

Vài nét về doanh nghiệp

C4G là doanh nghiệp hoạt động chính trong các lĩnh vực: Xây dựng hạ tầng, đầu tư và vận hành trạm BOT và kinh doanh vật tư. Công ty đã tham gia nhiều dự án hạ tầng giao thông tiêu biểu, bao gồm: hầm chui Lê Văn Lương, cao tốc Phan Thiết – Dầu Giây, cải tạo sân đỗ nhà ga sân bay Phú Bài...

Khuyến nghị

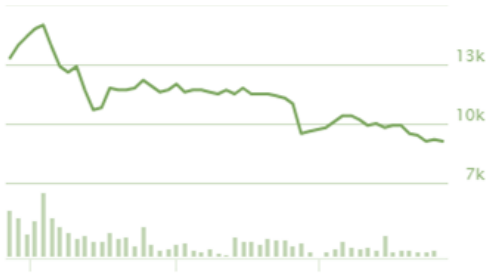
TRUNG LẬP

Giá mục tiêu 10.337 VND

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xây dựng
Thị giá (14/08/2024)	9.200
Biến động 1 năm	15.300 – 8.600
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	1,464
Vốn hóa (Tỷ đồng)	3.251
P/E TTM	18,31
P/B TTM	0,86

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
C4G	-6%	-6%	-36%
VNindex	-4%	-1%	-1%

Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang

pvtrang@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

DỰ ÁN HẠ TẦNG HỖ TRỢ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Triển vọng hoạt động kinh doanh của C4G dự báo được hỗ trợ tích cực trong giai đoạn 2024 – 2025 nhờ: (1) sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh tại mảng xây lắp với lượng backlog dồi dào, (2) tiềm năng bứt tốc từ mảng BOT nhờ giá vé và lưu lượng xe qua trạm tăng, (3) cơ cấu tài chính cải thiện tạo lợi thế cho giai đoạn cần tự chủ nguồn vốn sắp tới.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của C4G trong năm 2024 đạt lần lượt là 2.903 tỷ đồng (+11% yoy) và 199 tỷ đồng (+55% yoy), tương đương mức EPS đạt 558 đồng/ cổ phiếu. Chúng tôi ước tính sẽ cần khoảng thời gian từ 1-2 năm nữa để mức EPS của doanh nghiệp quay về mặt bằng cũ sau khi phát hành thêm lượng lớn cổ phiếu giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu C4G với mức định giá hợp lý là **10.337 đồng/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khối lượng backlog lớn là tiền đề cho tăng trưởng doanh thu.

Kỳ vọng doanh thu mảng xây dựng đạt mức tăng trưởng 14% trong năm 2024 xét đến: (1) Lượng backlog dồi dào, (2) Đẩy nhanh tiến độ các dự án còn chậm, (3) Các dự án lớn bước vào giai đoạn triển khai hạng mục chính.

Điểm sáng tại mảng BOT nhờ giá vé tăng và chuyển biến tại dự án Thái Nguyên - Chợ Mới.

Hiệu quả kinh doanh mảng BOT kỳ vọng được hỗ trợ bởi: (1) Bộ GTVT chấp thuận tăng giá vé, (2) Trạm BOT Diễn Châu – Bãi Vọt bắt đầu thu phí từ Q4/2024, (3) Đề án mua lại trạm Thái Nguyên – Chợ Mới bằng nguồn NSNN.

