

Ngành Xây dựng

Báo cáo lần đầu

Tháng 03, 2025

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **26.000**

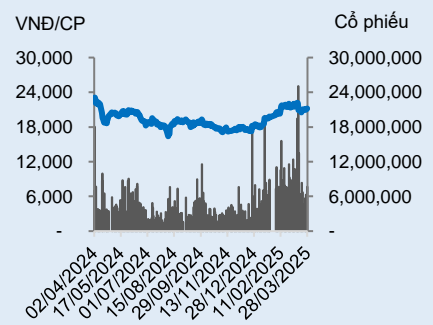
Giá thị trường (28/03/2025) 21.200

Lợi nhuận kỳ vọng +22,6%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	16.400-23.081
Vốn hóa	12.690 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	598.593.458
KLGD bình quân 10 ngày	5.851.071
% sở hữu nước ngoài	6,14%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,83

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VCG	15,8%	-2,5%	16,5%	15,2%
VNIndex	3,8%	0,6%	3,3%	3,7%

Chuyên viên phân tích
Trần Tuấn Dương, CFA
(84 24) 3928 8080 ext. 203
duongtt@bvsc.com.vn

Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam

Mã giao dịch: VCG

Reuters: VCG.HM

Bloomberg: VCG VN Equity

Một trong những nhà thầu xây lắp hàng đầu Việt Nam

Mảng xây lắp duy trì đà tăng trưởng trong các năm tiếp theo. VCG là một trong những doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xây dựng, sở hữu nền tảng hoạt động ổn định và bề dày kinh nghiệm. Bên cạnh khả năng thi công và tiềm lực tài chính tốt, công ty cũng có nhiều mối quan hệ với các bên mời thầu và các liên danh mạnh khác cùng ngành. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng VCG sẽ duy trì được giá trị hợp đồng ký mới 10–11 nghìn tỷ/năm trong các năm tiếp theo cùng kế hoạch đẩy mạnh đầu tư các dự án hạ tầng của Chính phủ. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của VCG còn nhiều dư địa để cải thiện trong các năm tới.

Mảng bất động sản ghi nhận KQKD tích cực từ nay đến 2030. Công ty đang triển khai đầu tư 8 dự án bất động sản dân dụng và 3 dự án bất động sản công nghiệp. Trong bối cảnh chính sách tiền tệ đang dần nới lỏng và thị trường bất động sản được kỳ vọng phục hồi từ năm 2025, mảng kinh doanh BĐS của VCG được đánh giá sẽ có dư địa tăng trưởng lớn trong các năm tiếp theo, nhờ quỹ đất sẵn có và năng lực phát triển dự án đã được kiểm chứng trong quá khứ.

Mảng đầu tư tài chính đem về dòng tiền bền vững hàng năm. Các hoạt động đầu tư tài chính của công ty có thể kể đến như thủy điện, nước sạch, giáo dục. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế hàng năm khoảng 2.000 tỷ đồng và 700–800 tỷ đồng. Dòng tiền từ các hoạt động này rất khỏe, đều đặn và bền vững hàng năm, do đây là những hoạt động cung cấp nhu cầu thiết yếu cho đời sống, ít chịu ảnh hưởng bởi những rủi ro biến động vĩ mô, kể cả trong thời kỳ kinh tế khó khăn. Dòng tiền này tạo điều kiện cho VCG có thể chi trả một phần các chi phí hoạt động, chi phí tài chính, đồng thời đóng vai trò hỗ trợ quan trọng cho các lĩnh vực kinh doanh thâm dụng vốn khác của Tổng Công ty.

Dự báo KQKD 2025-2026. BVSC dự báo KQKD 2025 của VCG là doanh thu **15.231 tỷ đồng (+18% y/y)** và LNST sau CĐTS **1.117 tỷ đồng (+21% y/y)**. KQKD năm 2026 duy trì đà tăng trưởng với doanh thu **17.833 tỷ đồng (+17% y/y)** và LNST sau CĐTS **1.573 tỷ đồng (+41% y/y)**. Sự tăng trưởng này được hỗ trợ bởi tất cả các mảng hoạt động: (1) xây lắp tăng trưởng khối lượng backlog và giá trị ký mới hàng năm lớn; (2) bất động sản tăng trưởng nhờ mở bán và bàn giao nhiều dự án mới; và (3) đầu tư tài chính tăng trưởng nhờ mở cho thuê các dự án BĐS, KCN mới, La Nina hỗ trợ sản lượng điện phát của 2 nhà máy thủy điện, và tăng giá nước, tăng giá cho thuê BĐS hiện hữu hàng năm.

Khuyến nghị đầu tư. BVSC sử dụng kết hợp phương pháp định giá từng phần và phương pháp so sánh P/B để xác định giá trị hợp lý cho VCG. Kết quả, mức định giá của VCG hiện tại là khoảng 26.000 đồng/cp. Với kết quả định giá và các nhận định trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu là **26.000 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 28/03/2025 là 22,6%.

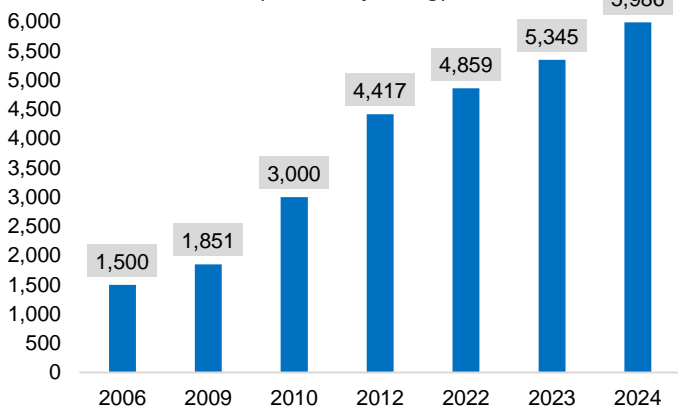
Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) được thành lập ngày 27/09/1988, tiền thân là Công ty Dịch vụ và Xây dựng Nước ngoài. Ngày 27/11/2006, Vinaconex chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần với vốn điều lệ ban đầu là 1.500 tỷ đồng. Cổ phiếu của công ty (MCK: VCG), chính thức niêm yết trên HNX vào năm 2008, và chuyển niêm yết cổ phiếu trên HSX vào năm 2020. Sau nhiều lần tăng vốn, hiện tại vốn điều lệ của VCG là 5.986 tỷ đồng. Vinaconex hoạt động chính trong các lĩnh vực: Xây lắp; Bất động sản; và Đầu tư tài chính.

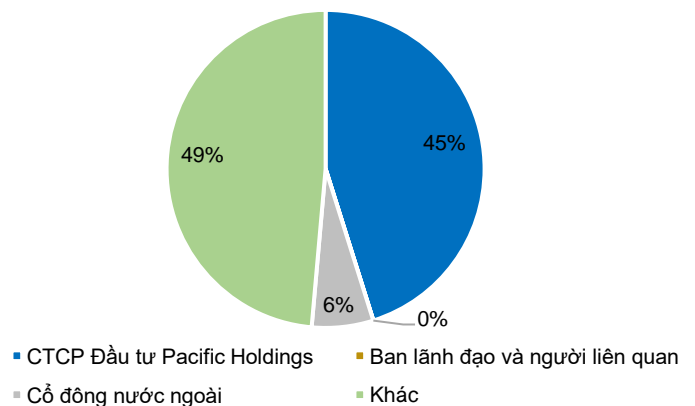
Vào cuối năm 2018, Nhà nước đã thực hiện thoái toàn bộ vốn tại VCG. Hiện tại, Pacific Holdings là cổ đông lớn nhất của VCG với tỷ lệ nắm giữ 45%, nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 6%, còn lại là các cổ đông khác.

Các thành viên Ban lãnh đạo của VCG đều có thâm niên công tác lâu năm trong ngành (trên dưới 30-40 năm kinh nghiệm) cũng như trong công ty, có trình độ học vấn cao, hiểu biết sâu sắc và kinh nghiệm làm việc trong các lĩnh vực hoạt động chủ chốt của VCG như xây lắp, bất động sản, đầu tư tài chính...

Quá trình tăng vốn điều lệ
(đơn vị: tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của VCG tại 17/03/2025



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Tại ngày 31/12/2024, Tổng Công ty (TCT) có 20 công ty con và 10 công ty liên kết.

Một số công ty con của VCG	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)	Hoạt động kinh doanh
CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinaconex (Vinaconex ITC)	1.630	51%	Đầu tư và kinh doanh BĐS
CT TNHH MTV Vinaconex Đầu tư	1.500	100%	Đầu tư và kinh doanh BĐS
CT TNHH MTV Vinaconex Xây dựng (Vinaconex CM)	800	100%	Thi công xây lắp
CTCP Bách Thiên Lộc	591	100%	Đầu tư và phát triển năng lượng
CTCP Đầu tư và Phát triển Điện Miền Bắc 2 (NED12)	384	51%	Đầu tư và phát triển năng lượng
CTCP Xây dựng số 25 (Vinaconex 25)	185	71%	Thi công xây lắp
CT TNHH MTV Giáo dục Lý Thái Tổ	138	100%	Kinh doanh giáo dục
CTCP Xây dựng số 1 (Vinaconex 1)	59	55%	Xây lắp và kinh doanh BĐS
CTCP Viwaco	43	51%	Kinh doanh nước sạch

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

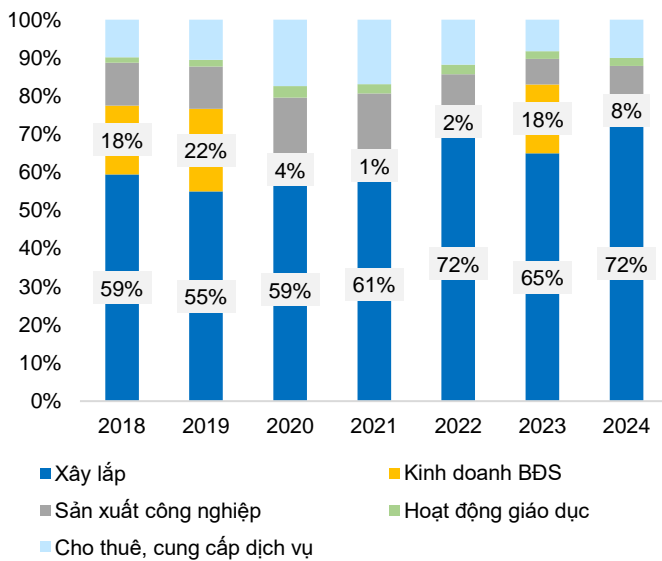
Phân tích hoạt động kinh doanh của VCG

Hiện nay, VCG đang hoạt động trong 3 lĩnh vực kinh doanh chính: Xây lắp, Bất động sản, và Đầu tư tài chính. Cụ thể như sau:

