

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

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND24.700	N/A	1,21%	N/A	Xây dựng

Ngày 13/12/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** N/A

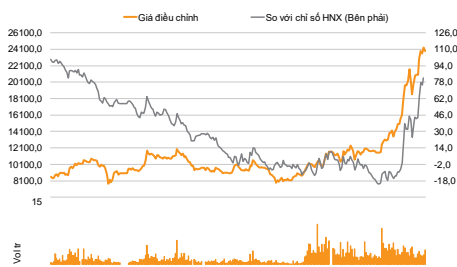
Consensus\*: Mua: 0 Giữ: 0 Bán: 0

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)	24.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	7.880
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	22.660tr
Thị giá vốn (tỷ đồng)	2.775
Free float (%)	49%
P/E trượt (x)	43.6
P/B hiện tại (x)	2.4

### Cơ cấu sở hữu

CTCP New Link	20,8%
CTCP XD Dũng Hưng	10,9%
Khác	68,3%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Bá Trung**

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Chuyển mình bất phá

- Sở hữu vị thế hàng đầu, C4G sẽ được hưởng lợi chính từ nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông cao tại Việt Nam trong giai đoạn 2021-25.
- Tiềm năng tăng vốn thành công và bán lại BOT Thái Nguyên – Chợ Mới trong năm 2022 sẽ giúp công ty cải thiện rõ rệt năng lực tài chính.
- Dự phóng tăng trưởng kép LN ròng giai đoạn 2021-23 đạt 65,3% nhờ cú hích từ đầu tư công và bàn giao các dự án bất động sản (BDS).

### Triển vọng cải thiện rõ rệt sức khỏe tài chính trong năm 2022

Sau nhiều lần lỡ hẹn, chúng tôi tin rằng C4G sẽ huy động thành công 1.124 tỷ đồng vốn chủ sở hữu từ đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu đầu năm 2022. Bên cạnh đó, triển vọng Nhà nước mua lại BOT Thái Nguyên – Chợ Mới trong Q2/22 sẽ giúp công ty thu hồi về khoảng 1.100 tỷ đồng. Qua đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu (D/E) của công ty cuối năm 2022 giảm xuống 1,16x từ 2,93x tại cuối Q3/21, hỗ trợ đáng kể cho mảng xây lắp của C4G bất phá cùng làn sóng đầu tư công trong năm 2022-23.

### Nhu cầu đầu tư “khổng lồ” cho cơ sở hạ tầng giao thông tại Việt Nam

Trong tháng 7/2021, Quốc hội đã phê duyệt gói đầu tư công trung hạn 2021-25 lên tới 2,87 triệu tỷ đồng (~124 tỷ USD), cao hơn 43% sv kế hoạch giai đoạn 2016-20. Gói đầu tư này sẽ tập trung vào các dự án trọng điểm, đặc biệt là các tuyến cao tốc. Bộ Giao thông Vận tải cũng đặt mục tiêu đến năm 2025 sẽ hoàn thành 3.000km đường cao tốc (sv chỉ 1.163km hiện nay), điều này mở ra cơ hội bất phá mạnh mẽ cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giao thông. Chúng tôi tin rằng C4G đang sở hữu vị thế hàng đầu để hưởng lợi từ nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông mạnh mẽ tại Việt Nam nhờ (1) năng lực thi công vượt trội với việc đã hoàn thành nhiều công trình khó như cao tốc, đường băng sân bay, cầu vượt biển,... và (2) năng lực tài chính được cải thiện đáng kể trong năm 2022, giúp C4G có thể đáp ứng được các tiêu chuẩn đấu thầu khắt khe và chủ động nguồn lực để hoàn thiện các công trình đúng thời hạn thi công. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây lắp có thể đạt tăng trưởng kép 38,3% cho giai đoạn 2021-2023.

### Dự phóng LN ròng tăng trưởng kép 65,3% trong giai đoạn 2021-23

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của C4G sẽ tăng trưởng kép 65,3% trong giai đoạn 2021-23 được hỗ trợ bởi (1) DT mảng xây lắp tăng trưởng kép 38,3% nhờ giá trị backlog còn lại lớn và triển vọng kỹ mới khả quan; (2) chi phí lãi vay giảm lần lượt 26%/12% svck trong năm 2022-23 nhờ dòng tiền huy động được trong năm 2022 giúp C4G cải thiện vốn lưu động và (3) dự án tòa nhà văn phòng 136 Lê Văn Duyệt (TP.HCM) bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh từ năm 2023.

**Động lực tăng giá** cổ phiếu là công ty trúng nhiều gói thầu hơn dự kiến tại các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm. Rủi ro giảm giá cổ phiếu là dòng tiền tại các dự án BOT kém hơn so với dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.090	2.888	3.646	4.121
Tăng trưởng DT thuần	(10,8%)	38,2%	26,2%	13,0%
Biên lợi nhuận gộp	17,2%	18,6%	13,6%	13,8%
Biên EBITDA	22,9%	21,6%	17,6%	17,6%
LN ròng (tỷ)	64	191	217	288
Tăng trưởng LN ròng	(31,4%)	200,8%	13,3%	32,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(31,0%)	200,8%	13,3%	33,2%
EPS cơ bản	283	852	965	1.281
EPS điều chỉnh	283	852	965	1.281
BVPS	5.133	5.801	11.381	12.276
ROAE	5,4%	15,6%	11,2%	10,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## CHUYÊN MÌNH BỨT PHÁ

### Luận điểm đầu tư

Nhằm hỗ trợ nền kinh tế phục hồi sau đại dịch, chúng tôi kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 sẽ tăng khoảng 15%-25% so mức giải ngân thực tế năm 2021. Qua đó mở ra cơ hội bứt phá các nhà thầu thi công hạ tầng giao thông trong năm tới.

Chúng tôi ưa thích C4G nhờ (1) vị thế hàng đầu của công ty trong lĩnh vực thi công hạ tầng giao thông tại Việt Nam; C4G đã dần trở lên “quen mặt” với các dự án quy mô lớn và đòi hỏi kỹ thuật cao như cao tốc Bắc-Nam, đường lặn sâu bay, cầu vượt biển,... đây sẽ là tiền đề giúp C4G có thể tiếp tục giành được các gói thầu mới trong giai đoạn 2022-25; (2) tiềm năng tăng vốn thành công trong đầu năm 2022 sẽ giúp C4G cải thiện đáng kể năng lực tài chính, đảm bảo khả năng tham gia các dự án xây lắp quy mô lớn với điều kiện tài chính khắt khe; (3) triển vọng Nhà nước mua lại dự án BOT Thái Nguyên-Chợ Mới trong nửa đầu năm 2022 sẽ giúp C4G thu về khoảng 1.100 tỷ đồng tiền mặt, tương đương 86,5% vốn chủ sở hữu hiện nay của công ty; và (4) C4G đang sở hữu nhiều “của để dành” giá trị lớn tại các dự án BĐS và đang có kế hoạch triển khai phát triển nhằm làm tăng giá trị BĐS như dự án khu du lịch nghỉ dưỡng Cầu Cau, khu ẩm thực sinh thái Nghi Hải, tòa nhà 29 Quang Trung (Nghệ An), tòa văn phòng 136 Lê Văn Duyệt (TP.HCM),...

