

TỔNG CTCP XUẤT NHẬP KHẨU VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HSX: VCG)

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

NGÀY CẬP NHẬT: 26/05/2025



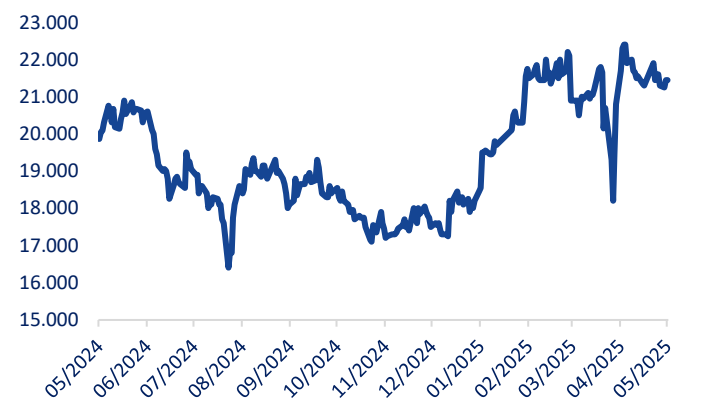
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

KHUYẾN NGHỊ		MUA
Vùng giá mua	22.000 – 22.600	
Giá mục tiêu (đồng)	27.200	
Giá cắt lỗ	20.000	
Upside tối đa	23,6%	

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Giá đóng cửa ngày 26/05/2025	22.950
Số lượng CP lưu hành	598.593.458
KLGD bình quân 1 tháng	10,68 triệu cp
Biến động giá 1 tuần	4,79%
Biến động giá 1 tháng	6,50%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Xây lắp sẽ là động lực chính:** Việc trúng thầu hàng loạt dự án trọng điểm với giá trị backlog năm 2024 ước tính khoảng 25.000 tỷ đồng (+2,7 lần svck) sẽ mang lại nguồn việc ổn định cho công ty trong giai đoạn 2025 - 2027. Trong năm 2025, dự báo doanh thu mảng xây dựng đạt 11.128,6 tỷ đồng (+20% svck), nhờ đóng góp lớn từ các dự án thành phần của cao tốc Bắc - Nam được nghiệm thu.
- Doanh thu BĐS nhà ở tăng mạnh** nhờ dự án KĐT Móng Cái và KĐT Đại Lộ Hòa Bình dự kiến mở bán trong năm nay. Ngoài ra, KĐT du lịch Cát Bà Amatina gần đây đã có chuyển biến khi VCG dự kiến sẽ bán buôn một phần dự án. Ước tính trong năm 2025, mảng BĐS có thể ghi nhận doanh thu 1.660 tỷ đồng (+55% svck).
- Các KCN của VCG có nhiều lợi thế** trong bối cảnh nhiều KCN ở Hà Nội ghi nhận tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 90%. Bên cạnh đó, VCG với vai trò vừa là nhà thầu, vừa là chủ đầu tư dự án sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng KCN.
- Sản lượng cung cấp nước sạch khả quan nhưng biên lợi nhuận gộp có thể thu hẹp** do giá bán buôn nước tại công ty Nước Sông Đà sẽ tăng lên 7.767 đồng/m3, tương ứng với tỷ lệ tăng 53,2% svck. Việc tăng giá bán buôn trong khi khung giá bán lẻ không thay đổi sẽ làm giảm biên lợi nhuận gộp của mảng này.
- Chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý với VCG là **27.200 đồng /cổ phiếu**, tương ứng với P/E fw 2025 là 12,3 lần. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCG cho hoạt động đầu tư dài hạn. Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 23,6%.

RỦI RO

- Vốn đầu tư công giải ngân chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến việc ghi nhận doanh thu các dự án xây lắp.**
- Thị trường BDS nghỉ dưỡng tiếp tục trầm lắng ảnh hưởng đến kế hoạch mở bán và giá bán của KĐT Du lịch Cát Bà Amatina.**

Đơn vị: Tỷ đồng

	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	5749,0	8452,9	12703,8	12870,2	14190,5
Lợi nhuận gộp	829,4	917,0	1181,0	1981,1	2122,1
Chi phí SG&A	1567,8	174,2	280,2	171,7	496,6
LNST	519,9	930,8	396,4	1108,4	1316,7
Biên lợi nhuận gộp	14,4%	10,8%	9,3%	15,4%	14,9%
Biên lợi nhuận ròng	9,0%	11,0%	3,1%	8,6%	10,5%