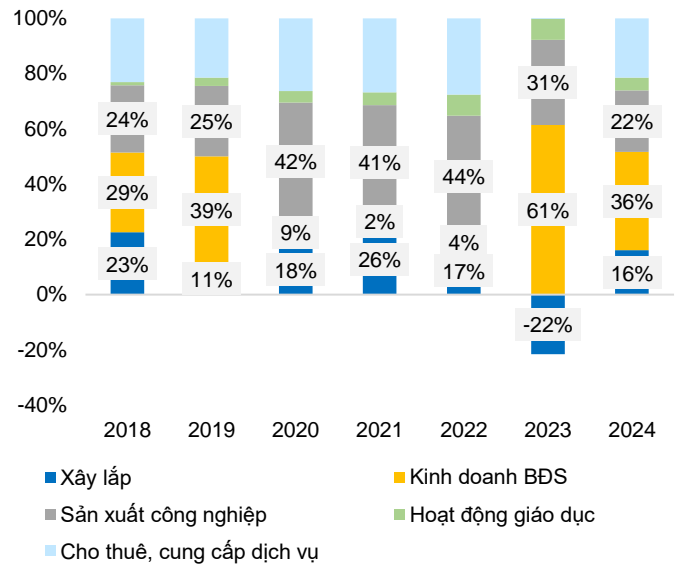
- Xây lắp: Thực hiện các dự án xây dựng dân dụng, công nghiệp, giao thông, hạ tầng kỹ thuật.
- Bất động sản: Đầu tư và kinh doanh các dự án BĐS dân dụng, nghỉ dưỡng và khu công nghiệp.
- Đầu tư tài chính: Đầu tư vào các lĩnh vực như năng lượng, nước sạch, giáo dục, thương mại, phát triển nguồn nhân lực...

Nguồn doanh thu chủ yếu của VCG đến từ hoạt động xây lắp (đóng góp khoảng 60–70% từ 2021–nay). Kinh doanh BĐS đóng góp vào tỷ trọng doanh thu thấp, nhưng chiếm phần lớn trong cơ cấu lợi nhuận gộp do có mức biên lợi nhuận cao. Các hoạt động khác (như điện, nước, giáo dục, cho thuê) có dòng tiền ổn định hàng năm.

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

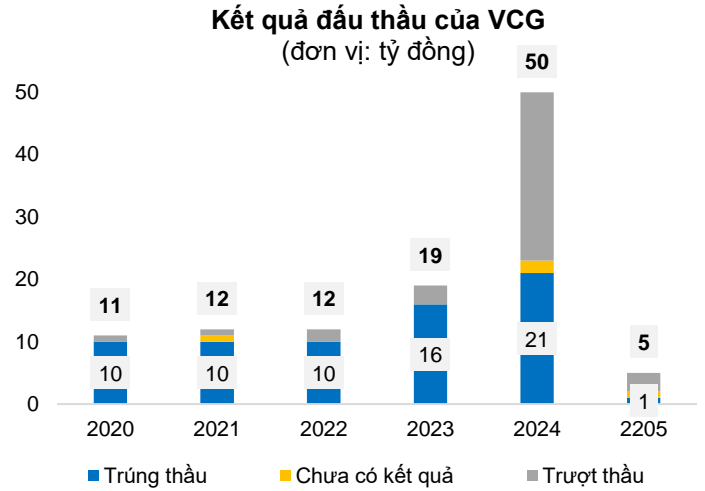
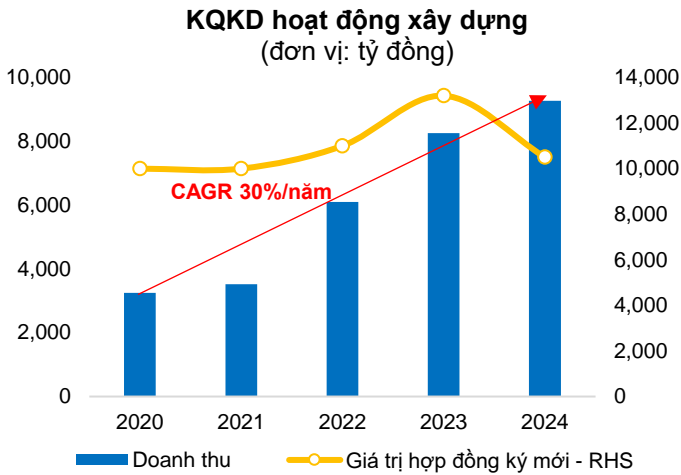
Mảng xây lắp - Một trong những nhà thầu hàng đầu Việt Nam

Qua hơn 35 năm hình thành và phát triển, VCG đã trực tiếp tham gia thực hiện thành công hàng trăm công trình trọng điểm của Quốc gia như: Tòa nhà Quốc hội, Trung tâm Hội nghị Quốc gia, Sân vận động Quốc gia Mỹ Đình, đường cao tốc Hà Nội – Lào Cai, đường cao tốc Hà Nội – Bắc Giang, đường cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình, Nhà ga T2 – Cảng hàng không quốc tế Nội Bài, cầu Nhật Tân, cầu Bãi Cháy... cùng nhiều công trình khác của các Bộ, Ban ngành Trung ương và địa phương trong cả nước. Trong giai đoạn 10 năm qua, ở các dự án đầu tư công, VCG đã tham gia đấu 122 gói thầu, trong đó, trúng 81 gói, trượt 37 gói, 4 gói chưa có kết quả.

Đối với các gói thầu Xây lắp, tiêu chí đánh giá hồ sơ năng lực dự thầu sẽ tùy theo tính chất của từng dự án, nhưng cơ bản sẽ bao gồm những tiêu chí sau:

- **Năng lực hành nghề xây dựng:** bao gồm năng lực thi công xây dựng công trình và năng lực khảo sát, thiết kế. Các nhà thầu phải đáp ứng các chứng chỉ năng lực thi công tương ứng với hạng công trình thực hiện (ví dụ: Đường bộ Hạng I; Cầu đường bộ Hạng II,...). Trường hợp liên danh: từng thành viên liên danh phải đáp ứng năng lực tương ứng với phần việc mà thành viên đó đảm nhận trong liên danh.
- **Năng lực tài chính:** Đáp ứng về kết quả hoạt động tài chính (tiêu chí giá trị tài sản ròng, nguồn lực tài chính (theo công thức tính tùy dự án cụ thể), không nợ đọng thuế...); tiêu chí về doanh thu bình quân hàng năm từ hoạt động xây dựng yêu cầu ở mức tối thiểu (theo công thức áp dụng); tiêu chí về tài sản có khả năng thanh khoản cao hoặc có khả năng tiếp cận với tài sản có thanh khoản cao...
- **Năng lực bố trí nhân sự:** Chỉ huy trưởng công trình, cán bộ phụ trách các hạng mục thi công trong gói thầu (bao gồm yêu cầu bằng cấp, chứng chỉ hành nghề và thâm niên công tác, kinh nghiệm liên quan...);
- **Năng lực thiết bị:** Nhà thầu phải có các loại máy móc, thiết bị với số lượng, chủng loại, tính năng, xuất xứ, chất lượng, công suất tối thiểu theo yêu cầu của gói thầu;
- **Yêu cầu kinh nghiệm thực hiện các dự án tương tự:** Ví dụ: trong giai đoạn 5 năm qua, nhà thầu đã hoàn thành tối thiểu 02 công trình đường bộ cấp I có giá trị công trình tối thiểu là 50% giá gói thầu này...
- **Yêu cầu khác:** Số lượng thành viên liên danh tối đa; giá trị đảm nhiệm tối thiểu của chủ thầu; các tài liệu cần cung cấp khác...

Như vậy, ngoài việc bản thân VCG có năng lực thi công, tiềm lực tài chính và nhân sự tốt, yếu tố quan trọng khác giúp nâng cao năng lực cạnh tranh trong hoạt động đấu thầu là mối quan hệ với các bên mời thầu và các nhà thầu lớn khác trong ngành. Trên thực tế, VCG có mối quan hệ với 81 bên mời thầu, trong đó có nhiều bên mời thầu “quen mặt” như TCT Cảng Hàng không Việt Nam – CTCP, Ban Quản lý Dự án 7 (Bộ GTVT), Ban QLDA 6 (Bộ GTVT), Ban QLDA Đầu tư Xây dựng công trình dân dụng Hà Nội... Ngoài ra, VCG cũng từng liên danh với 107 nhà thầu trong 73 gói thầu (bao gồm nhiều đối tác có năng lực mạnh trong lĩnh vực xây lắp như Trung Chính, Lũng Lô, Trường Sơn, 319 Bộ Quốc Phòng, ACC, DPG,...). Mối quan hệ rộng rãi trong ngành, cùng với năng lực thi công tốt và luôn đảm bảo tiến độ thi công, đã giúp VCG có hồ sơ năng lực tham gia đấu thầu mạnh và có lợi thế lớn trong quá trình tham gia đấu thầu. Đây là một yếu tố cạnh tranh quan trọng trong bối cảnh thị trường xây dựng ngày càng yêu cầu cao về năng lực tổng thể và tính hợp tác trong triển khai dự án.