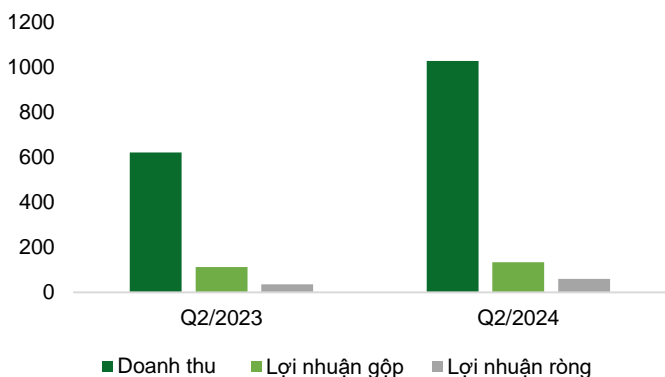
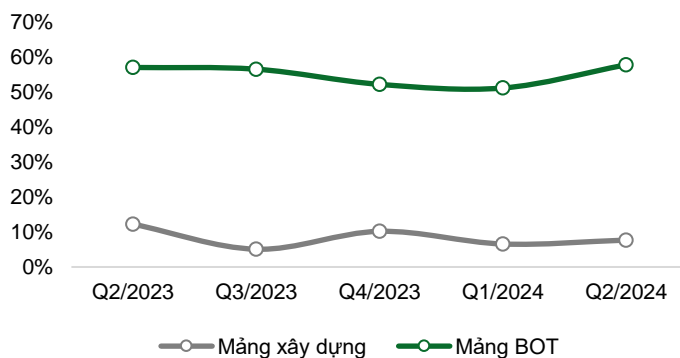
Cơ cấu tài chính cải thiện, tạo thế mạnh trong giai đoạn cần tự chủ nguồn vốn

Tỷ lệ nợ vay tài chính/VCSH của C4G so với các doanh nghiệp cùng ngành duy trì ở mức tương đối thấp. Điều này mang đến lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp khi tham gia đấu thầu, đồng thời tạo vị thế an toàn cho giai đoạn cần sự tự chủ lớn về nguồn vốn sắp tới.

Chi tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.726	2.629	2.904	3.101
+/- yoy (%)	44,6%	-3,6%	10,5%	6,8%
LNTT	186	161	253	315
Nợ/TTS (%)	42,9%	30,4%	25,4%	20,6%
TS LN gộp (%)	14,6%	15,4%	16,7%	16,8%
TS LN ròng (%)	5,6%	5,0%	6,9%	8,2%
EPS - TTM (đồng)	801	410	558	714

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q2.2024
Tóm tắt biến động kinh doanh Q2.2024

Đơn vị: Tỷ VND	Q2.2023	Q2.2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	617	1.027	66%	Tăng trưởng doanh thu thuần chủ yếu đến từ mảng xây dựng và BOT với mức tăng trưởng lần lượt đạt 88% và 31%. Mức tăng trưởng đến từ: <ul style="list-style-type: none"> - Lượng backlog lớn năm 2023, các dự án trọng điểm bước sang giai đoạn triển khai hạng mục chính. - Tất cả các trạm BOT C4G đang quản lý được chấp thuận tăng giá vé.
Lợi nhuận gộp	113	134	19%	Biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với cùng kỳ do chi phí đắt đỏ tăng cao trong giai đoạn trước ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng trong năm nay.
Doanh thu từ HĐTC	37	22	-41%	Doanh thu từ lãi tiền gửi, tiền cho vay giảm 50% svck do mặt bằng lãi suất thấp.
Lợi nhuận từ HĐKD	38	73	92%	Mức tăng trưởng tích cực đến từ: <ul style="list-style-type: none"> - Chi phí lãi vay giảm 40% nhờ mặt bằng lãi suất thấp so với cùng kỳ. - Chi phí quản lý doanh nghiệp được tiết giảm đáng kể.
LNST	32	60	87%	

Nguồn: C4G
Hình 1: KQKD của C4G (đv: tỷ đồng)

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng và BOT của C4G

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP
Khối lượng backlog lớn là tiền đề cho tăng trưởng doanh thu

Cienco 4 là doanh nghiệp có thế mạnh trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông, thể hiện qua những dự án tiêu biểu như mở rộng sân đỗ nhà ga Phú Bài, hầm chui Lê Văn Lương và một loạt các dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1. Trong giai đoạn 2021-2025, khi cơ sở hạ tầng

giao thông được tập trung hoàn thiện, Cienco 4 là doanh nghiệp được hưởng lợi khi tham gia vào nhiều công trình trọng điểm quốc gia, đem lại nguồn backlog tương đối dồi dào.