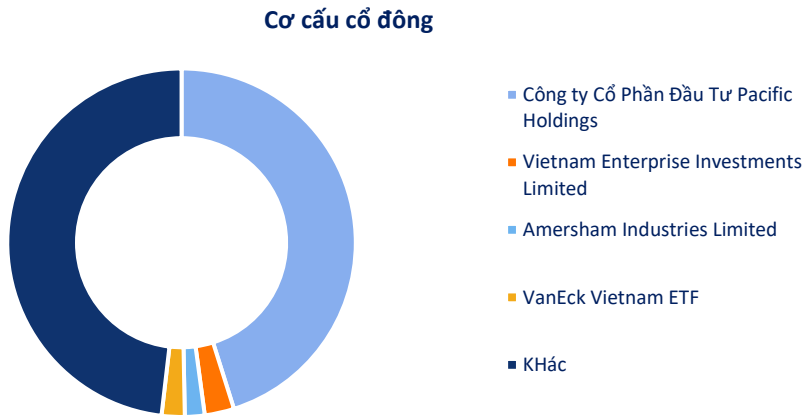
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

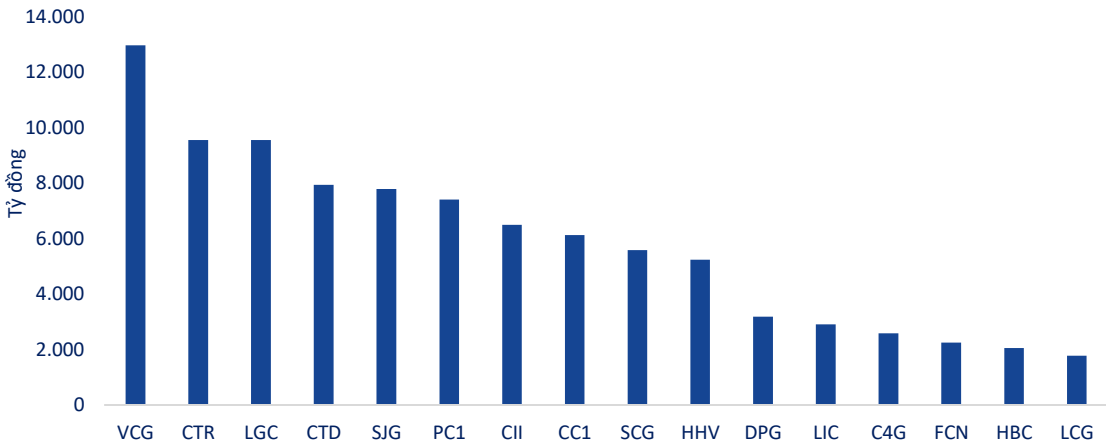
Lịch sử hình thành

Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (HSX: VCG) được thành lập năm 1988 và cổ phần hóa năm 2006 với số vốn điều lệ ban đầu là 1.500 tỷ đồng. Hoạt động kinh doanh chính của công ty là xây dựng công trình dân dụng, công nghiệp, cơ sở hạ tầng giao thông, thủy lợi, VCG hiện nằm trong top 4 doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn nhất trong ngành xây dựng. Với bề dày kinh nghiệm thi công dự án, VCG là đơn vị trực tiếp thi công các công trình trọng điểm Quốc gia như nhà ga T2 sân bay Nội Bài, cầu Nhật Tân, Trung tâm Hội nghị Quốc gia, đường cao tốc Láng Hòa Lạc...Ngoài ra, công ty còn mở rộng hoạt động trong lĩnh vực phát triển BĐS với đa dạng các loại hình gồm nhà ở, KCN và nghỉ dưỡng. Trống đó. các dự án tiêu biểu có thể kể đến KĐT Đại lộ Hòa Bình, KCN Sơn Đông, KĐT Móng Cái là dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao/mở bán kể từ năm 2025. Một trụ cột khác trong hoạt động kinh doanh của VCG là mảng đầu tư tài chính gồm cung cấp dịch vụ (nước sạch, năng lượng và giáo dục).

