

CTCP TẬP ĐOÀN CIENCO4 (C4G) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND13.200	VND16.900	0%	Khả quan	Xây dựng

Ngày 19/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

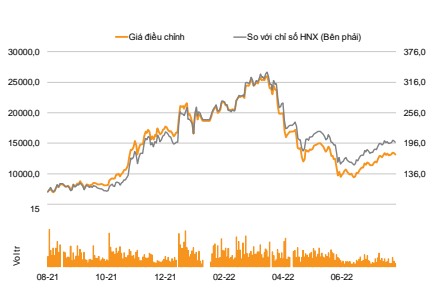
Consensus*: Mua: 0 Giữ: 0 Bán: 0

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)	22.660
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.775
Free float (%)	49%
P/E trượt (x)	33,0
P/B hiện tại (x)	1,7

Cơ cấu sở hữu

CTCP New Link	10,4%
Khác	89,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

Chờ đợi cú hích từ đầu tư công

- 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 2022-25.
- Dự phóng tăng trưởng kép lợi nhuận (LN) ròng giai đoạn 2022-23 đạt 67,7% nhờ cú hích từ đầu tư công và giảm chi phí tài chính.
- Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16.900 đồng/cp.

Lợi nhuận ròng 6T22 tăng mạnh nhờ tiết giảm chi phí tài chính

C4G đã công bố KQKD quý 2/2022 (Q2/22) ấn tượng với doanh thu (DT) và LN ròng tăng lần lượt 42,6%/128,6% svck lên 952 tỷ đồng/52 tỷ đồng. Biên LN gộp trong kỳ ghi nhận giảm 7,3 điểm % svck do (1) biên LN gộp mảng xây lắp chỉ đạt 0,6%, thấp nhất kể từ khi niêm yết khi chịu ảnh hưởng của giá vật liệu xây dựng cao và (2) tỷ trọng đóng góp lớn hơn của mảng BĐS trong tổng doanh thu với việc chuyển nhượng dự án Long Sơn 2&4 – có biên LN gộp thấp. Tuy nhiên thu nhập tài chính Q2/22 chỉ lỗ 7 tỷ đồng (từ mức lỗ 61 tỷ đồng trong cùng kỳ năm trước) nhờ nợ vay ròng cuối Q2/22 đã giảm 18% so với đầu năm sau khi công ty đã hoàn thành việc phát hành cho cổ đông hiện hữu trong Q1/22. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2022 (6T22), DT và LN ròng của C4G lần lượt đạt 1.379 tỷ đồng/84 tỷ đồng, hoàn thành 38,8% dự phóng LN ròng cả năm của chúng tôi.

Hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng tại Việt Nam

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 39% cho giai đoạn 2022-2023.

Dự phóng LN ròng tăng trưởng kép 67,7% trong giai đoạn 2022-23

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của C4G sẽ tăng trưởng kép 67,7% trong giai đoạn 2022-23 được hỗ trợ bởi (1) DT mảng xây lắp tăng trưởng kép 39% nhờ giá trị backlog còn lại lớn và triển vọng kỳ mới khả quan và (2) chi phí lãi vay giảm 29% svck trong năm 2022 nhờ dòng tiền huy động được trong năm giúp C4G cải thiện vốn lưu động.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16.900 đồng/cp

Giá mục tiêu 16.900 đồng/cp của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá tổng giá trị thành phần (SOTP). Tiềm năng 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	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.090	1.885	3.270	3.389
Tăng trưởng DT thuần	(10,8%)	(9,8%)	73,5%	3,6%
Biên lợi nhuận gộp	17,2%	20,8%	12,3%	11,8%
Biên EBITDA	22,9%	25,7%	17,3%	17,9%
LN ròng (tỷ)	64	62	166	174
Tăng trưởng LN ròng	(31,4%)	(3,3%)	169,1%	5,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(31,0%)	(1,7%)	164,8%	5,7%
EPS cơ bản	283	274	737	774
EPS điều chỉnh	283	274	737	774
BVPS	5.133	5.413	11.107	11.591
ROAE	5,4%	5,2%	8,9%	6,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CHỜ ĐỢI CÚ HÍCH TỪ ĐẦU CÔNG

Luận điểm đầu tư

Chính phủ Việt Nam vẫn coi giải ngân vốn đầu tư công là một động lực quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong những năm tới, đặc biệt tập trung vào phát triển cơ sở hạ tầng. Trong chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội trong năm 2022-23 đã được Quốc hội thông qua tháng 1/2022, nguồn vốn giành cho đầu tư hạ tầng giao thông lên tới 103 nghìn tỷ đồng, chiếm 30% tổng giá trị gói kích thích. Trước đó, Quốc hội cũng đã phê duyệt vốn đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-25 là 2,87 triệu tỷ đồng, tăng 44% so với giai đoạn 2016-20.

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng việc giá vật liệu xây dựng có xu hướng hạ nhiệt từ mức cao đầu Q2/22 sẽ giúp các nhà thầu thi công hạ tầng giao thông giải quyết được bài toán cân đối chi phí trong thời gian 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 lãn sân 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) Năng lực tài chính của C4G đã được cải thiện đáng kể sau đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu trong Q1/22, 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 giai đoạn 2022-23 sẽ giúp C4G thu về khoảng 1.100 tỷ đồng tiền mặt, tương đương 45% 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 116 Đinh Tiên Hoàng (TP.HCM),...

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16.900 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu C4G với 3 mảng kinh doanh chính là xây lắp, thu phí BOT và bất động sản.

