

22/05/2025

KHUYẾN NGHỊ	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá hợp lý	25,400
Giá hiện tại	22,950
<b>Tiềm năng tăng/giảm</b>	<b>11%</b>

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

CP đang lưu hành (triệu)	432
Free float (%)	51%
Vốn hóa (tỷ VND)	4,927
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1.1
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Ngày niêm yết đầu tiên	18/12/2015

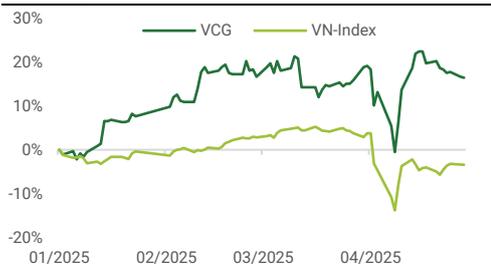
**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

CTCP Đầu tư Pacific Holding	45%
CTCP QLQĐT Dragon Capital	2%

**KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU**

TTM EPS (VND)	1,916
BVPS (VND)	20,439
Nợ/VCSH (%)	0.7
ROA (%)	9.2%
ROE (%)	3.5%
P/E	12.0
P/B	1.1
Tỷ suất cổ tức (%)	4%

**BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU**



**SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY**

Tổng Công ty Cổ phần Vinaconex là một trong những tổng công ty xây dựng và bất động sản hàng đầu Việt Nam. Hoạt động đa ngành, bao gồm xây dựng công nghiệp và dân dụng, phát triển bất động sản (nhà ở, khu công nghiệp), sản xuất công nghiệp, và đầu tư tài chính...

**KHỐI PHÂN TÍCH**

Tô Đình Hiền Viên  
viento@phs.vn

**TRIỂN VỌNG THUẬN LỢI NHỜ MẢNG XÂY LẮP VÀ BẤT ĐỘNG SẢN**

- Trong Q1/2025, VCG ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan với doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 2,596 ngàn tỷ đồng (-2%YoY) và 128 tỷ đồng (-72%YoY) – lần lượt hoàn thành 17% và 13% so với kế hoạch kinh doanh 2025.
- Trong 2025F, chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với VCG dựa trên quan điểm (i) Doanh thu tiếp tục được cải thiện được dẫn dắt bởi mảng kinh doanh xây lắp nhờ lượng backlog lớn và đóng góp từ 4 dự án bất động sản trong 2025F (ii) Biên lợi nhuận gộp hồi phục nhờ các biên của mảng kinh doanh xây lắp cải thiện và (ii) Triển vọng đẩy mạnh đầu tư công trong năm cuối của kế hoạch trung hạn 5 năm (2021 – 2025) giúp hỗ trợ tâm lý đầu tư đối với nhóm đầu tư công.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VCG với giá mục tiêu là 25,400VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 11% so với giá đóng cửa tại ngày 22/05/2025.

**Cập nhật kết quả kinh doanh Q1.2025**

Trong Q1/2025, VCG ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan với **doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 2,596 ngàn tỷ đồng (-2%YoY) và 128 tỷ đồng (-72%YoY)** – lần lượt hoàn thành 17% và 13% so với kế hoạch kinh doanh 2025. Trong đó:

- Doanh thu thuần giảm nhẹ -2%YoY** chủ yếu do doanh thu hoạt động bất động sản giảm mạnh -71%YoY – tương đương với khoảng 77 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu đến từ hoạt động mở bán các dự án như trung tâm thương mại chợ Mơ ghi nhận đầy đủ trong doanh thu Q1/2025.
- Mặc dù hoạt động kinh doanh cốt lõi chưa ghi nhận kết quả khả quan, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy chi phí lãi tài chính giảm mạnh -51%YoY – cho thấy nỗ lực kiểm soát đòn bẩy tài chính và hiệu quả trong việc sử dụng chi phí.

**Dự báo kết quả kinh doanh 2025F**

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động đầu tư công sẽ tiếp tục được Chính phủ ưu tiên và thúc đẩy mạnh mẽ trong thời gian tới, nhờ vai trò then chốt của lĩnh vực này trong việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Diễn biến này sẽ tạo lực đẩy tích cực cho mảng xây lắp – lĩnh vực cốt lõi trong hoạt động kinh doanh của VCG trong trung và dài hạn. Dựa khối lượng backlog còn lại cho giai đoạn 2025F – 2026F, PHS ước tính **doanh thu thuần và LNST-CĐTS trong năm 2025F lần lượt đạt 15.4 ngàn tỷ đồng (+20%YoY) và 1.1 ngàn tỷ đồng (+24%YoY)**. Trong đó:

- Đối với doanh thu đóng góp chính đến từ mảng xây lắp và bất động sản.** Cụ thể:
  - Mảng xây lắp ước đạt khoảng 10.9 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng 18% svck năm trước.
  - Mảng bất động sản kỳ vọng đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của VCG, dự kiến sẽ mang lại khoảng 1.6 nghìn tỷ đồng doanh thu trong năm 2025F, tăng 56% so với cùng kỳ từ ghi nhận các dự án như Green Diamond, TTTM chợ Mơ, KĐT Đại lộ Hòa Bình và KĐT Vinaconex Móng Cái

**2. Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện nhẹ, tăng khoảng 0.2 điểm phần trăm (bps) svck năm trước, chủ yếu đến từ hiệu quả trong công tác kiểm soát chi phí đã được cải thiện.**

**3. Đồng thời, việc tiết giảm chi phí lãi vay một cách hiệu quả cũng dự kiến đóng góp tích cực vào tăng trưởng chung của VCG. Trên cơ sở đó, PHS ước tính **LNST-CĐTĐ của VCG trong năm 2025F sẽ đạt khoảng 1.1 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng 24% svck.****

### Luận điểm đầu tư:

- 1. Doanh nghiệp xây dựng đầu ngành được hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy đầu tư công. Nhờ đó, góp phần duy trì đà tăng trưởng khối lượng backlog trong giai đoạn 2025F – 2026F với doanh thu lần lượt ước tính đạt khoảng 11.2 nghìn tỷ đồng (+21%YoY) và 11.7 nghìn tỷ đồng (+5%YoY).**
- 2. Mảng bất động sản tiếp tục ghi nhận đóng góp doanh thu từ 4 dự án trong 2025** gồm Green Diamond, TTTM chợ Mơ, KĐT Đại lộ Hòa Bình và KĐT Vinaconex Móng Cái
- 3. Đẩy mạnh đầu tư công kỳ vọng hỗ trợ tâm lý thị trường tích cực trong thời gian tới.**

### Rủi ro

- (1) Tiến độ thi công chậm hơn so với kỳ vọng
- (2) Giá nguyên vật liệu tăng cao

### Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VCG với giá mục tiêu là 25,400 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 11% so với giá đóng cửa tại ngày 22/05/2025).

**Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của VCG giai đoạn 2025F-2026F**

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	8,453	12,704	12,870	15,466	16,985
LNST (tỷ VND)	782	404	927	1,147	1,275
EPS (VND/ cổ phiếu)	1,610	755	1,548	1,916	2,129
Giá trị sổ sách (VND/cp)	20,356	19,086	18,503	20,439	22,591
ROE (%)	2.4%	1.3%	3.1%	3.5%	3.7%
ROA (%)	7.9%	3.9%	8.3%	9.2%	9.1%
P/E (x)	14.5	30.9	15.1	12.2	11.0
P/B (x)	1.1	1.2	1.3	1.1	1.0

Nguồn: VCG, PHS tổng hợp và dự phóng

## NỘI DUNG

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1.2025.....	1
Dự báo kết quả kinh doanh 2025F.....	1
Luận điểm đầu tư: .....	2
Rủi ro.....	2
Định giá và khuyến nghị .....	2
<b>I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.....</b>	<b>4</b>
1. Giới thiệu doanh nghiệp.....	4
2. Cơ cấu cổ đông.....	5
<b>II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH.....</b>	<b>6</b>
<b>III. ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH.....</b>	<b>19</b>
<b>V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ .....</b>	<b>22</b>
<b>VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ .....</b>	<b>28</b>
Báo cáo tài chính .....	30

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Giới thiệu doanh nghiệp

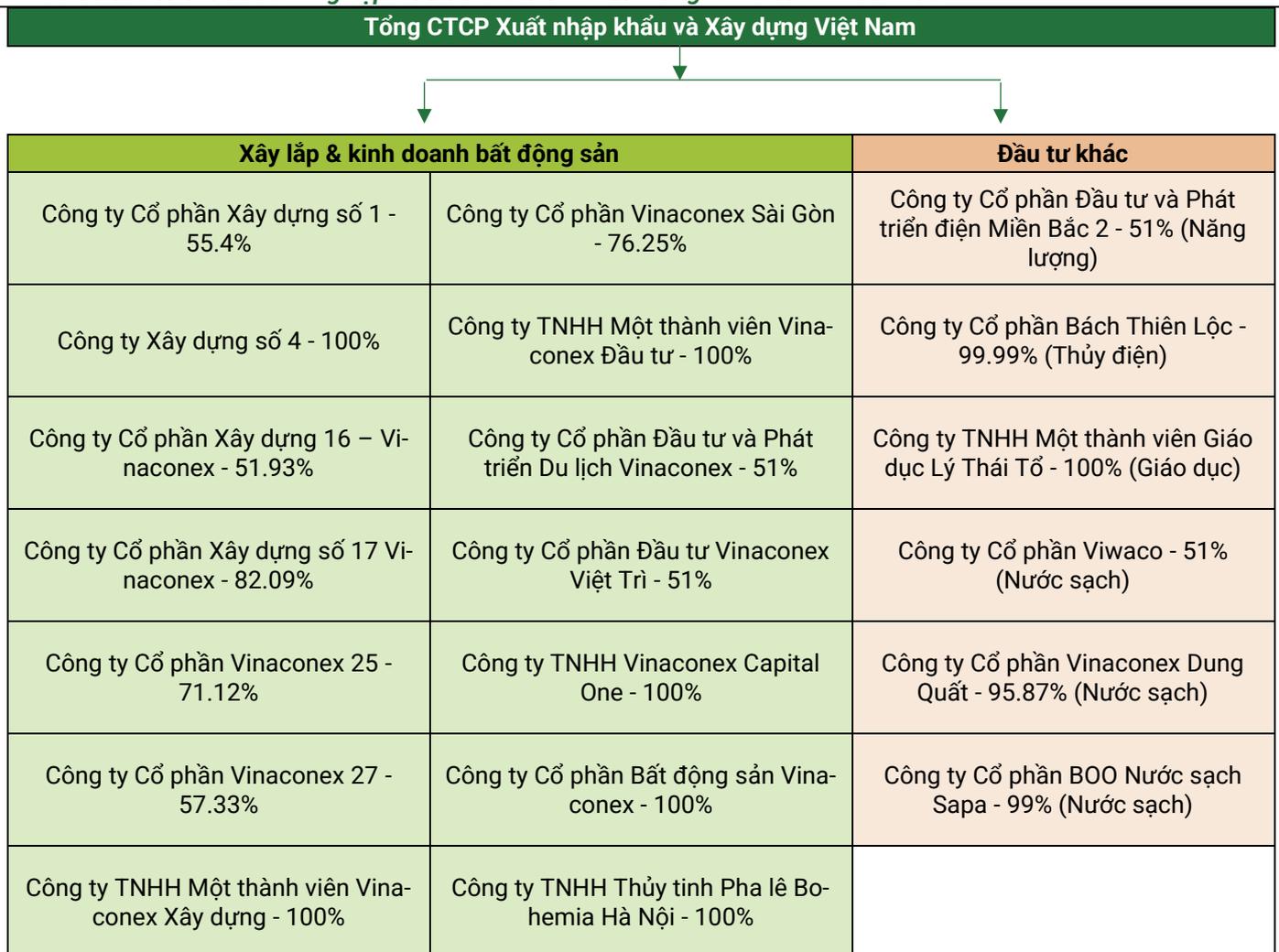
Được thành lập từ năm 1988, VCG là một trong những tổng công ty xây dựng lớn đầu tiên của Việt Nam, từng trực thuộc Bộ Xây dựng. Với bề dày hơn 30 năm phát triển, VCG từng đảm nhận nhiều công trình trọng điểm quốc gia như Trung tâm Hội nghị Quốc gia, dự án thành phần sân bay, dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam... Sau quá trình cổ phần hóa, VCG trở thành công ty đại chúng, niêm yết trên HOSE từ cuối năm 2020.

Hiện VCG vận hành theo mô hình đa ngành, gồm ba trụ cột chính:

- (1) Xây dựng các công trình hạ tầng – dân dụng – công nghiệp;
- (2) Phát triển bất động sản dân cư, thương mại và nghỉ dưỡng, khu công nghiệp;
- (3) Đầu tư khác vào các công ty ở các lĩnh vực thủy điện, năng lượng, giáo dục...

Tính tới nay, VCG đang sở hữu khoảng 20 công ty con sở hữu trực tiếp và gián tiếp, với nhiều pháp nhân sở hữu đất vàng tại các vị trí trung tâm Hà Nội, Hải Phòng...