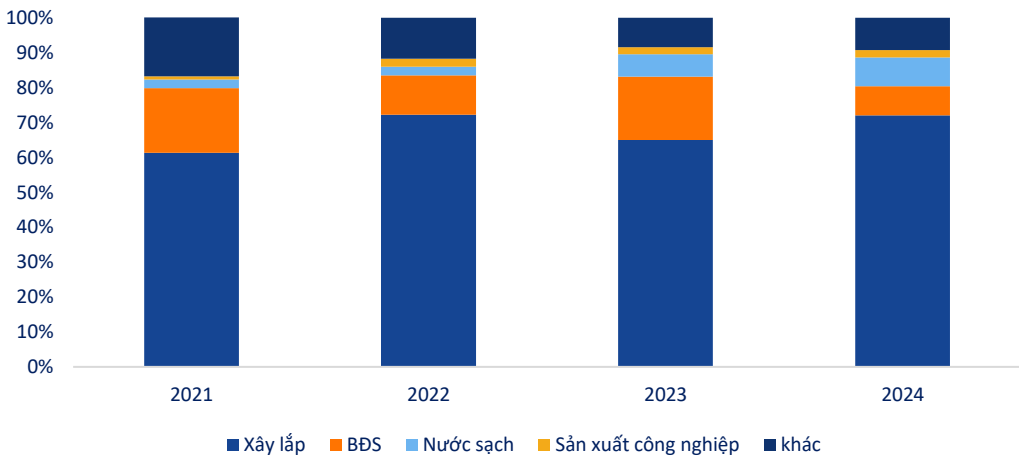
Tính đến hết năm 2024, VCG có 20 công ty con hoạt động trong các lĩnh vực xây lắp, kinh doanh BĐS, giáo dục và kinh doanh nước sạch. VCG hiện có 598.593.458 cổ phiếu đang lưu hành và là công ty có quy mô vốn hóa lớn trong ngành. Trong cơ cấu cổ đông, có sự tham gia của các quỹ đầu tư nước ngoài như VanEck Vietnam ETF và nhóm quỹ Dragon Capital.



VCG là công ty có quy mô vốn hóa lớn nhất trong ngành



Cơ cấu doanh thu



II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

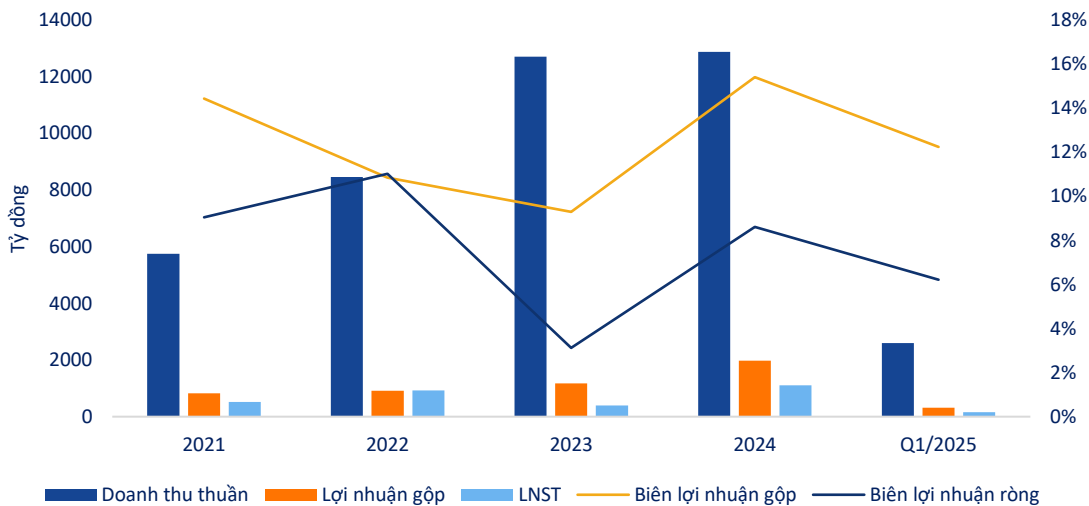
Doanh thu năm 2024 tăng nhẹ từ mức nền cao cùng kỳ

Năm 2024, VCG ghi nhận doanh thu 12.870,2 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,3% từ mức nền cao của năm trước. Đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu là mảng xây lắp, chiếm 72,1%. Trong năm, doanh thu xây lắp ghi nhận 9.273,9 tỷ đồng (+12,3% svck), có thể đến từ việc nhận thanh toán một phần thuộc các dự án như vành đai 4 Hà Nội, gói thầu mở rộng nhà ga T2 sân bay Nội Bài và một số gói thầu thuộc dự án sân bay Long Thành. Bên cạnh đó, doanh thu cung cấp nước sạch cũng tăng mạnh 28,5% nhờ sản lượng nước duy trì xu hướng tăng tích cực. Ngược lại, doanh thu kinh doanh BĐS giảm mạnh 53,4% svck, tương ứng đạt 1.071,2 tỷ đồng do trong năm, VCG chỉ bàn giao một số ít căn hộ còn lại thuộc dự án Diamond Tower. Trong khi năm 2023, VCG đã bàn giao 260 căn hộ, tương đương với 80% dự án này. Trong năm, các chi phí lớn như lãi vay và bán hàng giảm lần lượt 47,8% và 37,4% svck giúp lợi nhuận sau thuế năm 2024 tăng mạnh 179,6% svck, tương ứng đạt 1.372,5 tỷ đồng, nâng biên lợi nhuận thuần lên 8,61%, tăng 5,49% svck.

