

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

Giá thị trường  
VND9.200

Giá mục tiêu  
VND16.100

Tỷ suất cổ tức  
4,3%

Khuyến nghị  
KHẢ QUAN

Ngành  
XÂY DỰNG

Ngày 29/01/2021

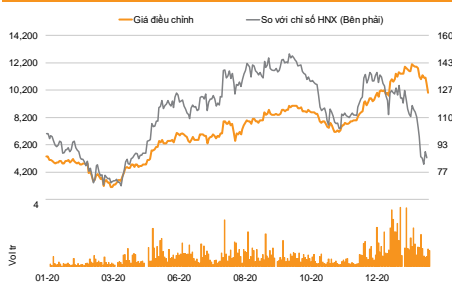
Triển vọng ngắn hạn: **Trung bình**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

Consensus\*: KQ: 2 TL: 0 KKQ: 0  
Giá mục tiêu/Consensus: +32,6%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm EPS dự phóng năm 2021/22 lần lượt 19,3%/6,1%.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	12.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	3.020
GTGDQB 3 tháng (triệu VND)	12.010
Vốn hóa (tỷ VND)	920
Free float (%)	34%
P/E trượt (x)	9,9
P/B hiện tại (x)	0,8

### Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn  
www.vndirect.com.vn

## Hiệu ứng đầu tư công sẽ rõ ràng hơn từ 2021

- Dự báo LN ròng 2021-22 tăng trưởng mạnh nhờ cú hích từ đầu tư công và bàn giao các dự án bất động sản.
- Phương án cơ cấu lại BOT Thái Nguyên – Chợ Mới nếu được thông qua sẽ giúp cải thiện rõ rệt dòng tiền của doanh nghiệp.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 16.100 đồng/cp.

### Liên tiếp trúng thầu các hợp đồng lớn, mảng xây lắp đảm bảo khối lượng công việc tới năm 2023

C4G đã có năm 2020 thành công trong công tác đấu thầu khi liên tiếp giành được các gói thầu lớn với tổng giá trị 4.260 tỷ đồng trong năm 2020, đặc biệt là các dự án trọng điểm thuộc Cao tốc Bắc-Nam phía Đông. Giá trị backlog cuối năm 2020 là 4.833 tỷ đồng, tương đương 3,5 lần doanh thu ước tính của mảng xây lắp năm 2020. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo công ty sẽ tiếp tục giành được khoảng 2.000 tỷ đồng giá trị thầu ký mới từ các dự án trọng điểm là Quốc lộ 45-Nghi Sơn, Nghi Sơn-Diễn Châu và Sân bay Long Thành. Qua đó doanh thu mảng xây lắp có thể đạt tăng trưởng kép 26,6% cho giai đoạn 2020-2023.

### Phương án tái cơ cấu dự án BOT Thái Nguyên – Chợ Mới

C4G đang kỳ vọng dự án BOT Thái Nguyên – Chợ Mới (TN-CM) có thể được tái cơ cấu theo hướng Nhà nước mua lại 1 phần hoặc toàn bộ dự án. Chưa có thông tin cụ thể về thời điểm và khả năng đàm phán thành công, nhưng nếu được thông qua thì điều này sẽ giúp C4G cải thiện đáng kể tình hình tài chính. Cụ thể, chúng tôi ước tính C4G có thể 1) Giảm được khoản lỗ từ công ty liên doanh (Công ty TNHH BOT TN-CM) khoảng 20 tỷ đồng/năm và 2) Thu hồi 764 tỷ đồng khoản đầu tư và khoản phải thu liên quan đến doanh nghiệp dự án.

### LN ròng dự phóng năm 2021 tăng 81,7% nhờ sự bứt phá của mảng xây lắp và ghi nhận chuyển nhượng dự án BĐS Long Sơn

Chúng tôi kỳ vọng DT và LN ròng năm 2021 sẽ đạt lần lượt 3.866 tỷ đồng (tăng 81,1% svck) và 184 tỷ đồng (tăng 81,7% svck), nhờ vào 1) doanh thu mảng xây lắp tăng trưởng 95,6% svck lên mức 2.684 tỷ đồng và 2) Bàn giao KĐT Long Sơn 1&3 dự kiến đem về 60 tỷ đồng LN ròng. Trong năm 2022, LN ròng sẽ giảm 14,4% svck xuống 158 tỷ đồng do thiếu hụt phần lợi nhuận không thường xuyên từ chuyển nhượng BĐS trong năm 2020-21.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 16.100 đồng/cp

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực hơn của C4G trong tương lai nhờ vào việc chuyển nhượng BOT TN-CM và đưa vào khai thác dự án BĐS 116 Đình Tiên Hoàng. Giá mục tiêu được xác định 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 (VND)	12-19A	12-20E	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.343	2.134	3.866	3.732
Tăng trưởng DT thuần	(25,0%)	(8,9%)	81,1%	(3,5%)
Biên lợi nhuận gộp	15,4%	16,4%	13,5%	13,0%
Biên EBITDA	20,5%	21,3%	16,6%	17,7%
LN ròng (tỷ)	93	101	184	158
Tăng trưởng LN ròng	(31,9%)	9,5%	81,7%	(14,4%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	(32,4%)	10,0%	81,7%	(14,4%)
EPS cơ bản	927	1.014	1.844	1.578
EPS điều chỉnh	927	1.014	1.844	1.578
BVPS	12.099	12.705	14.227	15.401
ROAE	8,0%	8,2%	13,7%	10,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**MẢNG THU PHÍ BOT: NHIỀU TÍN HIỆU TÍCH CỰC**

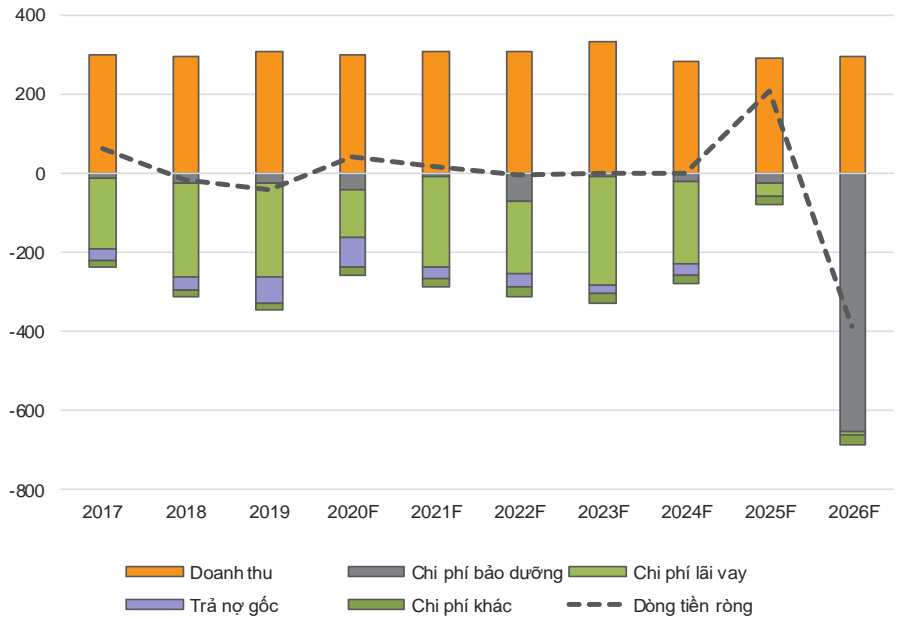
**Lưu lượng phương tiện qua BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh hồi phục nhanh chóng sau dịch bệnh**

