

Đa ngành

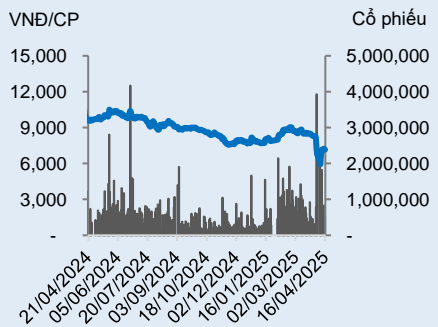
Báo cáo lần đầu  
Tháng 4, 2025

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	8.100
Giá thị trường (16/4/2025)	7.170
Lợi nhuận kỳ vọng	+13%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	5.925-10.948
Vốn hóa	2.562 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	357.300.754
KLGD bình quân 10 ngày	1.447.243
% sở hữu nước ngoài	0,03%
Room nước ngoài	0,00%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,54

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
C4G	-9,1%	-16,3%	-10,5%	15,7%
Upcomindex	-5,0%	-9,1%	-2,2%	-1,6%

Chuyên viên phân tích  
**Nguyễn Minh Khôi**  
(84 28) 3914.6888 ext. 259  
khoilm@bvsc.com.vn

CTCP Tập Đoàn CIENCO4

Mã giao dịch: C4G Reuters: C4G.HNO Bloomberg: C4G VN

Doanh thu Xây lắp tiếp đà tăng trưởng trong năm; Giá trị thầu ký mới giai đoạn 2025-2027 dự báo giảm

Điểm nhấn doanh nghiệp

Tập đoàn đa ngành CIENCO4 hoạt động chính trong mảng Xây lắp các công trình hạ tầng, với mức đóng góp lên đến hơn 80% doanh thu.

**Xây lắp - Tiếp đà tăng trưởng trong 2025, triển vọng ngành mang nhiều điểm tích cực.** BVSC đánh giá, kết quả kinh doanh năm 2025 sẽ tiếp tục khả quan, nhờ kế hoạch giải ngân đầu tư công lớn nhất lịch sử trong năm cuối Kế hoạch trung hạn 5 năm. Qua đó, thể hiện quyết tâm của Chính phủ trong việc đẩy nhanh tiến độ nhiều dự án quan trọng, nhằm hoàn thành mục tiêu đã đề ra. Theo thống kê của BVSC, có đến 8/15 gói thầu của CIENCO4 đang thực hiện nằm trong các dự án trọng điểm, dự kiến sẽ hoàn thành trong năm.

*Nhìn về trung và dài hạn*, BVSC nhận thấy triển vọng chung của ngành Xây lắp có sẽ những tín hiệu tích cực nhờ:

- Nhiều dự án trọng điểm sẽ tiếp tục được đầu thầu và khởi công, như Sân bay Long Thành giai đoạn 2 & 3, Vành đai 4 Tp. Hồ Chí Minh, Vành đai 5 Tp. Hà Nội, Đại dự án Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam, dự án cao tốc mới, ...
- Kỳ vọng đề án sáp nhập tỉnh sẽ được Quốc Hội thông qua, thúc đẩy nhu cầu xây dựng hạ tầng tại nhiều địa phương trên phạm vi toàn quốc;
- Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam vẫn còn ở mức thấp trong khu vực.

Trong giai đoạn 2025-2027, BVCS dự báo backlog ký mới sẽ cải thiện nhẹ so với mức thấp trong 2024 và tăng tốc trong giai đoạn 2028-2029. Diễn biến trên do đây là giai đoạn chuẩn bị và GPMB của nhiều dự án trọng điểm trước khi đấu thầu và khởi công. Ngoài ra, yếu tố về năng lực cạnh tranh của các đối tác liên danh cần được đánh giá đối với các nhà thầu quy mô vừa như CIENCO4.

**Thu phí BOT - Tăng trưởng nhờ ký thu phí BOT Diễn Châu - Bãi Vọt.** BVSC ước tính doanh thu mảng thu phí BOT sẽ tăng trưởng khoảng **20%** trong năm 2025, nhờ được Bộ GTVT ký thu phí hoàn vốn dự án BOT cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng C4G sẽ thu về **422 tỷ đồng** từ việc bộ GTVT mua lại dự án BOT Thái Nguyên - Chợ mới bằng NSNN trong năm 2026.

**Bất động sản - Chuyển giao phần còn lại của KĐT Long Sơn.** BVSC kỳ vọng, CIENCO4 sẽ hoàn tất vấn đề liên quan đến pháp lý và GPMB của dự án KĐT Long Sơn 1B và KĐT Long Sơn 3 trong giai đoạn 2025-2026.

**Định giá và Khuyến nghị.** BVSC ước tính giá mục tiêu theo kịch bản cơ sở của C4G đạt **8.100 đồng/cp**, với mức upside **+13%** so với giá trị trường ngày 16/4/2025. Khuyến nghị **NEUTRAL**.

**Rủi ro.** (1) Tiến độ xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm trong backlog chuyển biến tiêu cực; (2) KĐT Long Sơn 1B & 3 không bàn giao đúng thời hạn kỳ vọng; và (3) Rủi ro trích lập dự phòng từ các khoản cho vay ngắn hạn bên khác.

## Thông tin cơ bản về CIENCO4



**CTCP Tập Đoàn CIENCO4 (UPCOM: C4G)**, gọi tắt là CIENCO4, là một trong những nhà thầu xây dựng hạ tầng tại Việt Nam. Tuy hoạt động theo mô hình Tập đoàn kinh tế đa ngành, C4G vẫn đặt lĩnh vực Xây lắp các công trình hạ tầng là trọng tâm phát triển. Với vị thế là đơn vị kế thừa văn hóa và truyền thống của Cục Công trình - Bộ Giao thông Vận tải, sau nhiều lần chuyển giao, CIENCO4 chính thức đổi tên thành Công ty cổ phần Tập đoàn CIENCO4 và chính thức niêm yết trên Sàn UPCOM với mã chứng khoán C4G. Vốn điều lệ của C4G hiện nay là **3.573 tỷ đồng**.

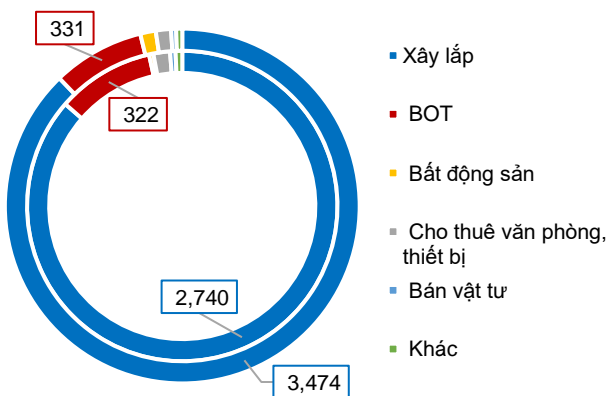
### Hoạt động kinh doanh chủ đạo của CIENCO4

Hoạt động theo mô hình Tập đoàn kinh tế đa ngành, CIENCO4 tập trung chủ yếu vào lĩnh vực - **Xây lắp các công trình, hạ tầng trong nước**. Bên cạnh đó, C4G cũng triển khai kinh doanh trong các lĩnh vực khác, bao gồm:

- Đầu tư các công trình hạ tầng giao thông theo phương thức BOT hoặc B.T;
- Đầu tư và chuyển nhượng các dự án Bất động sản;
- Cho thuê máy móc thiết bị và cho thuê văn phòng; Kinh doanh vật tư xây dựng; ...

**Cơ cấu doanh thu của C4G qua các năm**

(Đvt: Tỷ đồng)

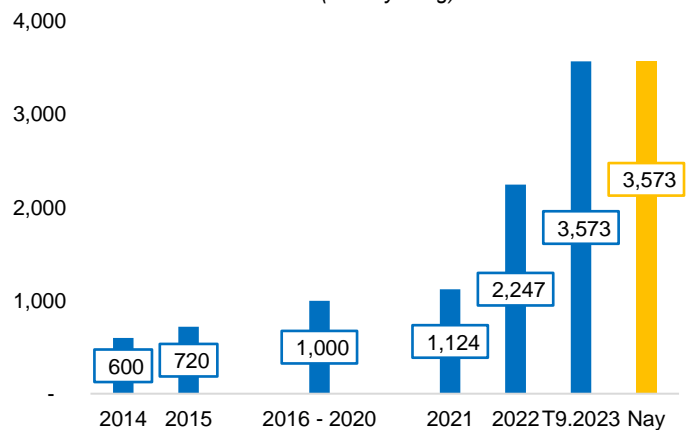


Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp

Ghi chú: vòng ngoài thể hiện năm 2024, vòng trong thể hiện năm 2023

**Vốn điều lệ của C4G qua các năm**

(Đvt: Tỷ đồng)



Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp

### Cơ cấu Công ty con và Công ty liên kết, liên doanh

Với mô hình tập đoàn kinh tế đa ngành, C4G đã hình thành một hệ sinh thái đa dạng với nhiều công ty trong cùng tập đoàn. Cụ thể, C4G hiện có mạng lưới gồm 4 công ty con, đồng thời đầu tư vào 6 công ty liên kết và 3 công ty liên doanh. Tổng giá trị góp vốn ước tính **hơn 467 tỷ đồng**.

Ngoài ra, C4G cũng ghi nhận nhiều khoản đầu tư dài hạn vào 5 công ty khác, với giá trị góp vốn ước tính lên đến **248 tỷ đồng**, chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực Xây dựng các công trình hạ tầng giao thông.