**Hình 1: Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp VCG trải dài trên nhiều mảng kinh doanh khác nhau**

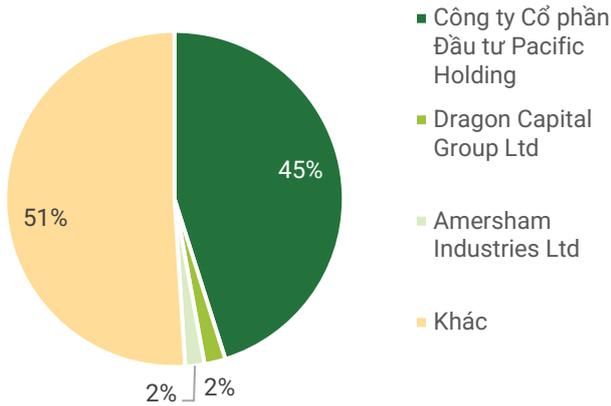


Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

## 2. Cơ cấu cổ đông

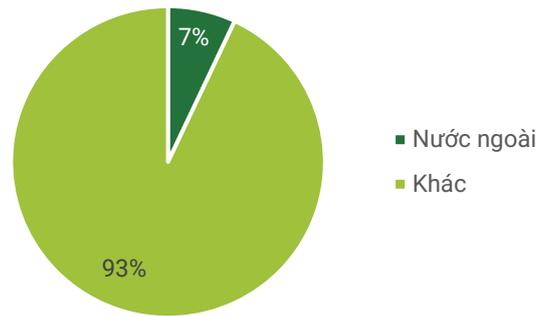
Tính đến tháng 05/2025, Công ty Cổ phần Đầu tư Pacific Holding hiện đang là cổ đông lớn nắm giữ hơn 45% tỷ lệ sở hữu. Ban lãnh đạo và những người liên quan chỉ sở hữu tỷ lệ thấp – chưa tới 0.5% tổng tỷ lệ sở hữu.

**Hình 2: Cơ cấu cổ đông của VCG tương đối tập trung với cổ đông lớn là CTCP Đầu tư Pacific Holding.**



Nguồn: VCG, PHS tổng hợp tại ngày 06/05/2025

**Hình 3: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tương đối thấp.**



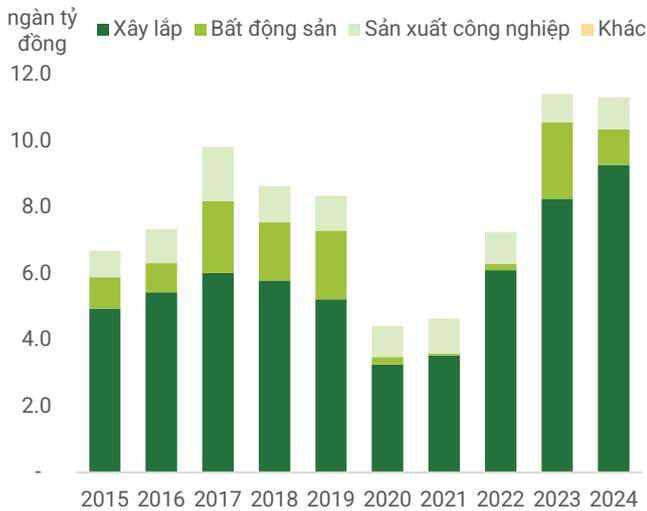
Nguồn: VCG, PHS tổng hợp tại ngày 06/05/2025

## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

VCG sở hữu mô hình kinh doanh mang tính kết hợp giữa thi công xây dựng và kinh doanh bất động sản... Trong bối cảnh đầu tư công được đẩy mạnh và thị trường bất động sản phục hồi chọn lọc, chúng tôi kỳ vọng mô hình tích hợp này mở ra chu kỳ tăng trưởng mới.

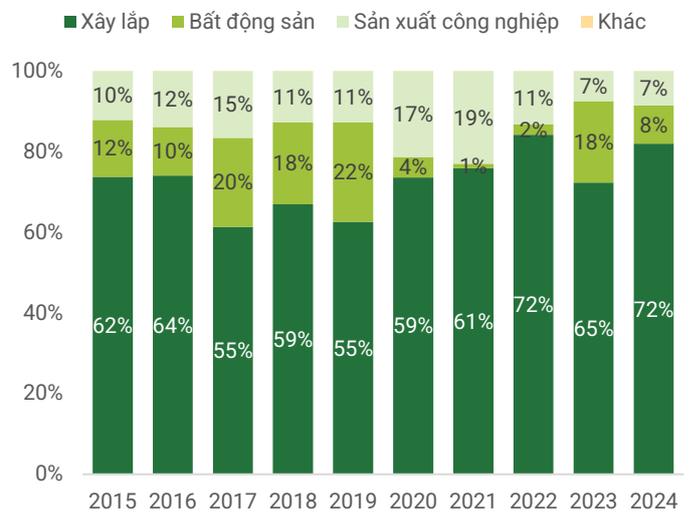
Hoạt động xây lắp luôn giữ vai trò chủ lực trong cơ cấu kinh doanh của VCG, đóng góp bình quân hơn 60% doanh thu trong giai đoạn 2015 – 2024. Đứng sau là mảng bất động sản, chiếm tỷ trọng trung bình trên 10% trong cùng kỳ. Bên cạnh đó, VCG cũng mở rộng sang một số lĩnh vực kinh doanh khác nhằm đa dạng hóa nguồn thu và đảm bảo sự ổn định trong hoạt động kinh doanh. Theo đó, chúng tôi lần lượt phân tích các mảng kinh doanh như sau:

**Hình 4: VCG thể hiện năng lực kinh doanh mạnh mẽ khi doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ kể từ sau đại dịch Covid 19**



Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 5: Doanh thu xây lắp chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu**



Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

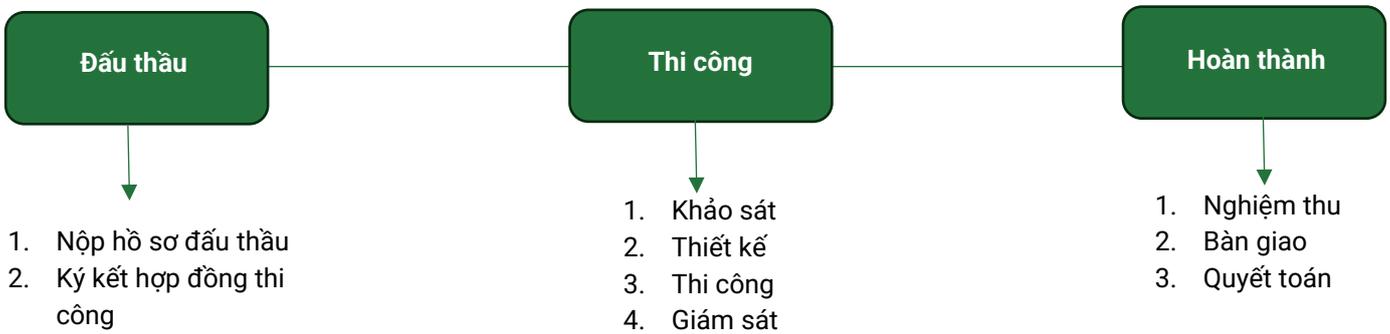
### 1. Hoạt động xây dựng:

Nhìn chung, hoạt động xây dựng nói chung chia thành 3 giai đoạn chính:

- **Giai đoạn đấu thầu:** Giai đoạn này tập trung vào việc giành quyền thực hiện dự án. Các hoạt động chính bao gồm:
  - 1.1. **Nộp hồ sơ đấu thầu:** Nhà thầu cạnh tranh bằng cách chuẩn bị và nộp các đề xuất kỹ thuật và tài chính.
  - 1.2. **Ký kết hợp đồng thi công:** Sau khi đánh giá, chủ đầu tư sẽ chọn nhà thầu trúng thầu và ký kết hợp đồng để chính thức giao dự án.
- **Giai đoạn thi công:** Đây là giai đoạn tạo ra sản phẩm xây dựng thực tế. Các hoạt động chính bao gồm:
  - 1.3. **Khảo sát:** Thu thập thông tin về địa điểm xây dựng (địa chất, địa hình, môi trường...).
  - 1.4. **Thiết kế:** Lập bản vẽ kỹ thuật chi tiết dựa trên yêu cầu của chủ đầu tư.
  - 1.5. **Thi công:** Thực hiện các công việc xây dựng theo thiết kế đã được phê duyệt.

- 1.6. **Giám sát:** Theo dõi và kiểm tra chất lượng, tiến độ và an toàn trong quá trình thi công.
- **Giai đoạn hoàn thành:** Giai đoạn cuối cùng, đánh dấu sự kết thúc của quá trình xây dựng. Các hoạt động chính bao gồm:
  - 1.7. **Nghiệm thu:** Chủ đầu tư và các bên liên quan kiểm tra chất lượng và khối lượng công trình đã hoàn thành.
  - 1.8. **Bàn giao:** Nhà thầu bàn giao công trình cho chủ đầu tư.
  - 1.9. **Quyết toán:** Các bên tiến hành thanh toán cuối cùng dựa trên hợp đồng và khối lượng công việc thực tế.

**Hình 6: Chuỗi giá trị ngành xây dựng**



*Nguồn: PHS tổng hợp*

Chúng tôi nhận thấy VCG thể hiện năng lực cạnh tranh vượt trội khi so với một số doanh nghiệp cùng ngành, điều này được phản ánh qua:

**(1) Nhà thầu có năng lực tổng thầu các dự án hạ tầng trọng điểm:** Chúng tôi đánh giá VCG sở hữu năng lực thi công đáng tin cậy, thể hiện qua việc liên tiếp trúng thầu tại các dự án hạ tầng quốc gia có quy mô lớn và yêu cầu kỹ thuật khắt khe – như một số gói thầu thành phần thuộc tuyến cao tốc Bắc – Nam (giai đoạn 2), Cảng hàng không quốc tế Long Thành (giai đoạn 1), cảng Hàng không Quốc tế Nội Bài, Vành đai 3...

Thông thường, các dự án hạ tầng giao thông có đặc điểm thi công theo tuyến dài, kết cấu phức tạp và yêu cầu kỹ thuật cao, do đó đặt ra tiêu chuẩn lựa chọn nhà thầu nghiêm ngặt hơn so với các công trình dân dụng hoặc công nghiệp. Trong bối cảnh đó, VCG được xếp vào nhóm có điểm năng lực thi công ở mức cao so với mặt bằng chung ngành xây dựng – cho thấy doanh nghiệp hoàn toàn đáp ứng được tiêu chí của các gói thầu hạ tầng quy mô lớn.

**Bảng 2: Các dự án trọng điểm quốc gia mà VCG thực hiện trong 2025 trở về sau**

STT	Tên dự án	Giá trị hợp đồng (ngàn tỷ đồng)	Các gói thầu VCG trúng	Giá trị hợp đồng (ngàn tỷ đồng)	Khối lượng backlog còn lại từ 2025 trở về sau (ước tính)	Thời gian thực hiện
	<b>Dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2)</b>	<b>146.9</b>	<b>3</b>	<b>5.5</b>	<b>1.6</b>	
1	Bãi Vọt – Hàm Nghi	7.6	x	3.0	0.8	12/2022 - 10/2025
2	Hàm Nghi – Vũng Áng	9.7				
3	Vũng Áng – Bùng	12.5	x	1.4	0.5	2/2023 - 11/2025
4	Bùng – Vạn Ninh	9.4				
5	Vạn Ninh – Cam Lộ	9.9				
6	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	20.4				
7	Hoài Nhơn – Quy Nhơn	12.4				
8	Quy Nhơn – Chi Thạnh	14.8				
9	Chi Thạnh – Vân Phong	10.8				
10	Vân Phong – Nha Trang	11.8	x	1.0	0.3	12/2022 - 10/2025
11	Cần Thơ – Hậu Giang	10.4				
12	Hậu Giang – Cà Mau	17.2				
	<b>Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)</b>	<b>58.3</b>	<b>5</b>	<b>8.0</b>	<b>5.0</b>	
1	Gói thầu số 3.4	4.4				
2	Gói thầu số 4.6	8.1	x	1.4	0.4	8/2023 - 7/2025
3	Gói thầu số 4.7	N/A	x	1.2	1.0	09/2024 - 8/2026
4	Gói thầu số 4.8	7.8	x	1.5	1.3	10/2024 - 08/2026
5	Gói thầu số 5.10	35.2	x	3.9	2.3	8/2023 - 11/2026
6	Gói thầu số 6.12	2.8				
7	Gói thầu số 7.8	N/A				
8	Gói thầu số 11.5	N/A				
	<b>Vành đai 4</b>	<b>4.6</b>	<b>1</b>	<b>1.8</b>	<b>0.9</b>	
1	Gói thầu số 08	0.9				
2	Gói thầu số 09	1.8	x	1.8	0.9	06/2023 - 06/2026
3	Gói thầu số 10	1				
4	Gói thầu số 11	0.9				

Nguồn: PHS tổng hợp

**Hình 7: Xếp hạng năng lực nhà thầu của VCG tương đối cao khi so với các một số doanh nghiệp xây dựng hạ tầng lớn tại Việt Nam.**

STT	Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Điểm năng lực (*)	Xếp hạng năng lực nhà thầu(*)
1	TCT Xây dựng số 1 – CTCP (CC1)	CC1	14,445	2
2	Tổng công ty Xây dựng Trường Sơn	n/a	13,745	3
3	Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	VCG	10,563	4
4	TCT 319 Bộ Quốc Phòng	n/a	7,099	6
5	TCT Xây dựng Hà Nội	HAN	5,656	8
6	Công ty Cổ phần Tập đoàn Đèo Cả	n/a	5,058	9