Lưu lượng phương tiện chịu phí qua 2 trạm BOT cầu Bến Thủy 1 & 2 đã được cải thiện đáng kể trong nửa cuối năm 2020, tăng 2,8% svck, cao hơn dự phóng trước đó của chúng tôi là giảm 7% svck và hồi phục từ mức giảm mạnh 11,1% svck trong 6T2020. Hoạt động vận tải hàng hóa sau khi dịch bệnh Covid-19 được kiểm soát đã hồi phục nhanh hơn kỳ vọng, do đó chúng tôi điều chỉnh dự phóng lưu lượng phương tiện qua cầu Bến Thủy tăng 3% svck trong năm 2021, từ mức chỉ 1% svck trước đó.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng việc đưa vào khai thác cầu Cửa Hội (không mất chi phí qua cầu - dự kiến trong tháng 01/2021) sẽ ảnh hưởng không đáng kể đến nguồn thu tại dự án BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh. Trạm thu phí cầu Bến Thủy nằm trên tuyến giao thông huyết mạch quốc lộ 1A trong khi dự án cầu Cửa Hội chủ yếu phục vụ mục tiêu du lịch và dân sinh của cư dân 2 bên bờ sông Lam (vốn đã được miễn phí qua Trạm thu phí của C4G).

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, chúng tôi dự phóng doanh thu thu phí BOT của C4G sẽ đạt 306 tỷ đồng (tăng 2,2% svck).

**Hình 1: Dự phóng dòng tiền tại dự án BOT Nam Bến Thủy – Hà Tĩnh (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**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.

Trong tháng 08/2020, C4G đã gửi văn bản đề xuất Nhà nước có phương án hỗ trợ BOT Thái Nguyên – Chợ Mới, khi dự án không được thu phí theo phương án tài chính ban đầu. Trong đó, công ty đã đề xuất 2 phương án:

- Phương án 1: Nhà nước mua lại toàn bộ dự án theo giá trị dự án tại thời điểm tháng 10/2020 là 3.161 tỷ đồng.
- Phương án 2: Nhà nước mua lại 1 trạm thu phí là Bờ Đậu – Quốc lộ 3 với giá trị tại thời điểm tháng 10/2020 là 2.988 tỷ đồng và cho phép công ty tiếp tục thu phí tại trạm còn lại trên tuyến Thái Nguyên – Chợ Mới với thời hạn 16 năm 1 tháng.

Trong văn bản báo cáo Thủ tướng Chính phủ về tiến độ triển khai Hệ thống thu phí đường bộ theo hình thức điện tử không dừng (ETC), Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) cũng đã đưa trạm Bờ Đậu – Quốc lộ 3 vào danh sách 3 dự án (bao gồm cả trạm Km1747 đường Hồ Chí Minh và trạm T2 – Quốc lộ 91) được đề xuất phương án bố trí vốn ngân sách Nhà nước hỗ trợ nhằm hoàn vốn cho chủ đầu tư. Theo ban lãnh đạo C4G, công ty kỳ vọng việc Nhà nước mua lại dự án BOT Thái Nguyên – Chợ Mới sẽ được thực hiện vào cuối năm 2021.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng C4G đang phải ghi nhận khoản phải thu về cho vay 588 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 6/2020. Trong kịch bản tích cực nhất là dự án này được mua lại theo Phương án 1, C4G có thể thu về dòng tiền khoảng 1.153 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.

### 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.

Dự án Diễn Châu – Bãi Vọt dự kiến được khởi công trong tháng 1/2021 và đưa vào khai thác trong tháng 1/2024, 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 8.000 tỷ đồng, và C4G sẽ thi công các gói thầu với giá trị hơn 1.200 tỷ đồng, hỗ trợ đáng kể khối lượng công việc cho mảng xây lắp của công ty trong giai đoạn 2021-23.

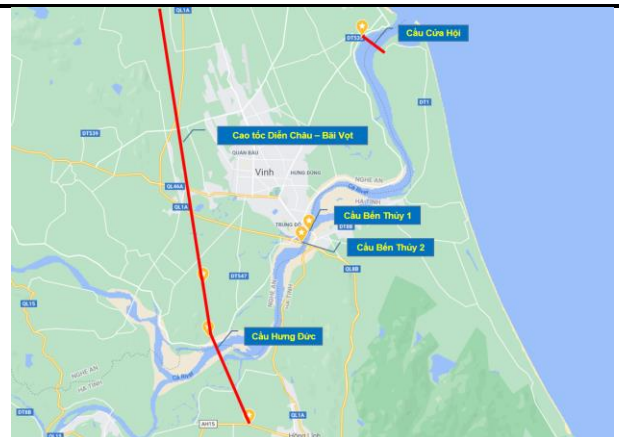
Để cân đối nguồn vốn thực hiện dự án, C4G cũng đã được cổ đông chấp thuận phương án phát hành riêng lẻ 200 tỷ đồng tăng vốn.

Hình 2: 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 3: 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

**Giá trị backlog đạt 4.833 tỷ đồng tính đến cuối năm 2020, tương đương 3,5 lần doanh thu mảng xây lắp năm 2020, theo ước tính của chúng tôi**

**Giành thêm được 2.271 tỷ đồng giá trị xây lắp tại các dự án cao tốc trọng điểm**

Trong tháng 12/2020, C4G và các liên danh liên tiếp thông báo thắng thầu tại các dự án giao thông trọng điểm, bao gồm: 1) Gói thầu XL02 cao tốc Phan Thiết – Dầu Giây trị giá 1.910 tỷ đồng (C4G sở hữu 45%), và 2) Gói thầu XL02 cao tốc Mỹ Thuận – Cần Thơ trị giá 705 tỷ đồng (C4G sở hữu 42%).