Các công trình trọng điểm của Cienco giai đoạn 2024-2026

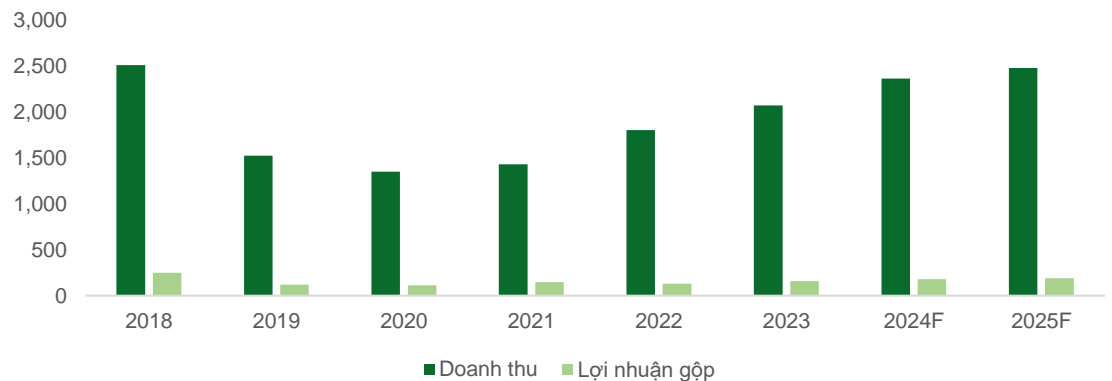
Dự án xây lắp	Giá trị HĐ	Tiến độ ước tính
Bùng-Vạn Ninh	1.800	72%
Gói thầu XL01: đoạn Hậu Giang - Cà Mau	6.466	32%
Gói thầu XL03: đoạn Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột	2.974	5%
Vành đai 4 Hà Nội	900	30%
Vành đai 3 TP.HCM XL08	1.417	5%
Vành đai 3 TP.HCM XL10	1.637	5%
Gói thầu 4.6 – Sân bay Long Thành	7.244	30%

Nguồn: VCBS tổng hợp

Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây dựng của C4G sẽ đạt mức tăng trưởng 14% xét đến:

- Dòng tiền gối đầu nhờ lượng backlog dồi dào. Việc có mặt trong các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia sẽ tạo lợi thế cho Cienco 4 trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư công vào nửa cuối năm.
- Những dự án chậm tiến độ kỳ vọng được đẩy nhanh nhờ (1) Tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công, (2) Khó khăn về nguồn nguyên vật liệu cát xây dựng được tháo gỡ nhờ phương án bổ sung cát biển. Với dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam đoạn Hậu Giang – Cà Mau, từ ngày 29/6, mỏ cát biển ở Sóc Trăng diện tích gần 100 ha đã được đưa vào khai thác, cung ứng 100.000m³ cát biển mỗi ngày, giúp bù đắp lượng cát xây dựng còn thiếu hụt.
- Các dự án lớn bước vào giai đoạn triển khai hạng mục chính.

Hình 3: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng xây lắp của C4G (Đv: Tỷ đồng)



Nguồn: C4G, VCBS

Điểm sáng tại mảng BOT nhờ giá vé tăng và chuyển biến tại dự án Thái Nguyên - Chợ Mới

Từ ngày 29/12/2023, Bộ GTVT đã chính thức phê duyệt phương án tăng giá vé cho 41 dự án BOT với mức tăng trung bình 16% tùy thuộc từng nhóm xe. Trong đó, C4G được chấp thuận tăng giá vé đối với toàn bộ 4 trạm BOT mà doanh nghiệp đang quản lý, vận hành. Do đó, doanh thu mảng BOT tại Cienco 4 kỳ vọng được hỗ trợ đáng kể.