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

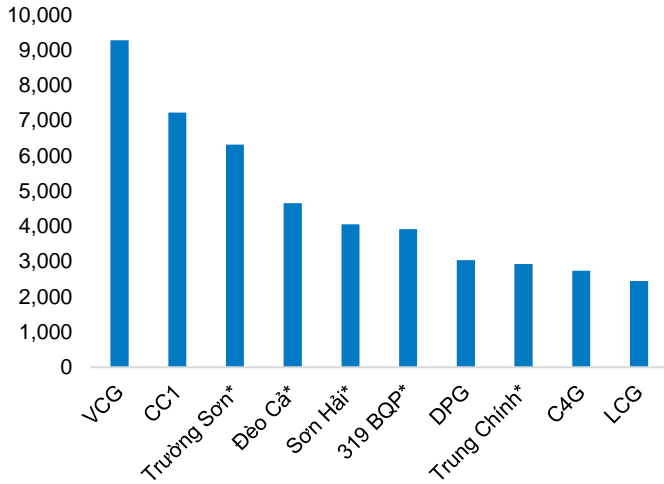
Năng lực thi công/đấu thầu một số doanh nghiệp xây dựng hạ tầng

Công ty	Số gói thầu tham gia đấu	Số gói thầu trúng	Số gói thầu trượt	Mối quan hệ với bên mời thầu	Nhà thầu đã từng liên danh	Điểm năng lực ¹
Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)	122	81	37	81	107	17.002,81
TCT Xây dựng Trường Sơn	652	616	28	266	160	14.734,19
TCT Xây dựng số 1 – CTCP (CC1)	80	57	20	53	84	14.511,09
TCT Thăng Long – CTCP (TTL)	72	49	22	45	99	9.842,47
TCT 319 Bộ Quốc Phòng	597	547	40	300	193	7.150,54
TCT Xây dựng Hà Nội – CTCP (HAN)	30	20	8	20	31	6.714,81
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	36	25	10	26	54	5.083,70
CTCP Tập đoàn Cienco4 (C4G)	49	31	10	30	51	4.605,20
CTCP Xây dựng và Lắp máy Trung Nam	95	59	29	57	73	4.924,47
CTCP Đầu tư và Xây dựng Giao thông Phương Thành	41	24	12	27	49	4.916,66
Công ty TNHH Thương mại và Xây dựng Trung Chính	61	49	8	41	72	4.903,84
CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)	79	60	15	56	64	4.282,36
CTCP Hải Đăng	59	40	15	34	76	3.728,42
Công ty TNHH Tập đoàn Sơn Hải	31	23	5	24	28	3.199,17
TCT Xây dựng Lũng Lô	945	887	45	337	87	2.728,48
TCT Xây dựng Công trình Hàng không ACC	49	39	9	50	32	2.712,28
CTCP Tập đoàn Thuận An	52	39	9	39	61	2.354,43
CTCP Xây dựng Công trình 510	138	133	3	52	75	1.162,45
Cienco1	9	5	3	6	11	693,78

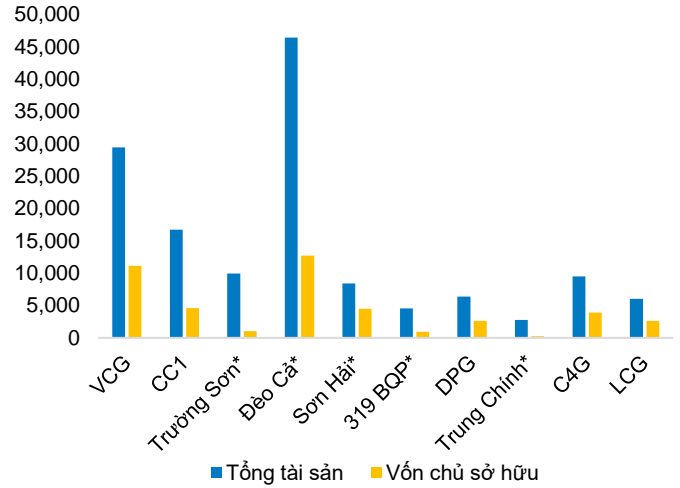
Nguồn: Dauthau.info, BVSC tổng hợp

¹ Số điểm được Dauthau.info phân tích dựa theo Bộ chỉ số đánh giá năng lực nhà thầu, bao gồm: Năng lực kinh nghiệm, năng lực tài chính, năng lực cạnh tranh, quy mô doanh nghiệp, lịch sử vi phạm.

Quy mô doanh thu mảng xây lắp năm 2024
(đơn vị: tỷ đồng)



Quy mô tổng tài sản và VCSH năm 2024
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp
(*): dữ liệu năm 2023

Có thể thấy VCG là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành Xây dựng cả về quy mô doanh thu và quy mô tổng tài sản/vốn chủ sở hữu. Điều này phản ánh năng lực thi công tốt, khả năng đảm nhận đồng thời nhiều dự án quy mô lớn, cũng như mức độ hiện diện mạnh trong các dự án trọng điểm quốc gia. Quy mô vốn chủ sở hữu lớn cũng thể hiện năng lực tài chính vững mạnh, khả năng tự chủ vốn tốt hơn so với phần lớn các đối thủ còn lại phải phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay.

Với hồ sơ năng lực thi công và đấu thầu tích cực, giai đoạn 2020–2024, VCG đã trúng thầu gần 55.000 tỷ đồng các gói xây lắp, trong đó, hơn 70% là các dự án thi công xây dựng hạ tầng và công nghiệp (bao gồm cầu, đường cao tốc, cảng hàng không, nhà máy điện, khu công nghiệp...); còn lại là các dự án dân dụng (bất động sản, bệnh viện, cung thiếu nhi, ký túc xá...). Giá trị hợp đồng chưa thực hiện (backlog) tính đến hết năm 2024 ước đạt **32.652 tỷ đồng**. Thời gian thi công các dự án này trung bình khoảng 2–3 năm. Như vậy, nguồn doanh thu ở hoạt động xây lắp của VCG giai đoạn 2025–2027 sẽ được đảm bảo. Chúng tôi dự báo doanh thu hoạt động xây lắp năm 2025–2026 của VCG đạt **10.665 tỷ đồng (+15% y/y)** và **11.732 tỷ đồng (+10% y/y)**.

Một số gói thầu mà VCG trúng trong năm 2023–2024

Dự án	Gói thầu	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về VCG (tỷ đồng)
Xây dựng cảng hàng không			
	5.10	35.828	3.924
	4.6	7.274	1.415
Dự án thành phần 3 - ĐTXD Cảng HKQT Long Thành – giai đoạn I	4.7	6.268	
	4.8	11.067	
	3.4	4.412	1.235
Mở rộng Nhà ga hành khách T2, Cảng HKQT Nội Bài	12	4.601	30
Mở rộng sân đỗ máy bay và hệ thống tiếp nhiên liệu khu vực nhà ga hành khách T2 - Cảng HKQT Nội Bài	8	340	204
Cải tạo, nâng cấp sân đỗ máy bay hiện hữu (QT+QN) - Cảng hàng không quốc tế Cam Ranh	6	669	163
Xây dựng cầu, đường			
Dự án thành phần 5 – ĐTXD đường Vành đai 3 TP. HCM	XL1	1.832	364
Dự án thành phần 1 – ĐTXD đường Vành đai 3 TP. HCM	XL5	2.304	314
Xây dựng cầu Ba Lai 8 trên tuyến đường bộ ven tỉnh Bến Tre	02	572	572
Dự án thành phần 2.1 – ĐTXD đường Vành đai 4 – TP. Hà Nội	09/TP2-XL	1.816	1.816
ĐTXD nút giao khác mức giữa đường Vành đai 3,5 với Đại Lộ Thăng Long, huyện Hoài Đức, TP. Hà Nội	28	1.620	
ĐT, nâng cấp mở rộng đường 70 (đoạn từ Trịnh Văn Bô đến hết địa phận quận Nam Từ Liêm)	30	244	
ĐTXD đường tỉnh 327 (nút giao Cổng tỉnh đến đường trục chính TT thị xã Đông Triều)	14	219	219
Nâng cấp đường 25B đoạn từ Trung tâm huyện Nhơn Trạch ra QL51	10	878	
Cao tốc Hoà Bình - Mộc Châu	XL-01	1.539	
Dự án thành phần 2 – Đường bộ cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng giai đoạn 1	22	420	205
Dự án thành phần 3 – Đường bộ cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng giai đoạn 1	01	3.479	522
Dự án thành phần 4 – Đường bộ cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng giai đoạn 1	10	2.444	205
	11	2.290	172
Dự án thành phần 2 - Đường bộ cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu giai đoạn 1	10-XL	2.117	945
Cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2021 – 2025 (đoạn Vũng Áng – Bùng)	XL01	4.766	1.439
Dự án dân dụng			
Bệnh viện Đa khoa tỉnh Nam Định		1.110	801
Trường Tiểu học Hoàng Liệt		211	
Viện lâm sàng các bệnh truyền nhiễm - Bệnh viện TW Quận đội 108	13	90	90

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Một số dự án đầu tư trong giai đoạn tiếp theo có thể kể đến như: Cảng HKQT Long Thành (giai đoạn 2, giai đoạn 3); đường Vành đai 4 TP. Hồ Chí Minh; đường Vành đai 5 TP. Hà Nội; cao tốc Chơn Thành - Đức Hoà, Đức Hoà - Mỹ An, Mỹ An – Cao Lãnh, Hà Tiên – Rạch Giá – Bạc Liêu; đường sắt cao tốc Bắc – Nam,... Với bề dày kinh nghiệm cùng năng lực thi công tốt, chúng tôi cho rằng VCG sẽ tiếp tục giành được các hợp đồng xây lắp với giá trị cao trong các năm tiếp theo. BVSC kỳ vọng công ty sẽ trúng thầu và ký kết các hợp đồng đạt **11.000–12.000 tỷ đồng mỗi năm** trong giai đoạn 2025–2026.

Từ đầu năm 2025, VCG đã trúng thầu với vai trò là liên danh phụ gói thầu số 02XL-BA – Thi công xây dựng Nhà máy thủy điện tích năng Bắc Ái (trong liên danh có Lũng Lô, Sông Đà, Lilama 10, SCI E&C, Trường Sơn, Xây dựng 47 và VCG), giá trị gói thầu là 4.335 tỷ đồng. Ngoài ra, công ty đang tham gia đấu ở gói thầu 7.8 tại dự án Cảng HKQT Long Thành với giá trị khoảng 4.120 tỷ đồng.