Bên cạnh đó, việc thắng thầu tại dự án PPP Diễn Châu - Bãi Vọt giúp tổng giá trị hợp đồng ký mới của công ty trong tháng 12/2020 lên tới 2.271 tỷ đồng, tương đương với kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của các dự án trên sẽ bắt đầu được ghi nhận trong năm 2021, chậm hơn dự phóng trước đó là Quý 4/2020 do thời gian đấu thầu kéo dài lâu hơn dự kiến. Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu mảng xây lắp năm 2020 xuống còn 1.372 tỷ đồng (-10% svck), trước khi tăng mạnh 95,6% lên mức 2.684 tỷ đồng vào năm 2021.

Chúng tôi cũng giảm dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp trong năm 2020 xuống mức 7,0% do công ty đồng loạt khởi công nhiều dự án mới trong năm nay và ghi nhận nhiều chi phí trong giai đoạn đầu thi công. Trong năm 2021-22, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh này sẽ tăng lên mức 8,1%-8,2%.

**Hình 4: Các dự án lớn đang triển khai của C4G**

Dự án	Địa điểm	Thời điểm khởi công	Thời gian thực hiện (tháng)	Giá trị thầu (tỷ đồng) (*)	Tiến độ tính đến hết năm 2020 (*)
J3 Bến Lức - Long Thành	TP.HCM	07/2015	na	681	80%
Metro số 1 Bến Thành Suối Tiên	TP.HCM	11/2016	na	2.108	81%
Gói thầu 1, nhà máy xử lý nước Yên Xá	Hà Nội	01/2019	na	750	45%
Cầu An Hòa, Tây Ninh	Tây Ninh	07/2019	24	92	20%
Gói thầu 06-OFID.EC, vành đai phía Tây 2 - Đà Nẵng	Đà Nẵng	02/2020	18	92	56%
Cụm giao thông phía Tây cầu Trần Thị Lý	Đà Nẵng	03/2020	15	134	22%
Hầm chui Nguyễn Văn Linh - Nguyễn Hữu Thọ	TP.HCM	04/2020	15	63	53%
Gói thầu XL09 cao tốc Cam Lộ - La Sơn	Huế	04/2020	24	407	33%
Cải tạo sân bay Tân Sơn Nhất	TP.HCM	06/2020	20	650	30%
Gói thầu 8, hầm chui Lê Văn Lương	Hà Nội	10/2020	18	98	5%
Mở rộng sân đỗ sân bay Phú Bài	Huế	12/2020	12	240	0%
Gói thầu 6, sân bat Cát Bi	Hải Phòng	12/2020	12	305	0%
Gói thầu XL02 cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây	Bình Thuận	01/2021	24	860	0%
Gói thầu XL02 cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	Cần Thơ	01/2021	24	211	0%
PPP Diễn Châu - Bãi Vọt	Nghệ An	01/2021	36	1.200	0%

(\*) VNDIRECT Research ước tính

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

## Nhiều dự án hạ tầng lớn dự kiến được khởi công trong năm 2021, mở ra cơ hội giành thêm nhiều gói thầu xây lắp cho C4G

Mới đây, Ủy ban Thường vụ Quốc hội đã chấp thuận với đề nghị của Chính phủ về việc chuyển đổi hình thức đầu tư 2 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam với tổng mức đầu tư lên tới 14.710 tỷ đồng là Quốc lộ 45 – Nghi Sơn và Nghi Sơn – Diễn Châu từ PPP sang đầu tư công. Việc chuyển đổi này tạo ra cơ hội cho doanh nghiệp xây lắp cơ sở hạ tầng, đặc biệt là các đơn vị không có nhiều lợi thế về tài chính khi tham gia nhiều dự án PPP như C4G (dự án PPP yêu cầu nguồn vốn lớn và thời gian thu hồi vốn kéo dài).

Mặc dù chưa có kế hoạch chi tiết nhưng chúng tôi tin rằng thời điểm mở thầu và khởi công 2 dự án trên sẽ sớm được triển khai, muộn nhất vào cuối năm 2021 khi Chính phủ đang cho thấy những quyết tâm đưa toàn tuyến cao tốc Bắc-Nam đưa vào khai thác trong năm 2023-24 (thời gian thực hiện các gói thầu khoảng 24 tháng).

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).

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 26,6%/năm trong giai đoạn 2020-23. Chúng tôi cũng lưu ý rằng các dự án hạ tầng trọng điểm này thường có mức biên lợi nhuận tốt hơn các dự án khác.

**Hình 5: 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

## MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN KÌ VỌNG SẼ ĐEM LẠI DÒNG TIỀN ỔN ĐỊNH TỪ NĂM 2023

### Chuyển nhượng BĐS – KĐT Long Sơn sẽ đóng góp chính 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 Quý 4/2020, 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. Chúng tôi ước tính 2 KĐT này sẽ mang lại 171 tỷ đồng doanh thu và 32 tỷ đồng lợi nhuận ròng cho C4G trong Quý 4/2020.

Trong nửa đầu năm 2021, C4G cho biết sẽ tiếp tục bàn giao 17,5ha đất tại khu Long Sơn 1 và 3 và sẽ giúp mảng BĐS của công ty ghi nhận thêm 267 tỷ đồng doanh thu và 65 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 2020. Chúng tôi kỳ vọng C4G sẽ hoàn thành việc bán hàng tại dự án trong năm 2021 và lần lượt ghi nhận 80/46 tỷ đồng doanh thu trong năm 2021/22.

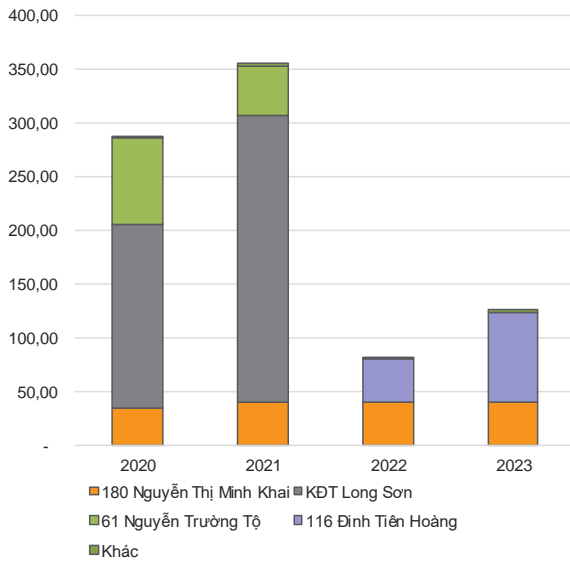
### BĐS cho thuê – Bứt phá từ năm 2022 nhờ dự án mới tại 116 Đinh Tiên Hoàng

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 2021 sẽ đạt 95%, tăng từ mức 90% trung bình năm 2020.