Nguồn: *dauthau.info*, PHS tổng hợp

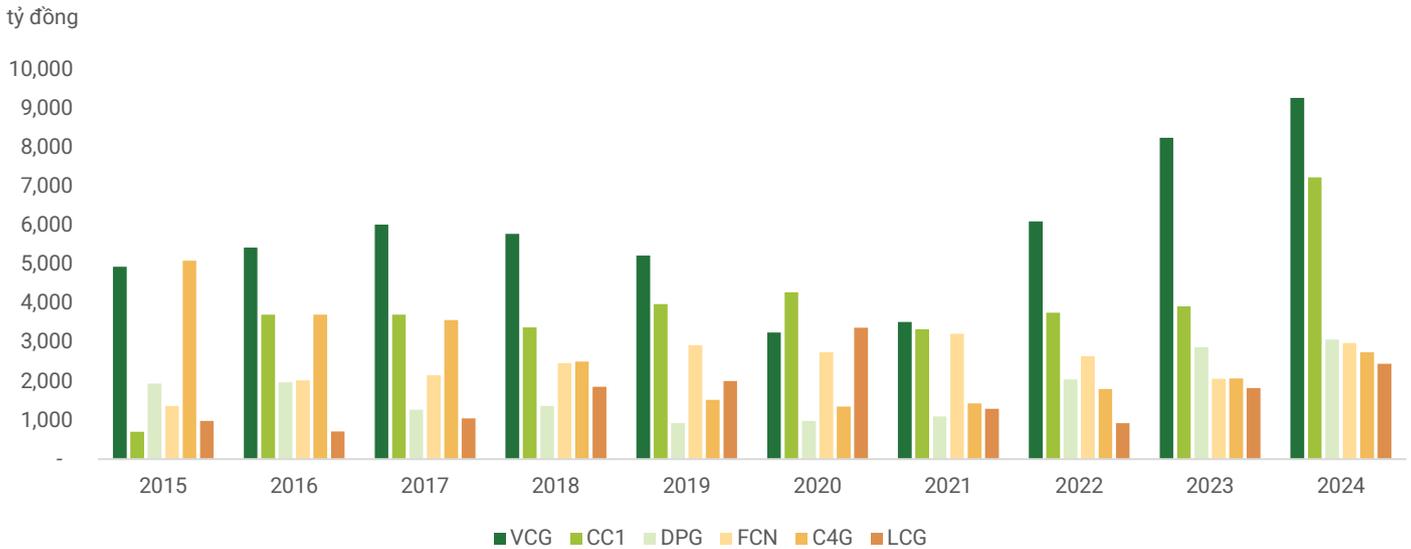
(\*) Số liệu được cập nhật tới ngày 06/05/2025

**(2) Doanh thu ghi nhận vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ khối lượng backlog lớn:** Phần lớn các dự án xây lắp của VCG chủ yếu là các dự án hạ tầng giao thông – ước tính chiếm khoảng hơn 80% tổng giá trị các dự án.

Chúng tôi lưu ý trong giai đoạn 2020 – 2021, doanh thu VCG ghi nhận kết quả kém tích cực, với doanh thu bình quân giai đoạn này chỉ đạt hơn 3.3 ngàn tỷ đồng – nguyên nhân chủ yếu đến từ ảnh hưởng của dịch Covid, khiến hoạt động thi công xây dựng bị trì hoãn tại các khu vực thi công, gây nên sụt giảm doanh thu mạnh so với giai đoạn 2015 – 2019.

Tuy nhiên, kể từ 2022 trở về sau, doanh thu xây lắp liên tục ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể với doanh thu bình quân 3 năm giai đoạn 2022 – 2024 lần lượt đạt 7.7 ngàn tỷ đồng – cao gấp 2.3 lần khi so với doanh thu bình quân 2020 – 2021. VCG có thể ghi nhận mức kết quả kinh doanh tích cực là nhờ trúng thầu các dự án lớn cao tốc Bắc – Nam, dự án sân bay Long Thành và Nội Bài... giúp nâng cao khối lượng công việc so với cùng kỳ. Chúng tôi ước tính, mỗi năm VCG trúng thầu khoảng 10 – 11 ngàn tỷ đồng các dự án nhờ xu hướng đẩy mạnh xây dựng hạ tầng, qua đó kết quả kinh doanh kỳ vọng tiếp tục duy trì đà cải thiện trong các năm tới.

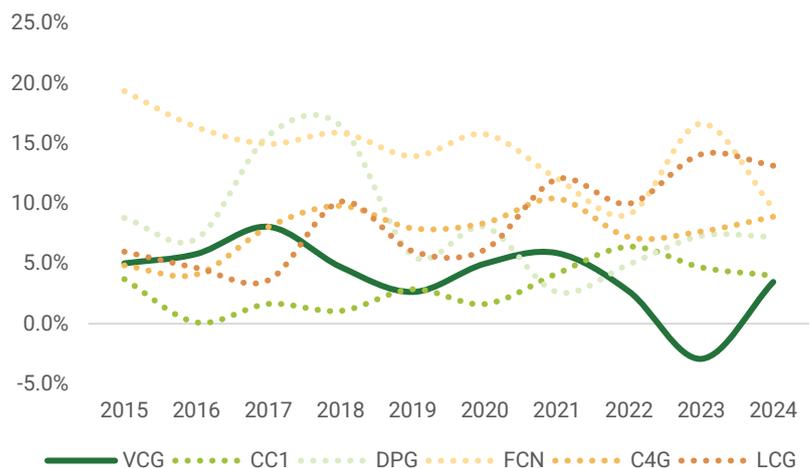
**Hình 8: VCG thể hiện năng lực kinh doanh tốt hơn khi doanh thu mảng xây dựng của VCG cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành**



Nguồn: PHS tổng hợp

Mặc dù doanh thu mảng xây lắp của VCG liên tục duy trì ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành, biên lợi nhuận của mảng này lại thấp hơn mặt bằng chung. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh chiến lược nhất quán của VCG trong việc chấp nhận đánh đổi biên lợi nhuận để ưu tiên mở rộng quy mô và duy trì đà tăng trưởng doanh thu, qua đó củng cố vị thế và bảo đảm thị phần kinh doanh trong dài hạn.

**Hình 9: Biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng của VCG thấp hơn so với hầu hết các doanh nghiệp cùng ngành**



Nguồn: PHS tổng hợp

Phần lớn hợp đồng mà VCG thực hiện được ký kết dưới hình thức đơn giá kết hợp, qua đó giúp giảm thiểu rủi ro về biên lợi nhuận khi có các biến động mạnh liên quan đến giá nguyên vật liệu. Theo quy định tại Nghị định 37/2015/NĐ-CP và Nghị định 50/2021/NĐ-CP, các hình thức hợp đồng theo đơn giá được phân loại cụ thể như sau:

**Bảng 3: Ưu nhược điểm các hình thức ký kết giá hợp đồng xây dựng**

STT	Hình thức hợp đồng	Đặc điểm hợp đồng	Ưu điểm	Rủi ro
1	Trọn gói	Giá hợp đồng không thay đổi trong suốt quá trình thực hiện hợp đồng đối với khối lượng các công việc thuộc phạm vi hợp đồng đã ký kết, trừ trường hợp bất khả kháng và thay đổi phạm vi công việc phải thực hiện.	Chủ đầu tư dễ kiểm soát chi phí	Rủi ro cao cho nhà thầu khi giá vật liệu biến động
2	Đơn giá cố định	Đơn giá cố định cho các công việc nhân với khối lượng công việc tương ứng. Đơn giá cố định là đơn giá không thay đổi trong suốt thời gian thực hiện hợp đồng, trừ trường hợp bất khả kháng.	Chia sẻ rủi ro giữa hai bên khi khối lượng thay đổi	Khó áp dụng nếu khối lượng thay đổi nhiều
3	Đơn giá điều chỉnh	Đơn giá 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	Phù hợp khi giá cả biến động mạnh	Khó kiểm soát tổng chi phí
4	Theo thời gian	Được 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.	Linh hoạt về nhân sự chuyên gia	Khó kiểm soát hiệu suất, dễ phát sinh chi phí
5	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.	Tối ưu khi chưa xác định rõ khối lượng công việc	Cần phải giám sát chặt
6	Kết hợp	Loại giá hợp đồng được sử dụng kết hợp các loại giá hợp đồng nêu trên	Linh hoạt, phù hợp công trình phức tạp	Cần theo dõi chặt từng gói thành phần
7	Khác	N/A	Tùy biến cao, áp dụng trường hợp đặc biệt	Thiếu tính chuẩn hóa

Nguồn: PHS tổng hợp

## 2. Hoạt động bất động sản.

VCG hiện đang hoạt động kinh doanh bất động sản trong 3 mảng sau: Bất động sản nhà ở, bất động sản nghỉ dưỡng và thương mại, bất động sản khu công nghiệp.

### 2.1. Bất động sản nhà ở

Tính đến 2024, VCG đã xây dựng xong một số dự án bất động sản, theo đó, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh bất động sản nhà ở sẽ tiếp tục ghi nhận đóng góp vào dòng tiền kinh doanh 2025 và các năm sau.

**Bảng 4: Danh sách dự án bất động sản nhà ở**

STT	Tên dự án	Tỉnh thành	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích	Thời gian thi công	Thời gian bàn giao	Sản phẩm	Tình hình triển khai dự án
1	Vinaconex Móng Cái	Hà Nội	1,154	43,9 ha	2020 - 2022	2024	- 372 shophouse - 375 nhà liền kề - 35 biệt thự	Đã hoàn thành xây dựng và có thể đưa vào sử dụng.
2	Chung cư cao cấp Green Diamond (93 Láng Hạ)	Hà Nội	1,861	62.673 m <sup>2</sup>	2019 - 2022	2024	324 căn hộ	Hoàn thành bàn giao và đưa vào sử dụng. Đã ghi nhận khoản 80% lợi nhuận từ dự án tính tới hết 2024.
3	KĐT Đại lộ Hòa Bình	Quảng Ninh	2,256	488m <sup>2</sup>	2019 - 2022	2024	- 105 shophouse - 69 nhà liền kề - 84 biệt thự	Hiện tại dự án đã hoàn thành đầu tư giai đoạn 1, bao gồm đồng bộ hạ tầng, và đã có văn bản pháp lý đủ điều kiện bán hàng. Tuy nhiên, thời điểm đưa sản phẩm ra thị trường vẫn đang được cân nhắc.
4	Khu đô thị Thiên Ân Điện Nam - Điện Ngọc	Quảng Nam	589	35.5 ha	2016 - nay	4/2026	- 682 căn đất ở chia lô - 70 căn đất ở tái định cư - 40 căn đất ở biệt thự	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
5	Khu đô thị Ngân Cầu - Điện Ngọc	Quảng Nam	594	327.186 m <sup>2</sup>	2023 - nay	12/2026	- N/A lô đất	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý

Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

### 2.2. Bất động sản nghỉ dưỡng và thương mại

Trong các dự án bất động sản nghỉ dưỡng và thương mại của VCG, **dự án Cát Bà - Amatina là một trong những dự án lớn và quan trọng hàng đầu của VCG.**

Tính tới nay, Vinaconex ITC đã hoàn thành xây dựng các căn biệt thự song lập tại khu A1 (BT4), tập trung hoàn thiện phần hạ tầng kỹ thuật còn lại và xây dựng các công trình nhà ở thấp tầng thuộc phân khu A3, B2, B3.

Mặc dù Dự án Cát Bà – Amatina chưa công bố giá bán chính thức, nhưng dựa trên mặt bằng giá của dự án Cát Bà Xanh Island do Sun Group phát triển, chúng tôi kỳ vọng giá bán của Amatina sẽ được định vị ở mức hấp dẫn, cạnh tranh hơn so với một số dự án cùng phân khúc tại khu vực Hải Phòng. Chi tiết theo bảng dưới như sau:

**Bảng 5: Giá bán của một số dự án tại khu vực Hải Phòng**

Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Loại hình	Giá bán dự kiến (triệu đồng/m <sup>2</sup> )	Khoảng cách tới dự án Cát Bà Amatina
Dự án Xanh Island	Vịnh Cái Giá, đảo Cát Bà, huyện Cát Hải, TP Hải Phòng	Sungroup	Biệt thự	142.7	~ 5km
			Nhà liền kề	184.0	
			Căn hộ	92.3	
Flamingo Cát Bà Beach Resort	Bãi Biển Cát Cò, Thị trấn Cát Bà, Huyện Cát Hải, Thành phố Hải Phòng	Flamingo Group	Song lập	N/A	~ 5km
			Đơn lập	N/A	
			Căn hộ	64.0	
Vinhomes Vũ Yên	Đảo Vũ Yên, huyện Thủy Nguyên & Quận Hải An, TP Hải Phòng	Vinhomes	Biệt thự	96.7	> 60km
			Nhà liền kề	97.0	

Nguồn: PHS tổng hợp

Đối với tình hình chào bán sản phẩm, theo chia sẻ của ban lãnh đạo, dự kiến có thể đưa sản phẩm ra thị trường trong 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng hồi phục của thị trường bất động sản nói chung và dự án Cát Bà nói riêng vẫn còn nhiều khó khăn dựa trên các quan điểm:

- (i) **Rủi ro cầu tiêu dùng yếu** do lo ngại về rủi ro của thuế quan lên cầu tiêu dùng – đặc biệt đối với nhóm hàng không thiết yếu như bất động sản nghỉ dưỡng.
- (ii) **Hạ tầng giao thông kết nối chưa thuận tiện cho khách hàng cao cấp:** Mặc dù đã có cầu Tân Vũ – Lạch Huyện nối Hải Phòng – Cát Bà, nhưng từ Hà Nội hoặc từ sân bay Nội Bài đến Cát Bà vẫn mất khoảng 3–4 tiếng (kể cả đi cao tốc + phà). Điều này sẽ hạn chế thu hút khách cao cấp/khách quốc tế ngắn ngày, ảnh hưởng tốc độ tiêu thụ biệt thự nghỉ dưỡng cao cấp.