- Đối với mảng xây lắp, chúng tôi sử dụng định giá P/E với EPS trung bình giai đoạn 2022-23 và P/E mục tiêu 10 lần (tương đương với các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng giao thông niêm yết – Hình 2).
- Đối với mảng thu phí BOT, chúng tôi sử dụng định giá NPV cho suốt vòng đời thu phí của các dự án. Riêng đối với BOT Thái Nguyên-Chợ Mới, với kỳ vọng dự án sẽ được chấp thuận và giải ngân trong năm 2023, chúng tôi sử dụng chiết khấu thêm 30% giá trị dự án do tiến độ mua lại đã liên tục bị trì hoãn so với kỳ vọng của doanh nghiệp.
- Đối với mảng BĐS, chúng tôi sử dụng phương pháp vốn hóa trực tiếp với tỷ suất vốn hóa trung bình thị trường cho khối văn phòng là 7% để tính giá trị dự án 180 Nguyễn Thị Minh Khai và phương pháp dự phóng dòng tiền với WACC là 11,9% để tính giá trị dự án 116 Đinh Tiên Hoàng. Các dự án bất động sản còn lại, chúng tôi ghi nhận giá trị sổ sách tại ngày 30/06/2022.
- Đối với khoản đầu tư vào công ty liên kết và lợi ích cổ đông thiểu số, chúng tôi ghi nhận giá trị sổ sách tại ngày 30/06/2022.

Theo đó, giá mục tiêu của chúng tôi là 16.900 đồng/cp, tương ứng với khuyến nghị Khả quan đối với C4G.

Chúng tôi nhận thấy việc hàng loạt dự án hạ tầng giao thông trọng điểm (bao gồm cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành) dự kiến mở thầu trong Q4/22, sẽ mở ra cơ hội trúng thầu cho C4G. Bên cạnh đó, triển vọng Nhà nước chấp thuận mua lại dự án BOT Thái Nguyên-Chợ Mới sẽ được kỳ họp thứ 4 – Quốc hội khóa XV (dự kiến diễn ra trong tháng 10/2022). Đây sẽ là những động lực tăng giá trong ngắn hạn cho cổ phiếu C4G.

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

Hình 1: Phương pháp định giá từng phần

Phương pháp	Phương pháp	tỷ đồng	Hệ số mục tiêu
Phương pháp định giá từng phần			
Xây lắp	P/E	1.489	10,0x
Thu phí BOT		2.096	
<i>BOT Thái Nguyên - Chợ Mới</i>	NPV	800	
<i>BOT Diên Châu - Bãi Vọt</i>	NPV	193	
<i>3 BOT còn lại</i>	NPV	1.103	
Bất động sản		754	
<i>116 Đinh Tiên Hoàng</i>	DCF 10 năm	242	
<i>180 Nguyễn Thị Minh Khai</i>	Vốn hóa trực tiếp	401	
<i>Khác</i>	Giá trị sổ sách cuối Q2/22	111	
Đầu tư vào công ty liên kết	Giá trị sổ sách cuối Q2/22	544	
(+) <i>Tiền và tương đương tiền</i>	Giá trị sổ sách cuối Q2/22	514	
(-) <i>Nợ vay (không bao gồm dự án BOT)</i>		1.597	
(-) <i>Lợi ích cổ đông thiểu số</i>	Giá trị sổ sách cuối Q2/22	4	
Giá trị doanh nghiệp		3.795	
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		225	
		16.890	
		16.900	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Thị giá	Vốn hóa	P/E	Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV (x)	EV / EBITDA (x)	ROE	D/E (%)
		VND	triệu USD	TTM	CAGR	Hiện tại	TTM	TTM	Hiện tại
Xây dựng hạ tầng giao thông									
Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam	VCG VN	23.150	480,6	10,2	36,7	1,5	33,9	15,9	153,1
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG VN	47.700	128,4	8,1	39,7	2,0	8,2	27,6	151,9
CTCP Licogi 16	LCG VN	11.850	96,0	12,0	9,5	0,9	9,1	8,5	40,7
<i>Trung bình</i>			235,0	10,1	28,6	1,5	17,1	17,3	115,2
Thu phí BOT									
CTCP Tasco	HUT VN	28.400	423,1	37,7	na	2,5	32,1	6,9	137,6
CTCP ĐT PT Hạ tầng IDICO	HTI VN	18.300	19,5	13,1	(17,1)	0,9	6,7	7,2	189,5
CTCP BOT Cầu Thái Hà	BOT VN	7.000	17,7	na	na	1,2	60,6	(22,6)	325,0
<i>Trung bình</i>			153,4	25,4	(17,1)	1,5	33,1	(2,9)	217,4
Xây dựng & Thu phí BOT									
CTCP ĐT Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM	CII VN	24.900	268,4	19,9	na	1,1	31,5	6,3	203,4
CTCP ĐT Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV VN	15.350	175,4	14,0	124,2	0,6	26,7	na	275,0
CTCP ĐT PT Cường Thuận IDICO	CTI VN	15.450	36,2	233,5	na	0,8	15,2	0,3	238,0
<i>Trung bình</i>			160,0	89,1	124,2	0,8	24,4	3,3	238,8
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN	13.200	126,8	33,0	(21,4)	1,7	13,9	5,3	306,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 19/08/2022

Lợi nhuận ròng 6T22 tăng mạnh 86,4% svck nhờ tiết giảm chi phí lãi vay & quản lý doanh nghiệp

Hình 3: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q2/22 (tỷ đồng)