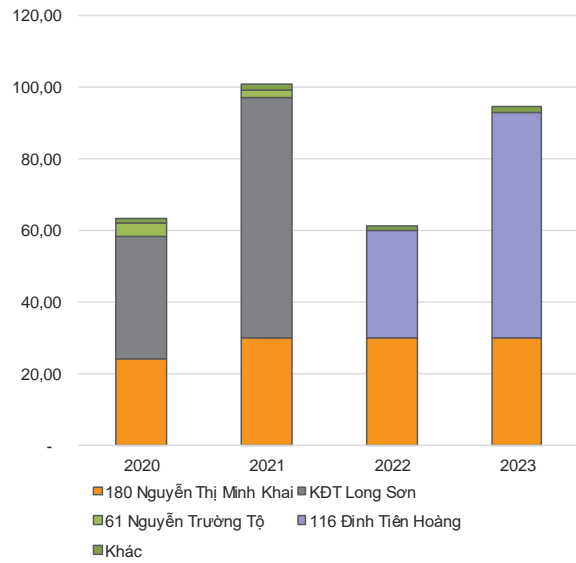
Ban lãnh đạo C4G cho biết, công ty đang có kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Thiết bị Giáo dục 2 lên mức 52% trong nửa đầu năm 2021 (từ mức 45,49% tại cuối năm 2020). Hiện tại, CTCP Thiết bị Giáo dục 2 đang sở hữu lô đất gần 1.300 m<sup>2</sup> tại 116 Đinh Tiên Hoàng (Quận Bình Thạnh – TP.HCM). C4G có kế hoạch sẽ phát triển khoảng 9.600 m<sup>2</sup> sàn thương mại cho thuê tại đây (cao ốc 14 tầng, trong đó có 2 tầng hầm) và sẽ bắt đầu phản ánh vào kết quả kinh doanh từ năm 2022. 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 80 tỷ đồng doanh thu hàng năm.

**Hình 6: Ước tính doanh thu mảng BĐS của C4G (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**Hình 7: Ước tính lợi nhuận gộp mảng BĐS của C4G (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

### ĐIỀU CHỈNH DỰ PHÓNG GIAI ĐOẠN 2021-22

**Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận ròng giai đoạn 2021-22 chủ yếu do biên lợi nhuận mảng xây lắp thấp hơn và chi phí lãi vay cao hơn dự kiến**

Trong năm 2021/22, chúng tôi kỳ vọng C4G sẽ đạt mức lợi nhuận ròng lần lượt là 184/158 tỷ đồng, giảm lần lượt 19,3%/6,1% sv dự báo trước đó, do 1) giảm biên lợi nhuận gộp dự phóng mảng xây lắp xuống mức 8,1%/8,2% từ mức 8,3%/8,3% trong dự báo trước đó; 2) chi phí lãi vay cao hơn 5,2%/11,2% sv dự báo trước đó do chúng tôi tăng nợ vay của công ty để tài trợ cho việc phát triển dự án 116 Đinh Tiên Hoàng.

Dự phóng của chúng tôi dựa trên giả định BOT TN-CM sẽ được Nhà nước mua lại tại thời điểm cuối năm 2021.

Hình 8: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2020-22

tỷ đồng	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% thay đổi sv dự phóng cũ		Ghi chú
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
<b>Doanh thu</b>	<b>3.498,1</b>	<b>3.252,0</b>	<b>3.865,9</b>	<b>3.731,7</b>	<b>10,5%</b>	<b>14,8%</b>	
<i>Xây lắp</i>	2.751,0	2.463,5	2.684,0	2.742,6	-2,4%	11,3%	
<i>Thu phí BOT</i>	288,8	309,0	305,7	309,0	5,8%	0,0%	
<i>Bất động sản</i>	106,3	106,3	354,8	81,8	233,8%	-23,0%	
<i>Bán vật tư</i>	313,3	339,0	500,0	575,0	59,6%	69,6%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu bán vật tư năm 2021-22 nhờ các hợp đồng xây lắp mới của công ty đi kèm cung cấp vật tư cho dự án.
<i>Cho thuê thiết bị</i>	32,3	27,7	15,0	16,8	-53,6%	-39,3%	
<i>Khác</i>	6,4	6,4	6,4	6,4	0,0%	0,0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>538,8</b>	<b>465,0</b>	<b>523,0</b>	<b>484,4</b>	<b>-2,9%</b>	<b>4,2%</b>	
CPBH&QLDN	101,0	100,5	109,9	109,2	8,9%	8,7%	
<b>EBIT</b>	<b>414,2</b>	<b>342,0</b>	<b>386,9</b>	<b>349,4</b>	<b>-6,6%</b>	<b>2,2%</b>	
Doanh thu tài chính	93,2	111,7	96,6	93,1	3,6%	-16,7%	
Chi phí lãi vay	232,3	249,0	244,4	276,9	5,2%	11,2%	
Lãi/lỗ công ty LD, LK	(10,8)	(10,8)	(23,0)	19,5	na	na	Do việc tăng giá vé theo kế hoạch tài chính ban đầu tại các BOT tiếp tục bị trì hoãn. Chúng tôi tạm thời loại bỏ giả định điều chỉnh giá vé trong mô hình dự phóng năm 2021. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng việc chuyển giao BOT TN-CM sẽ giúp C4G hạn chế khoản lỗ từ các công ty liên doanh, liên kết.
LN trước thuế	278,9	208,2	242,5	168,4	-13,0%	-19,1%	
LN sau thuế	228,5	168,3	184,5	157,9	-19,3%	-6,1%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>228,5</b>	<b>168,3</b>	<b>184,5</b>	<b>157,9</b>	<b>-19,3%</b>	<b>-6,1%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>15,4%</b>	<b>14,3%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,0%</b>	<b>-1,9 đ %</b>	<b>-1,3 đ %</b>	
<i>Xây lắp</i>	8,3%	8,3%	8,1%	8,2%	-0,2 đ %	-0,1 đ %	
<i>Thu phí BOT</i>	71,3%	56,6%	61,5%	58,6%	-9,8 đ %	2,0 đ %	
<i>Bất động sản</i>	80,3%	64,4%	28,4%	75,0%	-52,0 đ %	10,6 đ %	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KĐT Long Sơn và dự án BĐS 61 Nguyễn Trường Tộ sẽ hoàn tất bàn giao trong năm 2021, sớm hơn dự phóng trước đó là năm 2022. Bên cạnh đó, dự án văn phòng cho thuê tại 116 Đinh Tiên Hoàng sẽ giúp Biên lợi nhuận gộp mảng BĐS năm 2022 tăng lên mức 75%.
<i>Bán vật tư</i>	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0 đ %	0,0 đ %	
<i>Cho thuê thiết bị</i>	36,8%	36,2%	36,8%	36,2%	0,0 đ %	0,0 đ %	
<i>Khác</i>	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0 đ %	0,0 đ %	
CPBH&QLDN/DT	2,9%	3,1%	2,8%	2,9%	0,0 đ %	-0,2 đ %	
Biên EBIT	11,8%	10,5%	10,0%	9,4%	-1,8 đ %	-1,2 đ %	
<b>Biên LN ròng</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>-1,8 đ %</b>	<b>-0,9 đ %</b>	