⇒ Do đó, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng đóng góp từ hoạt động bất động sản nghỉ dưỡng mang lại dòng tiền từ năm 2027.

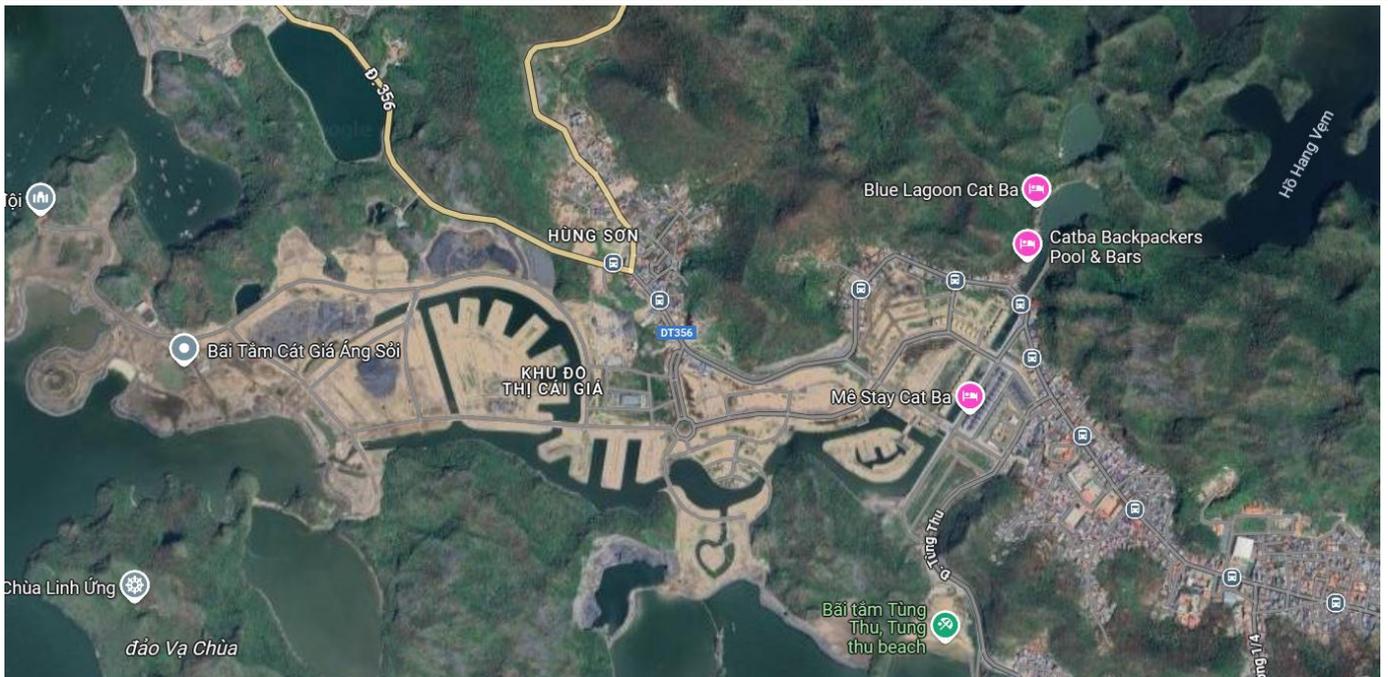
**Bảng 6: Danh sách bất động sản nghỉ dưỡng và thương mại**

STT	Tên dự án	Tỉnh thành	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích	Thời gian thi công	Thời gian bàn giao	Sản phẩm	Tình hình triển khai dự án
1	Dự án Cát Bà - Amatina (*)	Hải Phòng	10,942	176,1 ha	2020 - 2025	2025	- 460 căn nhà ở liền kề - 339 biệt thự song lập - 499 biệt thự đơn lập	Dự kiến 2025 đưa sản phẩm ra thị trường. Hiện đã hoàn thành xây dựng cơ bản khoảng 46 căn
2	Dự án VINA-CONEX Diamond Tower (459 Bạch Mai) - TTTM Chợ Mơ (*)	Hà Nội	1,507	36,000 m <sup>2</sup>	2009 - 2013	2025	- Văn phòng bán: 27.660 m <sup>2</sup> - Văn phòng cho thuê: 9.220 m <sup>2</sup>	Mở bán đợt 1 từ ngày 1/3/2025. Dự kiến hạch toán doanh thu và lợi nhuận trong 2025. Giá bán từ 44 triệu đồng/m <sup>2</sup> (chưa bao gồm VAT và kinh phí bảo trì)

3	Dự án Khu khách sạn Resort nghỉ dưỡng, nhà hàng thuộc Khu du lịch sinh thái và bãi tắm Hạ Thanh, Tam kỳ	Quảng Nam	270 (giai đoạn 1)	19.725 m <sup>2</sup>	2023 - nay	N/A	1 tòa nhà hỗn hợp khách sạn 18–25 tầng 40 biệt thự nghỉ dưỡng cao cấp	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
4	Dự án khu nghỉ dưỡng Codotel Resort ven biển tại Tuy Hòa	Phú Yên	2,999	93,800.3m <sup>2</sup>	N/A	N/A	- Khu thấp tầng: 9.039 m <sup>2</sup> - Khu căn hộ du lịch, khách sạn, TMDV: 32.564 m <sup>2</sup>	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
5	Dự án Capital One - Công trình TMDV, khách sạn cao cấp tại Kim Văn Kim Lũ	Hà Nội	2,000	157.800 m <sup>2</sup>	2025	2023 - 2025	N/A	Khởi công vào tháng 5/2025

Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 10: Các đường nối vào dự án Cát Bà vẫn chưa đồng bộ và tạo sự thuận tiện cho khách hàng.**



Nguồn: PHS tổng hợp

### 2.3. Bất động sản khu công nghiệp

Cả 3 dự án bất động sản khu công nghiệp của VCG đều nằm tại khu vực Hà Nội mở rộng, phù hợp với chính sách của nhà nước đưa các khu vực này thành các khu vực tăng trưởng mới. Trong đó:

- (i) **Khu Công nghệ cao 2 Hoà Lạc:** Gần khu công nghệ cao quốc gia Hoà Lạc – hưởng lợi từ xu hướng đầu tư công nghệ cao. Hiện tỷ lệ lấp đầy của khu vực này chỉ khoảng 30% do rào cản trong việc cấp giấy phép mặt bằng lẫn cơ sở hạ tầng chưa được hoàn thiện và đồng bộ.

- (ii) **Khu Công nghiệp Sơn Đông:** Mặc dù quy mô nhỏ, nhưng có thể đón đầu nhu cầu công nghiệp vệ tinh từ phía Tây Hà Nội, nhằm phục vụ cho các ngành công nghiệp hỗ trợ, công nghiệp sạch hoặc các chuỗi cung ứng cho khu vực này. Hiện KCN Sơn Đông đang có khoảng 40ha trên tổng 73ha được doanh nghiệp sản xuất đăng ký sử dụng đất.
- (iii) **Khu Công nghiệp Đông Anh – khu BĐS công nghiệp lớn nhất của Vinaconex:** Gần sân bay Nội Bài, kết nối với trục Nhật Tân – Nội Bài, quốc lộ 3, vành đai 3... – đây vốn là các tuyến đường quan trọng kết nối trực tiếp trung tâm Hà Nội với các tỉnh phía Bắc, có tiềm năng hút dòng vốn FDI logistics, công nghiệp sạch và công nghệ cao.

Chúng tôi cho rằng VCG đang sở hữu quỹ đất có vị thế tốt, bởi Hà Nội hiện đang khan hiếm quỹ đất khu công nghiệp mới, trong khi nhu cầu thuê khu công nghiệp tại các vùng lân cận Hà Nội đang có xu hướng duy trì ở mức cao, với chi phí đi thuê khoảng hơn 200 USD/m<sup>2</sup>/kỳ thuê – cao hơn so với các khu vực khác với bình quân giá đi thuê khoảng 145 USD/m<sup>2</sup>/kỳ thuê.

Với thời gian bàn giao các dự án từ 3 năm trở lên, chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê đất tại 3 khu công nghiệp của VCG, sẽ đóng góp vào câu chuyện tăng trưởng trung dài hạn trong thời gian tới.

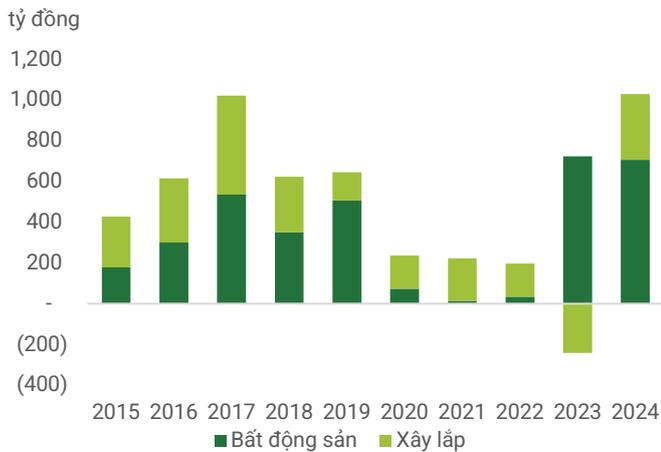
**Bảng 7: Danh sách bất động sản khu công nghiệp**

No	Tên dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích	Thời gian bàn giao	Tỷ lệ VCG sở hữu	Khu vực	Tình hình triển khai dự án
1	Khu Công nghệ cao 2 Hoà Lạc	1,316.7	277ha	2025 - 2031	100%	Huyện Quốc Oai và Thạch Thất – TP. Hà Nội	Đang triển khai
2	Khu Công nghiệp Sơn Đông	1,211	72.5ha	2026 - 2027	100%	Thị xã Sơn Tây – TP. Hà Nội	Đang triển khai
3	Khu Công nghiệp Đông Anh	6,388	299.45 ha	2028 - 2031	100%	Thị trấn Đông Anh – TP. Hà Nội	Đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý.

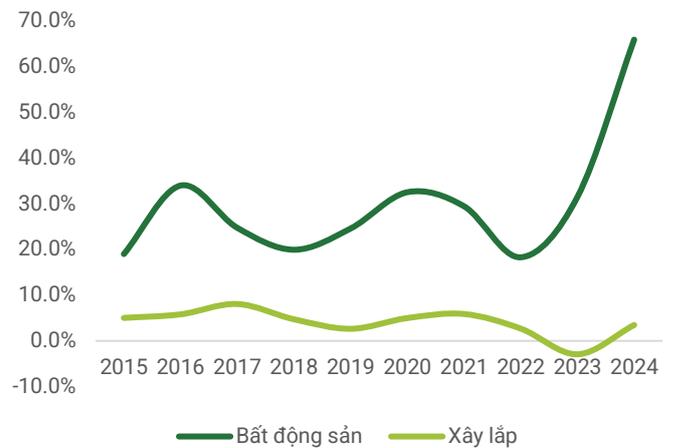
Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

Dù xây dựng là mảng kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy bất động sản mới là động lực chính tạo ra lợi nhuận. Nguyên nhân đến từ biên lợi nhuận gộp của mảng bất động sản luôn duy trì ở mức cao, với tỷ lệ bình quân khoảng 26%/năm trong giai đoạn 2019–2023 – vượt trội so với biên gộp trung bình của mảng xây lắp, vốn chỉ đạt khoảng 3%/năm. Nhờ đó, lợi nhuận gộp từ hoạt động bất động sản ước tính đạt bình quân hơn 300 tỷ đồng/năm, cao gấp khoảng 2.7 lần so với lợi nhuận gộp từ mảng xây lắp trong cùng kỳ.

Riêng đối với năm 2024, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh bất động sản tăng mạnh với mức tăng nổi bật +34.4 bsp YoY. Trong đó, đóng góp chính đến từ dự án chung cư cao cấp Green Diamond – một trong những dự án kinh doanh bất động sản nhà ở, có tổng mức đầu tư lớn (hơn 1.8 ngàn tỷ đồng) của VCG đã ghi nhận hơn 80% lợi nhuận vào kết quả kinh doanh trong 2024.

**Hình 11: Lợi nhuận gộp của mảng động sản luôn chiếm tỷ trọng cao hơn so với mảng xây lắp...**


Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 12: ... đó là nhờ vào biên lợi nhuận mảng kinh doanh bất động sản luôn duy trì mức biên cao hơn so với biên mảng xây lắp**


Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

### 3. Hoạt động kinh doanh khác

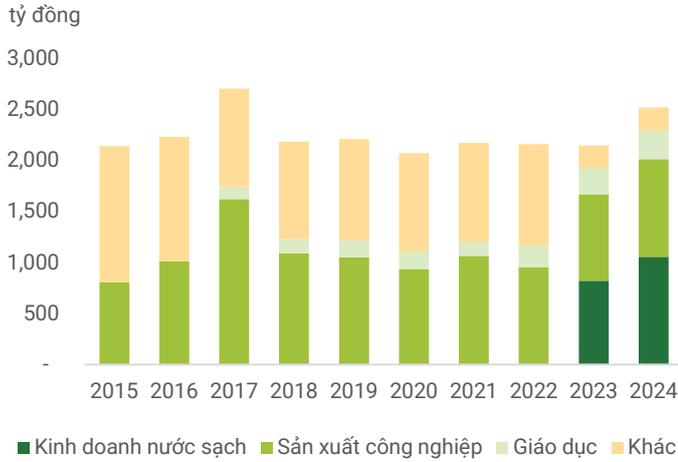
Cơ cấu doanh thu khác chiếm khoảng 20% - 30% tổng doanh thu với sự đóng góp của các mảng kinh doanh đa dạng, trải dài từ điện năng, giáo dục, nước sạch... - tương đương với khoảng bình quân khoảng 2 ngàn tỷ đóng góp vào doanh thu mỗi năm.