Một số dự án trọng điểm chuẩn bị khởi công:

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng) ²	Quy mô	Khởi công (dự kiến)
Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	1.713.594	1.541 km	2027
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	203.231	391 km	2025
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 2 và 3	226.180	3.190 ha	2028
Vành đai 4 HCMC	136.590	207 km	2026
Vành đai 5 Hà Nội	86.560	331 km	2027
Cao tốc Hà Tiên - Rạch Giá - Bạc Liêu	80.836	175 km	2026
Tuyến metro 5 Văn Cao – Hoà Lạc	65.404	38 km	2025
Cao tốc Đức Hòa - Mỹ An	28.954	68 km	
Cầu Trần Hưng Đạo – Hà Nội	15.967	6 km	2025
Cao tốc Cam Lộ - La Sơn mở rộng	6.488	98 km	2025
Cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh giai đoạn 1	6.128	27 km	2025
Cao tốc La Sơn – Hòa Liên mở rộng	3.010	65 km	2025
Cao tốc Cao Bồ - Mai Sơn mở rộng	1.876	15 km	2025

Nguồn: BVSC tổng hợp

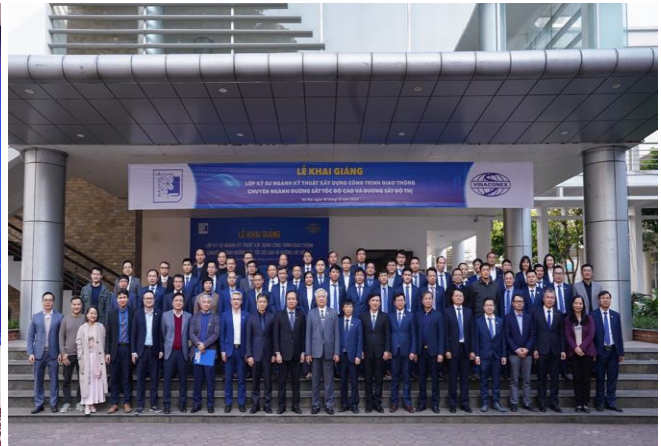
VCG thể hiện sự chủ động trong việc chuẩn bị năng lực thi công cho các dự án lớn hoặc các lĩnh vực chuyên biệt. Đầu năm 2024, công ty đã ký biên bản ghi nhớ hợp tác đầu tư với Sở GTVT TP. Hà Nội và Tập đoàn Xây dựng Thái Bình Dương (Trung Quốc) về hợp tác nghiên cứu đầu tư, xây dựng cầu Tứ Liên và tuyến đường sắt đô thị số 5. Cuối năm 2024, VCG phối hợp cùng Trường Đại học Xây dựng Hà Nội tổ chức khai giảng lớp đào tạo kỹ sư ngành Kỹ thuật xây dựng công trình giao thông, chuyên ngành đường sắt tốc độ cao và đường sắt đô thị. Đây là động thái chiến lược của hai bên nhằm đáp ứng nhu cầu nguồn nhân lực chất lượng cao, chuẩn bị cho các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm quốc gia, đặc biệt là tuyến đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam. Với việc tham gia từ giai đoạn chuẩn bị và phát triển dự án, những bước đi này giúp công ty nâng cao khả năng

² Vốn đầu tư bao gồm các hạng mục: (1) Chi phí bồi thường, hỗ trợ, tái định cư (giải phóng mặt bằng); (2) Chi phí xây dựng và thiết bị; (3) Chi phí quản lý, tư vấn và khác; (4) Chi phí dự phòng (yếu tố trượt giá, rủi ro kỹ thuật, thay đổi thiết kế); và (5) Chi phí lãi vay trong thời gian xây dựng. Các dự án xây dựng hạ tầng (sân bay, đường sắt, đường bộ...) thường có tỷ trọng chi phí xây dựng và thiết bị chiếm khoảng 45–75% tổng mức đầu tư.

đáp ứng yêu cầu kỹ thuật – tiến độ ngày càng cao từ bên mời thầu, chủ động nguồn nhân lực và lựa chọn công nghệ thi công phù hợp, qua đó tạo ra lợi thế cạnh tranh so với nhiều nhà thầu khác trên thị trường.

Hợp tác nghiên cứu đầu tư, xây dựng cầu Tứ Liên và tuyến đường sắt đô thị số 5

Lễ khai giảng lớp đào tạo kỹ sư đường sắt do VCG và ĐH Xây dựng phối hợp tổ chức



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Một chỉ số quan trọng khi xét đến hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp xây lắp là tỷ suất biên lợi nhuận gộp. 1 hợp đồng xây dựng khi ký kết có thể phân loại theo hình thức giá hợp đồng như sau:

Hình thức giá hợp đồng	Chú thích
Hợp đồng trọn gói	Không thay đổi trong suốt quá trình thực hiện hợp đồng.
Hợp đồng theo đơn giá cố định	Xác định trên cơ sở giá cố định cho các công việc nhân với khối lượng công việc tương ứng.
Hợp đồng theo đơn giá điều chỉnh	Đã điều chỉnh do trượt giá theo các thỏa thuận trong hợp đồng nhân với khối lượng công việc tương ứng được điều chỉnh giá.
Hợp đồng theo thời gian	Xác định trên cơ sở mức thù lao cho chuyên gia, các khoản chi phí ngoài mức thù lao cho chuyên gia và thời gian làm việc (khối lượng) tính theo tháng, tuần, ngày, giờ.
Hợp đồng theo chi phí cộng phí	Giá hợp đồng chưa xác định được giá trị tại thời điểm ký kết hợp đồng, các bên chỉ thỏa thuận về chi phí quản lý, chi phí chung và lợi nhuận do chưa đủ cơ sở xác định phạm vi công việc và chi phí trực tiếp để thực hiện các công việc của hợp đồng.
Hợp đồng xây dựng khác	
Hợp đồng theo đơn giá kết hợp	Sử dụng kết hợp các loại giá hợp đồng bên trên.

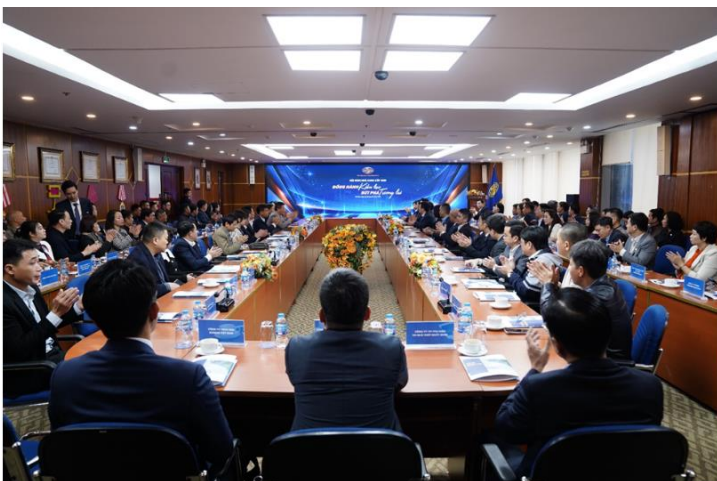
Nguồn: ND 37/2015/NĐ-CP và ND 50/2021/NĐ-CP, BVSC tổng hợp

Như vậy, có thể thấy rằng nhà thầu ký hợp đồng theo hình thức trọn gói và đơn giá cố định sẽ chịu rủi ro nhiều hơn bởi những biến động của chi phí nguyên vật liệu, nhân công, thuê thầu phụ, máy móc... so với hợp đồng được ký kết theo các hình thức khác. BVSC có theo dõi các hợp đồng hợp đồng trúng thầu của VCG trong giai đoạn 2023–nay, và nhận thấy khoảng 10% giá trị đảm nhận của VCG là ký kết theo hình thức trọn gói và đơn giá cố định, 30% là theo đơn giá điều chỉnh, còn lại là theo đơn giá kết hợp.

Ngoài ra, định mức, đơn giá xây dựng, khai thác, cung ứng vật liệu xây dựng... cũng là những vướng mắc cơ bản của các dự án, công trình giao thông trọng điểm, quan trọng quốc gia. Trước đây, định mức xây dựng được áp dụng theo **Thông tư 12/2021/TT-BXD** của Bộ Xây dựng ban hành ngày 31/8/2021. Tuy nhiên, nhiều định mức không phản ánh đúng hao phí thực tế trên công trường hoặc còn thiếu rất nhiều dẫn đến khó khăn trong việc áp dụng lập dự toán và nghiệm thu, quyết toán. Ngày 30/8/2024, Bộ Xây dựng đã ban hành **Thông tư 09/2024/TT-BXD** về sửa đổi, bổ sung một số định mức xây dựng ban hành tại Thông tư 12/2021. Việc ban hành Thông tư 09 mang lại nhiều lợi ích thiết thực cho các nhà thầu trong ngành xây dựng, góp phần hoàn thiện hệ thống công cụ, tạo thuận lợi cho các chủ thể tham gia hoạt động đầu tư xây dựng có đầy đủ công cụ để phục vụ công tác lập và quản lý chi phí đầu tư xây dựng, nhất là đối với các dự án, công trình giao thông trọng điểm quốc gia. Sự điều chỉnh này không chỉ giúp cập nhật các định mức theo tình hình thực tế mà còn đảm bảo tính linh hoạt, minh bạch và phù hợp hơn với biến động của thị trường.

Về phía công ty, việc VCG chủ động xúc tiến hợp tác với các nhà cung cấp vật liệu xây dựng là bước đi chiến lược nhằm nâng cao khả năng kiểm soát chất lượng, tiến độ và giá thành đầu vào – những yếu tố có ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp trong lĩnh vực xây lắp. Trong bối cảnh giá vật liệu biến động và cạnh tranh thầu ngày càng khốc liệt, việc thiết lập quan hệ chặt chẽ với nhà cung cấp giúp công ty chủ động hơn trong đàm phán giá và đảm bảo nguồn cung ổn định. Điều này có thể coi là lợi thế lớn của VCG, vì công ty có thể ký kết trước một số hợp đồng cung cấp nguyên vật liệu trước khi thi công dự án, nhằm đảm bảo chi phí không trượt giá nhiều so với định mức xác định trong giá gói thầu. Đây là tiền đề quan trọng để tối ưu chi phí thi công, góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp và nâng cao năng lực cạnh tranh tổng thể của VCG trong các dự án lớn.

Hội nghị nhà cung cấp 2025 do VCG tổ chức



Đồng Hành Kiến Tạo - Bứt Phá Tương Lai là chủ đề xuyên suốt tại Hội nghị nhà cung cấp 2025 do VINACONEX tổ chức



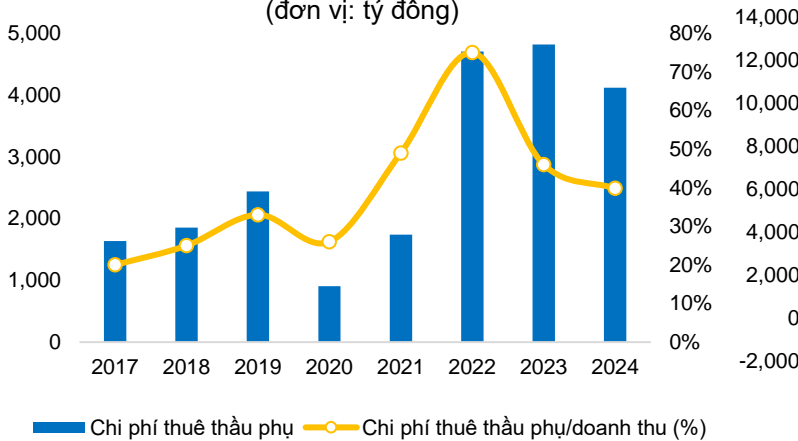
Ông Toshitsugu Kikuchi – Giám đốc Kinh doanh Công ty CP Thép Việt Ý đại diện các thương hiệu thép Việt Ý – Vina Kyoel – Kyoel, Tập đoàn thép Kyoel Nhật Bản tự hào được đồng hành và cung cấp sản phẩm tại các công trình trọng điểm do VINACONEX triển khai