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.

Bên cạnh đó, C4G đang rất tích cực chuẩn bị để đưa cổ phiếu công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong nửa đầu năm 2022. Chúng tôi tin rằng việc chuyển sàn niêm yết sẽ giúp cổ phiếu C4G tăng tính hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư.

Hình 1: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá hiện tại		P/E	Tăng trưởng EPS 3 năm			EV / EBITDA (x)		ROE		D/E (x)	
		Nội tệ	Vốn hóa triệu USD		2022	CAGR	Hiện tại	2022	TTM	TTM	2022	Hiện tại	
<b>Phát triển cơ sở hạ tầng</b>													
CTCP Fecon	FCN VN	24.900	135,8	26,6	16,1	(22,4)	1,4	1,1	9,4	5,2	7,8	63,7	
CTCP Licogi 16	LCG VN	23.950	179,5	11,9	11,5	45,9	1,9	na	11,7	16,6	15,3	73,3	
CTCP ĐT HTKT TP.HCM	CII VN	29.900	310,6	2.525,0	17,9	12,9	1,5	na	22,1	0,1	8,3	213,0	
<i>Trung bình</i>			<i>208,6</i>	<i>854,5</i>	<i>15,2</i>	<i>12,2</i>	<i>1,6</i>	<i>1,1</i>	<i>14,4</i>	<i>7,3</i>	<i>10,5</i>	<i>116,7</i>	
<b>Thu phí BOT</b>													
CTCP ĐT PTH T IDICO	HTI VN	20.000	21,7	15,7	na	(7,9)	1,1	na	4,8	7,0	na	210,3	
CTCP Tasco	HUT VN	18.400	214,9	na	na	na	1,7	na	34,0	(9,6)	NA	186,1	
CTCP ĐT PT Cường Thuận IDICO	CTI VN	24.200	57,6	25,0	na	(12,7)	1,3	na	11,4	4,9	NA	205,2	
<i>Trung bình</i>			<i>98,1</i>	<i>20,3</i>	<i>na</i>	<i>(10,3)</i>	<i>1,4</i>	<i>na</i>	<i>16,7</i>	<i>0,8</i>	<i>na</i>	<i>200,5</i>	
<b>CTCP Tập đoàn Cienco 4</b>	<b>C4G VN</b>	<b>24.700</b>	<b>120,6</b>	<b>43,6</b>	<b>27,4</b>	<b>(9,0)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>10,5</b>	<b>5,4</b>	<b>10,5</b>	<b>308,2</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU DỰA TRÊN GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀY 10/12/2021

### Kế hoạch phát hành cho cổ đông hiện hữu đầu năm 2022

Tại ĐHCĐ bất thường ngày 3/12 vừa qua, ĐHCĐ đã chấp thuận phương án phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1, giá bán 10.000 đồng/cp. Như vậy, vốn điều lệ của C4G sau khi phát hành sẽ tăng từ 1.124 tỷ đồng lên 2.247 tỷ đồng. Dựa trên báo cáo tài chính Q3/21, chúng tôi ước tính vốn chủ sở hữu của công ty sẽ tăng 88% lên 2.396 tỷ đồng kéo theo tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) của C4G giảm xuống mức 1,56x (từ 2,93x).

Chúng tôi tin rằng nguồn vốn tăng thêm này sẽ giúp C4G cải thiện đáng kể sức khỏe tài chính công ty, hỗ trợ mảng xây lắp bứt phá mạnh mẽ và là động lực chính cho tăng trưởng trong thời gian tới.

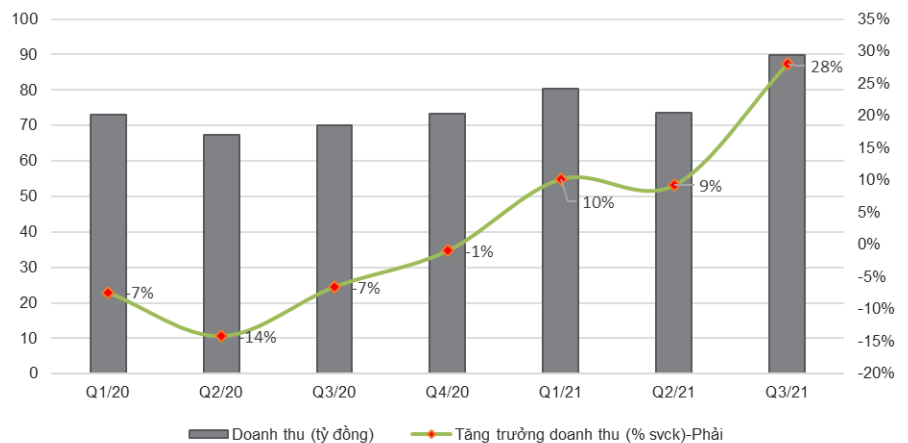
### Mảng thu phí BOT: Nhiều tín hiệu tích cực

#### Lưu lượng phương tiện qua BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh tăng trưởng mạnh mẽ bất chấp tình hình dịch bệnh

Bất chấp làn sóng Covid-19 thứ 4 bùng phát tại Việt Nam, lưu lượng phương tiện qua 2 trạm BOT cầu Bến Thủy 1&2 vẫn đang tăng trưởng ấn tượng. Trong quý 3/2021 (Q3/21), doanh thu của dự án đạt 89,9 tỷ đồng (+28,1% svck), mức cao nhất kể từ khi đi vào khai thác. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2021 (9T21), C4G ghi nhận 243,9 tỷ đồng doanh thu thu phí BOT, tăng 15,8% svck và cao hơn 4,9% sv cùng kỳ năm 2019 – thời điểm trước dịch bệnh.

Chúng tôi tin rằng việc nằm trên tuyến giao thông huyết mạch quốc lộ 1A đã giúp trạm thu phí cầu Bến Thủy duy trì được doanh thu trong bối cảnh dịch bệnh ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động vận tải hàng hóa.

**Hình 2: Doanh thu thu phí BOT tăng 15,8% svck trong 9T21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong khi đó, C4G vẫn chưa được chấp thuận tăng 15% giá vé qua trạm tại dự án trong tháng 1/2021 như đã đề xuất trước đó (tăng giá theo lộ trình của hợp đồng BOT). Do thời điểm tăng giá vé đã liên tục trì hoãn trong thời gian qua, chúng tôi tạm thời không tăng giá vé trong mô hình dự phóng cho đến năm 2023. Trong năm 2021-22, chúng tôi dự phóng doanh thu thu phí BOT của C4G sẽ tăng 14% svck-5% svck đạt lần lượt 324 tỷ đồng-341 tỷ đồng.