Mặc dù đây không phải là động lực tăng trưởng chính của công ty đối với mảng kinh doanh khác gồm hỗn hợp nhiều mảng nhỏ. Bởi các mảng kinh doanh này đều mang tính ổn định, thiết yếu và có biên lợi nhuận cao. Qua đó giúp đa dạng hóa nguồn doanh thu, hỗ trợ một phần dòng tiền trong hoạt động kinh doanh. Điều này càng đóng vai trò quan trọng hơn đối với VCG khi doanh nghiệp khi hoạt động trong giai đoạn khó khăn như năm 2021 – 2022.

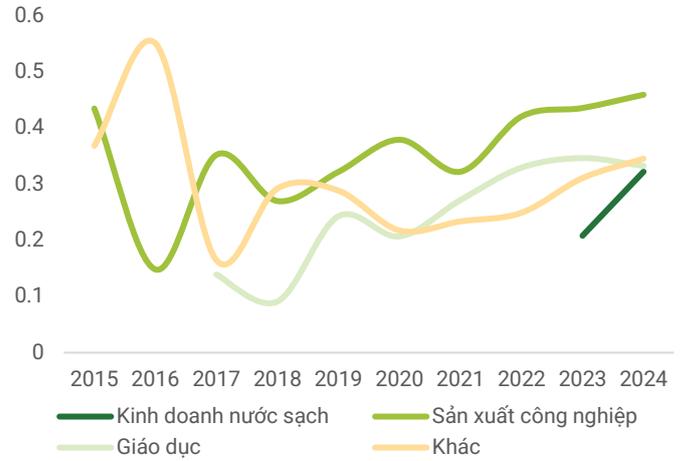
**Bảng 8: Các công ty con trong chuỗi kinh doanh khác của VCG tương đối đa dạng về loại hình kinh doanh.**

STT	Tên công ty con	Loại hình kinh doanh	Công suất thiết kế	Doanh thu đóng góp bình quân mỗi năm vào tổng công ty (tỷ đồng)
1	Công ty Cổ phần Viwaco	Nước sạch	180.000 m <sup>3</sup> /ngày đêm	1,000
2	Công ty Cổ phần Vinaconex Dung Quất	Nước sạch	25.000 m <sup>3</sup> /ngày đêm	
3	Công ty Cổ phần BOO Nước sạch Sapa	Nước sạch	15.000 m <sup>3</sup> / ngày đêm	
4	Công ty Cổ phần Bách Thiên Lộc	Thủy điện	30 MW	900
5	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển điện Miền Bắc 2 (gồm dự án Thủy điện Ngòi Phát và Ngòi Phát mở rộng)	Thủy điện	84 MWI	
6	Công ty TNHH Một thành viên Giáo dục Lý Thái Tổ	Giáo dục	4000 học sinh	190

Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 13: Thu nhập từ các hoạt động khác tương đối ổn định**


Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 14: Biên lợi nhuận gộp trong các mảng kinh doanh khác bình quân đạt khoảng 30% trong giai đoạn 2015 - 2024**


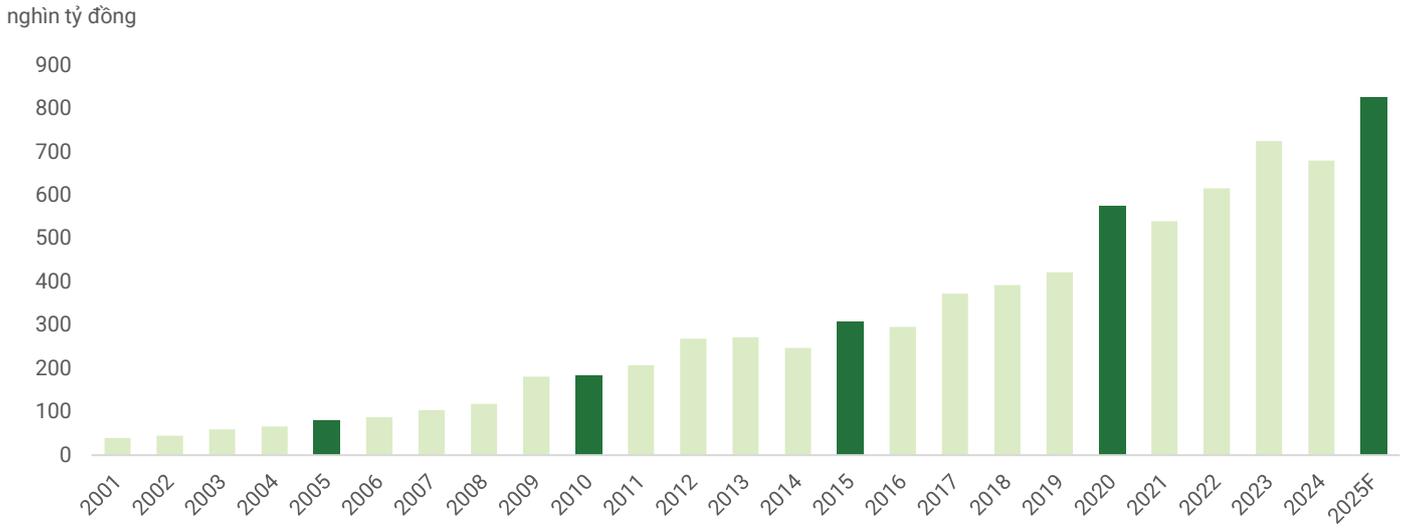
Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

### III. TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐẦU TƯ CÔNG

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành đầu tư công trong 2025F như đã đề cập trong báo cáo lần đầu HHV (tại ngày 09/04/2025). Một số điểm chính khiến chúng tôi kỳ vọng tích cực về ngành đầu tư công bao gồm:

- (1) **Đẩy mạnh đầu tư công là một trong những yếu tố quan trọng hàng đầu nhằm giúp GDP đạt được mục tiêu 8% trong năm 2025:** Theo kế hoạch đề ra, chúng tôi nhận thấy đầu tư công là lĩnh vực quan trọng để giúp thúc đẩy đạt được GDP mục tiêu trong 2025 với kế hoạch vốn đầu tư công đã được Quốc hội thông qua trong năm 2025 là khoảng 36 tỷ USD (+32%YoY).
- (2) **Môi trường lãi suất dự kiến duy trì ở mức thấp và ổn định, room tín dụng dồi dào hỗ trợ một phần trong việc thúc đẩy hoạt động đầu tư:** Chúng tôi kỳ vọng lãi suất trong 2025 tiếp tục duy trì ở mức thấp và ổn định nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng, cũng như room tín dụng vẫn còn dồi dào khi trong 2 tháng đầu năm, tăng trưởng tín dụng chỉ tăng khoảng 1.24% so với cuối năm 2024. Theo đó, chúng tôi cho rằng điều này sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp đi vay nhằm thực hiện các phần công việc, góp phần đẩy nhanh tiến độ thi công và nghiệm thu công trình. Nhờ đó, giúp hoàn thiện hồ sơ thanh toán ngay sau khi có khối lượng, để đẩy nhanh tiến độ giải ngân trong năm 2025.
- (3) **Áp lực giải ngân cao trong 2025 do năm cuối trong kế hoạch 5 năm trung hạn:** Áp lực giải ngân cũng như các dự án quan trọng kỳ vọng sẽ được đẩy mạnh để có thể đạt được kế hoạch 3 ngàn km đường cao tốc trong năm 2025 với các tuyến cao tốc Bắc – Nam như: La Sơn – Túy Loan, Hà Tĩnh – Quảng Bình – Quảng Trị, Quảng Ngãi – Bình Định, Bình Định – Nha Trang.

**Hình 15: Đẩy mạnh đầu tư công thường được diễn ra trong cuối năm của giai đoạn kế hoạch 5 năm**



Nguồn: PHS tổng hợp

### III. ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

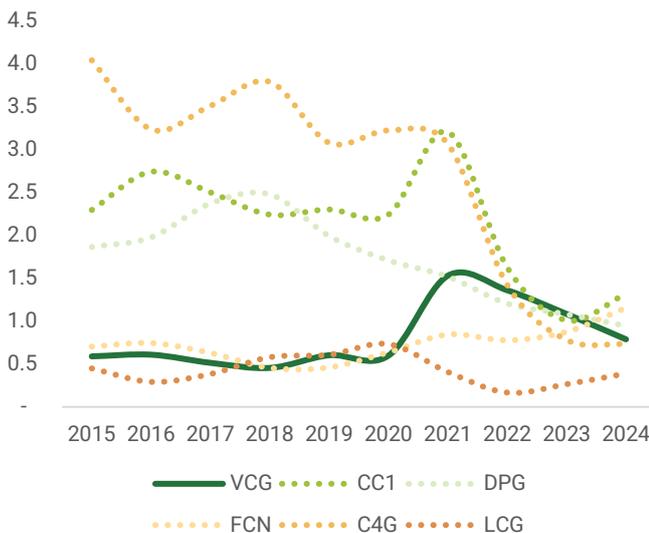
#### 1. Cải thiện hiệu quả hoạt động và quản trị tài chính.

Nhìn chung, hệ số D/E của các doanh nghiệp trong ngành đang có xu hướng tiệm cận mức 1.0x lần trong giai đoạn, cho thấy nỗ lực tái cấu trúc tài chính một cách chủ động. Đồng thời, nhiều doanh nghiệp cũng đang đẩy mạnh tăng vốn chủ sở hữu thông qua phát hành cổ phiếu nhằm duy trì cơ cấu tài chính ổn định hơn.

Riêng đối với VCG, nhờ sự phục hồi của hoạt động xây dựng sau đại dịch Covid-19 cùng với việc tối ưu hóa cấu trúc nợ bằng cách thay thế các khoản vay trái phiếu bằng vay ngân hàng ngắn hạn với lãi suất ưu đãi chỉ từ 3–6%/năm (thấp hơn đáng kể so với mức 7,5–9%/năm của các hợp đồng trái phiếu và vay dài hạn), VCG đã từng bước cải thiện được các chỉ số hiệu quả tài chính.

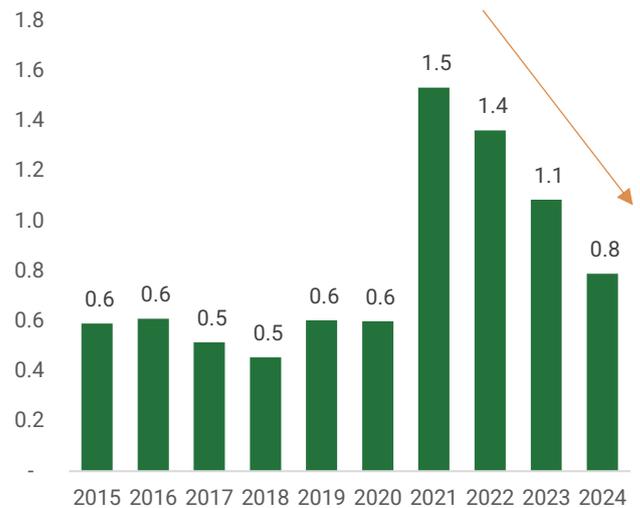
Thêm vào đó, chỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) cũng giảm đáng kể từ mức 1.5 lần trong năm 2021 còn 0.8 lần vào cuối năm 2024 khi công ty gia tăng chi trả nợ gốc trong giai đoạn trên, tận dụng môi trường & hiệu suất kinh doanh cải thiện.

**Hình 16: Tỷ lệ D/E của các doanh nghiệp cùng ngành có xu hướng tiệm cận về 1.0x lần.**



Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 17: VCG duy trì xu hướng giảm đối với hệ số D/E, phản ánh nỗ lực của doanh nghiệp trong việc tái cơ cấu chi phí và kiểm soát đòn bẩy tài chính một cách chủ động.**

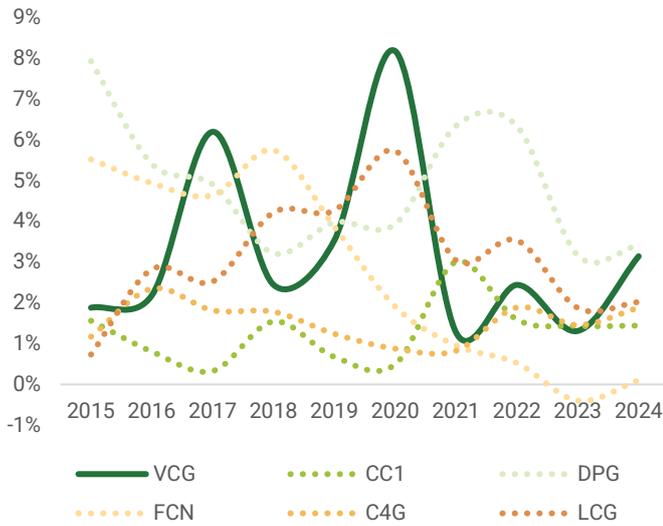


Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

#### 2. Khả năng sử dụng tài sản và hiệu quả sử dụng vốn

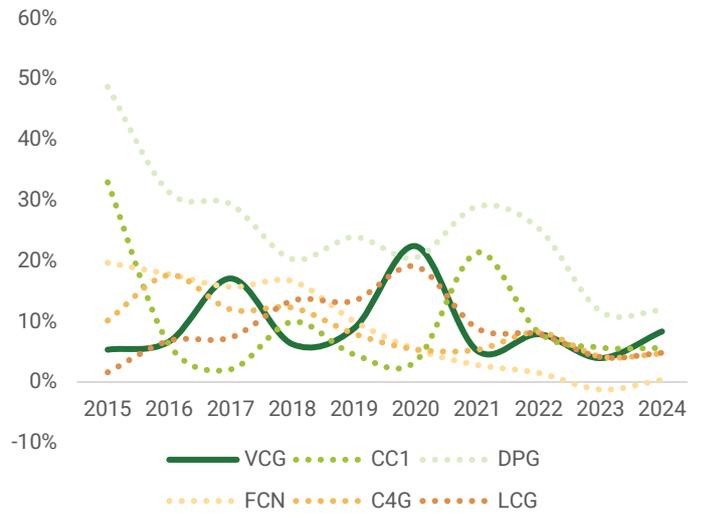
Xét tổng thể, ROA và ROE của VCG hiện đang ở mức thấp hơn mặt bằng chung so với các doanh nghiệp cùng ngành. Theo chúng tôi, điều này chủ yếu xuất phát từ hai nguyên nhân: (i) mảng xây lắp – vốn là hoạt động cốt lõi – có biên lợi nhuận gộp thấp, và (ii) danh mục tài sản quy mô lớn nhưng tính thanh khoản còn hạn chế, do phần lớn vẫn đang nằm dưới dạng tài sản dở dang. Các tài sản này hiện chưa thể tạo ra dòng tiền thực tế, qua đó chưa đóng góp hiệu quả vào kết quả kinh doanh trong kỳ.