**Danh sách các công ty con, LDLK trong mạng lưới sinh thái của tập đoàn C4G**

Tên công ty (Đvt: tỷ đồng)	Vị trí	Mảng cốt lõi	Vốn điều lệ	Vốn góp của C4G	Tỷ lệ sở hữu
<b>Công ty con</b>			<b>154,2</b>	<b>122,8</b>	
Công ty CP Đầu Tư Cienco4 Land	Hà Nội	Bất động sản	100,0	68,9	68,9%
Công ty Cổ Phần Green Tea Islands	Nghệ An	Vận tải và DV Du lịch	10,0	10,0	100,0%
Công ty TNHH Đầu Tư Thượng Hải	Nghệ An	Kinh doanh thương mại	10,0	10,0	100%
Công ty Cổ Phần Thiết Bị Giáo Dục 2	HCMC	Kinh doanh thiết bị giáo dục	34,2	33,9	99,1%
<b>Công ty liên kết</b>			<b>90,0</b>	<b>41,9</b>	
Công ty Cổ Phần Xây Dựng Và Đầu Tư 415	HCMC	Xây lắp	21,1	10,4	49,0%
Công ty Cổ Phần 412	Nghệ An	Xây lắp	30,0	14,7	49,0%
Công ty Cổ Phần 422	Nghệ An	Xây lắp	14,7	7,2	49,0%
Công ty Cổ Phần 499	HCMC	Xây lắp	9,1	3,1	34,0%
Công ty Cổ phần Tư Vấn Cienco4	Nghệ An	Tư vấn xây dựng công trình	8,1	3,0	37,5%
Công ty Cổ Phần Cienco4 Japan Bridge	Hà Nội	Đại lý, MG và đấu giá hàng hóa	7,0	3,5	49,7%
<b>Công ty liên doanh</b>			<b>659,9</b>	<b>302,7</b>	
Công ty TNHH BOT cầu Yên Lệnh	Hưng Yên		134,6	40,4	30,0%
Công ty TNHH Hai thành viên BOT Quốc lộ 1A CIENCO4 - TCT319	Nghệ An	Đầu tư xây dựng hạ tầng theo hình thức BOT	202,2	103,1	51,0%
Công ty TNHH BOT Thái Nguyên - Chợ Mới	Thái Nguyên		323,1	159,3	49,3%

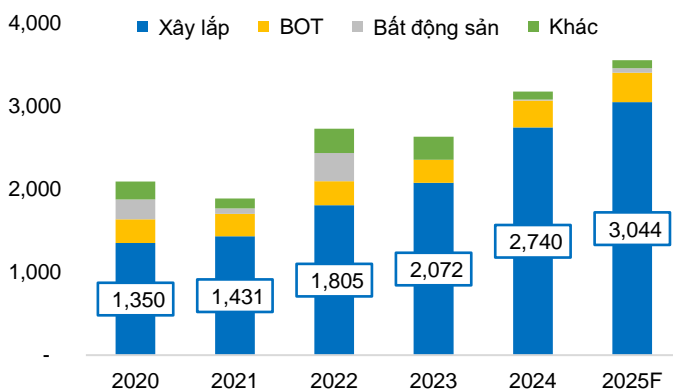
Nguồn: C4G, FiinProX, BVSC tổng hợp và ước tính

**Phân tích và đánh giá triển vọng kinh doanh các mảng chủ đạo**

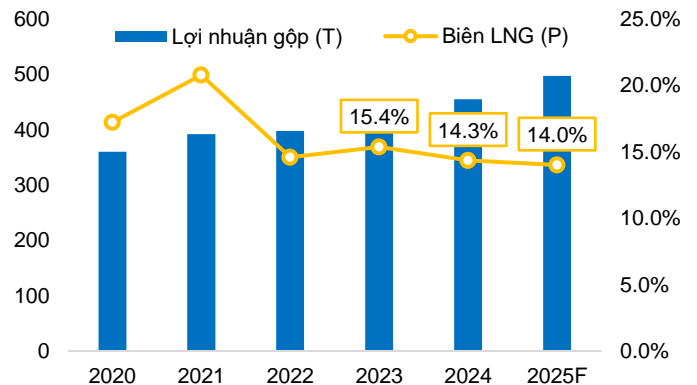
Hoạt động Xây lắp các dự án công trình hạ tầng chiếm tỷ trọng rất lớn trong cơ cấu của C4G, chiếm **65%-88% DTT** và **32%-56% LNG**. Tiếp sau đó là hoạt động thu phí BOT khi đóng góp **7%-14% DTT** và **37%-52% LNG**. Sự chênh lệch mức đóng góp giữa DTT và LNG của hai mảng chủ đạo chủ yếu do biên LNG của mảng thu phí BOT (**53,6%**) cao hơn nhiều so với mảng Xây lắp (**8,9%**). Các mảng kinh doanh còn lại đóng góp không đáng kể vào cơ cấu doanh thu chung của C4G, ngoại trừ mảng Bất động sản với mức đóng góp không ổn định.

Trong báo cáo này, BVSC tập trung phân tích hoạt động cốt lõi của C4G là Xây lắp các công trình, hạ tầng. Bên cạnh đó, chúng tôi sẽ đánh giá sơ bộ mảng thu phí BOT và các dự án Bất động sản của C4G. Các mảng khác giả định không đổi so với 2024.

**DTT theo từng mảng giai đoạn 2020-2025F**  
(Đvt: tỷ đồng)



**Lợi nhuận gộp và biên LNG giai đoạn 2020-2025F**  
(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp và dự phóng

## Triển vọng mảng Xây lắp các dự án công trình hạ tầng

(Tham khảo thêm Quy trình đầu thầu gián lược và Các tiêu chí đánh giá ở phần Phụ lục)

### Đầu vào - Chi phí VLXD dự báo tăng, cơ hợp biên LNG của doanh nghiệp

Đầu vào chủ yếu trong quá trình xây dựng là Vật liệu xây dựng, nhân công và máy móc. Giá VLXD chiếm tỷ trọng rất cao (~70% tổng chi phí đầu vào), nhưng lại là khoảng chi phí khó dự toán nhất. Điều này là do (1) Các dự án có vị trí hay tính chất đầu tư khác nhau sẽ có định mức chi phí VLXD khác nhau; (2) Một số địa phương tập trung nhiều dự án trọng điểm, có thể dẫn đến tình trạng thiếu VLXD, khiến giá tăng đáng kể; và (3) Các nhà cung cấp sẵn sàng ưu đãi cho các nhà thầu, nếu là khách hàng cũ trong quá khứ.

Một điểm đáng lưu ý là VLXD thường có thể tích tương đối lớn, dẫn đến chi phí vận chuyển cao. Do đó, tùy từng địa phương và vị trí công trình sẽ ảnh hưởng đến thực giá VLXD của từng dự án đó. Tuy nhiên với quy mô của C4G lên đến 15 dự án và trải đều từ Bắc đến Nam, BVSC sẽ đánh giá chung về giá VLXD tại Việt Nam, từ đó ước tính cho mức tăng trưởng chung chi phí VLXD.

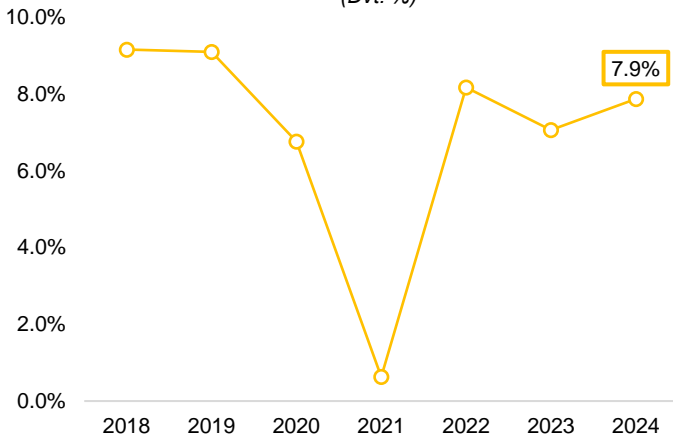
### Chi phí VLXD nhiều khả năng tăng trở lại do ngành Xây dựng dự báo tăng trưởng mạnh

Theo BMI Research (thuộc Fitch Group), dự báo tăng trưởng thực ngành Xây dựng - Công nghiệp năm 2025 đạt khoảng **8,2%**, cao hơn so với 2024. Qua đó, thể hiện rõ kỳ vọng Xây dựng sẽ tiếp đà đi lên trong 2025, thậm chí là cả 2026. Động thái trên cũng dự báo về sự gia tăng nhu cầu sử dụng VLXD trên toàn quốc, đặc biệt là các khu vực trọng điểm, như Hà Nội, Đông Nam Bộ, và các tỉnh miền Tây. Tuy nhiên xét theo nguồn cung, tình trạng thiếu hụt vẫn hiện hữu, đặc biệt là tại khu vực Đông Nam Bộ và khu vực miền Tây.

**Vấn đề thiếu VLXD tại các dự án cao tốc miền Tây.** CIENCO4 có một gói thầu xây dựng cao tốc đoạn Hậu Giang - Cà Mau trong dự án Cao tốc Bắc - Nam. Dự án này trong 2024 đã đối mặt với tình trạng thiếu cát lấp trầm trọng. Theo báo cáo của Bộ Xây dựng, dự án còn thiếu **3,7 triệu m<sup>3</sup> cát lấp** để hoàn thành công tác đắp nền trong bối cảnh đã xác định đủ nguồn cung. Tác nhân chủ yếu do tiến độ khai thác các mỏ bị chậm, ảnh hưởng từ nhiều nguyên nhân bất khả kháng.

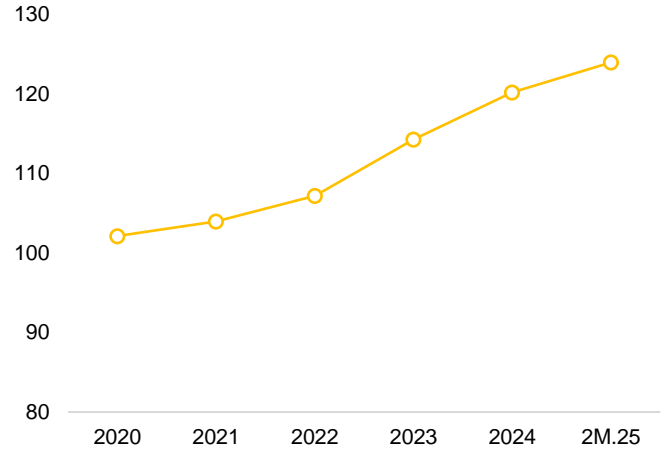
Chính phủ đã làm việc với các bộ, ban ngành địa phương nhằm giải quyết triệt để tình trạng thiếu cát tại dự án trọng điểm này. Các giải pháp tạm thời (như thí điểm sử dụng cát biển thay thế hay phương pháp thi công cầu cạn) cũng đã được hướng đến và thực thi. Xét trong năm 2024, đã có **450 nghìn m<sup>3</sup> cát biển** được sử dụng trong đoạn Hậu Giang - Cà Mau. BVSC kỳ vọng, với quyết tâm của Chính phủ, các vấn đề tồn đọng sẽ dần được các bộ, ban ngành địa phương giải quyết và công suất khai thác của các mỏ đẩy mạnh trở lại, đáp ứng đủ nhu cầu cho dự án này nhằm hướng đến mục tiêu hoàn thành trong 2025.

**Tăng trưởng thực ngành Xây dựng qua các năm gia đoạn 2018-2024**  
(Đvt: %)



Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO), BVSC tổng hợp

**Trung bình chỉ số giá nhà ở và VLXD qua các năm**



Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO), BVSC tổng hợp

Ghi chú: Chỉ số trên bao gồm cả giá điện, nước và xăng dầu. Do đó, mức độ ảnh hưởng có thể sẽ có sai số và chỉ mang tính chất tham khảo.