### Kỳ vọng phương án tái cơ cấu BOT Thái Nguyên – Chợ Mới

Trạm thu phí thứ 2 tại dự án BOT Thái Nguyên – Chợ Mới là trạm Bờ Đậu – Quốc lộ 3 hiện nay vẫn chưa được thu phí trở lại kể từ năm 2017 do vấp phải sự phản đối của người dân địa phương. Hiện tại, 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). Mặc dù đã được ngân hàng Techcombank chấp thuận phương án cơ cấu lại nợ, tuy nhiên tại thời điểm đó, doanh nghiệp dự kiến sẽ thu phí trở lại trạm thứ 2 ngay trong năm 2019 nên lịch trả nợ mới của ngân hàng vẫn yêu cầu chi phí tài chính khá lớn từ năm 2022. Điều này đang gây ra áp lực không nhỏ về dòng tiền tại dự án cũng như C4G trong năm tới.

Đầu tháng 11/2021, Bộ Giao Thông Vận Tải (GTVT) đã có văn bản gửi Bộ Kế hoạch Đầu tư đề xuất danh mục, cơ chế đầu tư phục vụ Chương trình phục hồi kinh tế bền vững đến năm 2023. Trong đó, Bộ GTVT đề nghị bố trí 9.427 tỷ đồng từ nguồn vốn của chương trình hoàn trả cho 7 doanh nghiệp BOT. Đây cũng là lần thứ 2 Bộ GTVT đề xuất sử dụng ngân sách mua lại các trạm thu phí BOT không đạt phương án tài chính, trong lần đầu tiên vào tháng 1/2021 đề xuất này đã vấp phải phản đối của Ủy ban Kinh tế Quốc hội.

Việc kéo dài thời gian mua lại dự án sẽ tiếp tục kéo chi phí mua lại 7 dự án BOT tăng lên (do chi phí lãi vay). Do đó, ban lãnh đạo C4G kỳ vọng việc Nhà nước mua lại dự án BOT Thái Nguyên – Chợ Mới sẽ được thực hiện trong Q2/22.

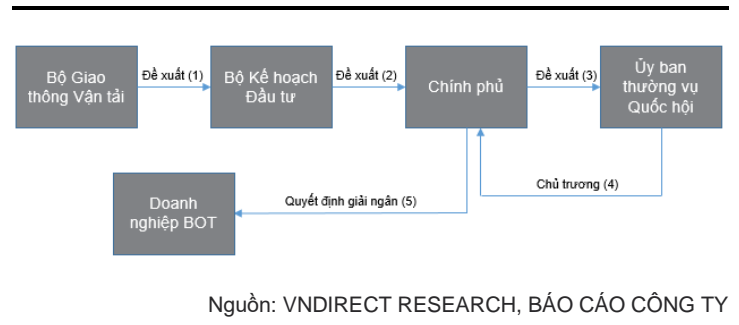
Chúng tôi cũng lưu ý rằng C4G đang phải ghi nhận khoản phải thu về cho vay 616 tỷ đồng tại CT TNHH BOT Thái Nguyên – Chợ Mới và 176 tỷ đồng phải thu khác tại CTCP Đầu tư Xây dựng Tuấn Lộc (đơn vị đối tác cùng C4G thực hiện dự án) tại thời điểm cuối tháng 6/2021. Do đó, chúng tôi ước tính C4G có thể thu về dòng tiền khoảng 1.100 tỷ đồng, giúp công ty cải thiện năng lực tài chính, tăng tính cạnh tranh khi tham gia các dự án xây lắp trong tương lai.

**Hình 3: Danh sách 7 dự án BOT được Bộ GTVT đề xuất mua lại**

Dự án BOT	Giá mua lại dự kiến (tỷ đồng)
Thái Nguyên - Chợ Mới	3.097
Hầm Đèo Cả, Cù Mông, Hải Vân 2	2.280
Cầu Thái Hà	1.466
Quốc lộ 1 - Tuyến tránh TP.Thanh Hóa	741
Đường Hồ Chí Minh km1.738-km1.736	706
Quốc lộ 91-91B	587
Quốc lộ 26	550
<b>Tổng</b>	<b>9.427</b>

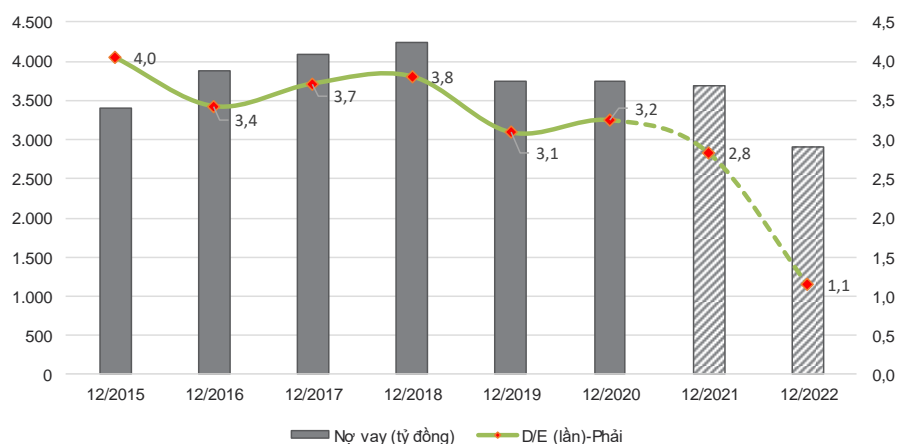
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

**Hình 4: Lộ trình đề xuất mua lại dự án BOT của Bộ GTVT**



Chúng tôi dự phóng tỷ lệ D/E của C4G sẽ giảm xuống 1,1 lần trong năm 2022 từ mức 3,2 lần-2,8 lần của năm 2020-21 với các giả định (1) phát hành thành công cho chỗ đông hiện hữu trong Q1/22; và (2) Nhà nước chấp thuận mua lại và sẽ giải ngân tại dự án BOT Thái Nguyên-Chợ Mới trong Q2/22.

**Hình 5: Tỷ lệ D/E của C4G sẽ giảm mạnh trong năm 2022, theo quan điểm của chúng tôi**





### Giành được dự án PPP Diễn Châu – Bãi Vọt, “thắng lợi kép” của C4G

Đơn vị liên danh 5 công ty bao gồm C4G đã được lựa chọn là nhà đầu tư thực hiện cao tốc Bắc-Nam đoạn Diễn Châu – Bãi Vọt. Tuyến cao tốc thành phần này có vốn đầu tư là 11.157 tỷ đồng, trong đó C4G sẽ sở hữu 15% dự án.