**Hình 18: Hệ số ROA của VCG trong các năm nhìn chung thấp hơn so với hầu hết các doanh nghiệp cùng ngành do còn nhiều tài sản ẩn.**



Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 19: Chúng tôi cho rằng hệ số ROE của VCG duy trì hiệu quả thấp đến từ chiến lược đánh đổi biên lợi nhuận để duy trì thị phần trong trung và dài hạn.**



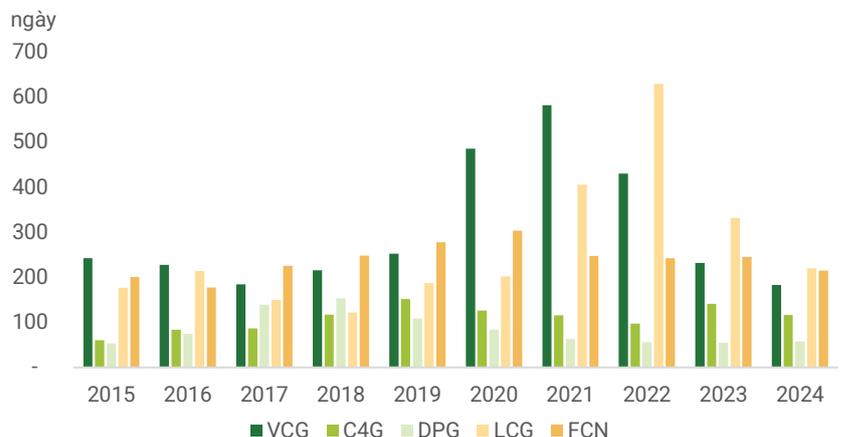
Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

### 3. Số ngày khoản phải thu có xu hướng giảm nhờ hiệu quả trong việc thu hồi công nợ.

Số ngày phải thu của các doanh nghiệp xây dựng thường xuyên duy trì ở mức cao. Chúng tôi lưu ý, đối với doanh nghiệp xây dựng, việc thu hồi công nợ là yếu tố cực kỳ nan giải bởi đặc thù thanh toán theo tiến độ nghiệm thu công trình – vốn thường kéo dài nhiều tháng do quy trình nghiệm thu, kiểm toán và phê duyệt thanh toán phức tạp...

Tuy nhiên, từ năm 2023 đến 2024, VCG ghi nhận xu hướng giảm mạnh số ngày phải thu so với giai đoạn 2020–2022, trái ngược với xu hướng chung của ngành. Chúng tôi đánh giá đây là kết quả của việc cải thiện hiệu quả quản lý công nợ, cho thấy những tiến bộ rõ nét trong công tác kiểm soát dòng tiền so với giai đoạn trước, qua đó giúp cải thiện chất lượng dòng tiền.

**Hình 20: Số ngày phải thu của VCG có dấu hiệu cải thiện so với giai đoạn 2020 – 2021.**



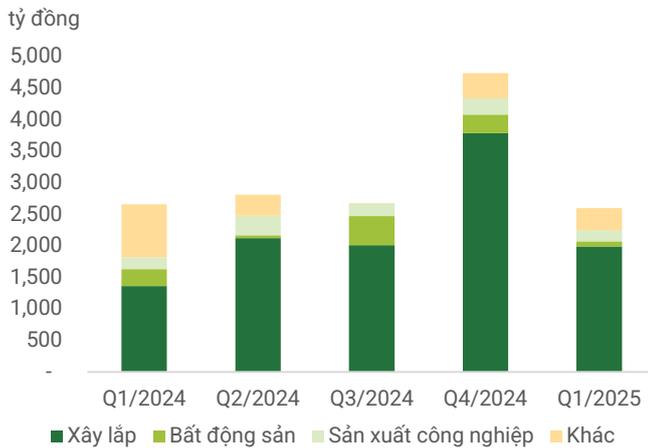
Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

#### 4. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1.2025

Doanh thu thuần và LNST-CĐTTS trong Q1.2025 lần lượt đạt 2,596 ngàn tỷ đồng (-2%YoY) và 128 tỷ đồng (-72%YoY) – lần lượt hoàn thành 17% và 13% so với kế hoạch kinh doanh 2025. Cụ thể:

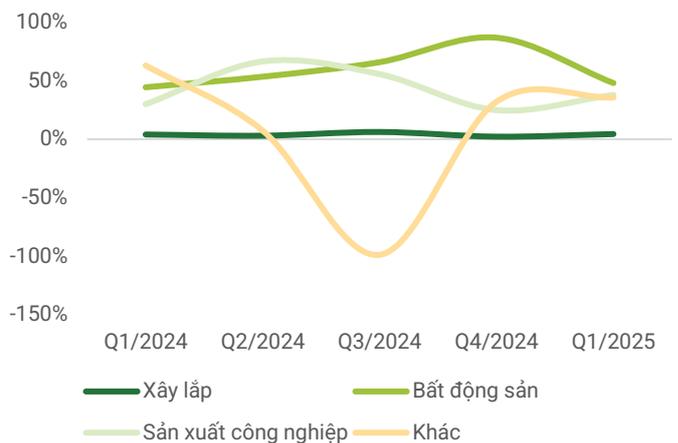
- Doanh thu thuần giảm nhẹ -2%YoY chủ yếu do doanh thu hoạt động bất động sản giảm mạnh -71%YoY – tương đương với khoảng 77 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu đến từ hoạt động mở bán các dự án như trung tâm thương mại chợ Mơ chỉ mới ghi nhận trong doanh thu một phần trong Q1/2025.
- Mặc dù hoạt động kinh doanh cốt lõi chưa ghi nhận kết quả khả quan, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy chi phí lãi tài chính giảm mạnh -51%YoY – cho thấy nỗ lực kiểm soát đòn bẩy tài chính và hiệu quả trong việc sử dụng chi phí.

**Hình 21: Doanh thu thuần sụt giảm nhẹ -2%YoY do giảm đóng góp từ mảng kinh doanh bất động sản**



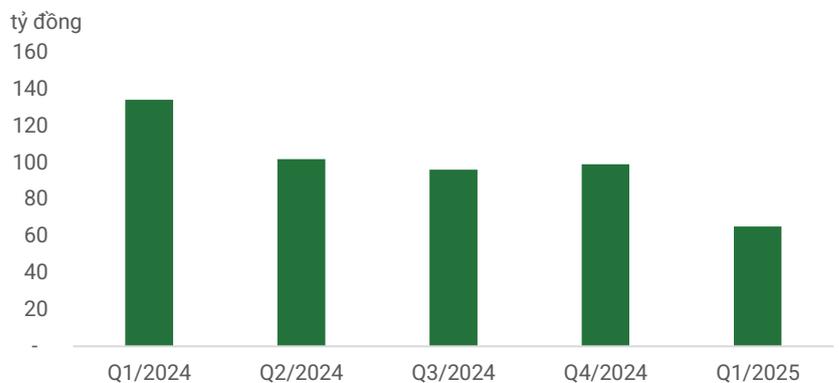
Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 22: Biên lợi nhuận gộp chung giảm mạnh -16 bspYoY do sụt giảm -32 bsp YoY đến từ biên gộp của các hoạt động kinh doanh không cốt lõi.**



Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

**Hình 23: VCG duy trì khả năng kiểm soát chi phí tài chính hiệu quả thông qua tiết giảm chi phí lãi vay.**



Nguồn: VCG, PHS tổng hợp

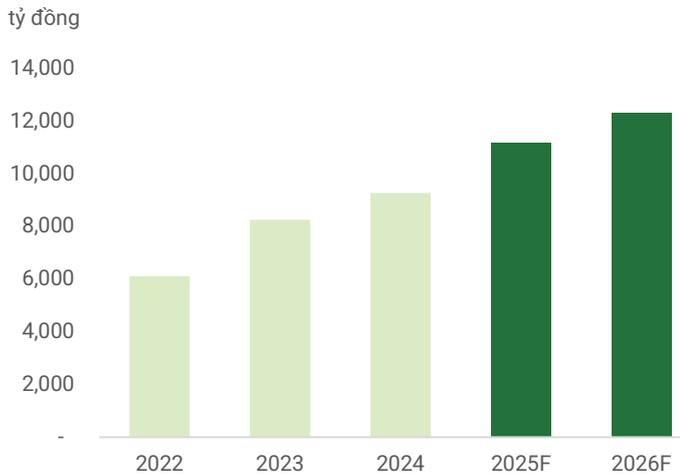
## V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### 1. Doanh nghiệp xây dựng đầu ngành được hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy đầu tư công. Nhờ đó, góp phần duy trì đà tăng trưởng khối lượng backlog trong giai đoạn 2025F – 2026F.

Khối lượng backlog còn lại cho 2025F – 2026F tương đối lớn – ước tính cao gấp 1.8 lần doanh thu bình quân giai đoạn 2023 – 2024, tương đương với khoảng 15.5 ngàn tỷ đồng, với điểm rơi doanh thu chủ yếu trong năm 2025F. Đồng thời, mỗi năm khối lượng backlog ký mới của VCG ước đạt khoảng 10 – 11 ngàn tỷ đồng với thời gian thi công kéo dài bình quân khoảng 2 – 3 năm. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần mảng xây lắp năm 2025F và 2026F đạt lần lượt là 11.2 ngàn tỷ đồng (+21%YoY) và 11.7 ngàn tỷ đồng (+5%YoY).

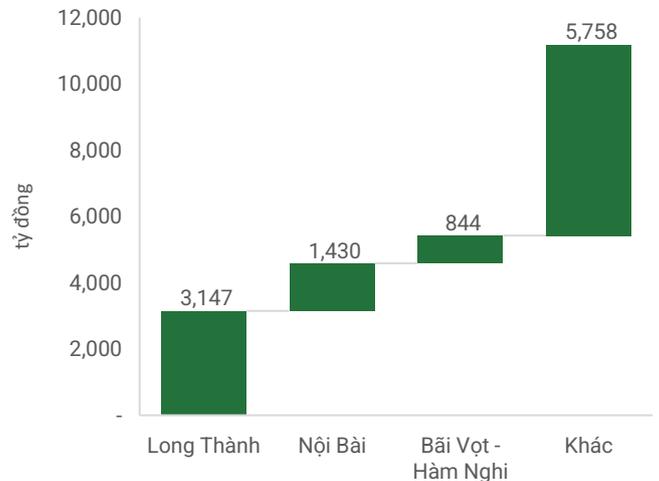
Năm 2025, chúng tôi cho rằng đây là năm đặc biệt khi đây là năm cuối trong giai đoạn 5 năm kế hoạch trung hạn giai đoạn 2021 – 2025. Do đó, các dự án xây dựng hạ tầng kỳ vọng được đẩy mạnh tích cực. Theo đó, chúng tôi ước dự án lớn đóng góp vào trong doanh thu 2025, sẽ đến từ đóng góp của các dự án trọng điểm như Cảng Hàng không Quốc tế Long Thành, cảng Hàng không Quốc tế Nội Bài và Bãi Vọt – Hàm Nghi với giá trị ước đạt lần lượt khoảng 28%, 13% và 8% tổng giá trị backlog.