Bảng 1: Các trạm thu phí BOT Cienco 4 tham gia góp vốn và quản lý

BOT	Giá vé (Nghìn đồng)				
	Nhóm 1	Nhóm 2	Nhóm 3	Nhóm 4	Nhóm 5
Nam Cầu Bến Thủy - tuyến tránh Hà Tĩnh	47	64	87	140	200
Yên Lệnh	35	47	76	123	188
Nghi Sơn - Cầu Giát	41	59	87	140	200
BOT Diễn Châu - Bãi Vọt	68	88	116	184	258

Nguồn: VCBS tổng hợp

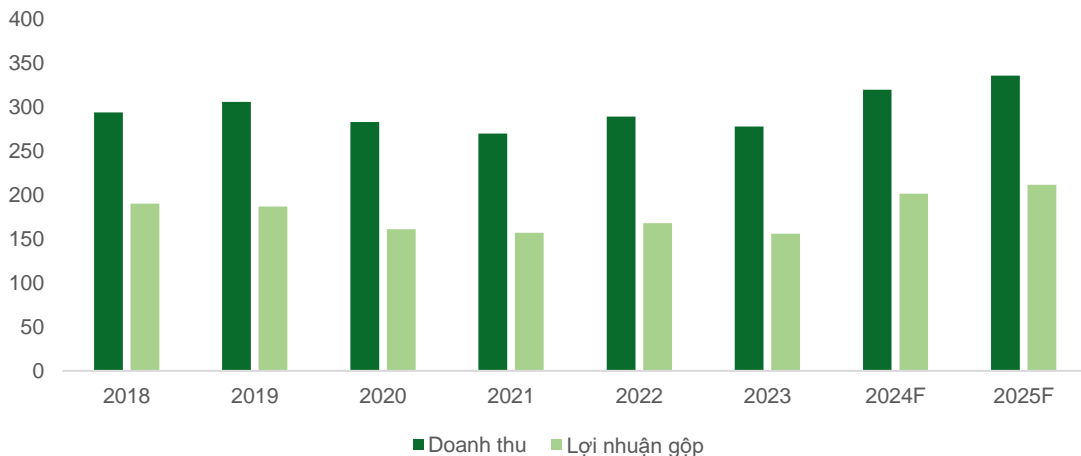
VCBS đánh giá lợi nhuận mảng thu phí BOT của C4G có thể ghi nhận mức tăng trưởng 15% trong giai đoạn 2024-2025 xét đến:

- Giá vé tăng trung bình 18% tại tất cả các trạm, tập trung tại xe nhóm 1,2 và 3, là nhóm xe chiếm lưu lượng cao nhất qua các trạm.
- Trạm BOT Diễn Châu – Bãi Vọt dự kiến bắt đầu thu phí từ Q4/2024. So với mặt bằng chung, mức giá tại trạm này cao hơn đáng kể.
- Lưu lượng xe qua trạm duy trì xu hướng hồi phục.
- Đối với dự án Thái Nguyên - Chợ Mới đã tạm dừng khai thác, dự án hiện nay đang thuộc nhóm các dự án thua lỗ nghiêm trọng, đã được bộ GTVT đưa vào diện xem xét tháo gỡ khó khăn bằng nguồn vốn nhà nước. Trong trường hợp đề án được thông qua, với mức góp vốn 33,34%, Cienco 4 kỳ vọng sẽ thu hồi về khoảng hơn 950 tỷ đồng từ dự án này, phần nào giúp giảm bớt gánh nặng chi phí tài chính và cải thiện cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá mảng BOT sẽ tiếp tục đem lại dòng tiền bền vững cho doanh nghiệp, hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng lưu lượng giao thông:

- Tăng trưởng tự nhiên về lưu lượng giao thông dọc QL1 ở Miền Trung, cùng với nhu cầu đi lại của người dân và các hoạt động kinh tế.
- Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người; gia tăng nguồn cung và đa dạng hóa các phân khúc xe hơi.
- Hoàn thiện cơ sở hạ tầng giao thông giúp đẩy mạnh nhu cầu di chuyển các tuyến đường liên tỉnh.