Hiện tại, dự án đã nhận được bàn giao mặt bằng, triển khai bóc hữu cơ, đào nền đường. Nhà đầu tư đang thiết kế bản vẽ thi công và đàm phán với ngân hàng để ký kết hợp đồng tín dụng vay vốn. Dự án dự kiến sẽ thi công các hạng mục chính từ tháng 1/2022 và dự kiến đưa vào khai thác trong Q2/24, khi đó sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lưu lượng phương tiện qua cầu Bến Thủy 1 & 2, do đó chúng tôi cho rằng việc giành được quyền đầu tư và khai thác tại dự án PPP này sẽ giúp C4G giảm đáng kể rủi ro hụt thu tại BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh.

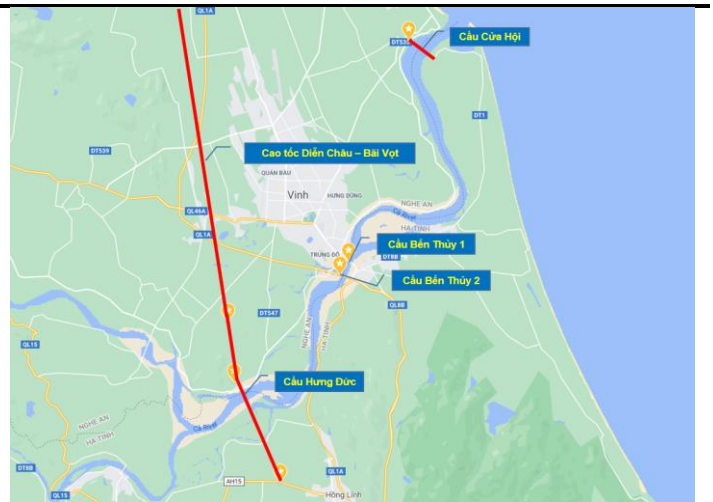
Bên cạnh đó, giá trị xây lắp tại dự án Diễn Châu – Bãi Vọt vào khoảng 4.100 tỷ đồng, và C4G sẽ thi công các gói thầu với giá trị 1.274 tỷ đồng, hỗ trợ đáng kể khối lượng công việc cho mảng xây lắp của công ty trong giai đoạn 2022-24. Chúng tôi cho rằng việc phát hành tăng vốn trong năm 2022 sẽ giúp công ty đảm bảo nguồn lực thực hiện dự án quy mô lớn này.

Hình 6: Thông tin dự án PPP Diễn Châu – Bãi Vọt

Tiêu chí	PPP Diễn Châu - Bãi Vọt
Đơn vị trúng thầu	Liên danh 5 nhà thầu: C4G - Hòa Hiệp - Núi Hồng - Trường Sơn - VINA2
Thiết kế dự án	Dài 49,3 km, 6 làn xe
Thời gian xây dựng	3 năm
Thời gian khai thác	16 năm
Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	11.157
Nhà nước	6.067
Vốn vay ngân hàng	4.067
Vốn chủ sở hữu	1.023

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

Hình 7: 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

**Mảng xây lắp: Đảm bảo khối lượng công việc tới năm 2023**

**Ước tính giá trị ký mới trong Q4/21-Q1/22 lên tới 2.500 tỷ đồng**

**Hình 8: Các dự án lớn đang triển khai của C4G**

Dự án	Địa điểm	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Tiến độ thực hiện		Đã hoàn thành (tính đến cuối Q2/21)
			Khởi công	Hoàn thành	
Gói thầu CP1A Metroline 1 - TP.HCM, tuyến Bến Thành - Suối Tiên	TP.HCM	2.920	11/2016	12/2021	96%
Gói thầu J3 - Dự án cao tốc Bến Lức - Long Thành	Đồng Nai	2.055	01/2016	06/2023	84%
Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt	Nghệ An	1.274	01/2022	06/2024	0%
Nhà máy xử lý nước thải Yên Xá	Hà Nội	705	01/2019	05/2022	62%
Cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây	Bình Thuận	680	01/2021	01/2023	10%
Gói thầu cải tạo, nâng cấp đường cắt hạ cánh, đường lăn - Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất	TP.HCM	649	07/2020	12/2021	49%
Cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu	Nghệ An	424	07/2021	07/2023	0%
Cao tốc Cam Lộ - La Sơn	Huế	407	12/2019	03/2022	28%
Gói thầu số CW-8, xây dựng đường giao thông đô thị Mộc Bài	Tây Ninh	361	11/2017	12/2021	87%
Cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	Cần Thơ	296	02/2021	03/2022	10%
Sân bay Cam Ranh	Khánh Hòa	250	na	na	0%
Cầu Bạch Đằng 2	Đồng Nai	226	na	na	0%
Hầm chui Lê Văn Lương	Hà Nội	191	10/2020	03/2022	3%
Nút giao Cầu Trần Thị Lý	Đà Nẵng	189	03/2020	08/2022	29%
Gói thầu ICB - Xây dựng các tuyến đường giao thông Lao Bảo	Quảng Trị	183	03/2017	06/2022	68%
Cầu Cửa Hội - Gói XL02	Hà Tĩnh	154	02/2019	03/2021	na
Gói thầu số 7 cầu An Hòa	Tây Ninh	124	07/2019	12/2021	43%
Sân bay Cát Bi	Hải Phòng	123	12/2020	03/2022	30%
Sân bay Phú Bài	Huế	96	12/20020	05/2022	10%
Hầm Chui Nguyễn Văn Linh	TP.HCM	93	12/2019	07/2021	5%
Vành đai 2 phía Tây Đà Nẵng	Đà Nẵng	92	12/2019	06/2022	8%
Đường giao thông từ QL1A đến Đầm Môn - Gói thầu số 7	Khánh Hòa	68	07/2019	03/2022	na

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Sự bùng phát trở lại của đại dịch từ cuối tháng 4/2021 đã gây gián đoạn đến quá trình thi công và đấu thầu mới các dự án xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ sớm đưa ra các gói kích thích kinh tế và đẩy nhanh giải ngân đầu tư công từ Q4/21. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng xây lắp năm 2021 sẽ tăng 57% svck lên 2.119 tỷ đồng với đóng góp của các dự án lớn (cầu Cửa Hội, sân bay Cát Bi, cao tốc Phan Thiết – Dầu Giây,...) trong quý cuối năm.

Ngay sau khi các hoạt động đấu thầu được nối lại, liên danh C4G – CTCP Xây dựng và Đầu tư 492 đã công bố giành được gói thầu 314 tỷ đồng tại dự án cầu Bạch Đằng 2 (Đồng Nai-Bình Dương, C4G chiếm 72% giá trị xây lắp) trong tháng 10/2021. Gói thầu 661 tỷ đồng tại Cảng hàng không Cam Ranh được kỳ vọng sẽ được ký kết trong tháng 12/2021 (C4G chiếm 38% giá trị xây lắp). Như vậy, giá trị backlog của C4G tại cuối năm 2021 sẽ khoảng 4 nghìn tỷ đồng, tương đương 1,9 lần doanh thu mảng xây lắp năm nay, theo ước tính của chúng tôi.