**Hình 24: Doanh thu xây lắp giai đoạn 2025 – 2026 tiếp tục tăng trưởng nhờ hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư công.**



Nguồn: VCG, PHS ước tính và tổng hợp

**Hình 25: Ước tính các dự án đóng góp chính vào doanh thu xây lắp 2025F**



Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng trong dài hạn, triển vọng mảng xây lắp của VCG vẫn được đảm bảo nhờ vào:

**(1.1) Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 chủ yếu tập trung vào các dự án lớn, quan trọng cấp quốc gia:** Theo Chỉ thị số 25/CT-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc xây dựng kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026–2030, chúng tôi nhận thấy có 2 trọng tâm đáng chú ý như sau: (i) Phân bổ vốn sẽ ưu tiên cho các dự án quan trọng quốc gia như đường cao tốc, đường sắt tốc độ cao và đường sắt đô thị; (ii) Số lượng dự án sử dụng vốn ngân sách trung ương trong giai đoạn 2026–2030 sẽ giảm 15%–20% so với giai đoạn 2021–2025, nhằm tránh dàn trải nguồn lực. Từ định

hướng này, chúng tôi cho rằng trong giai đoạn tới, đầu tư công sẽ đặt trọng tâm vào việc nâng cao chất lượng dự án và đẩy nhanh tiến độ triển khai các công trình hạ tầng quy mô lớn

- (1.2) VCG có khả năng đón đầu cơ hội khi là doanh nghiệp hàng đầu với năng lực thi công tốt và công tác chuẩn bị nhân lực từ sớm:** VCG đã khẳng định được năng lực thi công và triển khai thông qua việc liên tiếp trúng thầu các dự án hạ tầng trọng điểm. Trong bối cảnh giai đoạn 2026–2030 được định hướng ưu tiên cho các gói thầu lớn, chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp sở hữu năng lực triển khai thực tế và uy tín trong thi công – như VCG – sẽ có lợi thế cạnh tranh rõ rệt. Đồng thời, cần lưu ý rằng đặc thù ngành xây dựng là cần đội ngũ nhân công lớn và có kinh nghiệm để đảm bảo tiến độ và chất lượng dự án. Trong cuối năm 2024, VCG đã chủ động hợp tác cùng Đại học Xây dựng Hà Nội để phát triển các chương trình đào tạo chuyên biệt cho kỹ sư trong các lĩnh vực như đường sắt cao tốc và đường sắt đô thị. Những bước đi này cho thấy VCG đang từng bước củng cố nội lực, nhằm đón đầu làn sóng đầu tư hạ tầng mới trong thời gian tới.

Vì vậy, với các yếu tố trên, chúng tôi kỳ vọng VCG sẽ tiếp tục trúng thầu các dự án lớn. Nhờ đó, tiếp tục đảm bảo khối lượng backlog cũng như khối lượng công việc trong dài hạn.

**Bảng 9: Một số các dự án xây dựng hạ tầng chính trong giai đoạn 2026 – 2030**

STT	Tên dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian dự kiến	Tiến độ
<b>Đường sắt</b>				
1	Cao tốc Bắc - Nam	1,713	2026 - 2035	Đang hoàn thành thủ tục
2	Thủ Thiêm - Long Thành	84,000	2026 - 2030	Đang chờ Quốc hội phê duyệt
3	HCM - Cần Thơ	181,700	2027 - 2035	Dự kiến trình Quốc hội trong 2025
<b>Đường bộ</b>				
1	TP.HCM – Mộc Bài (giai đoạn 1)	19,617	2025 - 2027	Đã phê duyệt chủ trương dự án đầu tư
2	Quy Nhơn –Pleiku –Lệ Thanh	43,500	2025 - 2030	Đang trình Quốc hội
3	Nội Bài – Bắc Ninh	2,800	2025 - 2030	Nâng cấp lên 4 làn xe. Đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư
4	Bắc Kạn – Cao Bằng	10,000	2026 - 2027	Đang khẩn trương giải phóng mặt bằng
5	Quảng Ngãi – Kon Tum	44,300	2026 - 2028	Dự kiến phê duyệt trong 2025
6	Vành đai 4 - HCM (giai đoạn 1)	120,413	2026 - 2029	Đang chờ phê duyệt. Dự kiến lựa chọn nhà đầu tư trong 2026

7	Hà Tiên - Rạch Giá - Bạc Liêu	80,836	2026 - 2030	Cơ bản hoàn thành báo cáo nghiên cứu tiền khả thi
8	Đức Hòa - Mỹ An	29,000	2026 - 2030	Đang chờ phê duyệt
9	Trà Vinh - Hồng Ngự	5,866	2026 - 2030	Đang chờ phê duyệt
10	Dinh Bà - Cao Lãnh	21,856	2026 - 2030	Đang đề xuất

Nguồn: PHS tổng hợp

## 2. Mảng bất động sản tiếp tục ghi nhận đóng góp doanh thu từ 4 dự án trong 2025.

Trong 2025, VCG kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu của 4 dự án, gồm Green Diamond, TTTM chợ Mơ, KĐT Đại lộ Hòa Bình và KĐT Vinaconex Móng Cái. Chúng tôi xin cập nhật tình hình tiến độ các dự án như sau:

- (i) Green Diamond: Theo chia sẻ của công ty, dự kiến dự án này sẽ tiếp tục ghi nhận 20% lợi nhuận còn lại trong 2025.
- (ii) Trung tâm thương mại Chợ Mơ: Được biết công ty hiện đã mở bán 13 sàn, trong đó đã bán được khoảng 9 – 10 sàn trong đầu năm 2025.
- (iii) KĐT Đại lộ Hòa Bình và KĐT Vinaconex Móng Cái: Hiện nay dự án đã hoàn thành đầu tư giai đoạn 1, bao gồm đồng bộ hạ tầng và đã có văn bản pháp lý đủ điều kiện để bán hàng.

Đối với dự án KĐT Đại lộ Hòa Bình và KĐT Vinaconex Móng, chúng tôi nhận thấy 2 dự án trên ở vị trí tương đối gần nhau. Dựa trên quan sát, chúng tôi nhận thấy giá bán của 2 dự án trên có giá bình quân tương đối thấp so với các dự án lân cận. Cụ thể, dự án KĐT Đại lộ Hòa Bình có giá bán dự kiến từ 23 triệu đồng/m<sup>2</sup> và dự án KĐT Vinaconex Móng Cái từ 28.5 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

**Bảng 10: Giá bán các dự án liền kề với dự án bất động sản của VCG (nằm dọc sông Ka Long) hầu hết đang có mức giá bình quân tương đối cao.**

STT	Tên dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Các loại sản phẩm	Giá bán bình quân dự kiến
1	Khu đô thị Promexco	Km5 Quốc lộ 18, phường Hải Yên, TP. Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh	CTCP Sản xuất Bao bì và Hàng xuất khẩu Promexco	ShopHouse	Giá từ 6.5 triệu/m <sup>2</sup>
				Nhà liền kề	Giá từ 4.5 triệu /m <sup>2</sup>
				Biệt thự	N/A
2	Marina Móng Cái	GWVX+39Q, Phường Hải Yên, Thành Phố Móng Cái, Quảng Ninh	CTCP hợp tác thương mại Asean và SGO Group	ShopHouse	Giá từ 35 triệu/m <sup>2</sup>
				Nhà liền kề	
				Biệt thự	
3	Royal Riverside City	Phường Hải Yên, thành phố Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh	CTPC Tập đoàn Đầu tư Victory tại Móng Cái, Quảng Ninh	ShopHouse	126 triệu/m <sup>2</sup>
				Nhà liền kề	127.5 triệu/m <sup>2</sup>
				Biệt thự	
4	Vinhomes Golden Avenue	Phường Hải Hòa, Thành phố Móng Cái, Bắc Luân 2	CTCP Vinhomes	ShopHouse	83.8 triệu/m <sup>2</sup>
				Nhà liền kề	53.7 triệu/m <sup>2</sup>
				Biệt thự	82.4 triệu/m <sup>2</sup>

Nguồn: PHS tổng hợp

Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng bất động sản nhà ở và thương mại trong 2025F đạt khoảng 1.6 ngàn tỷ đồng (+50%YoY), nhờ đến từ đóng góp của 4 dự án (khu đô thị Vinaconex Móng Cái; khu đô thị Hòa Bình; trung tâm thương mại chợ Mơ và chung cư cao cấp Green Diamond).

**Bảng 11: Ước tính doanh thu bất động sản dân dụng giai đoạn 2025F – 2029F theo từng dự án**

Tên dự án	2025	2026	2027	2028	2029
TTTM Chợ Mơ	730	492	-	-	-
Green Diamond	445	490	-	-	-
KĐT Vinaconex Móng Cái	320	705	1,550	1,705	2,345
KĐT Đại lộ Hòa Bình	177	780	858	944	1,038
Cát Bà Amatina			1,473	2,946	5,893
<b>Doanh thu mỗi năm</b>	<b>1,673</b>	<b>2,466</b>	<b>3,882</b>	<b>5,596</b>	<b>9,276</b>

*Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp*

### 3. Đẩy mạnh đầu tư công kỳ vọng hỗ trợ tâm lý thị trường tích cực trong thời gian tới.

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm xuyên suốt đối với nhóm đầu tư công dựa trên quan điểm đây là nhóm ngành được kỳ vọng là một trong những trụ cột tăng trưởng chính trong năm 2025 – 2026. VCG là doanh nghiệp đầu ngành cùng với triển vọng kinh doanh kỳ vọng tăng trưởng với LNST-CĐTTS 2025F tăng +24%YoY và mục tiêu hỗ trợ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công từ Chính phủ trong 2025 kỳ vọng sẽ giúp hỗ trợ tâm lý nhà đầu tư trong thời gian tới.

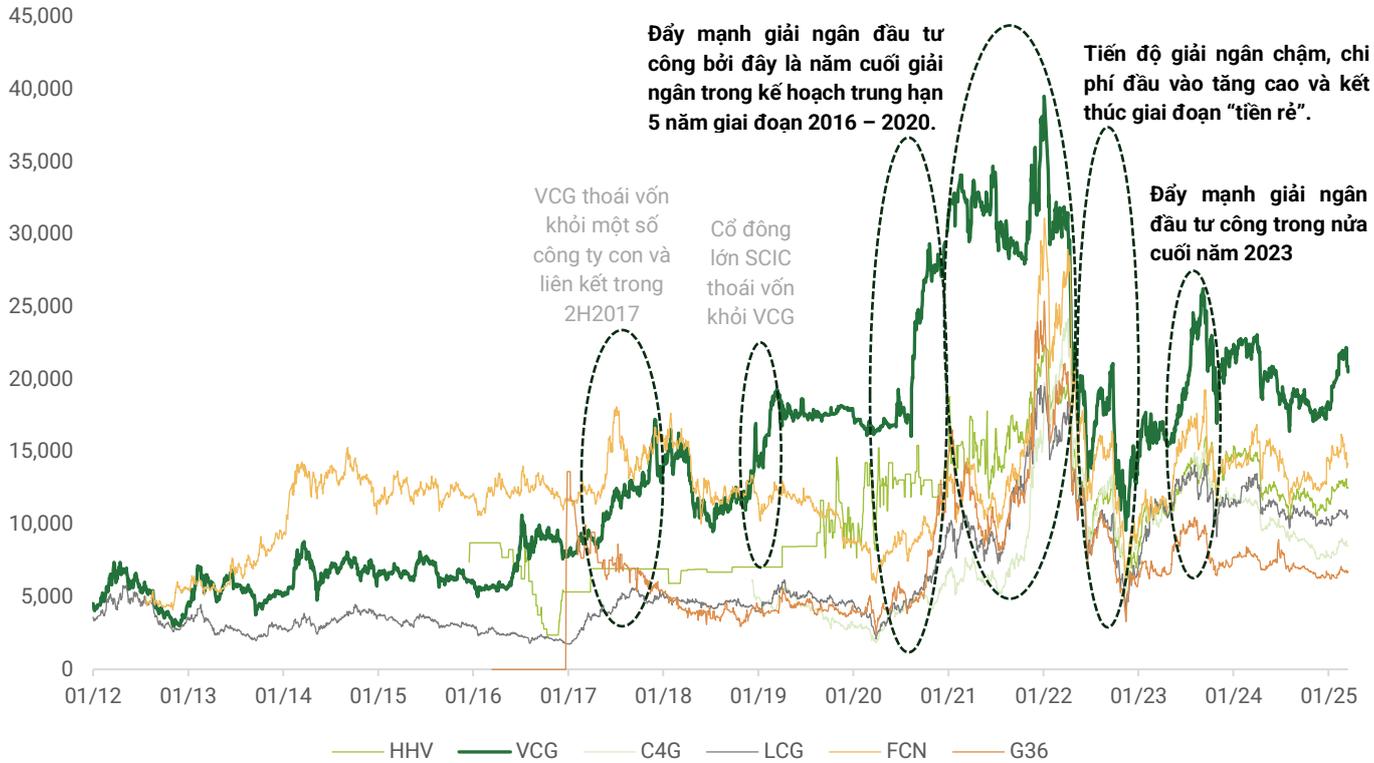
Chúng tôi xin lưu ý phần lớn các cổ phiếu nhóm ngành đầu tư công đều có biến động nhanh và mạnh so với thị trường chung. Khi xem xét diễn biến giá cổ phiếu trong quá khứ, chúng tôi nhận thấy đa số cổ phiếu thuộc nhóm ngành này sẽ phụ thuộc phần lớn vào diễn biến tình hình của chính sách đầu tư công. Đối với xu hướng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công năm 2025, chúng tôi nhận thấy có những nét tương đồng so với giai đoạn 2020 trước đó khi mà nhà nước tăng tốc giải ngân đầu tư công trong năm cuối trong kế hoạch 5 năm trung hạn. Đồng thời, việc tháo gỡ nút thắt trong các điều khoản về luật đầu tư trong năm 2025 kỳ vọng tạo yếu tố tâm lý tích cực trong lĩnh vực này.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu VCG sẽ được tái định giá lại trong thời gian tới nhờ cộng hưởng từ các yếu tố tích cực đã được đề cập ở phía trên

**Hình 26: Diễn biến giá cổ phiếu phần lớn biến động theo xu hướng của tình hình hoạt động đầu tư công.**

Giai đoạn đặc biệt khi nhóm ngành này khi được hưởng lợi từ thị trường chung trong thời kỳ dịch Covid – bất chấp sự sụt giảm trong tăng trưởng giải ngân đầu tư công so với cùng kỳ.