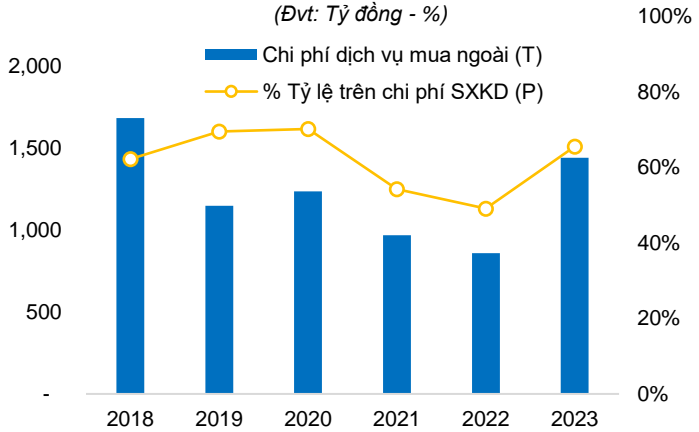
**Thông tư sửa đổi về Định mức xây dựng các dự án hạ tầng quốc gia được ban hành.** Định mức trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông quốc gia quy định trong Thông tư số 12/2021/TT-BXD đang có nhiều bất cập. Cụ thể, định mức dự toán trong quy định chung, bao gồm cả chi phí VLXD và chi phí nhân công, đang thấp hơn nhiều so với chi phí thực tế.

Hiện, Bộ Xây dựng đã ban hành Thông tư 09/2024/TT-BXD sửa đổi, bổ sung Thông tư số 12/2021/TT-BXD về ban hành định mức xây dựng vào Q3.2024. BVSC kỳ vọng, quy định mới về định mức sẽ giúp cho biên LNG của các dự án xây dựng công trình quốc gia cải thiện đáng kể, trong bối cảnh nhiều dự án quan trọng đã, đang và sẽ thi công.

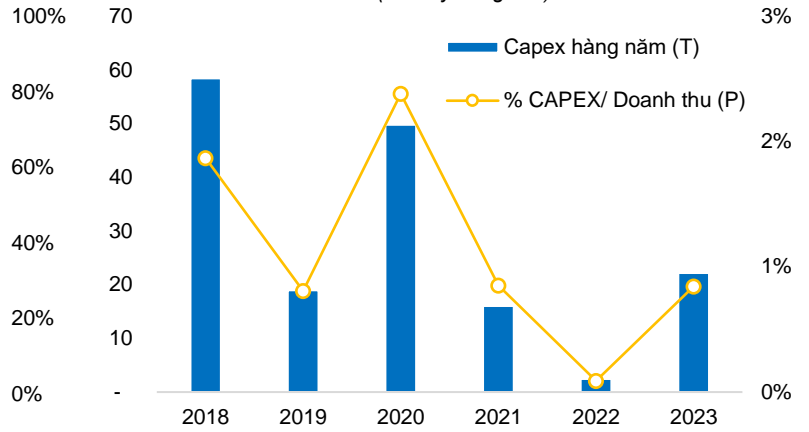
**Chi phí dịch vụ thuê ngoài ở mức cao do đặc thù ngành.** Địa điểm các gói thầu thường không đồng nhất và trải rộng khắp cả nước. Do đó, các nhà thầu như CIENCO4 thường thuê các nhà thầu phụ hoặc nhóm nhân công địa phương, cũng như máy móc thiết bị lân cận. Do đó, phát sinh chi phí dịch vụ mua ngoài lớn, lên đến **58,9%** tổng chi phí sản xuất kinh doanh theo nhóm yếu tố. Xét trên 6T.24, chi phí dịch vụ mua ngoài đã tăng mạnh **29,2% y/y**.

Để phòng hộ cho rủi ro tăng chi phí bất thường VLXD và nhân công trong quá trình thực hiện dự án (không bao gồm các dự án trọng điểm quốc gia), giữa các nhà thầu và chủ đầu tư có thể sử dụng Hình thức hợp đồng Đơn giá điều chỉnh để giảm thiểu bớt rủi ro về giá bán. Tuy nhiên, với hình thức Đơn giá cố định hoặc Trộn gói, toàn bộ rủi ro về giá bán nhà đầu tư sẽ phải gánh chịu.

BVSC nhận định rằng, giá vốn mảng Xây lắp của C4G dự báo tăng khoảng **2-3%**, phần nào co hẹp biên LNG của các doanh nghiệp Xây lắp trong 2025. Trong những năm tiếp theo, BVSC đánh giá, tăng trưởng giá VLXD sẽ chậm lại; sự linh hoạt của CIENCO4 và định mức quy định mức phù hợp hơn với thực tế, giúp biên LNG của CIENCO4 duy trì ở mức cân bằng.

**Chi phí dịch vụ mua ngoài và tỷ lệ trên doanh thu**  
(Đvt: Tỷ đồng - %)


Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp và ước tính

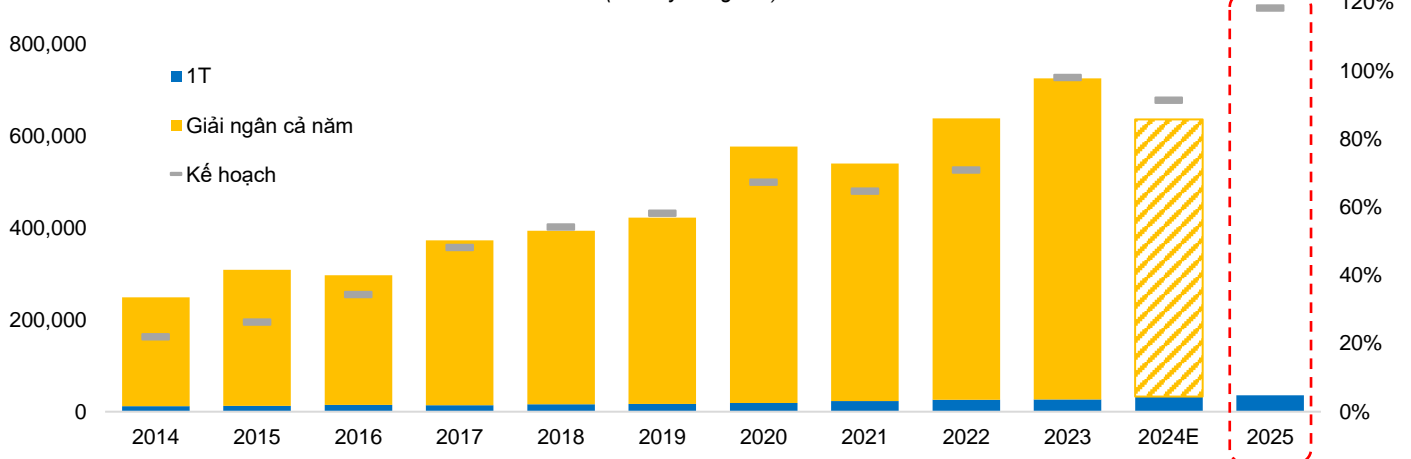
**CAPEX và tỷ lệ CAPEX trên Doanh thu**  
(Đvt: Tỷ đồng - %)


Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp và ước tính

### Đầu ra - Tiếp đà tăng trưởng trong 2025, backlog ký mới duy trì ở mức thấp

**Doanh thu 2025 tiếp đà tăng trưởng khi nhiều dự án trọng điểm sẽ hoàn thành trong năm**

**Kế hoạch giải ngân đầu tư công 2025 lớn nhất trong 10 năm gần nhất.** 2025 là năm cuối của kế hoạch đầu tư trung hạn 2021-2025. BVSC nhận định, tiến độ các dự án đầu tư trọng điểm sẽ được đẩy nhanh để hoàn thành các chỉ tiêu đã đề ra trong nhiệm kỳ. Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công năm 2025 lên đến **873,3 tỷ đồng**, tăng **38,2% y/y** so với 2024.

**Kế hoạch và lượng giải ngân trong các năm gần đây**  
(Đvt: Tỷ đồng - %)


Nguồn: Bộ Tài Chính, GSO, BVSC tổng hợp

**Backlog còn lại lớn, điểm rơi tiến độ hoàn thành trên nhiều dự án trọng điểm.** BVSC ước tính, khối lượng công việc còn lại của C4G tính đến hết 2024 ở mức **5.050 tỷ đồng** (gấp **1,8 lần** DTT năm 2024). Backlog trên đủ để đảm bảo công việc cho tập đoàn ít nhất đến hết 1H.26 và dự địa ghi nhận doanh thu lớn trong năm 2025. Bên cạnh đó, các dự án nằm trong kế hoạch sẽ được đốc thúc và đẩy nhanh tiến độ, nhằm hoàn thiện trong năm. Theo thống kê, có đến 8/15 gói thầu của C4G đang thực hiện, là các dự án thành phần trong nhiều công trình trọng điểm quốc gia.

**Các dự án đang thi công hoặc sắp khởi công của CIENCO4 tính đến hết Q1.2025**

Dự án (Đvt: tỷ đồng)	Gói thầu	Giá trị gói thầu	Giá trị của C4G	Thời gian khởi công	Thời gian hoàn thành
<b>Đang trong quá trình đấu thầu</b>					
Đầu tư xây dựng cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 6 đoạn Ba La - Xuân Mai	Gói 01/QL6-XL	600			
<b>Khởi công trong năm 2025</b>					
Đầu tư xây dựng hoàn thiện theo quy hoạch tuyến đường N1, D1 Khu Đại học Nam Cao	Gói thầu số 11	433	433		2026 (*)
Nâng cấp mở rộng Cải tuyến Tỉnh lộ 1B	Gói thầu số 10	450	450		2026 (*)
<b>Đang thi công trước 2025</b>					
Dự án thành phần 3 thuộc Dự án đầu tư xây dựng Cảng hàng không quốc tế Long Thành giai đoạn 1	Gói thầu số 4.7	6.368	637 (*)	T9.2024	T8.2026
Dự án thành phần 3 thuộc Dự án đầu tư xây dựng Cảng hàng không quốc tế Long Thành giai đoạn 1	Gói thầu số 4.6	7.244	755	T8.2023	T4.2025
Hầm chui Vành đai 2.5 qua nút giao Giải Phóng		560	526	T10.2022	T10.2025
Vành đai 4 - TP Hà Nội	Gói thầu XL-11	889	436	T9.2023	T9.2026
Vành đai 3 - TP. Hồ Chí Minh	Gói thầu XL-08	1.418	670	T7.2023	T7.2026
Vành đai 3 - TP. Hồ Chí Minh	Gói thầu XL-10	1.637	269	T1.2024	T12.2026
Hầm chui HC1 - Nút giao An Phú		342	33	T1.2023	T4.2025
Cao tốc Bắc - Nam đoạn Bùng - Vạn Ninh		3.229	1.806	T1.2023	T6.2025
Cao tốc Bắc - Nam đoạn Hậu Giang - Cà Mau	Gói thầu XL-01	6.466	1.778	T1.2023	T12.2025
Cao tốc Bắc - Nam đoạn Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột	Gói thầu XL-03	2.974	565	T6.2023	T10.2026
Dự án kết nối giao thông miền núi phía Bắc	Gói thầu số 4	332	332	T12.2023	T6.2025
Nâng cấp Quốc lộ 14B, TP. Đà Nẵng		481	210	T12.2023	2025
Sân Bay Quảng Trị	Gói thầu số 4.6	5.821	873	T7.2024	T7.2026

Nguồn: Bộ Xây dựng, Báo Đấu thầu, Dauthau.info, C4G, BVSC tổng hợp

Ghi chú: (\*) là dữ liệu BVSC giả định và ước tính

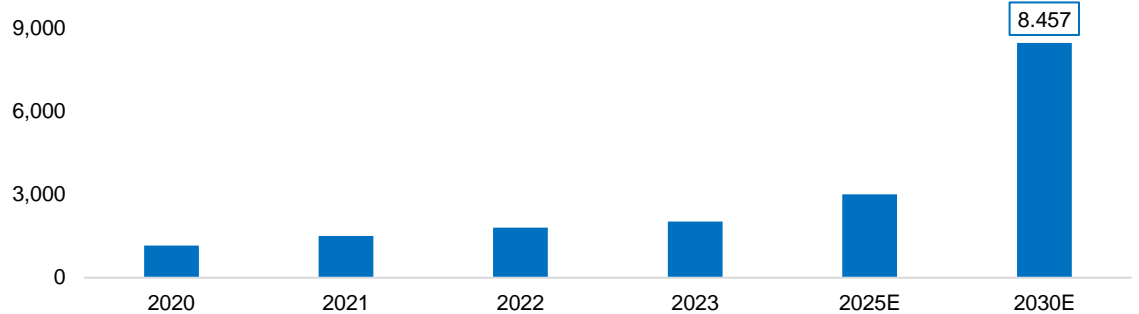
Với các nhận định kể trên, BVSC dự báo mảng Xây lắp năm 2025 ghi nhận DTT ở mức **3.044 tỷ đồng (+11,1% y/y)** và LNG đạt **259 tỷ đồng (+6,3% y/y)**. Biên LNG giảm nhẹ về mức **8,5%**.