Hình 4: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng BOT của Cienco 4 (Đv: Tỷ đồng)



Nguồn: C4G, VCBS ước tính

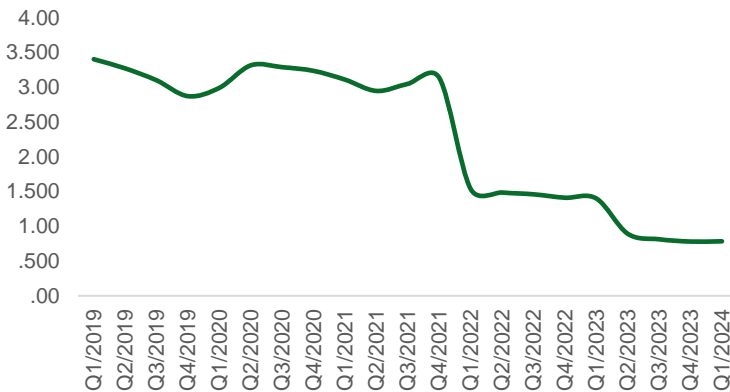
Cơ cấu tài chính cải thiện, tạo thế mạnh trong giai đoạn cần tự chủ nguồn vốn

Với ngành xây dựng hạ tầng, đặc thù tình hình dòng tiền của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng thường khá dồi dào trong giai đoạn đầu của chu kỳ thi công dự án nhờ được tiền tạm ứng từ ban quản lý dự án. Tận dụng giai đoạn nguồn vốn thuận lợi, công ty đã cải thiện cơ cấu tài chính thông qua việc (1) Tất toán các khoản vay trước hạn, (2) Tăng vốn điều lệ thông qua việc phát hành cổ phiếu.

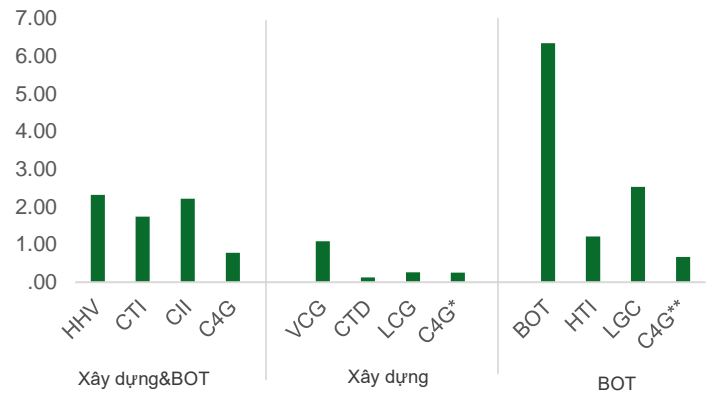
Do đó, Tỷ lệ nợ vay tài chính/VCSH của C4G hiện ở mức tương đối thấp. Điều này tạo lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp khi đấu thầu, đồng thời tạo vị thế an toàn cho giai đoạn cần sự tự chủ lớn về nguồn vốn sắp tới, khi:

- Việc thanh toán sẽ dựa theo tiến độ công trình trên cơ sở kết quả nghiệm thu khối lượng đã hoàn thành.
- Nguồn vốn tạm ứng về cơ bản được sử dụng hết, và nguồn tài chính của các nhà thầu phụ bắt đầu thiếu hụt và cần bù đắp bởi nhà thầu chính.

