE	8,0%	10,7%	16,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	381,0	360,6	353,9
Số ngày nắm giữ HTK	87,4	69,7	78,8
Số ngày phải trả tiền bán	146,6	120,1	135,7
Vòng quay TSCĐ	0,86	0,98	1,37
ROIC	1,7%	2,4%	3,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,2	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,0	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,1
Vòng quay tiền	321,8	310,2	297,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(25,0%)	9,2%	36,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(24,5%)	23,0%	23,0%
Tăng trưởng LN ròng	(31,9%)	43,5%	71,8%
Tăng trưởng EPS	(31,9%)	43,5%	71,8%

Nguồn: VNDIRECT 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 – Phó Giám đốc Phân tích
Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn
Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng
Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn
Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích
Email: trung.tranba@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
Website: https://vndirect.com.vn