**Nhiều dự án hạ tầng lớn dự kiến được khởi công trong năm 2022, mở ra cơ hội giành thêm nhiều gói thầu xây lắp cho C4G**

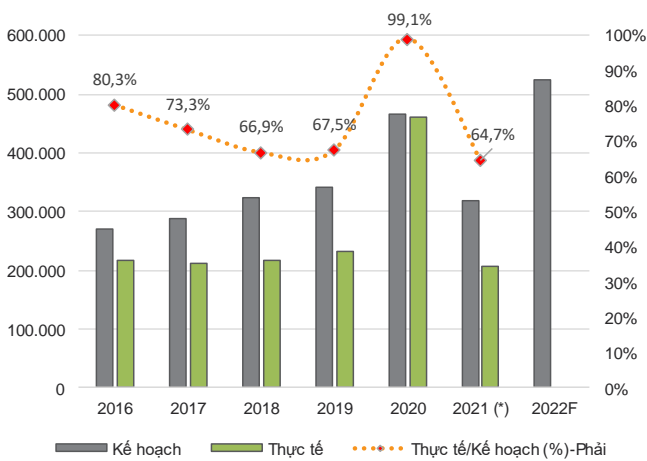
Làn sóng thứ tư của đại dịch đã ảnh hưởng không nhỏ đến tiến độ giải ngân vốn tư công trong năm 2021. Tính đến cuối tháng 10, giải ngân vốn đầu tư công mới đạt 257.378 tỷ đồng (-10% svck) và chỉ hoàn thành 65% kế hoạch cả năm.

Nhằm hỗ trợ nền kinh tế hồi phục sau đại dịch, Chính phủ đặt kế hoạch giải ngân 526 nghìn tỷ đồng đầu tư công năm 2022 (+10% sv kế hoạch năm 2021). Chúng tôi cho rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 sẽ tăng khoảng 15%-

25% sv mức giải ngân thực tế năm 2021 nhờ (1) nút thắt thiếu đá xây dựng và đất đắp đã được giải quyết khi Chính phủ cấp phép khai thác cho các mỏ mới; (2) giá vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, đá xây dựng được dự báo sẽ giảm trong năm tới; (3) thực tế giải ngân vốn đầu tư công năm 2021 ở mức thấp, chỉ đạt 85-95% kế hoạch cả năm; và (4) nhiều dự án hạ tầng giao thông trọng điểm đã hoàn công tác chuẩn bị, giải phóng mặt bằng và sẽ bắt đầu thi công các hạng mục chính vào năm sau. Chính phủ cũng cho biết sẽ tập trung đẩy nhanh tiến độ các dự án hạ tầng lớn trong năm 2022 như Cảng hàng không quốc tế Long Thành, cao tốc Bắc-Nam,... Đáng chú ý, 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam phía Đông (giai đoạn 2) cũng đã được Chính phủ trình Quốc hội thực hiện theo hình thức đầu tư công để đẩy nhanh tiến độ thực hiện.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng sẽ có cơ hội giành thêm nhiều gói thầu giá trị lớn và được giải ngân thực hiện các dự án hiện hữu nhanh hơn trong năm 2022. Đặc biệt là các doanh nghiệp đã vượt qua nhiều yêu cầu khắt khe trong đợt mời thầu cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 như C4G (thắng thầu đoạn Cam Lộ - La Sơn, Diên Châu – Bãi Vọt, Phan Thiết – Dầu Giây).

**Hình 9: Chính phủ dự kiến chi 526 nghìn tỷ đồng cho đầu tư công vào năm 2022 (+10% svck) (tỷ đồng)**



(\*) Số liệu giải ngân thực tế mới tính đến cuối tháng 10/2021

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TỔNG CỤC THỐNG KẾ

**Hình 10: 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam (giai đoạn 2) được đề xuất thực hiện theo hình thức đầu tư công**

Cao tốc	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô (km)
Bãi Vọt - Hàm Nghi	7.403	36
Hàm Nghi - Vũng Áng	10.185	54
Vũng Áng - Bùng	11.785	58
Bùng - Vạn Ninh	10.526	51
Vạn Ninh - Cam Lộ	10.591	68
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20.898	88
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12.544	69
Quy Nhơn - Chí Thạnh	12.298	62
Chí Thạnh - Vân Phong	10.601	51
Vân Phong - Nha Trang	12.906	83
Cần Thơ - Hậu Giang	9.768	37
Hậu Giang - Cà Mau	17.485	72
<b>Tổng</b>	<b>146.990</b>	<b>729</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT



C4G và Tổng Công ty Xây dựng Công trình Hàng không (ACC) là 2 đơn vị duy nhất tại Việt Nam sở hữu máy cắt tạo nhám (chuyên dùng làm đường băng sân bay). Nhờ đó, 2 doanh nghiệp thường xuyên xuyên thành lập liên danh và có nhiều lợi thế trong việc giành các gói thầu xây dựng, cải tạo đường băng sân bay.

Mặc dù chi tiết các dự án chưa được công bố, ban lãnh đạo C4G tự tin rằng công ty sẽ tiếp tục giành thêm được khoảng 2.000 tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới từ các dự án hạ tầng tại khu vực miền Nam ngay trong Q1/22.

Bên cạnh đó, C4G cũng đang dần trở thành nhà thầu “quen thuộc” với các dự án hạ tầng sân bay khi công ty đã và đang tham gia xây lắp tại hàng loạt dự án như Sân bay Tân Sơn Nhất, Cát Bi, Phú Bài, Phú Xuân,... Do đó, chúng tôi tin rằng C4G đang sở hữu nhiều lợi thế giành được các gói thầu xây lắp khi đại dự án Cảng hàng không Quốc tế Long Thành đi vào những hạng mục xây dựng chính (dự kiến thi công trong giai đoạn 2021-25, tổng giá trị xây lắp lên tới 56.272 tỷ đồng).