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 9: Dự phóng kết quả kinh doanh C4G giai đoạn 2021-22

tỷ đồng	2020F	2021F	% thay đổi svck năm trước	2022F	% thay đổi svck năm trước
<b>Doanh thu</b>	<b>2.134,2</b>	<b>3.865,9</b>	<b>81,1%</b>	<b>3.731,7</b>	<b>-3,5%</b>
Xây lắp	1.372,3	2.684,0	95,6%	2.742,6	2,2%
Thu phí BOT	299,2	305,7	2,2%	309,0	1,1%
Bất động sản	287,3	354,8	23,5%	81,8	-76,9%
Bán vật tư	158,0	500,0	216,5%	575,0	15,0%
Cho thuê thiết bị	11,0	15,0	36,4%	16,8	12,0%
Khác	6,4	6,4	0,0%	6,4	0,0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>350,1</b>	<b>523,0</b>	<b>49,4%</b>	<b>484,4</b>	<b>-7,4%</b>
CPBH&QLDN	79,1	109,9	38,9%	109,2	-0,7%
<b>EBIT</b>	<b>256,9</b>	<b>386,9</b>	<b>50,6%</b>	<b>349,4</b>	<b>-9,7%</b>
Doanh thu tài chính	63,8	96,6	51,4%	93,1	-3,7%
Chi phí lãi vay	189,4	244,4	29,1%	276,9	13,3%
Lãi/lỗ công ty LD, LK	(14,9)	(23,0)	54,4%	19,5	-184,6%
LN trước thuế	135,7	242,5	78,7%	168,4	-30,6%
LN sau thuế	101,5	184,5	81,7%	157,9	-14,4%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>101,5</b>	<b>184,5</b>	<b>81,7%</b>	<b>157,9</b>	<b>-14,4%</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>16,4%</b>	<b>13,5%</b>	<b>-2,9 đ %</b>	<b>13,0%</b>	<b>-0,5 đ %</b>
Xây lắp	7,0%	8,1%	1,1 đ %	8,2%	0,0 đ %
Thu phí BOT	61,2%	61,5%	0,3 đ %	58,6%	-2,9 đ %
Bất động sản	22,1%	28,4%	6,3 đ %	75,0%	46,6 đ %
Bán vật tư	2,0%	2,0%	0,0 đ %	2,0%	0,0 đ %
Cho thuê thiết bị	36,5%	36,8%	0,3 đ %	36,2%	-0,6 đ %
Khác	4,0%	4,0%	0,0 đ %	4,0%	0,0 đ %
CPBH&QLDN/DT	3,7%	2,8%	-0,9 đ %	2,9%	0,1 đ %
Biên EBIT	12,0%	10,0%	-2,0 đ %	9,4%	-0,6 đ %
<b>Biên LN ròng</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>0,0 đ %</b>	<b>4,2%</b>	<b>-0,6 đ %</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

### DUY TRÌ KHUYẾN NGHỊ KHẢ QUAN VÀ TĂNG GIÁ MỤC TIÊU LÊN 16.100 ĐỒNG/CP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu của C4G lên mức 16.100 đồng/cp nhằm phản ánh 1) tăng định giá BOT TN-CM do dự án được Nhà nước chấp thuận mua lại; 2) chuyển năm cơ sở định giá trong mô hình DCF sang năm 2021 và 3) bổ sung dự án BĐS 116 Đinh Tiên Hoàng vào mô hình định giá. Do hạn chế về thông tin, chúng tôi tạm thời chưa bổ sung dự án BOT Diễn Châu – Bãi Vọt vào mô hình định giá.

Giá mục tiêu mới 16.100 đồng/cp được xác định dựa trên phương pháp tổng giá trị thành phần (SOTP), trong đó chúng tôi ước tính giá trị hiện tại của khoản tiền thu về được từ BOT TN-CM là 1.043 tỷ đồng (chi tiết trong hình 10). Các giả định chính trong mô hình bao gồm 1) C4G phát hành riêng lẻ thành công 20 triệu cổ phiếu và tăng vốn điều lệ lên 1.200 tỷ đồng trong năm 2021 nhằm tài trợ vốn phát triển các dự án xây lắp và 2) Tiếp tục duy trì chiết khấu 30% mảng Thu phí BOT do dòng tiền ước tính tại các dự án sẽ tiếp tục yếu do thời điểm tăng giá vé thu phí không chắc chắn. Trong kịch bản kém khả quan, dự án BOT TN-CM chỉ được bàn giao trong năm 2022, mức định giá của C4G sẽ giảm xuống còn 15.100 đồng/cp, theo dự phóng của chúng tôi.

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 Quý 2/2021. 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 10: Định giá cổ phiếu C4G**

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	
	đồng/cp	
<b>Phương pháp định giá từng phần</b>		
<b>Xây lắp, P/E</b>	<b>4.026</b>	9,0x
<b>Thu phí BOT</b>	<b>12.737</b>	
<i>BOT TN-CM, NPV</i>	8.735	
<i>3 BOT còn lại, NPV</i>	4.002	
<b>Bất động sản</b>	<b>2.427</b>	
<i>Khu đô thị Long Sơn, NPV</i>	458	
<i>116 Đinh Tiên Hoàng, DCF 10 năm</i>	682	
<i>180 Nguyễn Thị Minh Khai, DCF 10 năm</i>	1.277	
<i>Khác, BV</i>	10	
<b>Nợ vay ròng (không bao gồm dự án BOT) (-)</b>	<b>3.083</b>	
Giá mục tiêu	16.108	
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>16.100</b>	

Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 11: 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	Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV (x)	EV / EBITDA (x)		ROE	D/E (x)		
		Nội tệ	Nội tệ						TTM	21F			TTM	21F
<b>Phát triển cơ sở hạ tầng</b>														
CTCP Fecon	FCN VN	11.300	na	KKN	60,8	11,2	na	(7,9)	0,6	na	7,0	5,8	na	46,2
CTCP Licogi 16	LCG VN	12.900	na	KKN	64,5	4,8	na	52,1	0,9	na	4,5	13,4	na	60,8
CTCP ĐT HTKT TP.HCM	CII VN	20.850	na	KKN	216,1	182,7	10,3	31,3	1,0	0,7	37,7	0,5	8,9	159,8
<i>Trung bình</i>					113,8	66,2	10,3	25,2	0,8	0,7	16,4	6,6	8,9	88,9
<b>Thu phí BOT</b>														
CTCP ĐT PTHH IDICO	HTI VN	16.000	na	KKN	17,3	6,6	na	(7,9)	0,9	na	4,8	13,3	na	210,3
CTCP Tasco	HUT VN	4.600	na	KKN	53,6	na	na	(48,5)	0,4	na	13,8	(1,7)	na	174,2
CTCP ĐT PT Cùrig Thuận IDICO	CTI VN	14.200	na	KKN	33,8	8,3	na	(23,4)	0,7	na	9,8	9,1	na	174,6
<i>Trung bình</i>					34,9	7,5	na	(26,6)	0,7	na	9,5	6,9	na	186,3
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN	9.200	16.100	KQ	39,9	9,9	8,7	(9,0)	0,8	1,1	9,6	8,0	13,7	308,2

Tất cả giá trên đều dựa trên giá đóng cửa ngày 29/01/2021. Tất cả các ước tính cho cổ phiếu Không được khuyến nghị (KKN) đều dựa trên ước tính trung bình thị trường của Bloomberg

Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

## PHỤ LỤC

### Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam còn rất lớn

*Tại sao cơ sở hạ tầng lại quan trọng đối với nền kinh tế?*

Việt Nam đã trở thành một trong những nền kinh tế tăng trưởng mạnh nhất trong khu vực với tốc độ tăng trưởng GDP trong giai đoạn 2009-2019 trung bình đạt 6,2%/năm. Điều này đã kéo theo tốc độ đô thị hóa nhanh chóng tại các thành phố lớn trong các năm qua, khiến các mạng lưới giao thông kết nối và tiện ích rơi vào tình trạng bị quá tải. Việc tăng cường đầu tư vào hệ thống cơ sở hạ tầng là một đòi hỏi bức thiết để đáp ứng được sự phát triển nhanh chóng của Việt Nam.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng đầu tư vào cơ sở hạ tầng đóng vai trò chủ chốt trong việc duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững. Hệ thống cơ sở hạ tầng phát triển sẽ giảm chi phí vận chuyển và sản xuất, qua đó tăng cường năng suất và khuyến khích các doanh nghiệp mở rộng hoạt động kinh doanh.

Việc phát triển cơ sở hạ tầng là một trong những yếu tố quyết định năng lực cạnh tranh của Việt Nam và khả năng thu hút vốn FDI và thúc đẩy nguồn vốn, chuyên gia công nghệ và cải thiện năng suất. Trong các năm qua, Việt Nam đã trở nên nổi bật về thu hút FDI với vị trí địa lý thuận lợi và chi phí nhân công thấp. Tuy nhiên, hệ thống cơ sở hạ tầng cải thiện chậm vẫn là một trong những lo ngại lớn nhất đối với các nhà đầu tư.

*Cơ sở hạ tầng của Việt Nam đang đứng ở đâu so với các nước trong khu vực?*

Theo “Báo cáo Năng lực Cạnh tranh Toàn cầu 2019” của Diễn đàn Kinh tế Thế giới, trong số 140 nền kinh tế được đánh giá, Việt Nam đứng thứ 77 về cơ sở hạ tầng trong năm 2019, giảm nhẹ so với bậc 75 năm 2018.

Diễn đàn Kinh tế Thế giới đánh giá năng lực cạnh tranh trên cơ sở 12 nhóm yếu tố (hay “trụ cột”). Cơ sở hạ tầng là một trong các “trụ cột” này và được đánh giá dựa trên kết nối, chất lượng và hiệu suất giao thông - vận tải (giao thông đường bộ, đường sắt, đường thủy và hàng không).

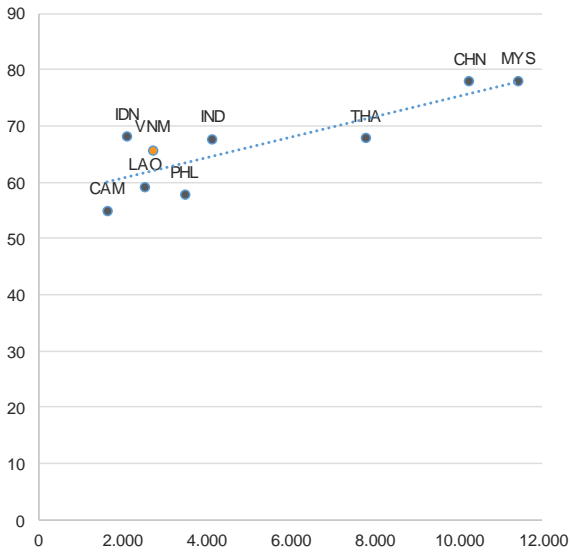
Dù đã được cải thiện đáng kể trong 10 năm qua, tuy nhiên xếp hạng cơ sở hạ tầng của Việt Nam còn tương đối thấp so với nhóm các nước có thu nhập cao trong ASEAN như Malaysia và Thái Lan. Mức độ chênh lệch cũng thay đổi đáng kể đối với từng yếu tố của cơ sở hạ tầng.

Về cơ sở hạ tầng giao thông vận tải:

- Hệ thống đường bộ cần cải thiện nhiều nhất với mức điểm khá thấp, dưới đường xu hướng (Hình 14). Hệ thống cơ sở hạ tầng giao thông vận tải của Việt Nam còn manh mún, thiếu đồng bộ và kết nối kém vì công suất hạn chế trong việc đáp ứng nhu cầu vận chuyển và quy định an toàn.
- Hệ thống đường sắt của ASEAN, trong đó có Việt Nam, nhìn chung kém phát triển hơn nhiều so với các nước khác tại Châu Á như Trung Quốc và Ấn Độ (Hình 15).
- Việc phát triển giao thông đường hàng không của Việt Nam tỏ ra phù hợp với thu nhập ngày càng tăng với 21 sân bay hiện đang hoạt động trên cả nước (Hình 16).
- Điểm của cơ sở hạ tầng đường thủy cao hơn so với đường xu hướng (Hình 17).