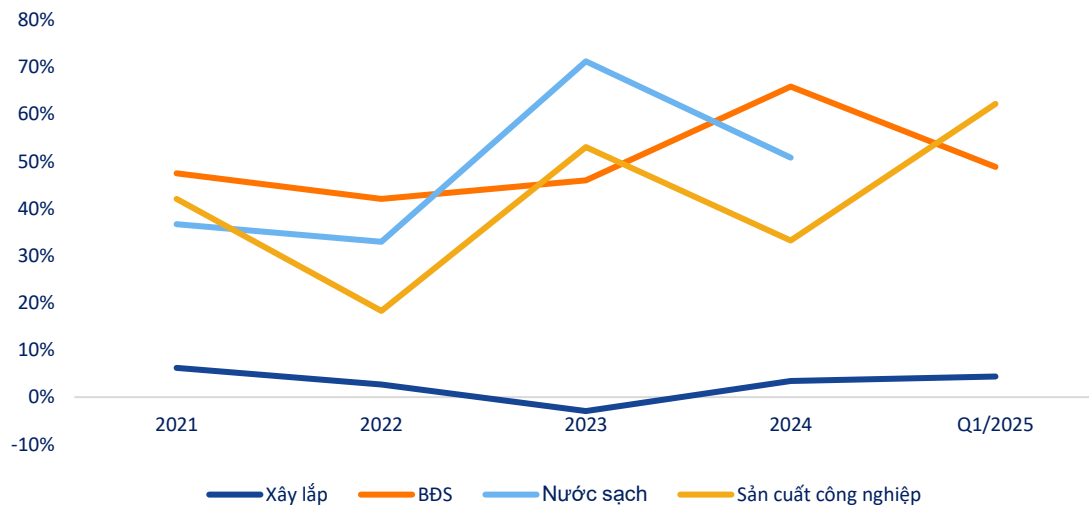
Doanh thu BĐS giảm mạnh tác động tiêu cực đến KQKD Q1

Q1/2025, VCG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 2.596 tỷ đồng (-2,2% svck) và 151,4 tỷ đồng (-68,6% svck). Trong khi mảng xây lắp tiếp tục tăng trưởng 46,4% svck, tương ứng 1.991 tỷ đồng thì mảng kinh doanh BĐS chỉ ghi nhận 77,4 tỷ đồng, giảm mạnh 71,3% svck đã ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD. Nguyên nhân khiến doanh thu BĐS giảm mạnh là do trong Q1, VCG chỉ ghi nhận doanh thu từ việc bàn giao một số căn hộ còn lại thuộc dự án Diamond Tower, chưa có dự án mở bán mới. Như vậy, tính đến hết Q1, VCG hoàn thành 16,7% kế hoạch doanh thu và 12,8% kế hoạch LNST.

Diễn biến KQKD



Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh chính



III. ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

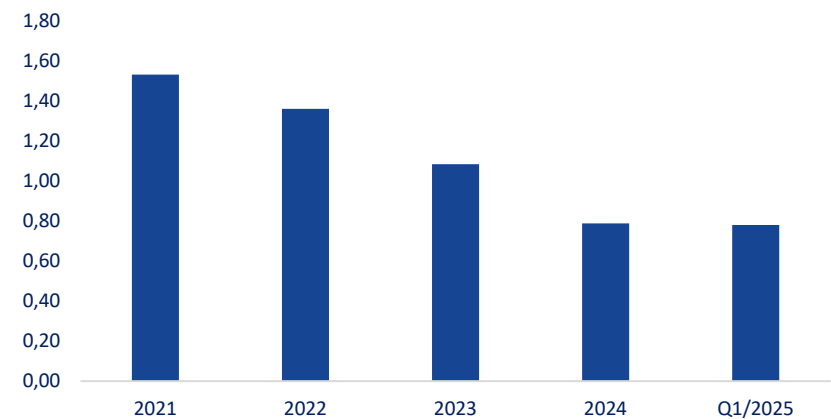
Áp lực thanh toán lãi vay ở mức thấp.