**Trung hạn - Các dự án lớn cần thời gian phê duyệt và giải phóng mặt bằng từ 2025-2027**

**Dự địa của ngành Xây Lắp được đảm bảo bởi nhiều dự án quốc gia mới.** Nhìn về tương lai xa hơn, các dự án đầu tư công dự kiến sẽ khởi công, như Sân Bay Long Thành giai đoạn 2&3, Đại dự án Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam, Dự án Vành đai 4 TP. Hồ Chí Minh, Dự án Vành đai 5 TP. Hà Nội, các tuyến cao tốc mới toàn quốc (Đã được phê duyệt trong điều chỉnh quy hoạch mạng lưới đường bộ thời kỳ 2021-2030, theo Quyết định số 12/QĐ-TTg), ... sẽ đảm bảo cho dư địa đấu thầu và doanh thu cho các doanh nghiệp Xây lắp trong thời gian tới. Tuy nhiên, xét trên từng doanh nghiệp, năng lực cạnh tranh và kỹ mới gói thầu sẽ là yếu tố cần được đánh giá.

(Tham khảo thêm Các dự án hạ tầng dự kiến sẽ khởi công sau 2025 ở phần Phụ lục)

**Tổng chiều dài cao tốc hiện tại và kế hoạch phát triển theo Quy hoạch  
mạng lưới đường bộ thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050**  
(Đvt: Km)

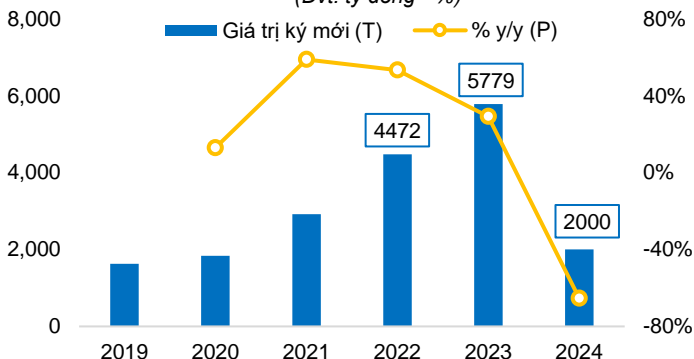


Nguồn: Cổng thông tin điện tử Chính phủ, BVSC tổng hợp

Theo thống kê của CIENCO4, giá trị ký mới năm 2024 chỉ xấp xỉ **2.000 tỷ đồng (-65,4% y/y)**. Trong khi đó, 2022-2023 chứng kiến khối lượng công việc mới bổ sung cao, lần lượt lên đến **4.472 tỷ đồng (+53,4% y/y)** và **5.779 tỷ đồng (+29,2% y/y)**. Diễn biến trên chủ yếu do yếu tố chu kỳ khi 2022-2023 là giai đoạn GPMB nhằm chuẩn bị cho sự khởi công của nhiều dự án trọng điểm quốc gia. Ngược lại, 2024 đã bước vào giai đoạn khởi công xây dựng, khiến dư địa ký mới sụt giảm mạnh.

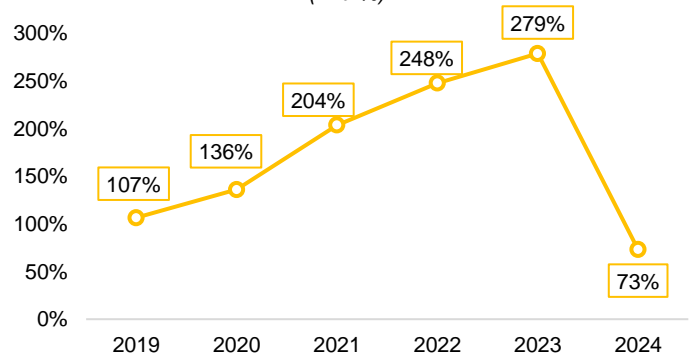
**Backlog ký mới dự báo duy trì ở mặt bằng thấp trong 3 năm tiếp theo.** BVSC kỳ vọng, C4G sẽ ký mới dao động từ **2.000-2.250 tỷ đồng** giá trị gói thầu mỗi năm trong giai đoạn 2025-2027. Tỷ lệ giá trị thầu ký mới trên doanh thu dao động ở mức **68%-100%**, tương đồng với mặt bằng giai đoạn 2019-2021 và năm 2024. Dư địa giá trị đấu thầu trong những năm tiếp theo dự kiến sẽ chưa có sự đột biến như giai đoạn 2022-2023, do giai đoạn này sẽ tập trung hoàn thành các dự án trọng điểm hiện tại và chuẩn bị thủ tục pháp lý cho các giai đoạn tiếp theo. Chúng tôi ước tính, giá trị ký mới sẽ có sự tăng tốc rõ rệt trở lại trong năm 2028 khi các dự án trọng điểm kể trên bước vào giai đoạn đấu thầu.

**Giá trị thầu ký mới và tăng trưởng YoY**  
(Đvt: tỷ đồng - %)



Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp

**Tỷ lệ giá trị thầu ký mới trên doanh thu**  
(Đvt: %)



Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp

Về khả năng đấu thầu của CIENCO4, tỷ lệ trúng thầu của C4G ở mức cao, đạt **75,6%** (thấp hơn Trung Chính, Công trình 510 và Sơn Hải). Xét riêng 2024, tỷ lệ này đã giảm xuống mức **40,0%** (2/5 gói thầu). Doanh nghiệp cũng có kinh nghiệm thực hiện các công trình hạ tầng đường bộ và sân bay, cùng với mối quan hệ với nhiều đối tác xây lắp chủ chốt như Vinaconex, Trường Sơn...

Ngoài ra, BVSC cũng đánh giá tích cực với khả năng quản lý nợ vay cũng như sức khỏe tài chính của doanh nghiệp, khi so với các nhà thầu cùng quy mô.

Một khía cạnh khác, C4G thường tham gia dưới hình thức liên danh với các nhà thầu vào các gói thầu có quy mô lớn hay các dự án trọng điểm hoặc độc lập thầu các dự án với quy mô vừa. Tuy nhiên, BVSC đánh giá năng lực của C4G không đủ để chi phối đến kết quả trong các gói thầu thuộc các dự án hạ tầng trọng điểm. Do đó, khả năng trúng thầu phụ thuộc phần lớn vào năng lực cạnh tranh của các đối tác trong cùng liên danh. Bên cạnh đó, tỷ trọng thực hiện của C4G không cao trong các gói thầu quy mô lớn, điển hình như Gói thầu 4.6 của Sân Bay Long Thành (GTGT: 7.244 tỷ đồng - Tỷ trọng: 10,4%); gói thầu XL-01 (GTGT: 6.466 - Tỷ trọng 27,5%) và gói thầu XL-03 (GTGT: 2.974 - Tỷ trọng 19,0%) nằm trong 12 dự án cao tốc Bắc - Nam. Điều này khiến giá trị công việc ký mới của CIENCO4 từ các gói thầu trọng điểm là bất định và chịu sự chi phối lớn từ các yếu tố ngoài nội tại doanh nghiệp.

#### Đánh giá Năng lực thi công một số doanh nghiệp xây dựng hạ tầng

Công ty	Số gói thầu tham gia	Số gói thầu trúng	Số gói thầu trượt	Quan hệ với bên mời thầu	Nhà thầu đã từng liên danh	Điểm năng lực
TCT Cổ phần XNK và Xây dựng Việt Nam (VCG)	122	81	37	81	107	17.003
TCT Xây dựng số 1 - CTCP (CC1)	80	57	20	53	84	14.511
TCT Thăng Long - CTCP	72	49	22	45	99	9.842
TCT Xây dựng Hà Nội - CTCP (HAN)	30	20	8	20	31	6.715
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	36	25	10	26	54	5.084
CTCP Tập đoàn Cienco4 (C4G)	49	31	10	30	51	4.605
CTCP Xây dựng và Lắp máy Trung Nam	95	59	29	57	73	4.924
CT TNHH Thương mại và Xây dựng Trung Chính	61	49	8	41	72	4.904
CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)	79	60	15	56	64	4.282
CT TNHH Tập đoàn Sơn Hải	31	23	5	24	28	3.199
CTCP Xây dựng Công trình 510	138	133	3	52	75	1.162

Nguồn: Dauthau.info, BVSC tổng hợp

Ghi chú: Số điểm được Dauthau.info phân tích dựa theo Bộ chỉ số đánh giá năng lực nhà thầu phân bổ trên nhiều tiêu chí khác nhau.

#### Dài hạn - Đề án sáp nhập tỉnh sẽ thúc đẩy nhu cầu nâng cấp hạ tầng, trong bối cảnh tỷ lệ đô thị hóa vẫn ở mức thấp trong khu vực

Vừa qua, Ban chấp hành Trung ương Đảng khoá XIII cơ bản thống nhất với các nội dung đề xuất của Bộ Chính trị và Đề án về phương án sáp nhập đơn vị hành chính cấp tỉnh. Theo đó, xét riêng cấp tỉnh, số lượng đơn vị hành chính cấp tỉnh sau sáp nhập là 34 tỉnh thành, giảm 46%.

#### Tiến độ thực hiện cụ thể đối với lộ trình sáp nhập tỉnh thành, không tổ chức cấp huyện

Thời gian	Nội dung cần thực hiện
Kỳ họp Quốc Hội Tháng 5/6	Trình Quốc hội xem xét thông qua.
Trước ngày 30/6/2025	Dự kiến sẽ ban hành Nghị quyết về việc sáp nhập các đơn vị hành chính cấp tỉnh.
Trước ngày 30/8/2025	Hoàn thành quá trình sáp nhập.