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

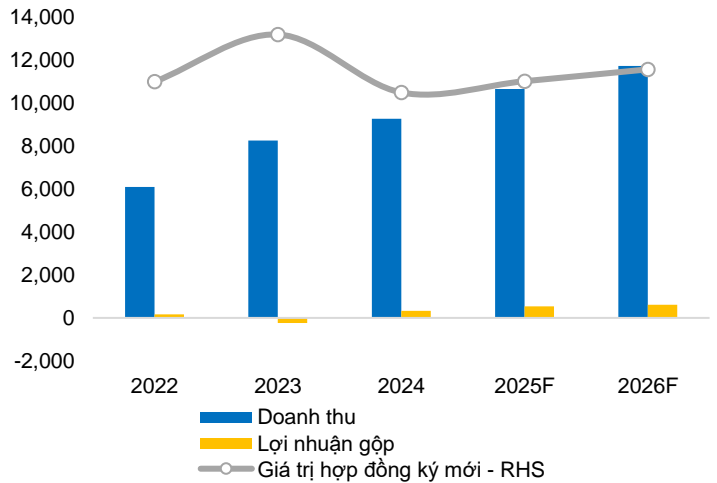
Bên cạnh đó, một số yếu tố tiêu cực có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của VCG gồm: thời gian thực hiện gói thầu, tiến độ thi công và tình hình cung ứng vật liệu san lấp. Các gói thầu yêu cầu hoàn thành trong thời gian ngắn thường khiến công ty phát sinh nhiều chi phí thuê thầu phụ để bổ sung nhân lực. Đồng thời, nếu tiến độ bị kéo dài, chi phí thầu phụ, nhân công, máy móc và lãi vay đều có nguy cơ vượt dự toán. Đối với vật liệu san lấp (cát, đá, đất), nguồn cung cũng là thách thức lớn. Trong thời gian qua, Chính phủ và các cơ quan chức năng đã liên tục chỉ đạo, yêu cầu các Ban QLDA và nhà thầu đẩy nhanh khảo sát, xác định mỏ vật liệu và tổ chức kiểm tra hiện trường định kỳ nhằm tháo gỡ khó khăn về nguồn cung. Chúng tôi kỳ vọng những chỉ đạo sát sao từ các cấp chính quyền sẽ góp phần tháo gỡ điểm nghẽn về nguồn vật liệu, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận cho các nhà thầu xây dựng nói chung và VCG nói riêng trong thời gian tới, đặc biệt tại các dự án hạ tầng trọng điểm.

Với những nhận định như trên, chúng tôi dự báo mức biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của VCG sẽ đạt mức 5% trong năm 2025 và còn nhiều dư địa để tiếp tục cải thiện trong các năm tiếp theo.

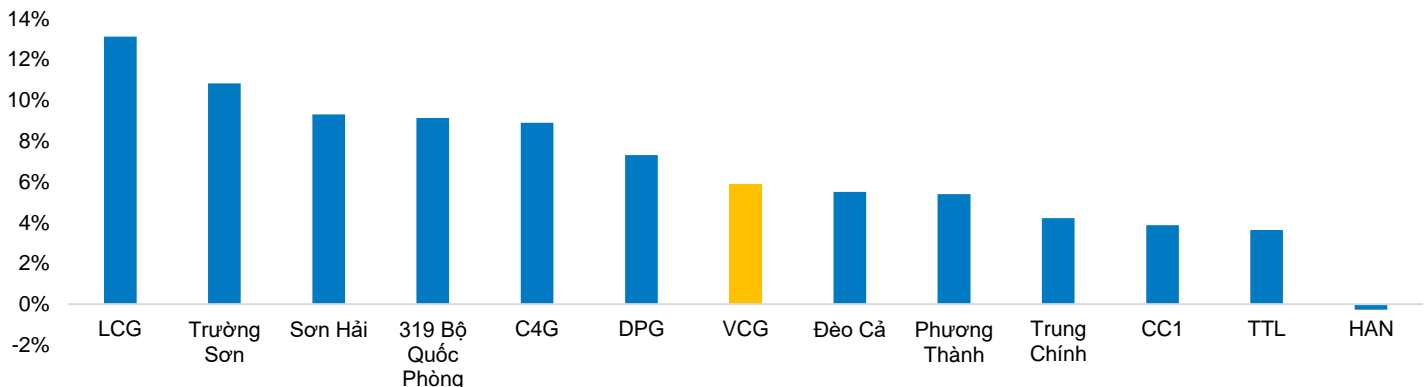
Chi phí thuê thầu phụ tăng cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của VCG
(đơn vị: tỷ đồng)



KQKD hoạt động xây dựng
(đơn vị: tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Hoạt động kinh doanh Bất động sản – Ghi nhận KQKD lớn từ nay đến 2030

Bất động sản dân dụng

VCG đang triển khai đầu tư xây dựng 8 dự án BĐS dân dụng. Các dự án BĐS nhà ở và cho thuê văn phòng của công ty tập trung ở Hà Nội và Quảng Ninh, các dự án BĐS nghỉ dưỡng ở Hải Phòng, Quảng Nam và Phú Yên. Chi tiết các dự án như sau:

Dự án	Tỷ lệ sở hữu (%)	Quy mô (ha)	TMĐT (tỷ đồng)	Sản phẩm	Tiến độ dự án
KĐT du lịch nghỉ dưỡng Cát Bà Amatina	51%	176,1	10.942	- 460 căn nhà ở liền kề - 339 biệt thự song lập - 499 biệt thự đơn lập	- Hoàn thành thủ tục điều chỉnh quy hoạch 1/500 theo QĐ 2491/QĐ-UBND ngày 15/12/2023. - Công tác sa nền đã hoàn thành 100% trên diện tích được bàn giao (chiếm 97,4% diện tích quy hoạch). - Hoàn thành xây dựng 150 căn biệt thự song lập. - VCR đặt kế hoạch mở bán 1 phần trong năm 2025, doanh thu đạt 1.793 tỷ đồng.
KĐT Km3, Km4 phường Hải Yên, TP. Móng Cái	100%	43,9	1.154	- 375 căn nhà ở liền kề - 35 căn biệt thự - 372 căn shophouse	- Đã hoàn thành nộp tiền đất dự án và nhận bàn giao đất tại hiện trường. - Đã hoàn thành đầu tư thi công hạ tầng kỹ thuật. - Đủ điều kiện bán, cho thuê mua nhà hình thành đối với 135 căn nhà phổ thương mại (theo Văn bản 236/SXD tỉnh Quảng Ninh ngày 28/06/2024).
KĐT Đại lộ Hòa Bình kéo dài, TP. Móng Cái	100%	48,8	2.256	- 248 căn nhà ở liền kề - 137 căn biệt thự - 252 căn shophouse	- Hoàn thành công tác GPMB. - Hoàn thành công tác thi công hạ tầng kỹ thuật (phần giao đất đợt 1) và thi công phần móng 36 căn shophouse. - Đủ điều kiện mở bán, cho thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai đối với 104 căn nhà ở trong ranh giới giao đất đợt 1 (theo văn bản 300/SXD tỉnh Quảng Ninh ngày 31/07/2024).
Condotel resort Tuy Hòa	61%	93,8	2.999	- Khu thấp tầng: 9.039 m ² - Khu căn hộ du lịch, khách sạn, TMDV: 32.564 m ²	- Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500. - Đang triển khai thi công xây dựng.
Công trình TMDV, khách sạn cao cấp tại Kim Văn Kim Lũ	100%	1,2	2.000	- Diện tích sàn xây dựng: 157.800 m ²	- Hoàn thành thủ tục liên quan đến đất đai và được cấp giấy CNQSDĐ. - Đã khởi công dự án từ Tháng 5/2022.
Khu khách sạn resort Tam Kỳ	100%	2,0	270 (giai đoạn 1)	- 1 tòa nhà hỗn hợp khách sạn 18–25 tầng - 40 biệt thự nghỉ dưỡng cao cấp	- Đã hoàn thành các thủ tục liên quan đến đất đai và được cấp giấy CNQSDĐ. - Được chấp thuận gia hạn tiến độ thực hiện tại Văn bản 1669/UBND ngày 7/7/2023. - VCG đang xin điều chỉnh quy hoạch tổng mặt bằng và phương án kiến trúc dự án.
TTTTM Chợ Mơ, Hà Nội	100%	1,5	1.507	- Văn phòng bán: 27.660 m ² - Văn phòng cho thuê: 9.220 m ²	- Mở bán đợt 1 từ ngày 1/3/2025, giá bán từ 44 triệu đồng/m ² (chưa bao gồm VAT và kinh phí bảo trì).
KĐT Thiên Ân Điện Nam – Điện Ngọc	71%	35,5	589	- 682 căn đất ở chia lô - 70 căn đất ở tái định cư - 40 căn đất ở biệt thự	- Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500. - Hoàn thành đầu tư hạ tầng kỹ thuật, đạt trên 90% khối lượng theo hồ sơ thiết kế. - GPMB hơn 78% diện tích toàn dự án.

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

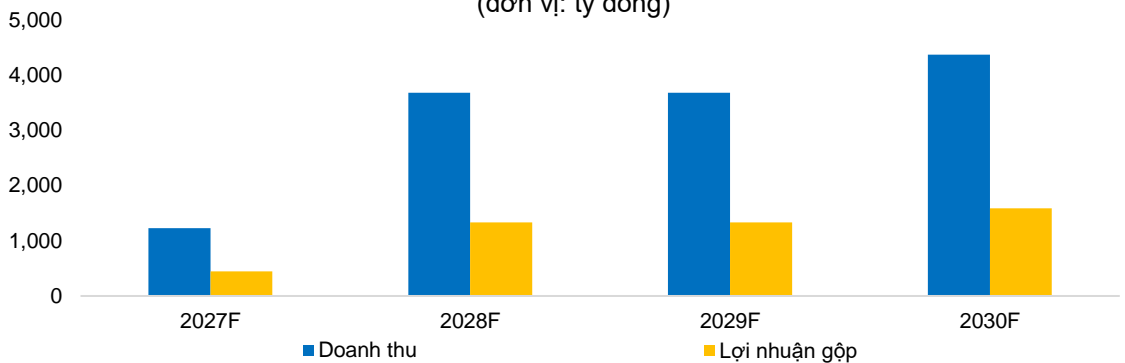
Giá trị chi phí SXKD dở dang và hàng tồn kho liên quan đến hoạt động BĐS dân dụng của VCG cuối năm 2024 đạt 12.800 tỷ đồng, trong đó nổi bật là dự án Cát Bà Amatina (7.700 tỷ đồng); KĐT Đại lộ Hòa Bình kéo dài (1.700 tỷ đồng); Dự án Phú Yên (827 tỷ đồng); Dự án Chợ Mơ (642 tỷ đồng)... Các dự án BĐS trên đa phần đã hoàn thành các thủ tục pháp lý và đang thi công xây dựng.