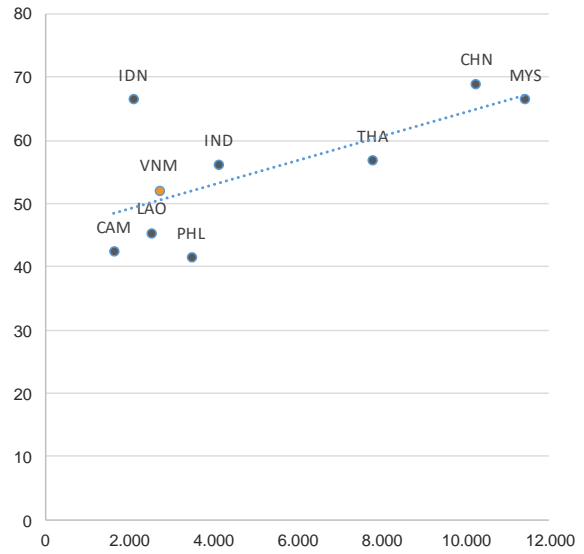
(Danh mục viết tắt: VNM: Việt Nam; CHN: Trung Quốc; MYS: Malaysia; THA: Thái Lan; IND: Indonesia; PHL: Philippines; IDN: Ấn Độ; LAO: Lào; CAM: Campuchia).

**Hình 12: Điểm cơ sở hạ tầng chung**



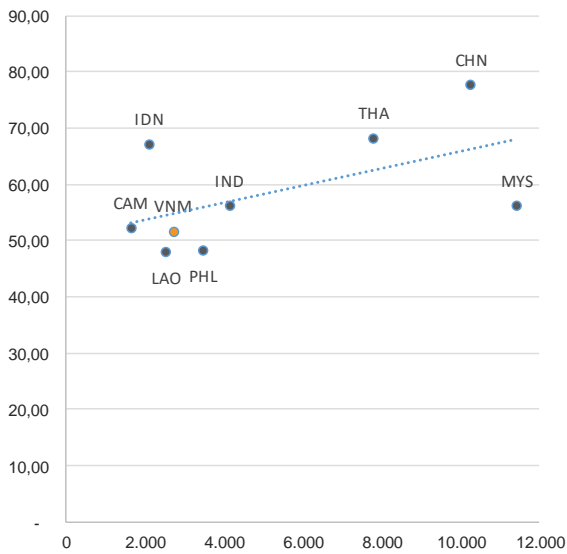
Nguồn: VNDIRECT Research, Diễn đàn Kinh tế Thế giới

**Hình 13: Điểm cơ sở hạ tầng giao thông - vận tải**



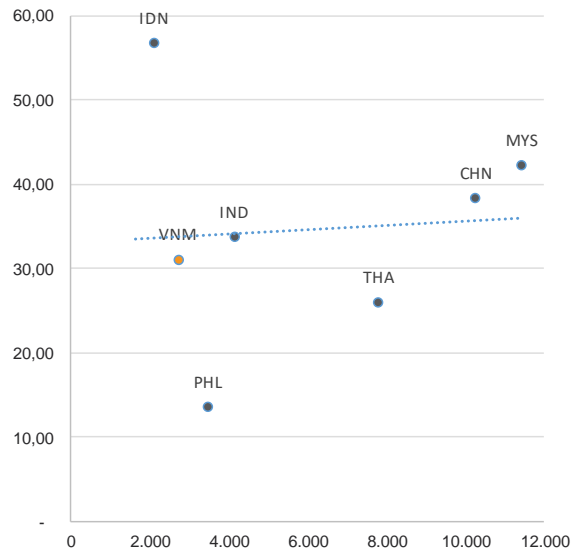
Nguồn: VNDIRECT Research, Diễn đàn Kinh tế Thế giới

**Hình 14: Điểm cơ sở hạ tầng đường bộ**



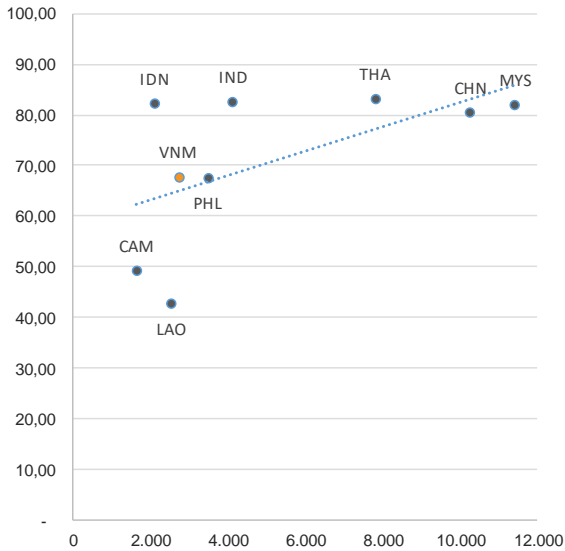
Nguồn: VNDIRECT Research, Diễn đàn Kinh tế Thế giới

**Hình 15: Điểm cơ sở hạ tầng đường sắt**



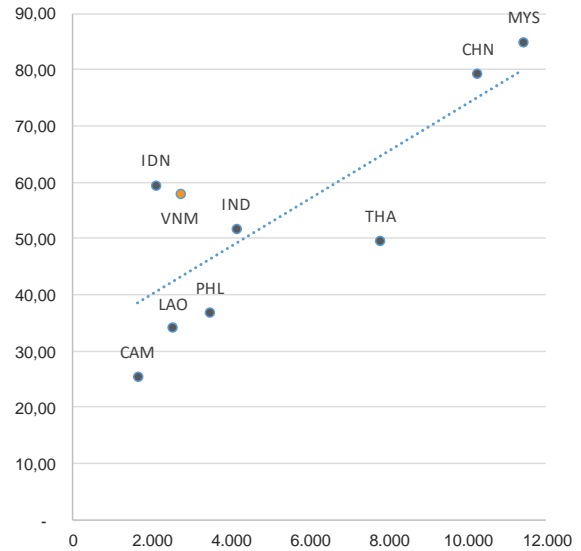
Nguồn: VNDIRECT Research, Diễn đàn Kinh tế Thế giới