Q1/2025, hệ số nợ vay/VCSH của VCG đạt 0,78 lần, thay đổi không đáng kể so với mức 0,79 lần cuối năm 2024 và tiếp tục duy trì xu hướng giảm kể từ năm 2022. Cơ cấu nợ vay khá cân bằng với tỷ lệ nợ ngắn hạn/dài hạn lần lượt là 47,2%/52,8% và phần lớn được tài trợ bởi ngân hàng. Lãi suất trung bình 8,3%/năm. Nhìn chung, dư nợ của VCG trong Q1 không có nhiều biến động so với đầu năm. Tuy nhiên, chi phí lãi vay giảm 36,5% svck và hệ số khả năng chi trả lãi vay Q1 đạt 3,13 lần cho thấy áp lực thanh toán lãi vay ở mức thấp. Điều này sẽ tạo lợi thế cho VCG trong việc huy động vốn khi dự án gia tăng.

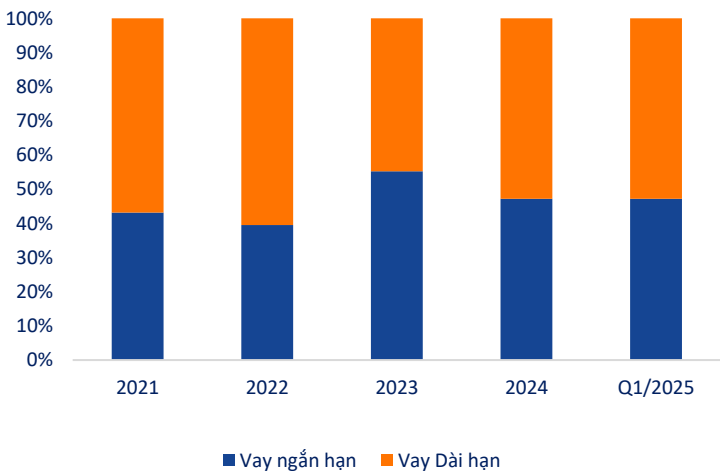
Các khoản vay chủ yếu để phục vụ cho việc đầu tư các dự án bất động sản. Tính đến hết Q1, giá trị hàng tồn kho của VCG là 7.211,5 tỷ đồng (+1,7% so với đầu năm). Trong đó, các dự án chiếm tỷ trọng lớn nhất gồm khu du lịch Cát Bà Amatina (30%), Đại lộ Hòa Bình (23,8%). Phần còn lại thuộc về các dự án BĐS và xây lắp khác như dự án đường vành đai 4 Hà Nội, cao tốc Vân Đồn - Móng Cái. sân bay Long Thành...

Dòng tiền kinh doanh Q1 ghi nhận -763,2 tỷ đồng, chủ yếu do các khoản phải thu tăng 253 tỷ đồng so với đầu năm. Trong đó, phần lớn khoản phải thu là khoản tạm ứng cho các đội thi công dự án. Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền kinh doanh sẽ có sự cải thiện trong 2H2025, dẫn đến dòng tiền dương trong cả năm 2025 khi nhiều dự án lớn được nghiệm thu

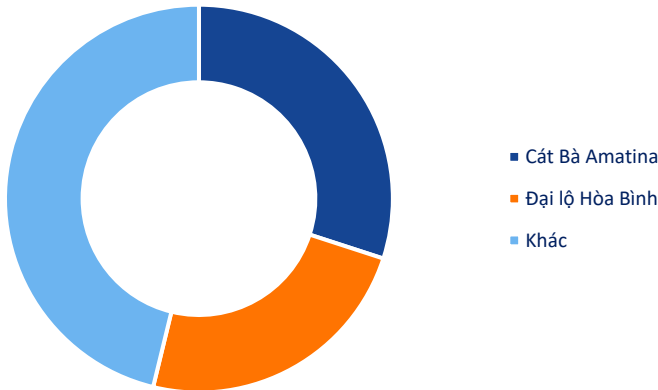
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH



Cơ cấu nợ vay



Tỷ trọng các dự án trong hàng tồn kho



IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

1. XÂY LẮP LÀ ĐỘNG LỰC CHÍNH TRONG GIAI ĐOẠN 2025 - 2027

Với lợi thế là doanh nghiệp đầu ngành xây dựng và hồ sơ kinh nghiệm dày dặn, VCG liên tục trúng thầu các dự án trọng điểm quốc gia gồm một số dự án thành phần của sân bay Long Thành, cao tốc Bắc - Nam, vành đai 4 Hà Nội, đường cao tốc Tuyên Quang - Hà Giang GĐ 1...Ước tính đến hết năm 2024, giá trị backlog đạt khoảng 25.000 tỷ đồng (+2,7 lần svck), chủ yếu nhờ sự đóng góp của dự án sân bay Long Thành và cao tốc Bắc - Nam. Từ đó, mang lại nguồn việc ổn định cho công ty trong giai đoạn 2025 - 2027.

Chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng backlog mảng xây dựng của VCG trong tương lai còn rất lớn nhờ:

- 1) Là doanh nghiệp có nhiều kinh nghiệm thi công các dự án hạ tầng trọng điểm, VCG sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công khi đây là một trong những trụ cột chính để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8% trong năm 2025 đã được Quốc hội phê duyệt. Ngay từ đầu năm 2025, Chính phủ đã nâng mức chi đầu tư công từ 6% GDP lên 7% GDP. Cụ thể, kế hoạch đầu tư công năm nay ở mức 36 tỷ USD, cao hơn 40% so với năm 2024. Thực tế, trong thời gian vừa qua, Chính phủ cũng thể hiện sự quyết tâm trong việc đẩy mạnh đầu tư công. Trong đó, Chính phủ đã phê duyệt chủ trương đầu tư của một số dự án lớn như tuyến đường sắt cao tốc Bắc - Nam trị giá 67 tỷ USD và tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng trị giá 8 tỷ USD...
- 2) Mảng xây dựng công trình dân dụng trong giai đoạn 2025 - 2026 sẽ được thúc đẩy bởi xu hướng tăng nguồn cung BĐS căn hộ phân khúc trung và cao cấp. khi nhiều dự án được tháo gỡ vướng mắc pháp lý. Bên cạnh đó, những hiệu ứng từ các quy định mới về BĐS cũng như đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng đang khiến tâm lý của chủ đầu tư và người mua nhà tích cực hơn. Điều này góp phần thúc đẩy việc triển khai dự án.

Trong năm 2025, dự báo doanh thu mảng xây dựng đạt 11.128,6 tỷ đồng (+20% svck), chủ yếu nhờ các dự án thành phần của cao tốc Bắc - Nam được nghiệm thu. Biên lợi nhuận gộp đạt 3,1% (-0,4% svck) do giá một số vật liệu xây dựng như thép, xi măng, cát...có thể duy trì xu hướng tăng do nhu lớn từ các dự án xây dựng hạ tầng giao thông và dự án dân dụng.

Một số dự án của VCG sẽ hoàn thành trong giai đoạn 2025 - 2027

Dự án	Giá trị hợp đồng (Tỷ đồng)	Thời gian thi công
Các dự án hoàn thành trong năm 2025		
Gói thầu số 10, cao tốc Vân Đồn - Móng Cái	364,9	3/2021 - 06/2025
Gói thầu số 11 đoạn Bãi Vọt - Hàm Nghi, cao tốc Bắc - Nam	3.034,90	12/2022 - 10/2025
Gói thầu XL01 cao tốc Bắc - Nam	1.438,50	02/2023 - 11/2025
Gói thầu XL02 cao tốc Bắc - Nam	1.034,60	12/2022 - 11/2025
Gói thầu XL03 cao tốc Bắc - Nam	898,3	04/2023 - 12/2025
Gói thầu số 10, cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	944,9	06/2023 - 12/2025
Gói thầu số 4.6, sân bay Long Thành	1.414,70	08/2023 - 07/2025
Gói thầu 12 cải tạo hồ Đồng Đa	191,1	06/2024 - 08/2025
Các dự án hoàn thành sau năm 2025		
Dự án Hoàn thiện Đường ven biển 129	287,2	12/2022 - 12/2026
Gói thầu số 11, dự án cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	169,6	06/2023 - 11/2026
Gói thầu số 09/TP2, đường vành đai 4 Hà Nội	1.816,20	06/2023 - 06/2026
Gói thầu số 5.10, sân bay Long Thành	3.924,30	08/2023 - 11/2026
Gói thầu XL1, vành đai 3 HCM	359,5	04/2024 - 10/2026
Gói thầu XL5, vành đai 3 HCM	314,1	12/2023 - 10/2026
Gói thầu số 4.7, sân bay Long Thành	1.166,40	09/2024 - 08/2026
Gói thầu số 12, sân bay Nội Bài	2.687,30	04/2024 - 03/2026
Gói thầu số 22, cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	204,8	11/2023 - 11/2027
Gói thầu số 10, cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	201,2	11/2023 - 04/2027
Dự án cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	521,8	06/2023 - 04/2027

IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

2. BĐS NHÀ Ở: TIỀM NĂNG TĂNG GIA TẠI 2 DỰ ÁN KĐT MÓNG CÁI

Sau khi bàn giao toàn bộ các căn hộ tại dự án Diamond Tower, dự án KĐT Móng Cái (tổng diện tích 438,8 nghìn m2, gồm 375 căn liên kề, 372 căn shophouse, 35 căn biệt thự) và dự án KĐT Đại Lộ Hòa Bình (tổng diện tích 488 ha gồm 248 căn liên kề, 252 căn shophouse, 137 căn biệt thự) sẽ là động lực chính đem lại dòng tiền cho VCG. Chúng tôi cho rằng mặt bằng giá đất tại 2 dự án này sẽ được hỗ trợ bởi:

- 1) Thành phố Móng Cái đang được đẩy mạnh đầu tư hạ tầng giao thông với các dự án như cao tốc Vân đồn - Móng cái, cao tốc Hải Phòng - Hạ Long, - Vân Đồn - Móng Cái, sân bay Vân Đồn...
- 2) Dự án Vinhomes Golden Avenue Móng Cái sau khi được mở bán đã tạo lập mặt bằng giá mới cho khu vực Móng Cái.

Ngoài ra, dự án KĐT du lịch Cát Bà Amatina gần đây đã có chuyển biến khi VCG dự án sẽ bán buôn một phần dự án để đảm bảo lợi nhuận. Tuy nhiên. chúng tôi cho rằng mặt bằng giá sẽ chưa thể có sự cải thiện do:

- 1) Thị trường BĐS nghỉ dưỡng được dự báo sẽ chưa thể tạo đột phá do tình trạng dư thừa nguồn cung và phần lớn nhà đầu tư vẫn đang chờ tín hiệu từ thị trường này khi các quy định mới được áp dụng.
- 2) Dự án Cát Bà Amatina không được đánh giá cao do không gần các địa điểm du lịch và thiếu tiện ích về cơ sở hạ tầng.

Các dự án có dự kiến mở bán trong năm 2025

Dự án	Vị trí	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Sản phẩm	Tình trạng
Cát Bà Amatina	Thị trấn Cát Bà và Xã Trân Châu, Huyện Cát Hải, Thành phố Hải Phòng.	10.941,9	1.300 căn biệt thự đơn lập, song lập, liền kề; các tòa nhà cao tầng hỗn hợp; các tòa căn hộ dịch vụ; khu biệt thự nghỉ dưỡng hạng sang và khu khách sạn	Đã hoàn thiện xây dựng hạ tầng. Dự kiến bán buôn 1 phần dự án trong năm 2025
KĐT Móng Cái	Phường Hải Yên, thành phố Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh	1.154,0	375 căn liên kề, 372 căn shophouse, 35 căn biệt thự	Đã hoàn thiện xây dựng hạ tầng. Dự kiến mở bán trong năm 2025
KĐT Đại Lộ Hòa Bình	Phường Hải Hòa, TP. Móng Cái, Tỉnh Quảng Ninh	2.256,0	248 căn liên kề, 252 căn shophouse, 137 căn biệt thự	Đã hoàn thiện xây dựng hạ tầng. Dự kiến mở bán trong năm 2025

Vị trí dự án Cát Bà Amatina



Nguồn: VCG, Google maps, VFS tổng hợp

IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

3. BĐS KCN: NHIỀU LỢI THẾ ĐỂ PHÁT TRIỂN

Dự án KCN công nghệ cao 2 Hòa Lạc với tổng diện tích 270,8 ha, hiện đang được vận hành với tỷ lệ lấp đầy khoảng 35%. Đây là dự án có vị trí thuận lợi, nằm sát đại lộ Thăng Long, kết nối trực tiếp với khu vực trung tâm thành phố Hà Nội, gần quốc lộ 21 và 32 kết nối với các tỉnh Hà Nam, Nam Định...KCN này được định hướng thu hút các dự án công nghệ có giá trị gia tăng cao để thay thế cho hàng nhập khẩu. Sau khi hoàn thiện xây dựng hạ tầng kỹ thuật, kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của dự án này sẽ được đẩy mạnh kể từ năm 2025.