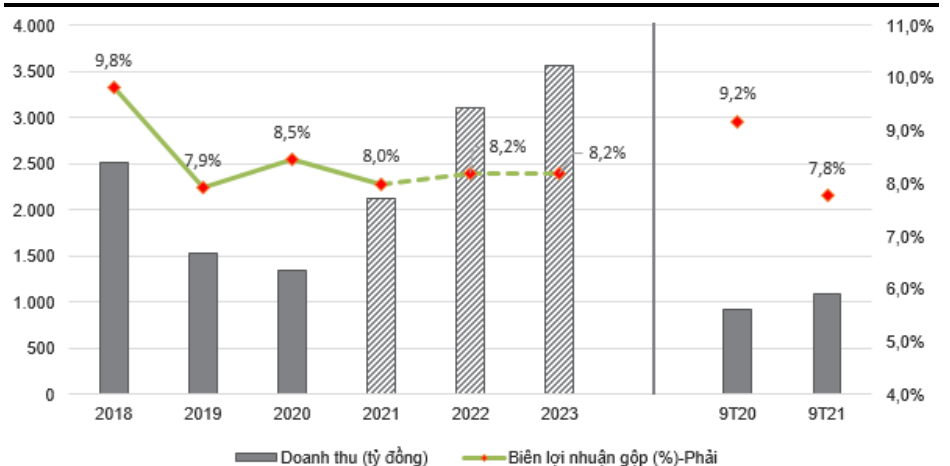
**Hình 11: Cơ cấu tổng chi phí đầu tư được phê duyệt cho các dự án thành phần tại sân bay Long Thành (tỷ đồng)**

Mục	Dự án thành phần 1	Dự án thành phần 2	Dự án thành phần 3	Dự án thành phần 4	Tổng
Bồi thường, hỗ trợ tái định cư			1.604		<b>1.604</b>
Chi phí xây dựng	176	1.240	52.498	2.358	<b>56.272</b>
Chi phí máy móc, thiết bị	32	1.160	19.454	2.236	<b>22.883</b>
Chi phí quản lý dự án	4	53	646	96	<b>800</b>
Chi phí tư vấn xây dựng	31	181	4.038	289	<b>4.540</b>
Chi phí dự phòng	45	493	14.188	920	<b>15.646</b>
Chi phí lãi vay		259	5.931	432	<b>6.622</b>
Chi phí khác	4	49	659	32	<b>744</b>
<b>Tổng</b>	<b>293</b>	<b>3.435</b>	<b>99.019</b>	<b>6.364</b>	<b>109.112</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HÀNG KHÔNG VIỆT NAM

Nếu như tiếp tục giành được các gói thầu xây lắp lớn từ cao tốc Bắc-Nam và Cảng hàng không quốc tế Long Thành, chúng tôi tin rằng mảng xây lắp của C4G có thể đạt mức tăng trưởng kép 38,3%/năm trong giai đoạn 2021-23 nhờ nguồn vốn dự kiến được bổ sung đầu năm sau. Chúng tôi cũng lưu ý rằng các dự án hạ tầng trọng điểm này thường có mức sinh lời hơn các dự án khác, do đó biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp năm 2022-23 sẽ tăng lên 8,2% từ mức 8,0% trong năm 2021.

**Hình 12: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng xây lắp của C4G**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Mảng Bất động sản: Tài sản để dành giá trị lớn

#### Chuyển nhượng BDS – KĐT Long Sơn sẽ đóng góp chủ yếu vào tăng trưởng lợi nhuận của công ty năm 2021

Toàn bộ dự án Khu đô thị (KĐT) Long Sơn (Thị xã Thái Hòa - Nghệ An) đã được Ủy ban Nhân dân tỉnh Nghệ An chấp thuận đủ điều kiện chuyển giao cho đối tác. Trong Q4/20, C4G đã tiến hành bàn giao khu Long Sơn 2 và 4 với tổng diện tích hơn 8ha cho CTCP Phát triển BĐS Thành Vinh.

Trong Q4/21, C4G dự kiến sẽ tiếp tục bàn giao 17,5ha đất tại khu Long Sơn 1 và 3 và sẽ giúp mảng BDS của công ty ghi nhận thêm 267 tỷ đồng doanh thu và 95 tỷ đồng lợi nhuận ròng.

Trong khi đó tại dự án 61 Nguyễn Trường Tộ (TP.Vinh – Nghệ An), công ty đã bán được 104/112 căn hộ chung cư và 41/52 mảnh đất nền tính đến cuối năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng C4G sẽ hoàn thành việc bán hàng tại dự án và ghi nhận 50 tỷ đồng doanh thu trong năm 2022.



**BDS cho thuê – Bứt phá từ năm 2023 nhờ dự án mới tại 136 Lê Văn Duyệt**

Tỷ lệ lấp đầy tại dự án cao ốc văn phòng 180 Nguyễn Thị Minh Khai (Quận 3 – TP.HCM) đang dần được cải thiện thời gian gần đây và hiện đạt 92%, tương đương thời điểm trước dịch bệnh. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy dự án trong năm 2022 sẽ đạt 95%, tăng từ mức 90% trung bình năm 2021.

Ban lãnh đạo C4G cho biết, công ty đang có kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Thiết bị Giáo dục 2 lên mức 52% trong nửa đầu năm 2022 (từ mức 45,49% tại cuối năm 2021). Hiện tại, CTCP Thiết bị Giáo dục 2 đang sở hữu lô đất 1.859 m<sup>2</sup> tại 136 Lê Văn Duyệt (địa chỉ cũ là 116 Đinh Tiên Hoàng, Quận Bình Thạnh – TP.HCM). C4G có kế hoạch sẽ phát triển khoảng 10.800 m<sup>2</sup> sàn thương mại cho thuê tại đây và sẽ bắt đầu phản ánh vào kết quả kinh doanh từ năm 2023. Với mức giá cho thuê hiện tại trên thị trường là 40 USD/m<sup>2</sup>/tháng, chúng tôi cho rằng dự án này có thể đem lại cho C4G khoảng 110 tỷ đồng doanh thu hàng năm.

Do thiếu thông tin chi tiết, chúng tôi tạm thời chưa bổ sung các dự án BĐS nghỉ dưỡng & sinh thái là Cầu Cau và Nghi Hải vào mô hình dự phóng và chỉ ghi nhận theo giá trị sổ sách.

**Hình 13: Dự án khu du lịch, dịch vụ hỗn hợp và nghỉ dưỡng Cầu Cau, Nghệ An (Green Tea Islands)**



- Địa điểm: Huyện Thanh Chương, Nghệ An
- Tổng diện tích: 370ha
- Tổng mức đầu tư: 9.807 tỷ đồng
- Thiết kế dự án: khu dịch vụ, giải trí (132ha), khu nghỉ dưỡng (30ha), khu thiền viện tâm linh (3,8ha); khu bảo vệ động vật, cây xanh (93ha), khu đón tiếp (5,1ha); mặt nước (84ha).
- Tiến độ: C4G sẽ khởi công giai đoạn 1A từ tháng 12/2021 trên diện tích 27ha và mức đầu tư là 184 tỷ đồng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 14: Khu ẩm thực sinh thái Nghi Hải**



- Địa điểm: Thị xã Cửa Lò, Nghệ An
- Tổng diện tích: 0,9ha
- Tổng mức đầu tư: 123 tỷ đồng
- Thiết kế dự án: diện tích xây dựng 2.575m<sup>2</sup> bao gồm khách sạn 5 tầng, nhà hàng, tiệc cưới, bể bơi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Cao ốc văn phòng 136 Lê Văn Duyệt