	Q2/22	Q2/21	% svck	6T22	6T21	% svck	% sv dự phóng cả năm	Nhận xét
Doanh thu	951,7	667,4	42,6%	1.378,9	1.034,9	33,2%	37,8%	
Xây lắp	415,0	521,2	-20,4%	704,7	766,7	-8,1%	22,7%	Doanh thu mảng xây lắp giảm 8,1% svck trong 6T22, thấp hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi chủ yếu do tiến độ xây dựng chậm của các dự án hạ tầng giao thông (giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao, chủ đầu tư chưa bàn giao được mặt bằng, thời tiết không thuận lợi - mưa nhiều).
Thu phí BOT	72,3	73,6	-1,7%	144,4	154,0	-6,2%	42,5%	
Bất động sản	352,6	48,4	627,8%	362,3	58,1	523,7%	416,4%	Doanh thu mảng bất động sản cao hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi do (1) C4G đã bàn giao một phần dự án Long Sơn 2&4 trong Q2/22, chậm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi là Q4/21; và (2) giá trị bàn giao tại dự án Long Sơn 2&4 cũng cao hơn dự phóng của chúng tôi khi được ghi nhận phần doanh thu xây dựng dự án.
Bán vật tư	102,7	19,3	431,4%	152,7	34,7	340,1%	165,9%	
Cho thuê thiết bị	4,0	3,9	1,6%	6,1	6,0	1,8%	39,4%	
Khác	5,1	0,9	436,3%	8,8	15,5	-43,2%	179,8%	
Lợi nhuận gộp	81,8	105,8	-22,7%	158,2	183,7	-13,9%	31,9%	
Biên lợi nhuận gộp	8,6%	15,9%	-7,3 đ %	11,5%	17,7%	-6,3 đ %	-2,1 đ %	
Xây lắp	0,6%	2,8%	-2,2 đ %	4,2%	7,0%	-2,8 đ %	-4,0 đ %	Giá vật liệu xây dựng tăng cao trong 6T22 khiến biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp giảm 2,8 điểm % svck. Bên cạnh đó, việc điều chỉnh giá thầu tại các dự án hạ tầng giao thông được kỳ vọng sẽ chỉ được ghi nhận trong nửa cuối năm 2022.
Thu phí BOT	60,3%	62,1%	-1,9 đ %	59,7%	59,5%	0,2 đ %	-1,0 đ %	
Bất động sản	8,7%	94,5%	-85,8 đ %	10,5%	78,9%	-68,4 đ %	-24,3 đ %	Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do đóng góp lớn hơn từ việc chuyển nhượng dự án Long Sơn 2&4 (có biên lợi nhuận gộp thấp hơn mảng cho thuê văn phòng tại dự án 180 Nguyễn Thị Minh Khai).
CPBH & QLDN	16,6	18,9	-12,2%	31,1	40,7	-23,7%	27,4%	
CPBH & QLDN/DT	1,7%	2,8%	-1,1 đ %	2,3%	3,9%	-1,7 đ %	-0,9 đ %	Tỷ trọng doanh thu thấp hơn của mảng xây lắp giúp tỷ lệ CPBH & QLDN/DT thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
EBIT	65,2	86,9	-25,0%	127,1	142,9	-11,1%	33,2%	
Doanh thu tài chính	27,1	21,2	27,9%	49,0	40,0	22,6%	53,1%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi. C4G đã hoàn thành việc phát hành cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1, giá bán 10.000 đồng/cp trong Q1/22. Kết quả là nợ vay ròng của công ty tại thời điểm cuối Q2/22 đã giảm 18,5% so với đầu năm xuống 3.083 tỷ đồng.
Chi phí lãi vay	34,3	76,9	-55,5%	79,7	124,6	-36,1%	51,9%	
Lợi nhuận trước thuế	61,5	26,6	131,4%	99,0	51,6	91,8%	34,1%	
Lợi nhuận sau thuế	52,1	23,0	126,1%	84,3	45,4	85,8%	39,0%	
Lợi nhuận ròng	52,1	22,8	128,6%	84,0	45,1	86,4%	38,8%	
Biên lợi nhuận ròng	5,5%	3,4%	2,1 đ %	6,1%	4,4%	1,7 đ %	0,2 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng xây lắp: Kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ sự bứt phá của giải ngân vốn đầu tư công trong phần còn lại của năm 2022 và 2023

Giải ngân vốn đầu tư công bắt đầu ghi nhận những chuyển biến tích cực

Theo Tổng cục Thống kê, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong tháng 7/2022 tăng 22,5% svck (+6,3% so với tháng trước) lên 46,2 nghìn tỷ đồng (cải thiện đáng kể từ so với mức tăng 10,1% svck trong 6T22). Trong 7 tháng đầu năm 2022, vốn đầu tư công thực hiện tăng 11,9% svck (cao hơn mức tăng 5,6% svck trong 7T21), tương đương 43,3% kế hoạch cả năm 2022.

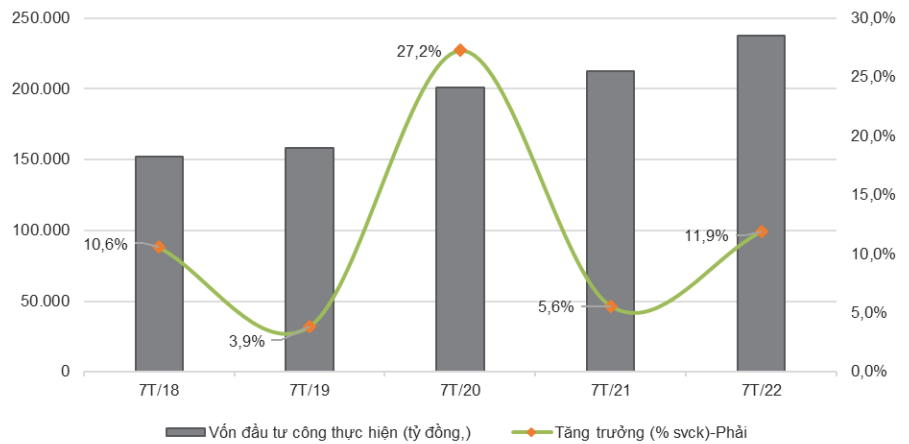
Chúng tôi cho rằng việc giải ngân vốn đầu tư công trong 6T22 chưa bứt phá được như kỳ vọng do (1) thiếu vật liệu xây dựng, đặc biệt là đất đắp, cát tại các dự án xây dựng hạ tầng giao thông, (2) giá vật liệu xây dựng tăng cao khiến các

nhà thầu thi công cầm chừng, ảnh hưởng đến tiến độ xây dựng và giải ngân, và (3) thời tiết mưa nhiều – không thuận lợi cho việc thi công. Do đó chúng tôi cho rằng số liệu tăng trưởng vốn đầu tư công thực hiện trong tháng 7 cho thấy những chuyển biến tích cực hơn. Chúng tôi dự báo vốn đầu tư công thực hiện năm 2022 sẽ tăng 20- 30% so với thực tế thực hiện trong năm 2021, do tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022 có thể tăng cao so với mức nền thấp của cùng kỳ năm 2021. Lưu ý rằng, đầu tư công tăng trưởng âm trong sáu tháng cuối năm 2021 do làn sóng dịch COVID-19 lần thứ 4, giãn cách xã hội trên diện rộng và giá vật liệu xây dựng tăng.