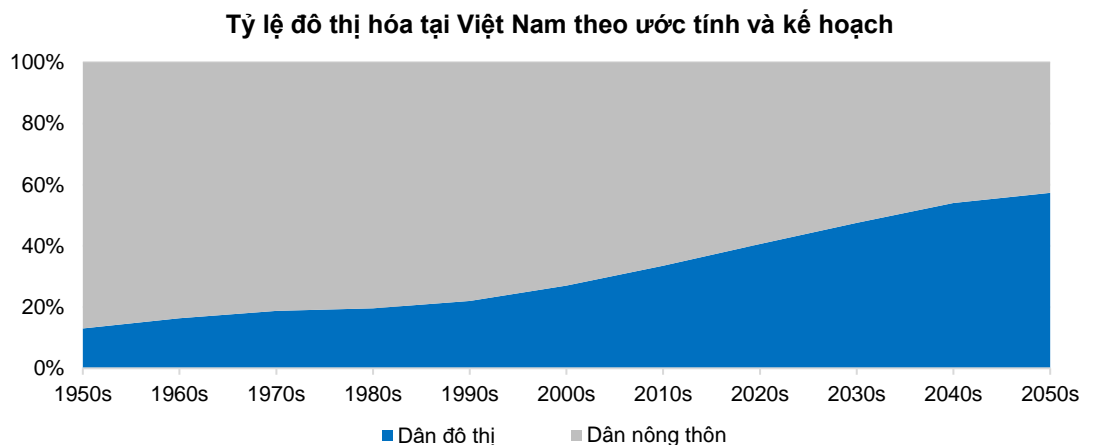
Nguồn: BVSC tổng hợp

BVSC nhận định, đề án sáp nhập và tinh gọn bộ máy sẽ là một bước đi mở đường cho sự phát triển kinh tế nói chung, cũng như lĩnh vực Xây lắp công trình hạ tầng nói riêng. Bởi:

- Việc sáp nhập sẽ hình thành các trọng điểm kinh tế mới trên toàn quốc. Từ đó, gia tăng nhu cầu phát triển hạ tầng, trực tiếp kích thích nhu cầu xây dựng tại địa phương để phù hợp với sự phát triển chung;
- Giảm lược bớt các vấn đề thủ tục hành chính khi triển khai các dự án xuyên tỉnh, đẩy nhanh tiến độ và tiết kiệm thời gian thực hiện dự án.

Diễn biến trên sẽ đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế, cũng như kích thích nhu cầu xây dựng và phát triển hạ tầng tại địa phương. Mặt khác, BVSC nhận thấy tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam vẫn còn thấp so với các quốc gia trong khu vực, điển hình là Thái Lan.

Với mục tiêu gia tăng tỷ lệ đô thị hóa đến năm 2030 đạt 50%, nhu cầu nâng cấp cơ sở hạ tầng và xây dựng dân dụng trong trung và dài hạn vẫn còn rất lớn.



Chúng tôi đánh giá, khối lượng công việc trong mảng Xây lắp trong giai đoạn 2028-2035 sẽ duy trì ở mức cao so với giai đoạn 2021-2025, và có sự tăng trưởng rõ rệt ở khu vực địa phương. Qua đó, phần nào đảm bảo dư địa ghi nhận doanh thu của các doanh nghiệp xây lắp như C4G.

## **Đánh giá sơ bộ triển vọng mảng Thu phí BOT và Bất động sản**

### **Thu phí BOT - Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng nhờ đưa vào thu phí dự án BOT mới**

BVSC dự báo, mảng thu phí BOT của C4G trong năm 2025 tăng trưởng đáng kể, chủ yếu nhờ bắt đầu thu phí dự án BOT Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt. DTT và LNG năm 2025 lần lượt kỳ vọng ở mức **354,0 tỷ đồng (+10,0%)** và **189,8 tỷ đồng (GPM ~54%)**.

**Bắt đầu thu phí dự án BOT cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt.** Dự án này đã chính thức được bộ GTVT ký chấp thuận thu phí kể từ ngày 5/1/2025, sau 8 tháng thông xe miễn phí. Thời gian thu phí dự kiến kéo dài 16 năm và 6 tháng. Theo ước tính của BVSC, sẽ có khoảng 3-4 triệu lượt ô tô thông tuyến mỗi năm, dựa trên lưu lượng thông tuyến trong giai đoạn miễn phí đã chiết khấu thay đổi hành vi. Đây là động lực chính cho dự báo tăng trưởng **10%** doanh thu mảng thu phí BOT trong năm 2025.

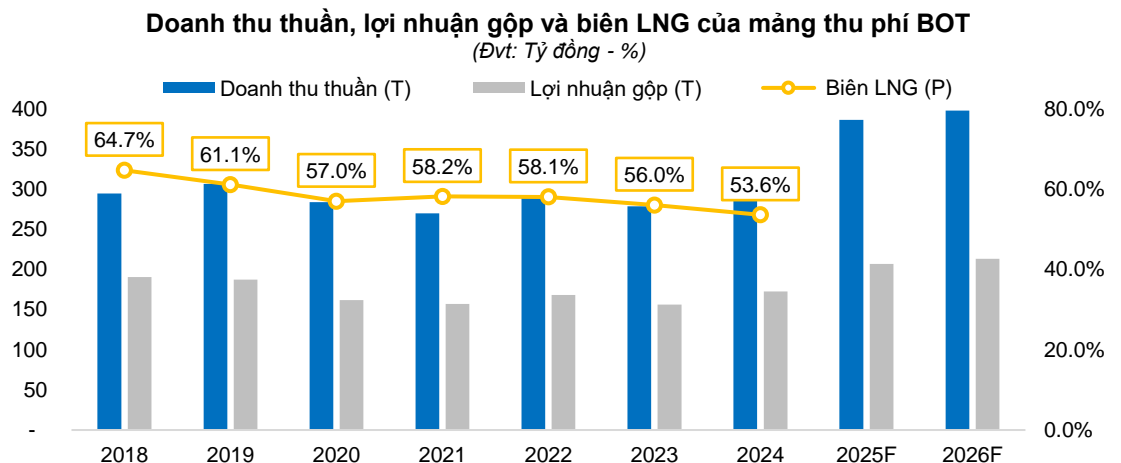
**Cập nhật về vấn đề thu hồi vốn của dự án BOT Thái Nguyên - Chợ Mới.** Đây là dự án thua lỗ nghiêm trọng và đưa vào diện xem xét tháo gỡ. Trước 2024, vấn đề này chưa được giải quyết và gây tranh cãi do chưa có cơ chế xử lý các dự án BOT vỡ phương án tài chính, tạo ra tiền lệ xấu khi các NĐT thực hiện dự án không hiệu quả và đẩy trách nhiệm sang Nhà nước. Tuy nhiên, Cơ chế pháp lý (Sửa Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư) đã được thông qua vào Quý 4.2024. Trong đó, đã có cơ chế phân bổ rủi ro giữa Nhà nước và Chủ đầu tư và thêm cơ chế hỗ trợ trực tiếp từ ngân sách Nhà nước đối với các dự án gặp khó khăn tài chính nghiêm trọng. Bên cạnh đó, Luật Đường bộ 2024 đã cho phép thu phí trên các dự án cao tốc Nhà nước đầu tư.

Tính đến nay, đã có văn bản gửi Bộ Xây dựng đề nghị cơ quan nhà nước chấp thuận bố trí vốn NSNN ước tính **2.810,8 tỷ đồng** (tạm tính tại thời điểm T6.2025 và NĐT cùng các bên cho vay đã chia sẻ một phần rủi ro) để thanh toán và chấm dứt hợp đồng BOT trước thời hạn. Phía doanh nghiệp chia sẻ, trong kịch bản thuận lợi, đề xuất trên có thể sẽ được thông qua trong T6.2025.

BVSC đánh giá, hành lang pháp lý minh bạch và rõ ràng hơn sẽ giúp CIENCO4 thu hồi một phần khoản đầu tư vào dự án này. BVSC ước tính, CIENCO4 có thể thu hồi khoảng **422 tỷ đồng**. Tuy nhiên, vấn đề chúng tôi quan ngại là thời gian thu hồi thực tế có thể sẽ chậm hơn đáng kể so với dự kiến của doanh nghiệp, trong bối cảnh đây đã là dự án treo kể từ năm 2022 đến nay và các quy định thường có độ trễ nhất định trước khi chính thức thực thi. Do đó, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của mảng Thu phí BOT trên cả 2 kịch bản về khả năng thu hồi vốn của dự án này.

**Lưu lượng xe qua dự án BOT Nam Cầu Bến Thủy - tuyến tránh Hà Tĩnh có thể bị sụt giảm.**

Sau nhiều năm khai thác, dự án tuyến BOT này đã xuất hiện tình trạng xuống cấp trầm trọng trong bối cảnh giá vé tăng dần. BVSC nhận thấy, lưu lượng xe thông tuyến này có thể sẽ bị sụt giảm nghiêm trọng, khi tuyến cao tốc Bắc - Nam phía Đông đoạn qua Hà Tĩnh được thông xe, dự kiến vào T4.2025. Đây là tuyến đường có thể thay thế tuyến BOT trên. Tuy nhiên, do vẫn đang trong giai đoạn hoàn thiện, tiến độ dự án sẽ là yếu tố cần theo dõi.



Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp và dự phóng

### Bất động sản - Chuyển giao phần còn lại của dự án KĐT Long Sơn

**Chuyển giao dự án KĐT Long Sơn cho đối tác cũ.** KĐT Long Sơn là dự án theo dạng chuyển nhượng toàn phần của CIENCO4 cho CTCP Đầu tư Phát triển BĐS Thành Vinh. Năm 2020, C4G đã chuyển nhượng KĐT Long Sơn 2&4, và chuyển nhượng KĐT Long Sơn 1A (119,8 nghìn m<sup>2</sup>) vào 2022. Hiện, CIENCO4 còn 2 phần là KĐT Long Sơn 1B (23,6 nghìn m<sup>2</sup>) và KĐT Long Sơn 3 (65,6 nghìn m<sup>2</sup>) đang trong giai đoạn chờ chấp nhận chuyển nhượng.

BVSC kỳ vọng, CIENCO4 sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý và GPMB trong 2025, trước khi chuyển giao 100% theo thỏa thuận cho đối tác Thành Vinh. Giả định, C4G sẽ ghi nhận doanh thu của KĐT Long Sơn 1B trong 2H.2025 và ghi nhận cho KĐT Long Sơn 3 trong năm 2026.

**Vấn đề bất cập tại dự án Chung cư CIENCO4 Tower tại Nghệ An.** Dự án đã bàn giao và ghi nhận doanh thu phần Chung cư cao tầng. Phần còn lại đang thực hiện và tiếp tục bàn giao là phần liền kề. BVSC không đánh giá về khả năng ghi nhận doanh thu của dự án này và sử dụng giá trị sổ sách tại Q4.2024 để định giá.