Từ năm 2020 đến nay, phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng đối mặt nhiều khó khăn do đặc thù nằm ở phân khúc cao cấp, trong khi thị trường chung vẫn ảm đạm và khả năng hấp thụ yếu hậu đại dịch. Tuy nhiên, BĐS nghỉ dưỡng vẫn duy trì sức hút nhất định nhờ tiềm năng tăng giá trị dài hạn và khả năng tạo dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh. Triển vọng giai đoạn 2025 trở đi đang có dấu hiệu phục hồi tích cực, nhờ hạ tầng giao thông dần hoàn thiện, chính sách thúc đẩy du lịch mạnh mẽ và mặt bằng lãi suất vay vốn thấp hơn.

Năm 2025, Vinaconex ITC (VCR) sẽ tiếp tục triển khai hạ tầng kỹ thuật, xây dựng các sản phẩm thấp tầng tại các phân khu A3, B2, B3 của Cát Bà Amatina. Dù có vị trí gần Hạ Long và sân bay Cát Bi (~30 km), dự án vẫn phụ thuộc vào phương tiện di chuyển bằng phà, tàu cao tốc hoặc cáp treo, làm giảm phần nào sức hút đầu tư trong giai đoạn đầu phục hồi thị trường. Do đó, ở kịch bản thận trọng, chúng tôi kỳ vọng VCR sẽ mở bán phân khu thấp tầng trong giai đoạn 2027–2030, phân khu cao tầng bắt đầu mở bán từ năm 2030. Tổng giá trị phát triển ở 2 phân khu này ước đạt **15.000–16.000 tỷ đồng**, đem về khoảng 3.600 tỷ đồng LNST cho VCR (tương đương hơn **1.800 tỷ đồng** cho VCG). Việc bàn giao và ghi nhận doanh thu từ dự án sẽ không chỉ hỗ trợ KQKD, mà còn giúp tăng tính thanh khoản tài sản và thu hồi được nguồn vốn đầu tư ròng rã vào dự án này trong gần 20 năm qua.

Bên cạnh đó, thông tin tích cực hỗ trợ dự án là việc Sun Group dự kiến mở bán giai đoạn 1 của dự án Xanh Island Cát Bà (cách Cát Bà Amatina khoảng 5km) từ giữa năm 2025, giá bán dự kiến khoảng **62–70 triệu/m²** (cho phân khúc chung cư cao tầng). Đơn giá cho phân khúc sản phẩm biệt thự, nhà ở liền kề dự kiến dao động quanh **100–150 triệu/m²**. Dự án Xanh Island với quy mô 50 ha cùng định hướng phát triển đô thị du lịch – nghỉ dưỡng biển cao cấp được kỳ vọng sẽ tạo mặt bằng giá tham chiếu tích cực cho Cát Bà Amatina (176 ha) trong tương lai.

Dự báo KQKD tại dự án Cát Bà Amatina
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

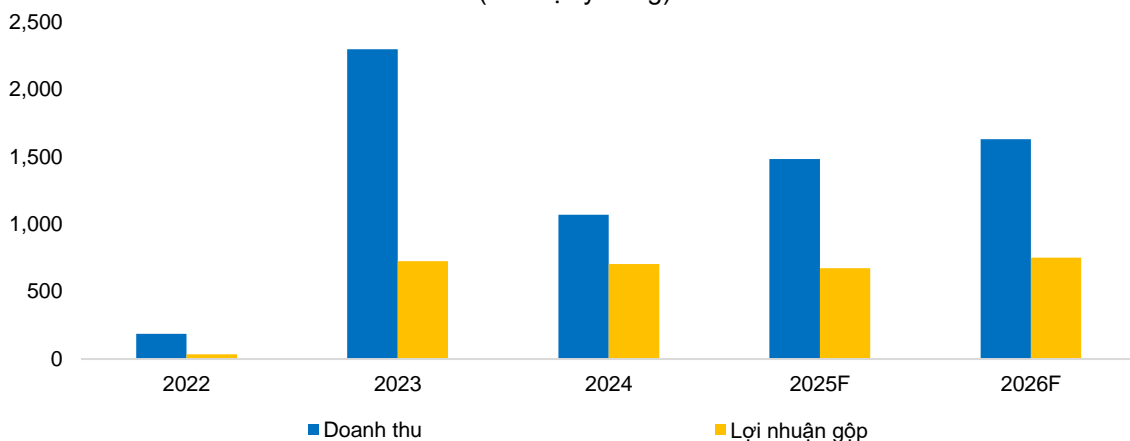
Điểm sáng trong năm 2025–2026 của mảng BĐS dân dụng của VCG sẽ đến từ 2 Khu đô thị tại TP. Móng Cái, Quảng Ninh và TTTM Chợ Mơ. Đối với 2 dự án tại TP. Móng Cái: trong năm 2024, VCG đã nhận được văn bản của Sở Xây dựng tỉnh thông báo về việc đủ điều kiện mở bán, cho thuê mua

nhà đối với 135 căn nhà phố thương mại tại dự án KĐT Km3, Km4 phường Hải Yên và 104 căn nhà ở tại dự án KĐT Đại lộ Hoà Bình kéo dài. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ hoàn thành công tác thi công xây dựng, chính thức mở bán các sản phẩm này trong năm 2025 và ghi nhận vào KQKD.

Dự án **TTTM Chợ Mơ** (phần văn phòng bán) đã mở bán giai đoạn 1 từ 01/03/2025, với các hạng mục thi công hoàn tất và sẵn sàng bàn giao ngay trong năm.

Như vậy, giai đoạn 2025–2026, dự báo KQKD mảng kinh doanh BĐS của VCG sẽ ghi nhận doanh thu lần lượt **1.483 tỷ đồng (+38% y/y)** và **1.630 tỷ đồng (+10% y/y)**, đem về lợi nhuận gộp tương ứng **673 tỷ đồng (-5% y/y)** và **752 tỷ đồng (+12% y/y)**.

Dự báo KQKD mảng BĐS
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

Tên dự án	Tổng doanh số bán hàng (tỷ đồng)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cát Bà Amatina (phân khu thấp tầng)	12.264						
KĐT Km3, Km4 phường Hải Yên	1.772						
KĐT đại lộ Hoà Bình kéo dài	3.547						
KDL nghỉ dưỡng Condotel Resort Tuy Hòa	3.305						
TTTM Chợ Mơ (văn phòng bán)	1.106						
KĐT Thiên Ân Điện Nam – Điện Ngọc	1.515						
Doanh số bán hàng		1.483	1.630	4.101	6.385	5.569	4.340

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

Bất động sản Khu công nghiệp

Công ty đang thực hiện 3 dự án BĐS Khu công nghiệp ở Hà Nội (tỷ lệ sở hữu đều là 100%):

Dự án	TMĐT (tỷ đồng)	Quy mô (ha)	Thời gian bàn giao	Vị trí
Khu CNC 2 Hoà Lạc	2.001	271	2025–2031	Huyện Quốc Oai và Thạch Thất
Khu Công nghiệp Đông Anh	6.338	299	2028–2031	Thị trấn Đông Anh
Khu Công nghiệp Sơn Đông	1.414	73	2026–2027	Thị xã Sơn Tây

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Dự án Khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc, triển khai từ năm 2012, hiện mới đạt tỷ lệ lấp đầy khoảng 30% do vướng mắc về GPMB và hạ tầng chưa hoàn thiện. Các khó khăn đang được địa phương và Ban Quản lý Khu CNC Hòa Lạc tập trung tháo gỡ, với nguồn vốn đầu tư công trung hạn 2021–2025 đã được bố trí. VCG đang đẩy nhanh thi công để sớm đưa dự án vào khai thác.

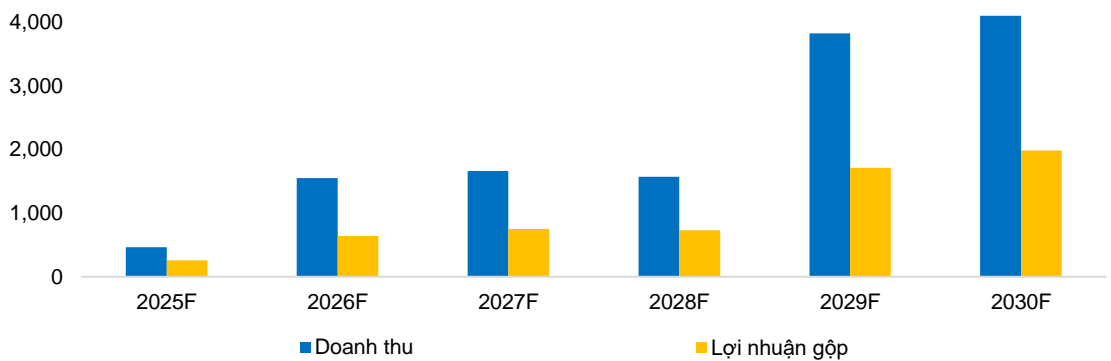
VCG mới đây cũng đã được chấp thuận chủ trương đầu tư dự án Khu công nghiệp Đông Anh (theo Quyết định 221/QĐ-TTg ngày 5/3/2024). Quy mô dự án là gần 300 ha, TMĐT 6.338 tỷ đồng, tiến độ thực hiện không quá 36 tháng kể từ ngày Nhà nước giao đất.

Bên cạnh đó, dự án Cụm công nghiệp Sơn Đông (VCG Invest triển khai) đã khởi công đầu năm 2024, dự kiến đi vào vận hành từ cuối 2026. Hiện tại đã có 16 doanh nghiệp và 51 đơn vị, tổ chức cá nhân cơ sở sản xuất đăng ký nhu cầu sử dụng đất sản xuất kinh doanh trong cụm với diện tích trên 40 ha (100% diện tích đất công nghiệp của cụm).

Tỷ lệ lấp đầy của các khu công nghiệp quanh Hà Nội luôn duy trì ở mức cao do nhu cầu mạnh mẽ từ các nhà đầu tư và doanh nghiệp. Đơn giá cho thuê tại Hà Nội đạt trung bình hơn 220 USD/m²/chu kỳ thuê. Một số nơi như Mê Linh, Long Biên, Đông Anh có mức giá thuê vượt 250 USD/m²/chu kỳ thuê. Dự báo giá thuê đất công nghiệp khu vực phía Bắc có thể tăng 4–8% trong 3 năm tới, còn giá thuê nhà xưởng xây sẵn tăng 1–4%/năm. Nhu cầu khả quan từ nhóm ngành điện tử, công nghiệp bán dẫn cũng như phụ tùng ô tô tạo động lực cho bất động sản công nghiệp phía Bắc.