Chính phủ tiếp tục thể hiện rõ quyết tâm hoàn thành chỉ tiêu giải ngân vốn đầu tư công năm 2022. Trong cuộc họp ngày 3/8, Thủ tướng Phạm Minh Chính yêu cầu Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Văn phòng Chính phủ xây dựng và trình Chính phủ ban hành Nghị quyết mới về “Đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công”. Trước đó, ngày 2/5, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 548/QĐTTg thành lập 6 đoàn kiểm tra, giải quyết các vướng mắc liên quan đến giải ngân vốn đầu tư công. Đoàn kiểm tra sẽ làm việc với các bộ, cơ quan trung ương và các tỉnh có tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công dưới mức bình quân chung của cả nước. Sau đó, đoàn kiểm tra sẽ báo cáo lại với Thủ tướng và đề xuất các giải pháp cụ thể để đẩy nhanh tiến độ các dự án đầu tư công.

Ngoài ra, việc thực hiện đầu tư công có thể được thúc đẩy khi giá của một số vật liệu xây dựng như sắt thép đã bắt đầu giảm. Cụ thể, sau khi đạt đỉnh vào tháng 4, giá thép trong nước đã giảm 17,2% so với mức đỉnh và thấp hơn 3,9% so với mức đầu năm 2022. Yếu tố này sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của các nhà thầu xây dựng, từ đó đẩy nhanh tiến độ thi công các dự án đầu tư công.

Hình 4: Vốn đầu tư công thực hiện tăng 11,9% svck trong 7T22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TỔNG CỤC THỐNG KÊ

Hàng loạt dự án hạ tầng trọng điểm sẽ được triển khai trong những tháng tới, mở ra cơ hội trúng thầu cho các DN xây lắp, trong đó có C4G

Khởi công cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 2 trước 31/12/2022

Sau khi chỉ mất 6 tháng tính từ khi Quốc hội phê duyệt chủ trương đầu tư đến thời điểm Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) phê duyệt dự án đầu tư toàn bộ 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 2 (rút ngắn được 1/2 thời gian so với các dự án giai đoạn 1), Chính phủ tiếp tục đặt mục tiêu khởi công dự án ngay trong năm 2022.

Hàng loạt thủ tục đầu tư đang được tiến hành đồng thời để có hoàn thành kịp tiến độ. Tính đến nay, 12/12 dự án thành phần đều đã có văn bản báo cáo tiến độ triển khai chi tiết công tác khảo sát thiết kế kỹ thuật, dự toán để có thể khởi công vào cuối năm; 6 dự án đã hoàn thành đo đạc thực địa (5/6 dự án còn lại hoàn thành trên 78%); 2 dự án hoàn thành kiểm kê tài sản trên đất (5/10 dự án còn lại hoàn thành trên 70%). Như vậy sẽ chỉ có khoảng 4 tháng để các dự án

hoàn thành toàn bộ các bước thiết kế kỹ thuật và lựa chọn nhà thầu. Do đó, Bộ GTVT đã được Chính phủ giao chỉ định thầu nhóm dự án này, điều này đồng nghĩa với việc các doanh nghiệp xây lắp hàng đầu, đã có năng lực thi công nhiều dự án lớn sẽ sở hữu lợi thế lớn.

Khởi công đường cất hạ cánh sân bay Long Thành trong tháng 12/2022

Tại cuộc họp Ban Chỉ đạo của Chính phủ triển khai thực hiện dự án sân bay Long Thành cuối tháng 6/2022, Phó Thủ tướng Lê Văn Thành đã đặt mục tiêu (1) phê duyệt hồ sơ thiết kế công trình nhà ga hành khách trong tháng 7 để khởi công trong tháng 10 và (2) hoàn thành thiết kế đường cất hạ cánh trong tháng 9 để khởi công trong tháng 12.

Mới đây, chủ đầu tư dự án – TCT Cảng hàng không Việt Nam (ACV) cũng cho biết việc đóng cọc nhà ga đã hoàn thành 90%, vượt tiến độ 1 tháng và cam kết đủ điều kiện khởi công phần thân nhà ga vào tháng 10/2022. Việc đào đắp, san nền cũng được tập trung thực hiện tại khu vực đường băng cất, hạ cánh. ACV cùng Bộ GTVT và Bộ Xây dựng tập trung thẩm định thiết kế để mời thầu trong những tháng tới.

Hình 5: C4G sở hữu hồ sơ năng lực thi công ấn tượng với hàng loạt dự án hạ tầng giao thông trọng điểm

Dự án	Địa điểm	Giá trị gói thầu (tỷ đồng)	Thời điểm thi công	Hạng mục đảm nhiệm
Cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 1				
Cao tốc Cam Lộ - La Sơn	Huế	404	2020-22	
Cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây	Bình Thuận	860	2021-22	
Cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	Cần Thơ	296	2021-23	
Cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu	Nghệ An	456	2021-23	
Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt	Nghệ An	1.674	2022-24	
Các dự án xây dựng, cải tạo sân bay				
Sân bay Phú Quốc	Kiên Giang	437	2016-17	Hệ thống đường lăn và sân đỗ máy bay, cung cấp, lắp đặt hệ thống chiếu sáng
Sân bay Cam Ranh	Khánh Hòa	642	2017-19	Công trình đường cất hạ cánh và đường lăn tại dự án đường cất hạ cánh số 2
Sân bay Tân Sơn Nhất	TP.HCM	537	2020-22	Cải tạo, nâng cấp đường băng sân bay
Sân bay Cát Bi	Hải Phòng	122	2020-22	Công trình mở rộng sân đỗ máy bay
Sân bay Phú Bài	Huế	198	2020-22	Công trình mở rộng sân đỗ máy bay
Sân bay Cam Ranh	Khánh Hòa	260	2022-23	Cải tạo, nâng cấp sân đỗ máy bay

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bên cạnh đó, nhiều dự án xây dựng cơ sở hạ tầng quy mô lớn khác cũng đang được nghiên cứu và dự kiến được triển khai trong giai đoạn 2022-25 như 3 tuyến cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng, Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột, Biên Hòa – Vũng Tàu và đường vành đai 3 TP.HCM và vành đai 4 Hà Nội.