- Địa điểm: Quận Bình Thạnh, TP.HCM
- Tổng diện tích: 1.859m<sup>2</sup>
- Hiện trạng: tòa nhà 4 tầng, đang cho đơn vị thi công dự án Bến Thành – Suối Tiên thuê ở.
- Thiết kế dự án: Đang tiến hành chuyển đổi công năng; diện tích xây dựng 900m<sup>2</sup>; bao gồm 12 tầng nổi và 12 tầng hầm; trong đó tầng 2 +3 là trường mầm non sẽ bàn giao lại cho địa phương quản lý; các tầng 1 và từ 4-12 sẽ là sàn thương mại dịch vụ (tổng diện tích sàn thương phẩm khoảng 10.800m<sup>2</sup>).
- Giá trị sổ sách (cuối Q3/2021): 47 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Các dự án BĐS khác của C4G

Bất động sản	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Giá trị sổ sách (tỷ đồng, tính đến cuối quý 3/2021)	Giá trị thực tế (tỷ đồng, VNDS ước tính)	Ghi chú
Số 29 Quang Trung, TP.Vinh, Nghệ An	1.800	2,2	80,0	Đất thuê 50 năm, hiện đang cho công ty con thuê làm văn phòng
Số 1043/19 Giải Phóng, Q.Hoàng Mai, Hà Nội	633	9,5	90,0	Đất thuê 50 năm, hiện đang làm tòa nhà công vụ, cho nhân viên tập đoàn ở và công ty con sử dụng làm văn phòng
Số 37 Đào Duy Anh, Q.Phú Nhuận, TP.HCM	108	2,1	15,0	Đất vĩnh viễn, tòa nhà 4 tầng hiện đang cho công ty con thuê.
Hạt quản lý tái xã Hưng Đạo, H.Hưng Nguyên, Nghệ An	35.000	17,0	50,0	Hiện đang làm nhà ở cho hạt quản lý BOT Tuyến tránh Vinh và tập kết máy móc thi công của Tập đoàn, C4G có kế hoạch chuyển đổi mục đích sử dụng đất và xây dựng nhà ở xã hội phục vụ khu công nghiệp
Xuân Phương, Nam Từ Liêm	na	1,8	50,0	Hiện đang được công ty liên kết là CTCP Xây dựng Công trình giao thông 246 nhượng quyền khai thác.
<b>Tổng</b>		<b>32,6</b>	<b>285,0</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Triển vọng kết quả kinh doanh giai đoạn 2021-23

#### Dự phóng tăng trưởng kép LN ròng giai đoạn 2021-23 đạt 65,3% nhờ cú hích từ đầu tư công và bàn giao các dự án BĐS

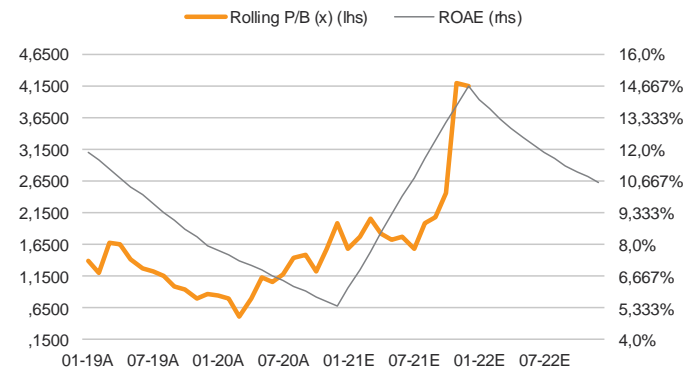
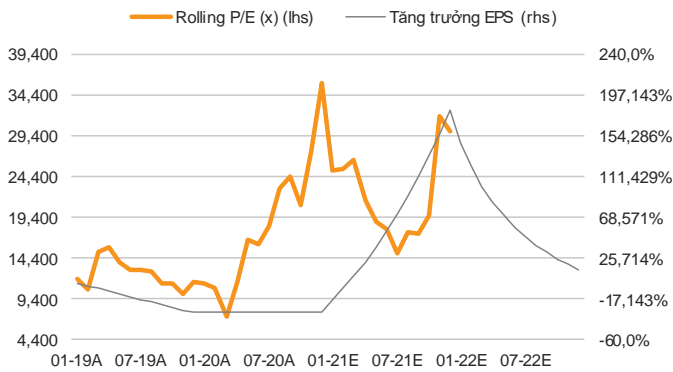
Chúng tôi giả định C4G sẽ bàn giao KĐT Long Sơn 1&3 (ước tính đem lại 95 tỷ đồng LN ròng) trong tháng 12/2021, đóng góp đáng kể vào dự phóng LN ròng cả năm 2021 đạt 191 tỷ đồng (+200,2% svck). Trong kịch bản kém tích cực - dự án trên chỉ có thể bàn giao trong năm 2022, LN ròng của công ty trong năm 2021 sẽ chỉ tăng trưởng 51% svck lên 96 tỷ đồng. Khi đó, LN ròng năm 2022 sẽ đạt 311 tỷ đồng, tăng mạnh 224% svck.