Hình 16: Điểm cơ sở hạ tầng hàng không



Nguồn: VNDIRECT Research, Diễn đàn Kinh tế Thế giới

Hình 17: Điểm cơ sở hạ tầng đường thủy



Nguồn: VNDIRECT Research, Diễn đàn Kinh tế Thế giới

#### Dự báo nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam

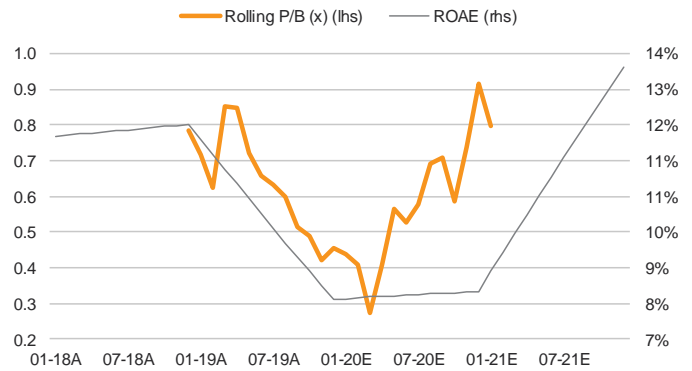
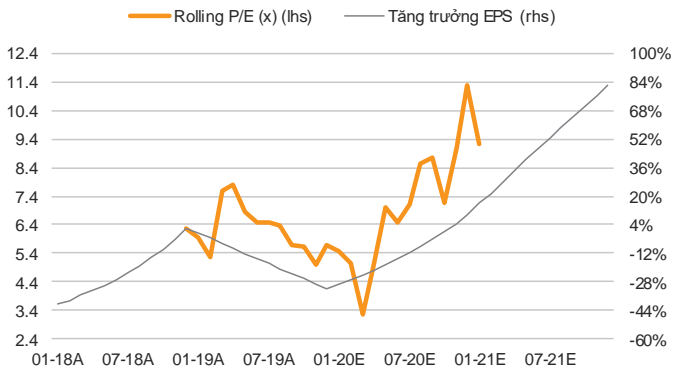
Trong khi Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) ước tính Việt Nam sẽ cần ít nhất 16,7 tỷ USD, Ngân hàng Thế giới (World Bank) và HSBC dự báo Việt Nam sẽ cần đến trung bình 25 tỷ USD mỗi năm trong thời gian sắp tới nhằm tài trợ cho nhu cầu phát triển hạ tầng. Con số này cao hơn 2-3 lần con số trung bình xấp xỉ 8,3 tỷ USD ghi nhận trong giai đoạn 2011-2015. Do vậy, cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng tại Việt Nam trong tương lai vẫn là rất lớn.

Hình 18: Dự báo nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam

Tổ chức dự báo	Thời gian	Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng (tỷ USD)	Trung bình năm (tỷ USD)
ADB	2015-2025	167,0	16,7
World Bank	Trung bình năm	25,0	25,0
HSBC	2016-2040	605,0	25,2

Nguồn: VNDIRECT Research tổng hợp

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20E	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	2.134	3.866	3.732
Giá vốn hàng bán	(1.784)	(3.343)	(3.247)
Chi phí quản lý DN	(78)	(108)	(107)
Chi phí bán hàng	(1)	(2)	(2)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>271</b>	<b>413</b>	<b>375</b>
EBITDA thuần	415	592	572
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(144)</b>	<b>(179)</b>	<b>(197)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>271</b>	<b>413</b>	<b>375</b>
Thu nhập lãi	64	97	93
Chi phí tài chính	(203)	(271)	(303)
Thu nhập ròng khác	4	3	3
TN từ các Cty LK & LD	(15)	(23)	19
<b>LN trước thuế</b>	<b>121</b>	<b>220</b>	<b>188</b>
Thuế	(19)	(35)	(30)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>101</b>	<b>184</b>	<b>158</b>
Thu nhập trên vốn	101	184	158
Cổ tức phổ thông	(40)	(40)	(40)
<b>LN giữ lại</b>	<b>61</b>	<b>144</b>	<b>118</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20E	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	109	120	63
Đầu tư ngắn hạn	350	350	300
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.993	4.044	3.231
Hàng tồn kho	323	624	638
Các tài sản ngắn hạn khác	5	9	8
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.779</b>	<b>5.147</b>	<b>4.240</b>
Tài sản cố định	2.596	3.231	3.452
Tổng đầu tư	426	403	422
Tài sản dài hạn khác	747	1.352	1.305
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.548</b>	<b>10.133</b>	<b>9.419</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.785	3.566	2.724
Phải trả người bán	557	1.076	1.099
Nợ ngắn hạn khác	402	728	703
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.743</b>	<b>5.369</b>	<b>4.525</b>
Vay & nợ dài hạn	1.955	2.294	2.344
Các khoản phải trả khác	577	1.045	1.009
Vốn điều lệ và	1.018	1.018	1.018
LN giữ lại	243	388	505
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.271</b>	<b>1.423</b>	<b>1.540</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.548</b>	<b>10.133</b>	<b>9.419</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20E	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>121</b>	<b>220</b>	<b>188</b>
Khấu hao	144	179	197
Thuế đã nộp	(15)	(19)	(35)
Các khoản điều chỉnh khác	27	(106)	99
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>460</b>	<b>(1.512)</b>	<b>798</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>736</b>	<b>(1.238)</b>	<b>1.247</b>
Đầu tư TSCĐ	(79)	(814)	(418)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	7	7	7
Các khoản khác	(474)	969	181
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(546)</b>	<b>161</b>	<b>(231)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(154)	1.120	(1.032)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1)	7	(1)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(40)	(40)	(40)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(196)</b>	<b>1.088</b>	<b>(1.073)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	115	109	120
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(5)</b>	<b>11</b>	<b>(56)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	109	120	63

Các chỉ số cơ bản

	12-20E	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	4,8%	4,8%	4,2%
Vòng quay TS	0,31	0,46	0,38
ROAA	1,5%	2,2%	1,6%
Đòn bẩy tài chính	5,49	6,19	6,60
ROAE	8,2%	13,7%	10,7%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	341,7	381,8	316,0
Số ngày nắm giữ HTK	66,3	68,2	71,7
Số ngày phải trả tiền bán	114,2	117,4	123,5
Vòng quay TSCĐ	0,81	1,33	1,12
ROIC	2,0%	2,5%	2,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,0	0,9
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,8	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,1
Vòng quay tiền	293,8	332,6	264,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(8,9%)	81,1%	(3,5%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	(6,4%)	52,4%	(9,2%)
Tăng trưởng LN ròng	9,5%	81,7%	(14,4%)
Tăng trưởng EPS	9,5%	81,7%	(14,4%)

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 – Phó Giám đốc Phân tích

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

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@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>