Chúng tôi cho rằng việc đã trở nên “quen mặt” tại cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 và thường xuyên thi công các dự án xây dựng, cải tạo đường băng sân bay tại Việt Nam, C4G đã sở hữu nhiều ưu thế giành được thêm các gói thầu trong giai đoạn 2022-25. Chúng tôi cũng lưu ý rằng các dự án giao thông trọng điểm thường có quy mô giá trị lớn và chỉ có số ít các doanh nghiệp xây lắp tại Việt Nam có thể đảm bảo năng lực thi công.

Ban lãnh đạo C4G kỳ vọng công ty có thể giành được khoảng 10.000 tỷ đồng giá trị ký mới từ các dự án tại cao tốc Bắc-Nam và sân bay Long Thành. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi ước tính C4G sẽ giành được lần lượt 2.500 tỷ đồng và 1.500 tỷ đồng giá trị thầu tại 2 dự án trên trong Q4/22-2023, giúp tổng giá trị backlog của doanh nghiệp tại cuối năm 2023 là khoảng 4.000 tỷ đồng.

Giá trị backlog lớn đảm bảo tăng trưởng cho mảng xây lắp của C4G trong năm 2022-23

Sau giai đoạn 2019-21 liên tiếp trúng nhiều gói thầu quy mô lớn, hoạt động đấu thầu của C4G có phần “trầm lắng” trong 6T22 với chỉ một dự án đáng chú ý duy nhất là sân bay Cam Ranh. Chúng tôi cho rằng việc tham gia đồng thời nhiều dự án trọng điểm – yêu cầu tiến độ thi công nhanh, công ty đang ưu tiên tập

trung thực hiện các dự án hiện hữu. Tính đến cuối tháng 6/2022, chúng tôi ước tính giá trị backlog của C4G đạt gần 3.700 tỷ đồng, tương đương 1,9 lần doanh thu cả năm 2021, điều này sẽ đảm bảo tăng trưởng cho kết quả kinh doanh mảng xây lắp trong năm 2022-23.

Hình 6: Danh sách các dự án đóng góp vào doanh thu mảng xây lắp và các dự án vẫn còn giá trị hợp đồng (backlog) của C4G trong năm 2022

Dự án	Giá trị gói thầu (tỷ đồng) - thầu của cả liên danh	Tỷ lệ giá trị gói thầu của C4G tham gia trong liên danh	Thời điểm trúng thầu	Thời điểm khởi công	Thời gian thi công	Tiến độ - tính đến hết tháng 6/2022	Ghi chú
Sân bay Cam Ranh	650	40%	01/2022	03/2022	12 tháng	43%	
Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt	11.157	15%	12/2021	01/2022	30 tháng	10%	Chậm 3,6% kế hoạch
Cầu Xóm Bống (Khánh Hòa)	175	96%	12/2021	01/2022	18 tháng	7%	
Cầu Bạch Đằng 2 (Đồng Nai)	314	72%	12/2021	12/2021	15 tháng	0%	Chủ đầu tư chưa bàn giao được mặt bằng để thi công
Nâng cấp đường Bắc Quang - Xin Mần (Hà Giang)	437	44%	06/2021	07/2021	24 tháng	9%	
Cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu	1.139	40%	12/2020	01/2021	24 tháng	22%	
Cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	705	42%	12/2020	01/2021	24 tháng	44%	Chậm 4,1% kế hoạch
Cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây	1.910	45%	12/2020	01/2021	24 tháng	47%	Chậm 0,57% kế hoạch
Sân bay Phú Bài	494	40%	09/2020	12/2020	23 tháng	65%	
Hầm chui Lê Văn Lương	293	65%	08/2020	12/2020	18 tháng	82%	Dự kiến tháng 10/2022 đưa vào khai thác, đã hoàn thành 63% tiến độ giải ngân
Sân bay Cát Bi	305	40%	06/2020	06/2020	14 tháng	100%	
Sân bay Tân Sơn Nhất	1.193	45%	12/2019	04/2020	22 tháng	100%	
Hầm chui Nguyễn Văn Linh	253	37%	12/2019	04/2020	15 tháng	5%	Chậm tiến độ do chủ đầu tư chưa bàn giao được mặt bằng thi công
Cao tốc Cam Lộ - La Sơn	632	64%	12/2019	04/2020	30 tháng	66%	Dự kiến hoàn thành vào 30/09/2022
Cụm giao thông phía tây cầu Trần Thị Lý - Đà Nẵng	436	38%	12/2019	04/2020	24 tháng	100%	
Đường vành đai phía tây 2 - Đà Nẵng	1.022	10%	03/2020	03/2020	18 tháng	8%	Gói thầu tạm dừng thi công do không có mặt bằng
Metro line 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	4.096	30%	10/2016	11/2016	48 tháng	94%	Dự án đã được chủ đầu tư chấp thuận kéo dài tiến độ hoàn thành đến tháng 12/2022
Metro line 1 (Bến Thành - Suối Tiên) phần thầu phụ cho Sumitomo	1.929	100%	10/2016	11/2016	48 tháng	100%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

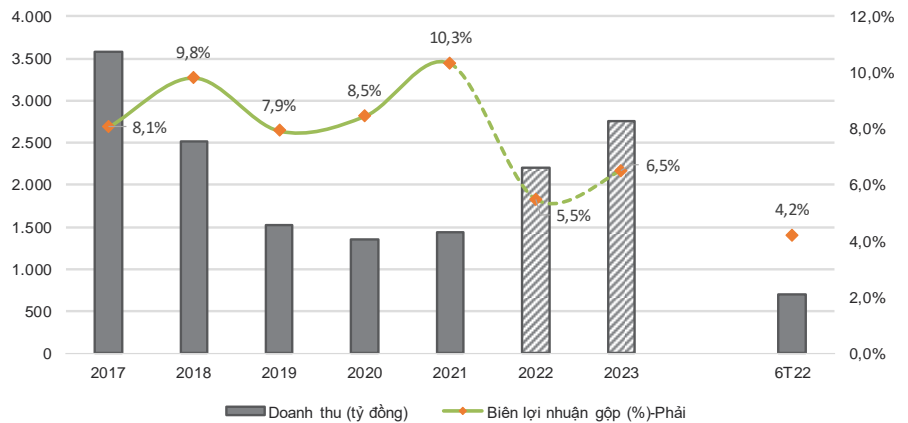
Như đã đề cập, chúng tôi kỳ vọng hoạt động đấu thầu của C4G sẽ hồi phục trong những tháng tới khi các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm như cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành mở thầu. Trong ngắn hạn, ban lãnh đạo C4G cũng kỳ vọng công ty sẽ giành được gói thầu (giá trị khoảng 1.100 đồng) tại một dự án thành phần của Vành đai 3 – TP.Hồ Chí Minh và một gói thầu tại khu vực Tây Bắc (400 tỷ đồng).

Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp trong năm 2022-23

Doanh thu mảng xây lắp của C4G trong 6T22 đã không bứt phá như kỳ vọng trước đó của chúng tôi khi chỉ đạt 705 tỷ đồng, giảm 8,1% svck. Chúng tôi cho rằng việc giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến đã ảnh hưởng tiêu cực đến tiến độ thi công và ghi nhận tại các dự án hạ tầng giao thông trong 6T22. Do đó chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu mảng xây lắp của C4G lần lượt 29,3%-22,7% trong năm 2022-23.

Tuy nhiên, doanh thu năm 2022-23 vẫn sẽ tăng trưởng lần lượt 53,7%-25,7% svck lên 2.198-2.764 tỷ đồng nhờ đóng góp chính từ các dự án thành phần của cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1. Chúng tôi cũng lưu ý rằng Chính phủ đã đặt mục tiêu không lùi tiến độ của bất cứ dự án nào của giai đoạn 1, trong đó có 4 dự án phải hoàn thành trong năm 2022 (bao gồm cao tốc Cam Lộ-La Sơn, Phan Thiết-Dầu Giây) và 5 dự án phải hoàn thành trong năm 2023 (bao gồm cao tốc Nghi Sơn-Diễn Châu). Do đó, triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ doanh thu mảng xây lắp của C4G trong năm 2022-23 là khá chắc chắn, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 7: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng xây lắp của C4G trong giai đoạn 2022-23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Chính phủ yêu cầu không lùi tiến độ của bất cứ dự án hạ tầng giao thông trọng điểm nào trong năm 2022-23

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ thi công dự kiến								
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Cam Lộ - La Sơn	7,700									
Cao Bồ - Mai Sơn	1,600									
Cầu Mỹ Thuận 2	5,000									
Mai Sơn - Quốc lộ 45	12,920									
Vĩnh Hảo - Phan Thiết	10,853									
Phan Thiết - Dầu Giây	14,360									
Nghi Sơn - Diên Châu	8,380									
Quốc lộ 45 - Nghi Sơn	6,330									
Diên Châu - Bãi Vọt	13,340									
Nha Trang - Cam Lâm	7,615									
Cam Lâm - Vĩnh Hảo	13,690									
12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2)	146,990									
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	109,112									
Tổng	357,890									

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

Trong giai đoạn 2017-20, C4G đã liên tục duy trì mức biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp ở mức 8-10%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp Q2/22 chỉ đạt 0,6% - thấp nhất kể từ khi niêm yết. Chúng tôi cho rằng hiệu suất kinh doanh thấp của Q2/22 chủ yếu do giá vật liệu xây dựng tăng cao trong kỳ.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 2,7-1,7 điểm % dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp C4G trong năm 2022-23 xuống chỉ còn 5,5%-6,5%. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp sẽ hồi phục trong nửa cuối năm 2022 và 2023 nhờ (1) việc điều chỉnh giá thầu tại các dự án hạ tầng giao thông sẽ được ghi nhận trong nửa cuối năm 2022 và (2) giá vật liệu xây dựng đang có dấu hiệu hạ nhiệt trong những tháng gần đây, giá bán thép xây dựng nội địa hiện đã giảm 17% so với mức đỉnh được thiết lập tại cuối tháng 4/2022.

Năng lực tài chính của C4G đã được cải thiện đáng kể sau đợt phát hành thành công cho cổ đông hiện hữu trong Q1/22

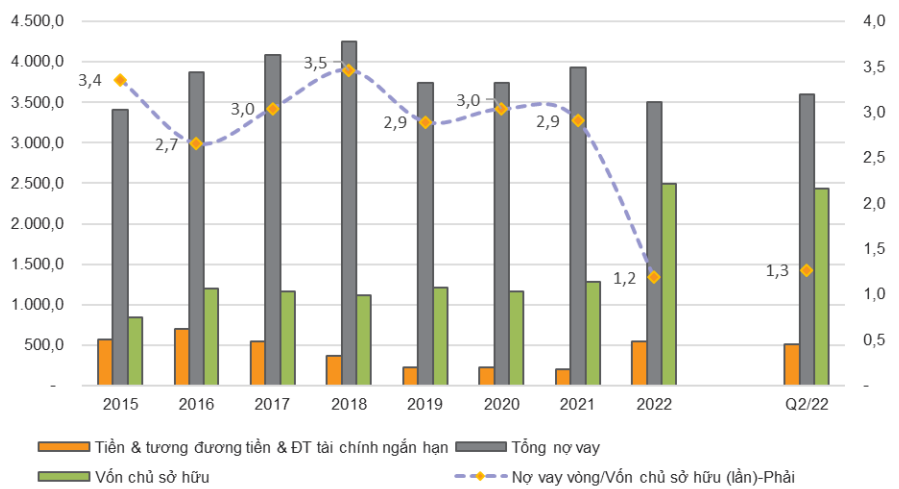
Nghị quyết Kỳ họp thứ 3 – Quốc hội khóa XV (tháng 6/2022) nêu rõ Chính phủ phải giải quyết dứt điểm những bất cập về trạm thu phí, dự án BOT trong năm 2022.

Trước đó, Bộ GTVT cũng đã có công văn báo cáo Chính phủ tình trạng còn 7 trạm thu phí, dự án BOT (trong đó bao gồm BOT Thái Nguyên-Chợ Mới) có vướng mắc thuộc nhóm sự kiện bất khả kháng thuộc hợp đồng BOT. Bộ hiện đang phối hợp với các bên liên quan nhằm đề xuất nguồn vốn phù hợp để xem xét mua lại các dự án, trình Quốc hội xem xét thông qua tại kỳ họp thứ 4 (dự kiến diễn ra trong tháng 10/2022).