## Phân tích tình hình tài chính của Doanh nghiệp

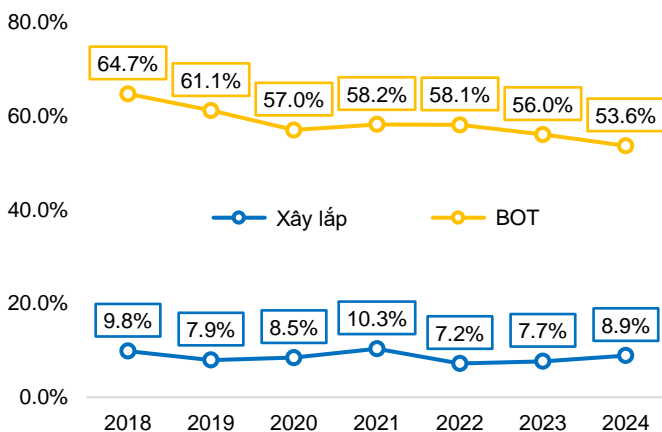
### Biên LNG mảng Xây lắp ở mức cao, so với các doanh nghiệp trong ngành

Biên LNG của C4G duy trì ở mức **14,3%**, thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành, do tỷ trọng của mảng Xây lắp cao. Các doanh nghiệp có biên LNG cao (>20%) thường có mức độ đóng góp của mảng Bất động sản hay BOT lớn, vốn là các mảng có Biên LNG cao từ 30%-50%. CIENCO4 cũng hoạt động ở 2 mảng kể trên, nhưng mức độ đóng góp doanh thu không đáng kể.

Xét riêng biên LNG mảng Xây lắp, CIENCO4 ghi nhận ở mức cao lên đến **8,9%** trong năm 2024, chỉ thấp hơn LCG và FCN và cao hơn các nhà thầu lớn khác như VCG, HHV, CII. Đây là điểm tích cực khi phần nào thể hiện năng lực thi công và khả năng tối ưu hóa chi phí của C4G.

**Biên LNG hai mảng chủ đạo của C4G**

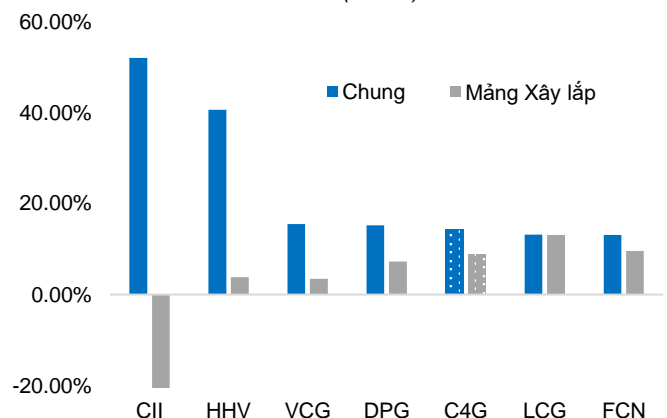
(Đvt: %)



Nguồn: C4G, FiinProX, BVSC tổng hợp

**Biên LNG của các doanh nghiệp Xây lắp năm 2024**

(Đvt: %)



Nguồn: C4G, FiinProX, BVSC tổng hợp

## Rủi ro từ các khoản phải thu cho vay ngắn hạn bên khác

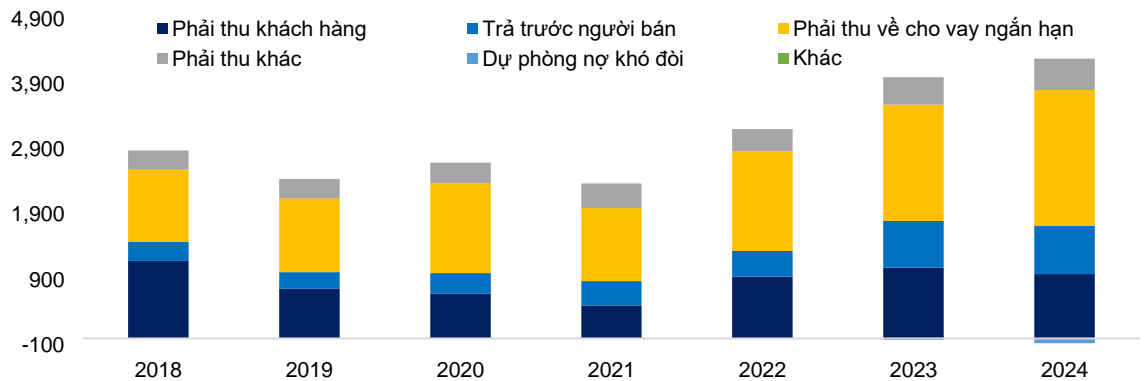
Hoạt động kinh doanh của C4G thường bị chiếm dụng vốn cao do đặc thù chung của ngành. Các khoản phải thu của C4G có dấu hiệu tăng cao kể từ 2022, tương ứng với giai đoạn cao điểm doanh thu. Tuy nhiên, xét riêng phần Phải thu khách hàng, giá trị này đã giảm so với 2023, thể hiện tín hiệu tích cực trong việc kiểm soát công nợ và cải thiện dòng tiền.

Mức tăng của khoản phải thu tập trung ở phần Phải thu từ cho vay ngắn hạn. Trong đó, chủ yếu vẫn tập trung ở các công ty trong hệ sinh thái. C4G cũng đang có có khoản mục cho vay ngắn hạn bên khác tương đối cao, lên đến **1.050 tỷ đồng** tại cuối 2024. Trong đó, trọng yếu là khoản cho vay của Trustlink với **751 tỷ đồng**.

Xét riêng 2024, C4G đã trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi lên đến **46,3 tỷ đồng**.

**Các khoản phải thu ngắn hạn của C4G qua các năm**

(Đvt: tỷ đồng)



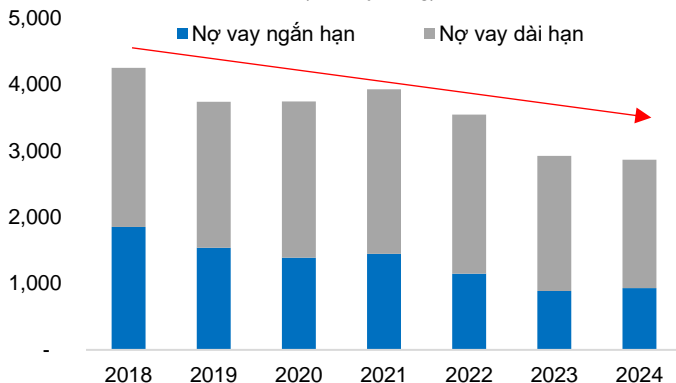
Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp

## Nợ vay có xu hướng giảm dần, Tỷ lệ nợ vay/Tổng tài sản thấp so với ngành

Trong 2 năm gần nhất, nợ vay của CIENCO4 giảm đáng kể khi KQKD dần khả quan giúp doanh nghiệp có dòng tiền chi trả nợ vay. Tỷ lệ nợ vay của C4G cũng duy trì mức thấp so với các doanh nghiệp trong ngành, dao động chỉ ở mức **0,2-0,3 lần**. Đây là tín hiệu khả quan, cho thấy năng lực kiểm soát nợ vay của C4G và sức khỏe tài chính tốt hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

**Diễn biến nợ vay của C4G qua các năm**

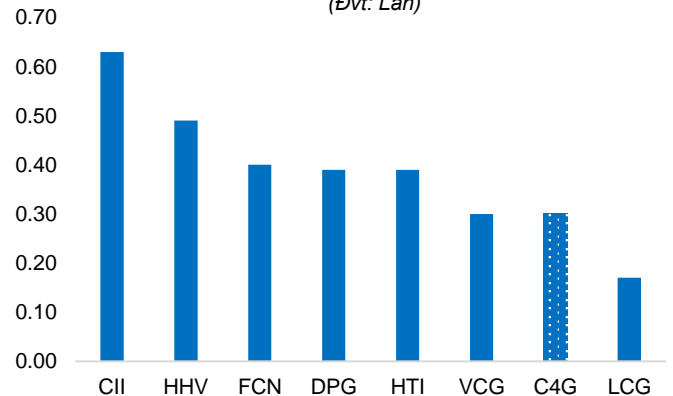
(Đvt: Tỷ đồng)



Nguồn: C4G, FiinProX, BVSC tổng hợp

**Tỷ lệ nợ vay trên Tổng tài sản**

(Đvt: Lần)



Nguồn: C4G, FiinProX, BVSC tổng hợp

## Kết quả kinh doanh 2024

Chỉ tiêu (Đvt: tỷ đồng)	2024	2023	% yoy	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.171</b>	<b>2.629</b>	<b>20,6%</b>	<b>Hoàn thành 70,5% KH.2024.</b>
Xây lắp	2.740	2.072	32,2%	Những yếu tố thuận lợi, như (1) Kế hoạch giải ngân đầu tư công lớn lên đến 730 nghìn tỷ đồng; (2) Tiến độ nhiều dự án trọng điểm được đẩy mạnh trong giai đoạn cuối kế hoạch trung hạn 2021-2025; (3) Lượng backlog lớn và (4) Công tác GPMB và thiếu VLXD được quan tâm tháo gỡ và dần giải quyết trong 2H.24,... giúp C4G ghi nhận mức tăng ấn tượng trong doanh thu xây lắp. Backlog của C4G tập trung nhiều trên các dự án trọng điểm, như Sân bay Long Thành; Cao tốc Bắc – Nam; Vành đai 3 HCMC; Vành đai 4 Hà Nội;... Năm 2023, C4G đã bổ sung vào backlog 5.779 tỷ đồng. Năm 2024, liên danh C4G trúng thầu thêm gói thầu số 4.7 của Sân Bay Long Thành.
BOT	322	279	15,4%	Doanh thu mảng thu phí BOT tăng chủ yếu nhờ, cuối năm 2023, bộ GTVT đã phê duyệt tăng giá vé cho cả 3 dự án BOT còn hoạt động của C4G, với mức tăng dao động từ <b>15-18%</b> . Lưu lượng xe ước tính đã thu hẹp đã giảm. Dù đã thông xe toàn tuyến vào T6.2024, song phải đến T1.2025 dự án cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt mới bắt đầu thu phí. Do đó, dự án này chưa đóng góp vào doanh thu 2024 của C4G.
Bất động sản	14	-		
Khác	95	278	-65,7%	Mảng Kinh doanh thiết bị và bán vật tư giảm mạnh <b>91% y/y</b> .
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>455</b>	<b>404</b>	<b>12,7%</b>	Biên LNG giảm 1,1% về mức <b>14,3%</b> trong năm 2024, chủ yếu do mảng Xây lắp tăng mạnh trong năm. Đây là mảng có biên LNG tương đối thấp, chỉ dao động từ <b>8-10%</b> .
Doanh thu tài chính	94	106	-11,2%	
Chi phí tài chính	(198)	(229)	-13,6%	Tổng nợ vay của C4G có xu hướng giảm dần kể từ Q1.2023. Trung bình nợ vay 2024 thấp hơn <b>8,9%</b> so với trung bình 2023. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi vay năm 2024 có thấp hơn 2023, cũng đóng góp chung cho mức giảm kể trên.
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	1	12	-90,2%	
<b>LNTT</b>	<b>213</b>	<b>161</b>	<b>32,9%</b>	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>179</b>	<b>128</b>	<b>39,3%</b>	<b>Hoàn thành 71,6% KH.2024.</b>

Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp

## Dự phóng kết quả kinh doanh 2025

Chỉ tiêu (Đvt: tỷ đồng)	2025F	2024	% yoy	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.549</b>	<b>3.171</b>	<b>11,9%</b>	
Xây lắp	3.044	2.740	11,1%	Doanh thu mảng Xây lắp năm 2025 dự báo tiếp đà tăng trưởng với động lực (1) Tiến độ các dự án trọng điểm sẽ được đẩy mạnh trong năm cuối kế hoạch Trung hạn 5 năm; (2) Tình trạng thiếu VLXD tiếp tục được tháo gỡ và giải quyết, đảm bảo nguồn cung VLXD cho các dự án trọng điểm; và (3) Khối lượng backlog tồn đọng của C4G lớn, lên đến hơn 5.000 tỷ đồng.
BOT	354	322	10,0%	Doanh thu kỳ vọng tăng khi chính thức thu phí dự án BOT Diễn Châu - Bãi Vọt kể từ T1.2025.
Bất động sản	56	14	293,1%	Kỳ vọng bàn giao KĐT Long Sơn 1B cho CTCP Đầu tư Phát triển Bất động sản Thành Vinh.
Khác	95	95	-0,4%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>497</b>	<b>455</b>	<b>9,3%</b>	
Doanh thu tài chính	97	94	3,6%	
Chi phí tài chính	(200)	(198)	0,7%	
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	1	1		
<b>LNTT</b>	<b>235</b>	<b>213</b>	<b>10,1%</b>	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>197</b>	<b>179</b>	<b>10,1%</b>	

Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp và dự phóng

## Định giá

BVSC sử dụng định giá theo phương pháp Sum of The Part (SoTP) để định giá cổ phiếu C4G. Trên kịch bản cơ sở (Chưa thể thu hồi vốn từ dự án BOT Thái Nguyên - Chợ Mới bằng NSNN), giá trị hợp lý của C4G là **8.100 đồng/cp**.

**Kịch bản cơ sở.** Chưa thể thu hồi vốn từ dự án BOT Thái Nguyên - Chợ Mới trong 2025.

Chi tiết định giá SoTP	Phương pháp	Hệ số	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)
Xây lắp	P/E	15,7x	2.310	6.200
Thu phí BOT	DCF - NPV		1.511	4.800
Bất động sản	BV		206	600
Mảng kinh doanh khác	DCF - FCFF		361	1.000
Các tài sản, nợ khác	BV		(1.626)	(4.500)
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>8.100</b>

**Kịch bản tích cực.** Thu hồi vốn từ dự án BOT Thái Nguyên - Chợ Mới trong 2025.

Bên cạnh đó, BVSC cũng đưa ra định giá về kịch bản tích cực khi C4G có thể thu hồi lại **422 tỷ đồng** từ việc Nhà nước thu mua lại dự án BOT Thái Nguyên - Chợ Mới bằng NSNN trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá xác suất của kịch bản này không cao, do quy trình pháp lý cần nhiều thời gian để hoàn thiện và thực thi trong bối cảnh vừa được thông qua gần đây.

Chi tiết định giá SoTP	Phương pháp	Hệ số	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)
Xây lắp	P/E	15,7x	2.310	6.200
Thu phí BOT	DCF - NPV		1.933	6.000
Bất động sản	BV		206	600
Mảng kinh doanh khác	DCF - FCFF		361	1.000
Các tài sản, nợ khác	BV		(1.626)	(4.500)
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>				<b>9.300</b>

## Chi tiết định giá theo phương pháp SoTP

**Mảng Xây lắp.** BVSC ước tính lợi nhuận thuần mảng Xây lắp năm 2025 đạt khoảng **109,3 tỷ đồng**, cùng với mức P/E trung bình ngành ước tính ở mức **15,7x**. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cộng bổ sung giá trị BV của các dự án đã hoàn thành, đang chờ nghiệm thu và quyết toán hợp đồng. BVSC ước tính giá trị hợp lý của mảng Xây lắp là khoảng **6.200 đồng/cp**.

**Chi tiết giá trị thống kê của các mẫu dùng trong định giá P/E mảng Xây lắp:**

Doanh nghiệp (Đvt: tỷ đồng)	Mã CK	LNST	ROE	Vốn hóa	P/E	Chiết khấu	Mục tiêu
Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam	VCG	945,1	12,2%	13.289	26,5x	30%	18,5x
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG	223,4	11,8%	3.087	12,1x	0%	12,1x
CTCP Lizen	LCG	132,1	5,2%	2.124	19,0x	0%	19,0x
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. HCM	CII	257,2	3,7%	7.836	101,5x	80%	20,3x
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV	404,9	4,8%	5.684	14,7x	15%	12,5x
CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO	HTI	63,8	12,9%	454	6,7x	0%	6,7x
<b>CTCP Tập đoàn CIENCO4</b>	<b>C4G</b>	<b>178,7</b>	<b>4,6%</b>	<b>3.073</b>	<b>20,6x</b>	<b>0%</b>	<b>20,6x</b>
<b>Trung bình P/E</b>							<b>15,7x</b>

Nguồn: FiinPro, Bloomberg, BVSC ước tính và tổng hợp

Ghi chú: Giá trị P/E lấy theo giá trị trung bình trong khoảng thời gian 5 năm gần nhất  
BVSC có sự chiết khấu trên một số doanh nghiệp do khác biệt lớn về cơ cấu doanh thu cũng như quy mô doanh nghiệp.

**Mảng thu phí BOT.** BVSC sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền - NPV để ước tính giá trị hợp lý của mảng thu phí BOT. Giá trị hợp lý trên cổ phiếu của mảng thu phí BOT ước tính khoảng **4.800-6.000 đồng/cp**, tùy vào từng kịch bản.

**Mảng Bất động sản và các hoạt động kinh doanh khác.** Với mảng Bất động sản, BVSC sử dụng giá trị sổ sách tại BCTC Q4.2024 của 3 dự án BĐS mà CIENCO4 đã nắm giữ. Với các mảng kinh doanh còn lại, BVSC ước tính giá trị hợp lý theo phương pháp FCFF. Tổng giá trị hợp lý trên cổ phiếu của mảng Bất động sản và các mảng khác là **1.600 đồng/cp**.

## Khuyến nghị

BVSC đánh giá, 2025 vẫn là năm ghi nhận tăng trưởng dương về doanh thu trên nền cao, với trọng tâm đóng góp đến từ mảng Xây lắp các công trình hạ tầng. Tiến độ nhiều dự án hạ tầng trọng điểm (trong đó có các gói thầu mà C4G đang thi công) sẽ được đẩy mạnh trong năm cuối Kế hoạch trung hạn 5 năm, nhằm hoàn thành mục tiêu đã đề ra. Về backlog ký mới trong những năm tiếp theo, BVSC dự báo có thể sẽ giảm về mặt bằng thấp, chủ yếu do đây là thời gian hoàn thiện thủ tục và GPMB cho các dự án trọng điểm mới. Về mảng BOT, doanh thu dự kiến sẽ tăng đáng kể sau khi được Bộ GTVT ký chấp nhận thu phí kể từ T1.2025 cho dự án cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt. Đối với Bất động sản, chúng tôi kỳ vọng C4G sẽ bàn giao KĐT Long Sơn 1B trong năm.

Trên kịch bản cơ sở BVSC ước tính giá mục tiêu của C4G đạt mức **8.100 đồng/cp**, với mức upside **+13%** so với giá trị trường ngày 16/4/2025. Khuyến nghị **NEUTRAL**.

### Rủi ro:

- Tiến trình xây dựng các dự án trọng điểm trong backlog bị ảnh hưởng tiêu cực do:
  - ✓ Chậm giải phóng mặt bằng;
  - ✓ Thiếu VLXD trong quá trình thi công xây lắp;
  - ✓ Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công tại một số dự án có thể bị chậm.
- KĐT Long Sơn 1B và KĐT Long Sơn 3 không bàn giao đúng thời hạn kỳ vọng;
- Tỷ lệ nợ vay cao do đặc thù chung, gây áp lực lên dòng tiền của doanh nghiệp;
- Rủi ro trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi từ các khoản cho vay ngắn hạn bên khác.

## Phụ lục

### Quy trình đấu thầu sơ lược

Mảng Xây lắp, cụ thể là trong lĩnh vực **Xây lắp các công trình hạ tầng** so với các dự án xây dựng khác, có sự khác biệt rất lớn về yêu cầu kỹ thuật. Sự đa dạng giữa các gói thầu khiến mỗi dự án thường yêu cầu kỹ thuật đặc thù riêng. Máy móc và thiết bị phải đủ đáp ứng các điều kiện yêu cầu từ chủ đầu tư cũng như có khả năng thi công trên quy mô lớn. Do đó, việc tìm được các nhà thầu phù hợp không dễ dàng, dẫn đến hình thức đấu thầu rộng rãi được sử dụng phổ biến.

Năm 2023, Quốc Hội đã thông qua Luật đấu thầu mới, so với Luật Đấu thầu 2013, có một số điều chỉnh, thay đổi nhỏ về việc phải nêu ra lý do và chịu trách nhiệm về việc không áp dụng đấu thầu rộng rãi (khoản 2 Điều 21).

#### Quy trình giản lược hình thức đấu thầu rộng rãi (Trích dẫn Luật Đấu thầu 2023):

Giai đoạn	Diễn giải	Thời gian dự kiến
(1) Chuẩn bị lựa chọn nhà thầu	Thực hiện lập hồ sơ mời thầu (HSMT). Sau khi lập xong, HSMT cần thẩm định trước khi phê duyệt.	
(2) Tổ chức lựa chọn nhà thầu	Tiến hành đăng tải thông báo mời thầu trên hệ thống mạng đấu thầu quốc gia. Sau đó, nhà thầu dựa trên HSMT để chuẩn bị, lập hồ sơ dự thầu (HSDT) và nộp lại cho bên mời thầu. Bên dự thầu nộp hồ sơ dự thầu trước khi đóng thầu, phải bảo mật hồ sơ, phải nộp bảo đảm dự thầu (<3% giá trị gói thầu).	Tối đa <b>180 ngày</b> kể từ thời điểm đóng thầu.
(3) Đánh giá hồ sơ dự thầu	Hết thời gian nộp thầu, bên mời thầu sẽ đóng thầu. Trong thời gian 01 giờ kể từ thời điểm đóng thầu, bên mời thầu và tổ chuyên gia sẽ tiến hành công khai việc mở thầu và tiến hành đánh giá HSDT. Sau đó, tổ chuyên gia sẽ thực hiện việc đánh giá các hồ sơ dự thầu, lập báo cáo gửi bên mời thầu xem xét.	Một số dự án phức tạp sẽ có mốc thời gian lên đến <b>210 ngày</b> .
(4) Thương thảo hợp đồng	(Áp dụng với các gói thầu cung cấp dịch vụ tư vấn)	
(5) Trình, thẩm định, phê duyệt, công khai kết quả lựa chọn nhà thầu	Công bố kết quả trúng thầu và giải thích lý do nhà thầu không trúng thầu theo yêu cầu của nhà thầu (nếu có).	
(6) Hoàn thiện, ký kết và quản lý thực hiện hợp đồng	Hoàn thiện và ký kết hợp đồng với bên trúng thầu. Bên trúng thầu và chủ đầu tư phải đặt cọc bảo lãnh (từ <b>2%-10%</b> giá trị gói thầu đối với nhà thầu và từ <b>1%-3%</b> giá trị gói thầu đối với chủ đầu tư), có hiệu lực tới khi bên trúng thầu hoàn thành hợp đồng.	