Hình 5: Cơ cấu tài chính của C4G (Đv: lần)



Hình 6: Nợ vay tài chính/VCSH các doanh nghiệp trong ngành năm 2023 (Đv: lần)



C4G*: Tỷ lệ nợ vay tài chính/VCSH mảng xây dựng
 C4G**: Tỷ lệ nợ vay tài chính/VCSH mảng BOT

Nguồn: C4G và các doanh nghiệp trong ngành

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro trượt giá và thiếu hụt nguồn nguyên vật liệu

C4G là doanh nghiệp tham gia xây dựng nhiều dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam, vì vậy nhu cầu về đất đắp và cát xây tương đối lớn. Mặc dù nguồn cát xây dựng thiếu hụt đã được bù đắp một phần bởi cát biển, rủi ro về thiếu hụt nguồn đất đắp, đặc biệt tại khu vực đồng bằng sông Cửu Long vẫn còn hiện hữu. Bên cạnh đó, đơn giá của các nguồn nguyên vật liệu này hầu hết chưa được chuẩn hóa, gây nên rủi ro trượt giá, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận doanh nghiệp.

Tiến độ các dự án không đạt được như kỳ vọng

Các dự án C4G thực hiện trong giai đoạn tới tập trung tại miền Trung. Đây là khu vực có lượng mưa nhiều vào cuối năm, đặc biệt khi thời tiết đã bước sang pha trung tính. Yếu tố bất lợi về thời tiết sẽ gây trở ngại khá lớn cho quá trình thi công.

Việc triển khai phương án mua lại BOT Thái Nguyên – Chợ Mới chậm hơn dự kiến

Do việc dùng Ngân sách mua lại các dự án BOT là chưa có tiền lệ nên sẽ gặp nhiều vướng mắc khi : (1) Chính phủ cần sự cần trọng trong việc thực thi vì tiềm ẩn khả năng tạo tiền lệ xấu cho doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ và đẩy gánh nặng về cho nguồn ngân sách nhà nước, (2) Chưa xác định được mức giá tham chiếu để định giá mua lại, (3) Chưa xác định được phương án hoạt động sau khi mua lại.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của C4G năm 2024 đạt lần lượt là **2.904 tỷ (+11% yoy)** và **199 tỷ (+55% yoy)**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu C4G dựa trên một số phương pháp:

Chiết khấu dòng tiền

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
FCFF	101	275	581	393	652
Tổng giá trị doanh nghiệp					5.690
Cộng: Tiền mặt					816
Trừ: Vay nợ ròng					2.405
Giá trị VCSH					4.100
Số lượng CPLH (tr.cp)					357
Định giá (VND)					11.476

Định giá tương đối

	P/B
HHV	0,82
LCG	0,73
FCN	0,72
CTD	0,69
BOT	1,22
Trung vị	0,836
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	11.004
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	9.199

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu C4G là **10.337 đồng/ cổ phiếu**.

Kết hợp 2 phương pháp

	Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)
Phương pháp chiết khấu dòng tiền	11.476
Phương pháp định giá tương đối	9.199
Kết hợp 2 phương pháp	10.337

ĐÁNH GIÁ

Triển vọng hoạt động kinh doanh của C4G dự báo được hỗ trợ tích cực trong giai đoạn 2024 – 2025 nhờ: (1) sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh tại mảng xây lắp với lượng backlog dồi dào, (2) tiềm năng bứt tốc từ mảng BOT nhờ giá vé và lưu lượng xe qua trạm tăng, (3) cơ cấu tài chính cải thiện tạo lợi thế cho giai đoạn cần tự chủ nguồn vốn sắp tới.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của C4G trong năm 2024 đạt lần lượt là 2.903 tỷ đồng (+11% yoy) và 199 tỷ đồng (+55% yoy), tương đương mức EPS đạt 558 đồng/ cổ phiếu. Chúng tôi ước tính sẽ cần khoảng thời gian từ 1-2 năm nữa để mức EPS của doanh nghiệp quay về mặt bằng cũ sau khi phát hành thêm lượng lớn cổ phiếu giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu C4G với mức định giá hợp lý là **10.337 đồng/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Văn Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>