Trong Q1/22, C4G đã thu được 1.124 tỷ đồng từ đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu. Nguồn vốn bổ sung thêm giúp công ty cải thiện tỷ lệ Nợ vay vòng/Vốn chủ sở hữu của C4G giảm mạnh từ mức 2,9 lần của năm 2021 xuống chỉ còn 1,3 lần tại cuối Q2/22 và 1,2 lần tại cuối năm, theo ước tính của chúng tôi.

Trong đó, dự phóng 2022 của chúng tôi vẫn chưa bao gồm việc công ty được Nhà nước chấp thuận mua lại và giải ngân tại dự án BOT Thái Nguyên-Chợ Mới. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ thu về được khoảng 1.100 tỷ đồng từ dự án trên. Nếu thành công chúng tôi ước tính tỷ lệ Nợ vay vòng/Vốn chủ sở hữu của công ty sẽ chỉ còn 0,8 lần, rất an toàn đối với một công ty đang kinh doanh thu phí BOT.

Hình 9: Tỷ lệ Nợ vay vòng/Vốn chủ sở hữu của C4G giảm đáng kể trong năm 2022 (tỷ đồng)



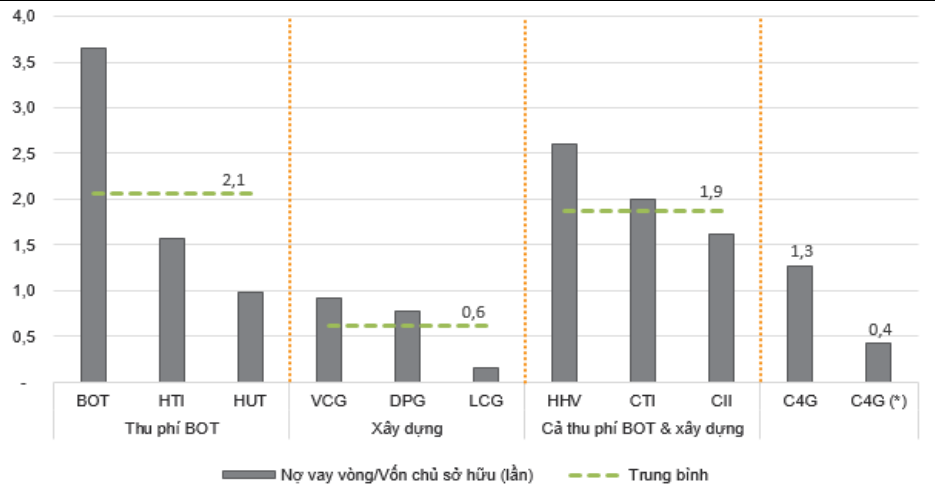
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

So với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành tại cuối Q2/22, tỷ lệ Nợ vay vòng/Vốn chủ sở hữu của C4G (1,3 lần) cũng thấp hơn đáng kể so với HHV (2,6 lần) và CTI (2,0 lần) – những doanh nghiệp cùng hoạt động trong cả lĩnh vực thu phí BOT & xây dựng hạ tầng giao thông.

Nếu loại bỏ khoản nợ vay tại dự án BOT Nam Bến Thủy, tỷ lệ Nợ vay vòng/Vốn chủ sở hữu của C4G cuối Q2/22 chỉ là 0,4 lần vẫn thấp hơn so với trung bình các công ty xây dựng hạ tầng giao thông niêm yết (khoản 0,6 lần)

Chúng tôi cho rằng năng lực tài chính tốt của C4G so với các đối thủ trong ngành sẽ giúp công ty gia tăng thêm lợi thế khi tham gia đấu thầu tại các dự án hạ tầng trọng điểm trong thời gian tới.

Hình 10: Tỷ lệ Nợ vay ròng/VCSH của C4G thấp hơn đáng kể so với các đối thủ trong ngành (dữ liệu tại thời điểm cuối Q2/22)



(*) Tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của C4G trong trường hợp đã loại bỏ khoản nợ vay tại dự án BOT
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

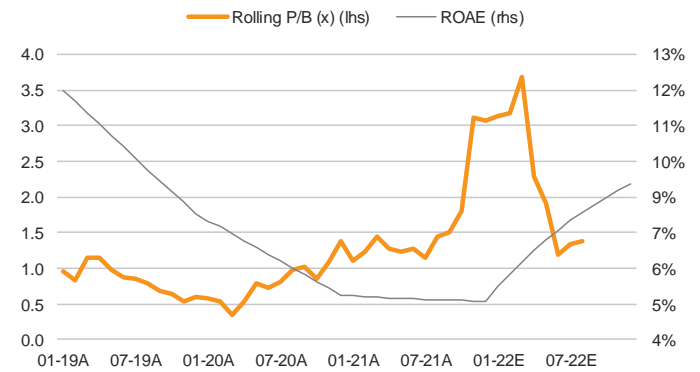
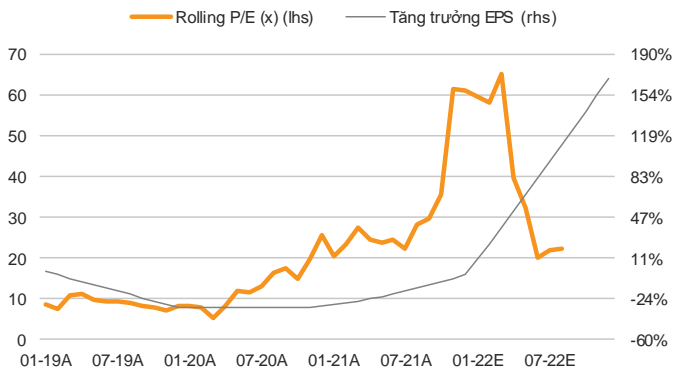
Chúng tôi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2022-23 nhằm phản ánh biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp thực tế

Hình 11: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2022-23 (tỷ đồng)