Nguồn: Luật Đấu thầu 2023, BVSC tổng hợp

### Tiêu chí đánh giá và lựa chọn nhà thầu

Đối với các gói thầu Xây lắp, tiêu chí đánh giá hồ sơ dự thầu bao gồm:

- **Kinh nghiệm:** Kinh nghiệm thực hiện các gói thầu tương tự;
- **Năng lực:** Số lượng nhân công và thiết bị có thể huy động thực hiện gói thầu, cũng như đánh giá các máy móc thiết bị tương ứng;
- **Kỹ thuật:** Phụ thuộc vào từng dự án khác nhau sẽ có yêu cầu kỹ thuật khác nhau. Các nhà thầu phải thể hiện tính phù hợp của các phương pháp hiện có với yêu cầu của dự án.
- **Tài chính:** Đáp ứng về các tiêu chí tài chính liên quan đến kết quả hoạt động cũng như sức khỏe tài chính và khả năng chuyển đổi vốn của doanh nghiệp.

Ngoài các yếu tố kể trên, chúng tôi cho rằng trên một số gói thầu, yếu tố quan hệ chéo giữa các bên cũng cần được theo dõi và đánh giá. Mỗi quan hệ hợp tác thành công trong quá khứ giữa chủ đầu tư hoặc nhà thầu có thể sẽ ảnh hưởng đến kết quả của gói thầu.

## Thống kê các dự án trọng điểm sẽ khởi công sau năm 2025

(Bao gồm các dự án đã trúng thầu nhưng chưa khởi công)

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô (km)
<b>Các công trình hạ tầng trọng điểm quốc gia</b>		
Đại dự án cao tốc đường sắt Bắc Nam	1.718.833	1.541
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 2	226.180	3.190
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 3		
Vành đai 4 TP. Hồ Chí Minh	136.6	207
Vành đai 5 TP. Hà Nội	85.6	331
<b>Các tuyến đường bộ cao tốc khu vực phía Bắc: 2.305 km</b>		
<b>Hà Nội - Hòa Bình - Sơn La - Điện Biên (CT.03)</b>		
Mộc Châu - TP. Sơn La		105
TP. Sơn La - Điện Biên		200
<b>Hà Nội - Thái Nguyên - Bắc Kạn - Cao Bằng (CT.07)</b>		
Bắc Kạn - Cao Bằng		90
<b>Nội Bài - Bắc Ninh - Hạ Long (CT.09)</b>		
Nội Bài - Bắc Ninh		30
Bắc Ninh - Hải Dương		22
Hải Dương - Hạ Long		94
<b>Tiên Yên (Quảng Ninh) - Lạng Sơn - Cao Bằng (CT.10)</b>		
Tiên Yên - Đồng Đăng		100
Đồng Đăng - Trà Lĩnh		115
<b>Phủ Lý (Hà Nam) - Nam Định (CT.11)</b>		
Phủ Lý - TP. Nam Định		25
TP. Nam Định - Xuân Trường		25
<b>Bảo Hà (Lào Cai) - Lai Châu (CT.13)</b>		
Chợ Bền - Yên Mỹ (CT.14)		45
<b>Tuyên Quang - Hà Giang (CT.15)</b>		
Hưng Yên - Thái Bình (CT.16)		70
<b>Các tuyến đường bộ cao tốc khu vực miền Trung - Tây Nguyên: 1.431 km</b>		
<b>Vinh - Thanh Thủy (CT.17)</b>		
		85
<b>Vũng Áng - Cha Lo (CT.18)</b>		
		115
<b>Cam Lộ - Lao Bảo (CT.19)</b>		
		70
<b>Quy Nhơn - Pleiku - Lệ Thanh (CT.20)</b>		
Quy Nhơn - Pleiku		180
Pleiku - Lệ Thanh		40
<b>Đà Nẵng - Thạch Mỹ - Ngọc Hồi - Bơ Y (Kon Tum) (CT.21)</b>		
		281
<b>Quảng Nam - Quảng Ngãi (CT.22)</b>		
		100
<b>Phủ Yên - Đắk Lắk (CT.23)</b>		
		220
<b>Nha Trang (Khánh Hòa) - Liên Khương (Lâm Đồng) (CT.25)</b>		
		85
<b>Liên Khương - Buôn Ma Thuột (CT.26)</b>		
		115
		18

<b>Các tuyến đường bộ cao tốc khu vực phía Nam: 1.290 km</b>	
<b>TP. Hồ Chí Minh - Chơn Thành - Hoa Lư (Bình Phước) (CT.30)</b>	
Chơn Thành - Hoa Lư	70
<b>Thành phố Hồ Chí Minh - Mộc Bài (Tây Ninh) (CT.31)</b>	50
Gò Dầu - Xa Mát (Tây Ninh) (CT.32)	65
<b>TP. Hồ Chí Minh - Tiền Giang - Bến Tre - Trà Vinh - Sóc Trăng (CT.33)</b>	150
<b>Hà Tiên (Kiên Giang)- Rạch Giá - Bạc Liêu (CT.35)</b>	
Hà Tiên - Rạch Giá (Kiên Giang)	100
Rạch Giá (Kiên Giang) - Bạc Liêu	112
<b>Hồng Ngự (Đồng Tháp) - Trà Vinh (CT.36)</b>	
Cửa khẩu Dinh Bà (Đồng Tháp) - Cao Lãnh	68
Cao Lãnh (Đồng Tháp) - An Hữu (Tiền Giang)	30
An Hữu (Tiền Giang) - Trà Vinh	90

Nguồn: BVSC tổng hợp

Ghi chú: Dữ liệu chỉ mang tính chất tham khảo tại thời điểm phát hành báo cáo.

Do hạn chế trong công tác thẩm định, dữ liệu này chỉ mang tính chất tham khảo và có thể có sai sót so với thực tiễn.

## Các dự án đã hoàn thành của nhà thầu CIENCO4 trong 2 năm gần nhất

Dự án	Gói thầu
<b>Công trình trọng điểm quốc gia</b>	
Dự án metro số 1 (tuyến Bến Thành - Suối Tiên)	Gói thầu CP1a
<b>Dự án cao tốc Bắc - Nam</b>	
Cao tốc Bắc - Nam đoạn Nghi Sơn - Diễn Châu	Gói thầu XL04
Cao tốc Bắc - Nam đoạn Diễn Châu - Bãi Vọt	
Cao tốc Bắc - Nam đoạn Cam Lộ - La Sơn	Gói thầu XL09
Cao tốc Bắc - Nam đoạn Phan Thiết - Dầu Giây	Gói thầu XL02
Cao tốc Bắc - Nam đoạn Mỹ Thuận - Cần Thơ	Gói thầu XL02
<b>Các dự án khác</b>	
Hầm chui Nguyễn Văn Linh Nguyễn Hữu Thọ	
Hầm chui Lê Văn Lương	
Vành đai phía Tây Đà Nẵng	
Nút giao thông phía Tây cầu Trần Thị Lý	
Tiểu dự án đường đô thị Lao Bảo	
Đường giao thông Mộc Bài	Gói CW8
Cầu An Hòa	Gói thầu số 7
Đường giao thông từ QL1A - Đầm Môn	Gói thầu số 7
Xây dựng đoạn tuyến nối Lai Châu với cao tốc Nội Bài - Lào Cai	Gói thầu XL04
Đường Bắc Quang - Xin Mần	
Nhà máy nước thải Yên Xá	
Cầu Xóm Bóng - Nha Trang	
Cầu Bạch Đằng 2 - Bình Dương	
Sân bay Cát Bi, Phú Bài, Cam Ranh, Tân Sơn Nhất	

Nguồn: C4G, BVSC tổng hợp

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.726</b>	<b>2.629</b>	<b>3.171</b>	<b>3.549</b>
Giá vốn	(2.328)	(2.225)	(2.716)	(3.051)
Lợi nhuận gộp	398	404	455	497
Doanh thu tài chính	92	106	94	97
Chi phí tài chính	(230)	(229)	(198)	(200)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>155</b>	<b>128</b>	<b>179</b>	<b>197</b>

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	231	741	263	586
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.214	3.983	4.224	4.181
Hàng tồn kho	803	796	932	920
Tài sản cố định hữu hình	2.355	2.278	2.189	2.080
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	655	665	713	713
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8.271</b>	<b>9.605</b>	<b>9.512</b>	<b>9.808</b>
Nợ vay ngắn hạn	2.822	2.895	3.062	3.035
Nợ vay dài hạn	2.397	2.034	1.934	1.914
Vốn chủ sở hữu	2.493	3.743	3.922	4.119
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>8.271</b>	<b>9.605</b>	<b>9.512</b>	<b>9.808</b>

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	44,6%	-3,6%	20,6%	11,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	150,6%	-17,1%	39,3%	10,1%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	14,6%	15,4%	14,3%	14,0%
Lợi nhuận thuần biên	5,7%	4,9%	5,6%	5,5%
ROA	1,9%	1,4%	1,9%	2,0%
ROE	6,2%	3,4%	4,6%	4,8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Nợ vay/Tổng tài sản	42,9%	30,4%	30,1%	28,9%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	142,2%	78,1%	73,1%	68,9%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	676	365	502	553
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.023	10.436	10.943	11.495

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Minh Khôi** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

**Hệ thống nhận định của BVSC** được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

<b>Phạm Tiến Dũng</b> Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	<b>Lưu Văn Lương</b> Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	<b>Nguyễn Chí Hồng Ngọc</b> Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
<b>Nguyễn Đức Hoàng, CFA</b> Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	<b>Trương Sỹ Phú, CFA</b> Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	<b>Trần Xuân Bách</b> Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
<b>Trần Phương Thảo</b> Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	<b>Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA</b> Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	<b>Hoàng Thị Minh Huyền</b> Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
<b>Nguyễn Hà Minh Anh</b> Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	<b>Nguyễn Viết Dân</b> Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không dannv@bvsc.com.vn	<b>Nguyễn Hồng Hoa</b> Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
<b>Trần Tuấn Dương, CFA</b> Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD duongtt@bvsc.com.vn	<b>Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA</b> Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	<b>Nguyễn Đăng Thành</b> Dầu khí, Hàng không thanhdn@bvsc.com.vn
<b>Nguyễn Minh Khôi</b> Vật liệu xây dựng khoimn@bvsc.com.vn		



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888