VND/cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

**Bảng 12: Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F**

(Tỷ đồng)	2024F	2025F	%YoY (24/23)	%YoY (25/24)	Nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>12,870</b>	<b>15,466</b>	<b>1%</b>	<b>20%</b>	<b>DTT 2025F ước tính tăng trưởng +20%YoY, trong đó được dẫn dắt bởi mảng kinh doanh xây lắp và bất động sản</b>
Xây lắp	9,274	11,180	12%	21%	Doanh thu xây lắp tăng trưởng khả quan +21%YoY nhờ khối lượng backlog duy trì ở mức cao - ước tính gấp 1.8 lần so với backlog giai đoạn 2023 - 2024
Bất động sản dân dụng	1,073	1,673	-53%	56%	DTT mảng bất động sản dân dụng ước tính +56%YoY nhờ đóng góp từ 4 dự án (i) Khu đô thị Vinaconex Móng Cái (ii) khu đô thị Hòa Bình và (iii) Trung tâm thương mại chợ Mơ và (iv) Chung cư cao cấp Green Diamond
Khác	2,523	2,613	17%	4%	
GVHB	(10,889)	(13,059)	-5%	20%	
<b>LNG</b>	<b>1,981</b>	<b>2,407</b>	<b>68%</b>	<b>21%</b>	
Xây lắp	322	615	-233%	91%	
Bất động sản dân dụng	707	776	-2%	10%	
Khác	952	1,016	36%	7%	
CPBH & QLDN	(438)	(526)	3096%	20%	
<b>LNHĐKD chính</b>	<b>1,543</b>	<b>1,880</b>	<b>32%</b>	<b>22%</b>	
Doanh thu TC	333	302	-5%	-9%	
CP TC	446	425	-48%	-5%	
<b>Chi phí lãi vay</b>	<b>(431)</b>	<b>(410)</b>	<b>-48%</b>	<b>-5%</b>	Tiếp tục duy trì hoạt động giảm dư nợ gốc vay, qua đó góp phần tiết giảm -5%YoY chi phí lãi vay trong kỳ
LN công ty LK	(79)	(79)	-30%	0%	
Lãi/lỗ khác	21	21	379%	0%	
LN TT	1,373	1,699	147%	24%	
LN ST	1,108	1,372	180%	24%	
<b>LN ST-CĐTTS</b>	<b>927</b>	<b>1,147</b>	<b>130%</b>	<b>24%</b>	
		<b>15,466</b>			
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>15.4%</b>	<b>15.6%</b>			Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện nhẹ, tăng khoảng 0.2 điểm phần trăm (bps) svck năm trước, chủ yếu đến từ hiệu quả trong công tác kiểm soát chi phí xây dựng được cải thiện
LNG - xây lắp	3.5%	5.5%			
LNG - BĐS dân dụng	65.9%	46.4%			
LNG - khác	37.7%	38.9%			
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.4%</b>			

Nguồn: HHV, PHS dự phóng và tổng hợp

## VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Trong đó:

- **Hoạt động xây lắp:** Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E với P/E mục tiêu 2025 cho mảng xây lắp là 18.3x lần – tương đương với P/E trung bình ngành xây dựng.

- **Hoạt động kinh doanh bất động sản:** Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF đối với hoạt động kinh doanh bất động sản cho nhóm bất động sản nhà ở, thương mại và khu công nghiệp với WACC khoảng 11%.

- **Hoạt động kinh doanh khác:** Chúng tôi sử dụng phương pháp BV và áp tỷ lệ chiết khấu khoảng 20% dựa trên quan điểm thận trọng do thiếu thông tin cho các mảng thủy điện và nước sạch với P/B mục tiêu sau khi lần lượt là 1.4x lần, 1.6x lần – tương đương với bình quân P/B ngành và P/B mục tiêu cho công ty liên kết và các mảng khác là 1.0x lần.

Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu VCG với giá mục tiêu là 25,400 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 11% so với giá đóng cửa tại ngày 22/05/2025).

**Bảng 13: Tổng hợp định giá theo phương pháp định giá từng phần**

Các mảng kinh doanh	ĐVT	Phương pháp	Giá trị đóng góp
Hoạt động xây lắp	tỷ đồng	P/E	4,840
Bất động sản	tỷ đồng	DCF	5,937
Thủy điện	tỷ đồng	BV	1,996
Nước sạch	tỷ đồng	BV	1,620
Công ty liên kết và khác	tỷ đồng	BV	790
<b>Tổng cộng giá trị vốn chủ sở hữu</b>			<b>15,183</b>
Số lượng SLCPLH	triệu cổ phiếu		599
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND/cổ phiếu</b>		<b>25,400</b>
Giá đóng cửa tại ngày 22/05/2025	VND/cổ phiếu		22,950
<b>Upside</b>			<b>11%</b>

Nguồn: PHS dự phóng và tổng hợp

**Bảng 14: Định giá P/E và P/B so với các doanh nghiệp cùng ngành**

Xây lắp	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/B	D/E
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G	2,715	15.2	0.7	0.7
CTCP Lizen	LCG	1,823	14.3	0.7	0.4
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG	3,509	14.8	1.7	0.9
Tổng công ty Xây dựng số 1	CC1	7,486	35.9	1.8	1.3
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV	5,827	11.2	0.5	1.7
<b>Trung bình</b>			<b>18.3</b>	<b>1.1</b>	

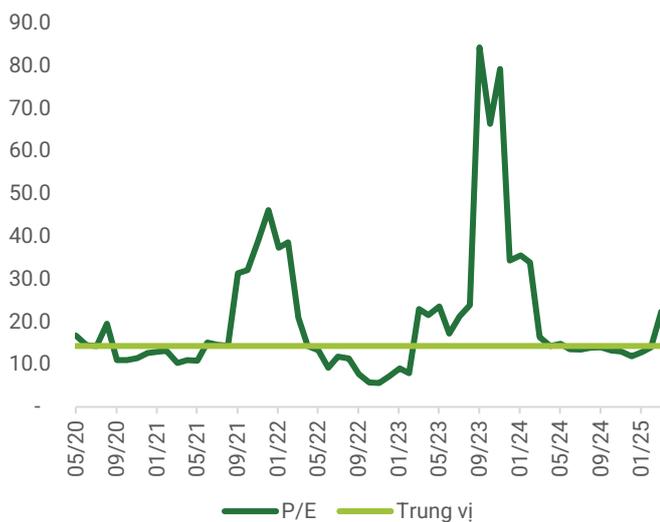
Nước sạch	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/B	D/E
-----------	-------	-------------------	-----	-----	-----

CTCP VIWACO	VAV	1,760	7.6	2.5	15.6%
CTCP Cấp nước Hải Phòng	HPW	1,633	15.9	1.6	79.6%
CTCP Cấp thoát nước Lâm Đồng	LDW	1,710	24.1	1.8	19.0%
CTCP - Tổng công ty nước - môi trường Bình Dương	BWE	11,656	23.1	2.3	142.0%
<b>Trung bình</b>			<b>17.7</b>	<b>2.0</b>	

Thủy điện	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/B	D/E
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE	32,924	15.49	1.7	44%
CTCP Thủy điện Hủa Na	HNA	5,669	18.05	1.7	15%
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	4,795	13.20	3.2	20%
<b>Trung bình</b>			<b>15.5</b>	<b>1.7</b>	

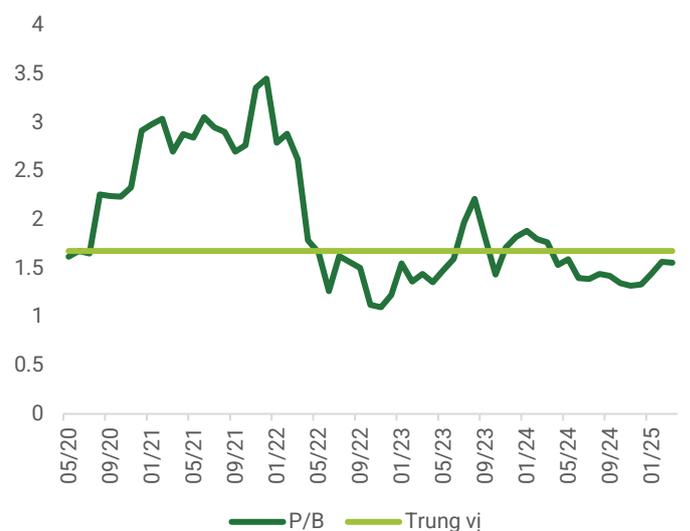
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 27: Định giá P/E 5 năm.



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 28: Định giá P/B 5 năm.



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

## VI. RỦI RO

- (1) Tiến độ thi công chậm hơn so với kỳ vọng
- (2) Tiến độ mở bán dự án bất động sản chậm hơn so với kỳ vọng
- (2) Giá nguyên vật liệu tăng cao: Ước tính chi phí nguyên liệu chiếm hơn 50% trong cơ cấu giá vốn xây dựng. Do đó, chi phí gia tăng nguyên vật liệu sẽ tác động tiêu cực đến cơ cấu lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,453</b>	<b>12,704</b>	<b>12,870</b>	<b>15,466</b>	<b>16,985</b>
Giá vốn hàng bán	(7,536)	(11,523)	(10,889)	(13,059)	(14,335)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>917</b>	<b>1,181</b>	<b>1,981</b>	<b>2,407</b>	<b>2,650</b>
Chi phí bán hàng và QLDN	(223)	79	(380)	(457)	(501)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>637</b>	<b>1,167</b>	<b>1,543</b>	<b>1,880</b>	<b>2,072</b>
Lợi nhuận tài chính	1,080	351	333	302	280
Chi phí tài chính	(765)	(854)	(446)	(425)	(407)
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	(27)	(113)	(79)	(79)	(79)
Thu nhập khác, ròng	61	4	21	21	21
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>985</b>	<b>556</b>	<b>1,373</b>	<b>1,699</b>	<b>1,888</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>931</b>	<b>396</b>	<b>1,108</b>	<b>1,372</b>	<b>1,525</b>
LNST của cổ đông Công ty mẹ	782	404	927	1,147	1,275
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>19,975</b>	<b>18,681</b>	<b>17,689</b>	<b>20,751</b>	<b>22,334</b>
Tiền và tương đương tiền	1,710	2,670	2,471	2,241	3,733
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,616	1,488	1,781	3,195	1,781
Phải thu ngắn hạn	9,059	7,070	5,858	6,920	7,600
Hàng tồn kho	7,080	6,888	7,090	7,808	8,575
Tài sản ngắn hạn khác	509	565	489	587	645
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>12,025</b>	<b>12,014</b>	<b>11,752</b>	<b>11,856</b>	<b>11,813</b>
Phải thu dài hạn	172	6	59	59	59
Tài sản cố định	2,684	3,862	3,479	3,476	3,326
Chi phí xây dựng dở dang	7,374	6,543	6,650	6,757	6,864
Đầu tư tài chính dài hạn	1,124	940	675	675	675
Tài sản dài hạn khác	670	663	889	889	889
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>31,999</b>	<b>30,694</b>	<b>29,441</b>	<b>32,607</b>	<b>34,147</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>22,069</b>	<b>20,453</b>	<b>18,325</b>	<b>20,149</b>	<b>20,198</b>
Nợ ngắn hạn	12,763	14,422	12,912	14,847	15,859
Nợ dài hạn	9,305	6,031	5,413	5,303	4,340
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9,931</b>	<b>10,241</b>	<b>11,116</b>	<b>12,458</b>	<b>13,949</b>
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	6,542	6,927	7,855	8,789	9,826
Lợi ích cổ đông thiểu số	40	40	40	223	426
Khác	3,348	3,274	3,221	3,446	3,696
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>31,999</b>	<b>30,694</b>	<b>29,441</b>	<b>32,607</b>	<b>34,147</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(1,767)	3,648	1,647	371	726
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	1,886	(168)	2	(461)	(461)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,222)	(2,521)	(1,847)	(140)	(997)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(1,102)</b>	<b>960</b>	<b>(199)</b>	<b>(230)</b>	<b>(732)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2,812	1,710	2,670	2,471	2,241
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1,710</b>	<b>2,670</b>	<b>2,471</b>	<b>2,241</b>	<b>1,510</b>
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>					
Lợi nhuận sau thuế	47%	50%	1%	20%	10%
Tổng tài sản	79%	-57%	180%	24%	11%
Doanh thu	3%	-4%	-4%	11%	5%
Tổng vốn chủ sở hữu	30%	3%	9%	12%	12%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Tỷ suất lãi gộp	11%	9%	15%	16%	16%
Tỷ suất EBIT	8%	9%	12%	12%	12%
Tỷ suất lãi ròng	9%	3%	7%	7%	8%
ROA	2%	1%	3%	4%	4%
ROE	8%	4%	8%	9%	9%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Số ngày phải thu	430	232	183	163	163
Số ngày tồn kho	255	221	234	184	184
Số ngày phải trả	105	75	75	75	75
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.6	1.3	1.4	1.4	1.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản	42%	36%	30%	27%	23%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	136%	108%	79%	71%	57%
Vay ngắn hạn/VCSH	54%	60%	40%	38%	34%
Vay dài hạn/VCSH	82%	48%	39%	34%	23%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**MUA:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

**TĂNG TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

**NẮM GIỮ:** Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

**BÁN:** Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

**KHÔNG XẾP HẠNG:** Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

**Fax:** (84-28) 5 413 5472

**Call Center:** (84-28) 5 413 5488

**Web:** www.phs.vn

#### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060

**Fax:** (+84-28) 3 535 2912

#### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận

3, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068

**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

#### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, Tp.HCM.

**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401

**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

#### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 6 250 9999

**Fax:** (+84-24) 6 250 6666

#### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải

Phòng

**Phone:** (+84-22) 384 1810

**Fax:** (+84-22) 384 1801