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% thay đổi		Nhận xét
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
Doanh thu	3.646,2	4.120,8	3.270,0	3.389,3	-10,3%	-17,8%	
Xây lắp	3.107,4	3.573,5	2.198,5	2.763,7	-29,3%	-22,7%	
Thu phí BOT	339,5	356,5	288,6	294,4	-15,0%	-17,4%	
Bất động sản	87,0	67,7	538,1	56,8	518,6%	-16,1%	Điều chỉnh tăng 518,6% dự phóng doanh thu mảng bất động sản trong năm 2022 nhờ việc bàn giao toàn bộ dự án Long Sơn 2&4, chậm hơn so với dự phóng trước đó là trong Q4/21. Điều chỉnh giảm 16,1% dự phóng doanh thu mảng bất động sản trong năm 2023 do tiến độ xây dựng chậm hơn kỳ vọng tại dự án văn phòng cho thuê 116 Đinh Tiên Hoàng. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ có thể cho thuê từ năm 2024.
Bán vật tư	92,0	105,8	221,0	254,2	140,2%	140,2%	Tăng dự phóng doanh thu mảng bán vật tư nhằm phản ánh kết quả kinh doanh tốt hơn trong 6T22.
Cho thuê thiết bị	15,4	12,4	13,8	10,2	-10,3%	-17,2%	
Khác	4,9	4,9	10,0	10,0	105,7%	105,7%	
Lợi nhuận gộp	496,2	568,9	401,9	399,9	-19,0%	-29,7%	
Biên lợi nhuận gộp	13,6%	13,8%	12,3%	11,8%	-1,3 đ %	-2,0 đ %	
Xây lắp	8,2%	8,2%	5,5%	6,5%	-2,7 đ %	-1,7 đ %	
Thu phí BOT	60,7%	62,0%	56,9%	61,4%	-3,8 đ %	-0,6 đ %	
Bất động sản	34,8%	75,0%	18,8%	50,3%	-15,9 đ %	-24,7 đ %	Điều chỉnh giảm dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản do đóng góp lớn hơn của dự án Long Sơn 2&4 (có biên lợi nhuận gộp thấp hơn mảng văn phòng cho thuê).
CPBH & QLDN	113,6	123,2	86,1	88,3	-24,3%	-28,3%	
CPBH & QLDN/DT	3,1%	3,0%	2,6%	2,6%	-0,5 đ %	-0,4 đ %	
EBIT	382,5	445,6	292,9	288,3	-23,4%	-35,3%	
Doanh thu tài chính	92,2	101,6	94,2	115,0	2,2%	13,2%	
Chi phí lãi vay	153,6	137,0	167,3	174,6	8,9%	27,5%	
Lợi nhuận trước thuế	290,8	376,0	233,6	247,0	-19,7%	-34,3%	
Lợi nhuận sau thuế	216,5	287,5	166,1	175,6	-23,3%	-38,9%	
Lợi nhuận ròng	216,5	287,5	166,1	174,6	-23,3%	-39,3%	
Biên lợi nhuận ròng	5,9%	7,0%	5,1%	5,2%	-0,9 đ %	-1,8 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	1.885	3.270	3.389
Giá vốn hàng bán	(1.493)	(2.868)	(2.989)
Chi phí quản lý DN	(86)	(84)	(86)
Chi phí bán hàng	(0)	(2)	(2)
LN hoạt động thuần	305	316	312
EBITDA thuần	466	480	498
Chi phí khấu hao	(161)	(164)	(186)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	305	316	312
Thu nhập lãi	48	94	115
Chi phí tài chính	(245)	(190)	(198)
Thu nhập ròng khác	(1)	(1)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	(18)	15	20
LN trước thuế	88	234	247
Thuế	(26)	(68)	(72)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	0	(1)
LN ròng	62	166	174
Thu nhập trên vốn	62	166	174
Cổ tức phổ thông	0	0	(67)
LN giữ lại	62	166	107

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	132	115	102
Đầu tư ngắn hạn	81	425	425
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.377	3.102	3.256
Hàng tồn kho	1.326	854	991
Các tài sản ngắn hạn khác	4	7	8
Tổng tài sản ngắn hạn	3.920	4.503	4.781
Tài sản cố định	2.483	2.463	2.740
Tổng đầu tư	452	465	483
Tài sản dài hạn khác	955	981	1.017
Tổng tài sản	7.810	8.411	9.022
Vay & nợ ngắn hạn	1.447	1.347	1.990
Phải trả người bán	725	512	637
Nợ ngắn hạn khác	1.317	1.308	1.288
Tổng nợ ngắn hạn	3.488	3.167	3.915
Vay & nợ dài hạn	2.482	2.155	1.890
Các khoản phải trả khác	559	589	610
Vốn điều lệ và	1.141	2.247	2.247
LN giữ lại	64	230	339
Vốn chủ sở hữu	1.216	2.496	2.605
Lợi ích cổ đông thiểu số	64	4	3
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	7.810	8.411	9.022

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	88	234	247
Khấu hao	161	164	186
Thuế đã nộp	(27)	(25)	(68)
Các khoản điều chỉnh khác	85	15	6
Thay đổi VLD	(210)	(477)	(187)
LC tiền thuần HKKD	97	(90)	185
Đầu tư TSCĐ	(16)	(144)	(464)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	4	4	4
Các khoản khác	(291)	(414)	516
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(304)	(554)	56
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	1.106	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	187	(426)	(186)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(66)	(53)	(1)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	(67)
LC tiền thuần HĐTC	121	627	(254)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	218	132	115
LC tiền thuần trong năm	(86)	(17)	(13)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	132	115	102

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	3,3%	5,1%	5,1%
Vòng quay TS	0,25	0,40	0,39
ROAA	0,8%	2,0%	2,0%
Đòn bẩy tài chính	6,42	4,37	3,42
ROAE	5,2%	8,9%	6,8%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	460,3	346,2	350,6
Số ngày nắm giữ HTK	324,1	108,7	121,0
Số ngày phải trả tiền bán	177,3	65,2	77,8
Vòng quay TSCĐ	0,75	1,32	1,30
ROIC	1,2%	2,8%	2,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,4	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	1,2	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,1
Vòng quay tiền	607,1	389,7	393,9
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	(9,8%)	73,5%	3,6%
Tăng trưởng LN từ HKKD	5,8%	3,5%	(1,3%)
Tăng trưởng LN ròng	(3,3%)	169,1%	5,1%
Tăng trưởng EPS	(3,3%)	169,1%	5,1%

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

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>