3 dự án Khu công nghiệp trên được kỳ vọng sẽ đóng góp đáng kể vào dòng tiền và tăng trưởng KQKD của VCG trong trung và dài hạn.

Dự báo KQKD mảng BĐS Khu công nghiệp
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

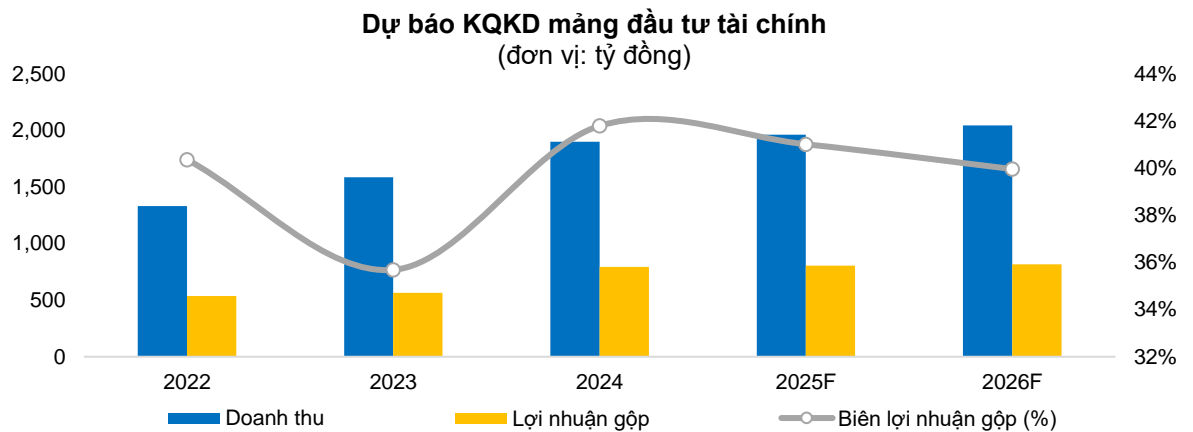
Hoạt động đầu tư tài chính – Dòng tiền đều đặn hàng năm

Các hoạt động kinh doanh khác của VCG bao gồm: kinh doanh điện năng, nước sạch, giáo dục, và cung cấp dịch vụ khác. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế hàng năm đạt mức 2.000 tỷ đồng và 700–800 tỷ đồng. Dòng tiền từ các hoạt động này rất khỏe, đều đặn và bền vững hàng năm, do đây là những hoạt động cung cấp nhu cầu thiết yếu cho đời sống, ít chịu ảnh hưởng bởi những rủi ro biến động vĩ mô, kể cả trong thời kỳ kinh tế khó khăn. Dòng tiền này tạo điều kiện cho VCG có thể chi trả một phần các chi phí hoạt động, chi phí tài chính, đồng thời đóng vai trò hỗ trợ quan trọng cho

các lĩnh vực kinh doanh thâm dụng vốn khác của Tổng Công ty. Trong bối cảnh thị trường gặp nhiều biến động và thách thức khó lường, việc duy trì được một dòng tiền vững chắc từ các mảng kinh doanh thiết yếu là lợi thế cạnh tranh lớn về mặt tài chính của VCG khi so sánh với nhiều nhà thầu xây dựng khác.

Dự án	Công suất	Doanh thu hàng năm (tỷ đồng)
Thủy điện Ngòi Phát và Ngòi Phát Mở rộng	84 MWI	400
Thủy điện Đăk Ba	30MW	200
Nước sạch VIWACO	200.000 m3/ngày	1.100
Hệ thống giáo dục Lý Thái Tổ	4.000 học sinh	300

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

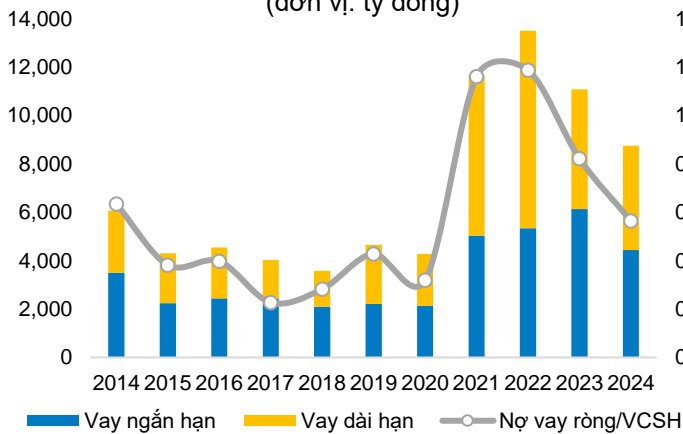
Tình hình tài chính

Năm 2021–2022, VCG gia tăng vay nợ thông qua phát hành trái phiếu (4.700 tỷ đồng) và vay ngân hàng. Ngoài việc bổ sung vốn cho dự án Cát Bà Amatina, công ty cũng bổ sung nguồn vốn lưu động phục vụ hoạt động kinh doanh cho mảng xây lắp, khi giá trị trúng thầu của VCG đạt trung bình 10–11 nghìn tỷ/năm trong giai đoạn 2020–2022 (giai đoạn 2017–2019 trung bình chỉ đạt khoảng 3.000 tỷ/năm). Tuy nhiên, nhu cầu yếu của thị trường BĐS do gặp tác động của đại dịch Covid, cùng mặt bằng lãi suất tăng cao khiến chi phí lãi vay tăng cao và công ty gặp nhiều khó khăn trong giai đoạn này. Các năm sau đó, nhờ hoạt động kinh doanh hiệu quả, công ty thu về dòng tiền dương từ hoạt động kinh doanh hàng năm, và giảm dần dư nợ vay. Tỷ lệ nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu tính đến cuối 2024 đã giảm xuống mức an toàn 0,57 lần, cùng tỷ lệ bao phủ lãi vay (EBIT/lãi vay) ở mức rất tích cực 2,8 lần. ROE trung bình giai đoạn 2010–2024 đạt 9,54% - tích cực hơn so với giai đoạn trước khi Nhà nước thoái vốn.

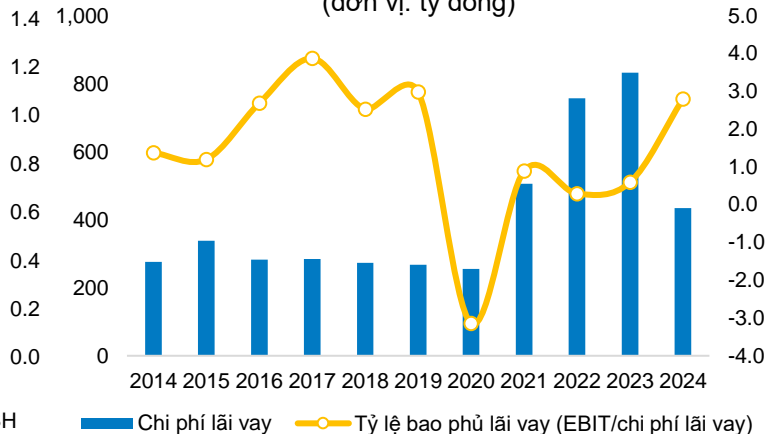
Các khoản phải thu của VCG có xu hướng giảm dần từ 2021–nay. Tỷ lệ các khoản phải thu/Tổng tài sản cũng giảm dần từ mức gần 40% xuống còn dưới 20% vào năm 2024. Đây là tín hiệu tích cực, phản ánh nỗ lực kiểm soát tín dụng thương mại, công nợ và cải thiện dòng tiền của doanh nghiệp.

Đồng thời, công ty vẫn duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng ở mức cao, dao động quanh 8–10% (đặc biệt năm 2020 đạt 17%), cho thấy sự thận trọng và chủ động trong việc phòng ngừa rủi ro nợ xấu. Chính sách quản lý công nợ chặt chẽ cùng với việc thu hẹp quy mô phải thu sẽ là nền tảng giúp cải thiện chất lượng tài sản và tăng tính bền vững cho hoạt động kinh doanh của công ty trong các năm tới.

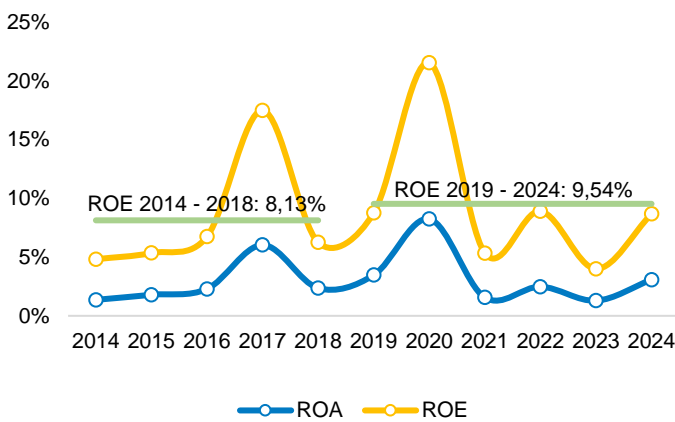
Tỷ lệ Nợ vay rỗng/VCSH được cải thiện
(đơn vị: tỷ đồng)



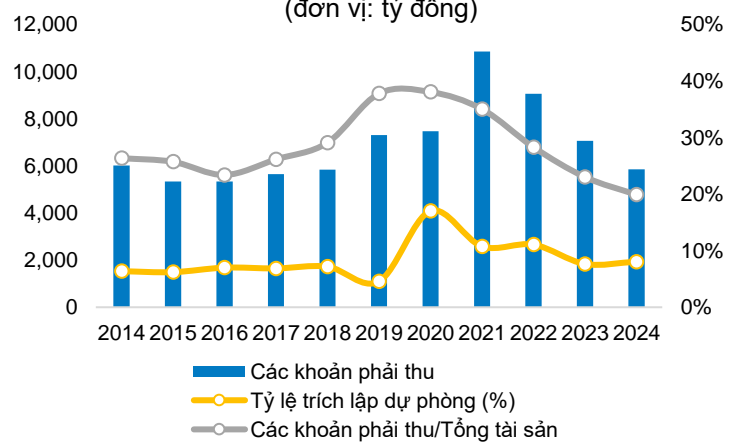
Chi phí lãi vay
(đơn vị: tỷ đồng)