Hình 17: Dự phóng kết quả kinh doanh C4G giai đoạn 2021-23

tỷ đồng	2020	2021	% svck	2022	% svck	2023	% svck	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>2.089,8</b>	<b>2.888,2</b>	<b>38,2%</b>	<b>3.646,2</b>	<b>26,2%</b>	<b>4.120,8</b>	<b>13,0%</b>	
Xây lắp	1.349,9	2.118,9	57,0%	3.107,4	46,6%	3.573,5	15,0%	
Thu phí BOT	283,8	323,4	13,9%	339,5	5,0%	356,5	5,0%	
Bất động sản	274,9	349,0	26,9%	87,0	-75,1%	67,7	-22,2%	Doanh thu BĐS năm 2021 tăng 21,5% svck nhờ bàn giao KĐT Long Sơn 1&3 và Khu dân cư Tân Tạo. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ chuyển giao phần còn lại tại dự án 61 Nguyễn Trường Tộ (50 tỷ đồng). Trong khi đó dự án văn phòng cho thuê tại 136 Lê Văn Duyệt sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh từ năm 2023.
Bán vật tư	166,6	80,0	-52,0%	92,0	15,0%	105,8	15,0%	
Cho thuê thiết bị	9,7	12,0	23,4%	15,4	28,2%	12,4	-19,6%	
Khác	4,9	4,9	0,0%	4,9	0,0%	4,9	0,0%	
<b>LN gộp</b>	<b>360,1</b>	<b>535,8</b>	<b>48,8%</b>	<b>496,2</b>	<b>-7,4%</b>	<b>568,9</b>	<b>14,7%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>17,2%</b>	<b>18,6%</b>	<b>1,3 đ %</b>	<b>13,6%</b>	<b>-4,9 đ %</b>	<b>13,8%</b>	<b>0,2 đ %</b>	
Xây lắp	8,5%	8,0%	-0,5 đ %	8,2%	0,2 đ %	8,2%	0,0 đ %	Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp năm 2022-23 tăng 0,2 điểm % sv năm 2021 nhờ (1) biên lợi nhuận gộp tốt hơn của các dự án giao thông trọng điểm như cao tốc Bắc-Nam và sân bay Long Thành; và (2) chủ yếu các dự án hiện hữu đi vào giai đoạn thi công chính giúp tiết giảm chi phí sv giai đoạn khởi công.
Thu phí BOT	57,0%	61,7%	4,7 đ %	60,7%	-1,0 đ %	62,0%	1,3 đ %	
Bất động sản	25,8%	46,9%	21,1 đ %	34,8%	-12,2 đ %	75,0%	40,2 đ %	Biên lợi nhuận gộp mảng BĐS năm 2023 tăng mạnh 40,2 điểm % svck do doanh thu chủ yếu đến từ các dự án văn phòng cho thuê (có biên lợi nhuận gộp cao vượt trội sv các dự án chung cư, đất nền).
CPBH&QLDN	71,6	84,1	17,4%	113,6	35,1%	123,2	8,4%	
EBIT	288,5	451,7	56,6%	382,5	-15,3%	445,6	16,5%	
Doanh thu tài chính	76,0	58,0	-23,6%	92,2	58,9%	101,6	10,2%	Doanh thu tài chính năm 2022 tăng mạnh 59,9% svck nhờ công ty tận dụng nguồn vốn bổ sung vào đầu tư tài chính ngắn hạn.
Chi phí lãi vay	232,6	206,6	-11,2%	153,6	-25,6%	137,0	-10,8%	
Lãi/lỗ công ty LD, LK	(22,7)	(7,8)	na	18,2	na	35,8	96,4%	Chúng tôi kỳ vọng BOT Thái Nguyên - Chợ Mới sẽ được Nhà nước mua lại trong năm 2022, qua đó giúp C4G ghi nhận lãi từ các công ty liên doanh, liên kết.
<b>LN trước thuế</b>	<b>113,8</b>	<b>280,6</b>	<b>146,7%</b>	<b>290,8</b>	<b>3,6%</b>	<b>376,0</b>	<b>29,3%</b>	
LN sau thuế	63,6	191,0	200,2%	216,5	13,3%	287,5	32,8%	
<b>LN ròng</b>	<b>63,6</b>	<b>191,0</b>	<b>200,2%</b>	<b>216,5</b>	<b>13,3%</b>	<b>287,5</b>	<b>32,8%</b>	
CPBH&QLDN/DT	3,4%	2,9%	-0,5 đ %	3,1%	0,2 đ %	3,0%	-0,1 đ %	
Biên EBIT	13,8%	15,6%	1,8 đ %	10,5%	-5,1 đ %	10,8%	0,3 đ %	
<b>Biên LN ròng</b>	<b>3,0%</b>	<b>6,6%</b>	<b>3,6 đ %</b>	<b>5,9%</b>	<b>-0,7 đ %</b>	<b>7,0%</b>	<b>1,0 đ %</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	2.888	3.646	4.121
Giá vốn hàng bán	(2.352)	(3.150)	(3.552)
Chi phí quản lý DN	(82)	(111)	(121)
Chi phí bán hàng	(2)	(2)	(3)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>452</b>	<b>383</b>	<b>446</b>
EBITDA thuần	596	560	623
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(144)</b>	<b>(177)</b>	<b>(177)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>452</b>	<b>383</b>	<b>446</b>
Thu nhập lãi	58	92	102
Chi phí tài chính	(228)	(182)	(170)
Thu nhập ròng khác	(1)	(2)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	(8)	18	36
<b>LN trước thuế</b>	<b>273</b>	<b>309</b>	<b>412</b>
Thuế	(81)	(92)	(123)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(1)
<b>LN ròng</b>	<b>191</b>	<b>217</b>	<b>288</b>
Thu nhập trên vốn	191	217	288
Cổ tức phổ thông	(45)	(90)	(90)
<b>LN giữ lại</b>	<b>146</b>	<b>127</b>	<b>198</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	245	182	206
Đầu tư ngắn hạn	52	52	52
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.612	2.554	3.035
Hàng tồn kho	1.015	1.250	1.438
Các tài sản ngắn hạn khác	43	55	62
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.967</b>	<b>4.094</b>	<b>4.793</b>
Tài sản cố định	2.456	3.044	3.056
Tổng đầu tư	431	450	487
Tài sản dài hạn khác	895	766	742
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7.750</b>	<b>8.354</b>	<b>9.077</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.327	969	1.164
Phải trả người bán	694	625	719
Nợ ngắn hạn khác	1.386	1.458	1.566
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.408</b>	<b>3.053</b>	<b>3.449</b>
Vay & nợ dài hạn	2.366	2.005	2.036
Các khoản phải trả khác	664	729	824
Vốn điều lệ và	1.124	2.247	2.247
LN giữ lại	165	292	491
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.304</b>	<b>2.558</b>	<b>2.759</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	7	8	9
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.750</b>	<b>8.354</b>	<b>9.077</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>273</b>	<b>309</b>	<b>412</b>
Khấu hao	144	177	177
Thuế đã nộp	(27)	(82)	(93)
Các khoản điều chỉnh khác	191	130	79
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(135)</b>	<b>(186)</b>	<b>(474)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>445</b>	<b>349</b>	<b>101</b>
Đầu tư TSCĐ	(37)	(766)	(189)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	1
Các khoản khác	(188)	415	106
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(224)</b>	<b>(350)</b>	<b>(83)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	1.124	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(48)	(1.100)	92
Dòng tiền từ HĐTC khác	(101)	5	3
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(45)	(90)	(90)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(194)</b>	<b>(62)</b>	<b>5</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	218	245	182
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>27</b>	<b>(63)</b>	<b>24</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	245	182	206

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	6,6%	5,9%	7,0%
Vòng quay TS	0,38	0,45	0,47
ROAA	2,5%	2,7%	3,3%
Đòn bẩy tài chính	6,17	4,17	3,28
ROAE	15,6%	11,2%	10,8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	330,1	255,7	268,8
Số ngày nắm giữ HTK	157,5	144,9	147,8
Số ngày phải trả tiền bán	107,7	72,4	73,9
Vòng quay TSCĐ	1,15	1,33	1,35
ROIC	3,8%	3,9%	4,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,3	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,9	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1
Vòng quay tiền	379,9	328,1	342,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	38,2%	26,2%	13,0%
Tăng trưởng LN từ HKKD	56,6%	(15,3%)	16,5%
Tăng trưởng LN ròng	200,8%	13,3%	32,7%
Tăng trưởng EPS	200,8%	13,3%	32,7%

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)

**Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích**

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

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