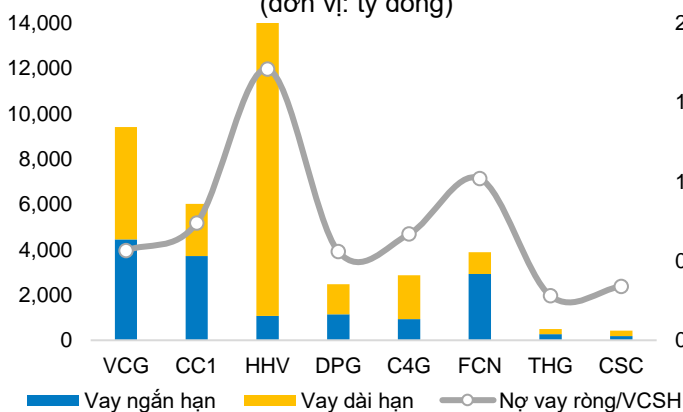
Tỷ suất sinh lời cải thiện sau thoái vốn



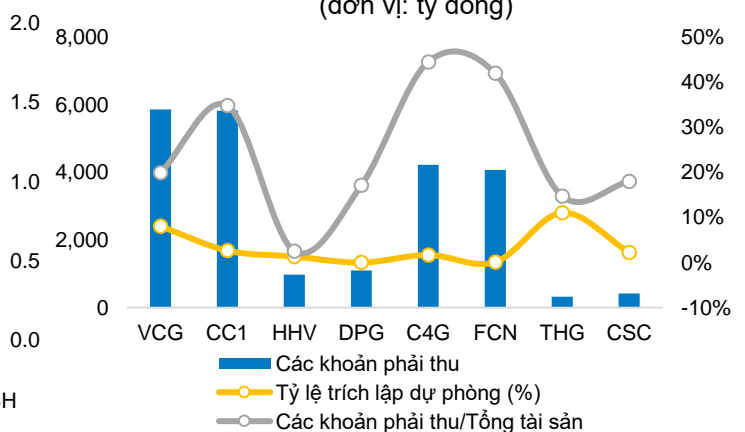
Các khoản phải thu
(đơn vị: tỷ đồng)



Tỷ lệ Nợ vay rỗng/VCSH một số DN
(đơn vị: tỷ đồng)



Các khoản phải thu một số DN
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

Dự báo KQKD 2025-2026

BVSC dự báo KQKD 2025 sẽ có mức tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ, với doanh thu 15.231 tỷ đồng (+18% y/y) và LNST sau CĐTS 1.117 tỷ đồng (+21% y/y). Sự tăng trưởng này được hỗ trợ bởi tất cả các mảng hoạt động: (1) doanh thu xây lắp tăng trưởng 15% y/y; (2) bất động sản dân dụng tăng 38% y/y nhờ mở bán và bàn giao 2 dự án tại Quảng Ninh và TTTM Chợ Mơ; và (3) đầu tư tài chính tăng 22% y/y (cho thuê Khu CNC 2 Hòa Lạc; La Nina hỗ trợ sản lượng điện phát của 2 nhà máy thủy điện; và tăng giá nước, tăng giá cho thuê BĐS hiện hữu hàng năm).

KQKD năm 2026 duy trì đà tăng trưởng với doanh thu 17.833 tỷ đồng (+17% y/y) và LNST sau CĐTS 1.573 tỷ đồng (+41% y/y). Mảng xây lắp tăng trưởng nhờ khối lượng backlog và giá trị hợp đồng ký mới lớn. Mảng BĐS và BĐS cho thuê sẽ mở bán thêm nhiều dự án như TTTM Chợ Mơ, Cụm Công nghiệp Sơn Đông, Khu CNC 2 Hòa Lạc...

Đơn vị: tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2025 y/y	2026 y/y
Doanh thu thuần	12.870	15.231	17.833	18,3%	17,1%
- Xây dựng	9.274	10.665	11.732	15,0%	10,0%
- Bất động sản dân dụng	1.071	1.483	1.630	38,5%	9,9%
- Đầu tư tài chính và khác	2.525	3.083	4.471	22,1%	45,0%
Lợi nhuận gộp	1.981	2.410	3.111	21,7%	29,1%
Doanh thu tài chính	333	291	324	-12,7%	11,5%
Chi phí tài chính	446	427	379	-4,3%	-11,3%
Chi phí bán hàng và QLDN	438	544	633	24,2%	16,4%
Lợi nhuận từ CTLK	-79	-73	-88	-	-
Thu nhập khác (ròng)	21	13	17	-39,6%	32,7%
LNTT	1.373	1.670	2.352	21,7%	40,8%
LNST sau CĐTS	927	1.117	1.573	20,5%	40,8%
BLN gộp	15,4%	15,8%	17,4%	2,8%	10,3%
- Xây dựng	3,5%	5,0%	5,2%	44,2%	4,0%
- Bất động sản dân dụng	65,8%	45,4%	46,1%	-31,0%	1,7%
- Đầu tư tài chính và khác	37,8%	39,0%	39,1%	3,3%	0,2%
BLN ròng	7,2%	7,3%	8,8%	1,8%	20,3%
EPS (đồng/cp)	1.694	1.866	2.628		

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá từng phần và phương pháp so sánh P/B để xác định giá trị hợp lý cho VCG. Kết quả, mức định giá của VCG hiện tại là khoảng **26.000 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư **22,6%** so với giá thị trường ngày 28/03/2025 là 21.200 đồng/cp. Chi tiết như sau:

Tổng hợp định giá	Giá trị hợp lý VCSH (triệu đồng)	Tỷ trọng	Giá trị/cp (đồng/cp)
Định giá từng phần	15.423.162	50%	25.766
So sánh P/B	15.678.456	50%	26.192
Giá trị hợp lý			25.979

Định giá từng phần	Phương pháp	Định giá (triệu đồng)
Hoạt động xây lắp, sản xuất công nghiệp, cho thuê và cung cấp dịch vụ	P/E 15,7x	4.973.049
Thủy điện	DCF	1.456.413
Nước sạch	DCF	1.166.540
Bất động sản dân dụng	DCF	5.399.337
Khu công nghiệp	DCF	1.496.784
Khoản đầu tư khác	BV	295.679
Công ty liên kết	BV	635.360
Tổng cộng giá trị VCSH		15.423.162
Số lượng cổ phiếu lưu hành		598.593.458
Giá trị hợp lý (đồng/cp)		25.766

Doanh nghiệp	Mã CK	LNST 2024 (tỷ đồng)	ROE (%)	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E
Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam	VCG	927	8,7%	12.630	26,7x
Tổng Công ty Xây dựng Số 1 – CTCP	CC1	240	5,9%	6.097	17,5x
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV	405	4,8%	5.338	14,4x
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG	223	11,8%	3.207	10,3x
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G	179	4,7%	3.036	22,0x
CTCP FECON	FCN	9	0,4%	2.244	7,1x
CTCP Đầu tư và Xây dựng Tiền Giang	THG	141	19,8%	1.601	8,5x
CTCP Tập toàn COTANA	CSC	14	2,3%	939	19,4x
P/E mục tiêu					15,7x

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

BVSC theo dõi lịch sử định giá P/B của VCG trong các giai đoạn nới lỏng tiền tệ và thắt chặt. Giai đoạn nới lỏng như 2014-2017 và 2020-2021 thì mức định giá P/B của VCG dao động trong khoảng 1,5–3,2x (P/B). Giai đoạn chính sách tiền tệ kiểm soát hơn như 2018-2019 hay 2022 thì lần lượt là 4,5–12,8x (P/E) và 1,0–2,0x (P/B). Hiện tại, chính sách tiền tệ đang có xu hướng nới lỏng, cùng với loạt giải pháp hỗ trợ thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp đang được triển khai quyết liệt. Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ bắt đầu phục hồi rõ nét kể từ năm 2025. Trên cơ sở đó, BVSC đánh giá mức định giá hợp lý đối với cổ phiếu VCG là P/B mục tiêu ở mức 1,7 lần. Tính đến hết năm 2025, giá trị sổ sách sau CĐTS của VCG dự phóng là 15.498 đồng/cp.

So sánh P/B (đồng/cp)	P/B mục tiêu	BVPS 2025	Giá mục tiêu
So sánh P/B	1,7x	15.498	26.192

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

Khuyến nghị đầu tư

VCG là một trong những doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xây dựng, sở hữu nền tảng hoạt động ổn định và bề dày kinh nghiệm. Công ty đã khẳng định năng lực thi công vượt trội qua việc triển khai thành công hàng trăm dự án quy mô lớn nhỏ trên cả nước, từ công trình hạ tầng giao thông, dân dụng cho đến các dự án bất động sản và công nghiệp trọng điểm. Trong bối cảnh chính sách tiền tệ đang dần nới lỏng và thị trường bất động sản được kỳ vọng phục hồi từ năm 2025, mảng kinh doanh BĐS của VCG được đánh giá sẽ có dư địa tăng trưởng lớn trong các năm tiếp theo, nhờ quỹ đất sẵn có và năng lực phát triển dự án đã được kiểm chứng trong quá khứ. Sức khoẻ tài chính của VCG cũng liên tục được cải thiện, thể hiện qua việc duy trì dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh và giảm tỷ lệ đòn bẩy qua thời gian nhờ vận hành các mảng kinh doanh hiệu quả. Với kết quả định giá và các nhận định trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu là **26.000 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 28/03/2025 là 22,6%.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	12.704	12.870	15.231	17.833
Giá vốn	11.523	10.889	12.821	14.722
Lợi nhuận gộp	1.181	1.981	2.410	3.111
Doanh thu tài chính	351	333	291	324
Chi phí tài chính	854	446	427	379
Lợi nhuận sau thuế sau CĐTS	404	927	1.117	1.573

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền, tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	4.157	4.252	4.327	4.876
Khoản phải thu ngắn hạn	7.070	5.858	6.932	8.117
Hàng tồn kho	6.888	7.090	8.354	9.597
Tài sản cố định	3.862	3.479	3.154	2.830
Đầu tư tài chính dài hạn	940	675	675	675
Tổng tài sản	30.694	29.441	31.627	34.394
Nợ vay ngắn hạn	6.136	4.452	3.952	3.452
Nợ vay dài hạn	4.962	4.307	3.807	3.307
Vốn chủ sở hữu	10.241	11.116	12.605	14.702
Tổng nguồn vốn	30.694	29.441	31.627	34.394

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	50,3%	1,3%	18,3%	17,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-48,4%	129,6%	20,5%	40,8%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	9,3%	15,4%	15,8%	17,4%
Lợi nhuận thuần biên	3,2%	7,2%	7,3%	8,8%
ROA	1,3%	3,1%	3,7%	4,8%
ROE	4,0%	8,7%	9,4%	11,5%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	36,2%	29,8%	24,5%	19,7%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	108,4%	78,8%	61,6%	46,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	788	1.661	1.866	2.628
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.980	18.440	21.058	24.561

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Tuấn Dương** 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

Phạm Tiến Dũng
Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA
Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA
Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo
Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA
Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền
Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh
Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân
Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa
Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA
Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA
Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành
Dầu khí, Hàng không
thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi
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