VCG cũng đang tiếp tục mở rộng quỹ đất thông qua dự án CCN Sơn Đông và KCN Đông Anh .Trong đó, KCN Đông Anh có diện tích 299,45 ha với tổng vốn đầu tư trên 6.338 tỷ đồng, gồm 2 giai đoạn: Giai đoạn 1 có quy mô 179,1 ha; giai đoạn 2 là 120,35 ha. Đây là dự án bất động sản khu công nghiệp lớn nhất tính đến thời điểm hiện tại của Vinaconex và nằm ở vị trí đắc địa giữa cầu Nhật Tân và sân bay Nội Bài. Quỹ đất quanh khu vực này hiện không còn nhiều. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính VCG sẽ cần khoảng 2 - 3 năm để hoàn thiện giải phóng mặt bằng cũng như xây dựng hạ tầng. Vì vậy, chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình định giá. Ngoài ra, dự án CCN Sơn Đông tại thị xã Sơn Tây, Hà Nội với diện tích 72,5 ha dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu kể từ năm 2025. đáng chú ý 100% diện tích đất của CCN này đã được đặt trước. Điều này giúp VCG đảm bảo được nguồn thu khi dự án chính thức đi vào hoạt động.

Trong bối cảnh nhiều KCN ở Hà Nội như Bắc Thăng Long, Nam Thăng Long, Sài Đồng...ghi nhận tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 90% thì các KCN của VCG sẽ có nhiều lợi thế để thu hút khách thuê trong thời gian tới. Ước tính mức giá thuê trung bình khoảng 200 USD/m2. Bên cạnh đó, VCG với vai trò vừa là nhà thầu, vừa là chủ đầu tư dự án sẽ giúp giảm chi phí chung của dự án. Từ đó, cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng KCN.

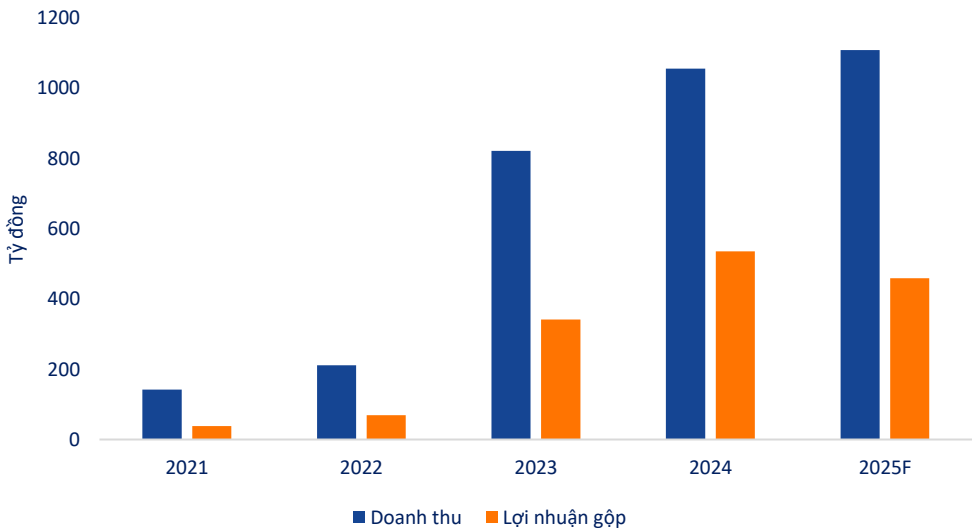
Các KCN của VCG

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tình trạng
KCN CNC 2 Hòa Lạc	Hà Nội	270,8	35%	Đang vận hành
Cụm Công nghiệp Sơn Đông	Hà Nội	72,5	0%	Đang đầu tư xây dựng
KCN Đông Anh	Hà Nội	299,4	0%	Đang hoàn thiện pháp lý

4. MẢNG CUNG CẤP NƯỚC SẠCH: BIÊN LỢI NHUẬN GỘP CÓ THỂ THU HẸP

CTCP Viwaco (VCG sở hữu 51%) hiện đang cung cấp nước sạch cho khu vực phía Tây Hà Nội như Hoài Đức, Thanh Trì, Thanh Oai, Đan Phượng...Trong bối cảnh thị trường BĐS các khu vực vùng ven Hà Nội đang thu hút nhiều dự án BĐS mới, nhu cầu sử dụng nước sạch được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tích cực. Tuy nhiên, trong tháng 3 vừa qua, TP Hà Nội đã phê duyệt giá bán nước sạch của Công ty cổ phần Đầu tư nước sạch sông Đà. Theo đó, giá bán buôn sẽ tăng lên 7.767 đồng/m3 (chưa bao gồm thuế GTGT) từ mức 5.069 đồng, tương ứng với tỷ lệ tăng 53,2% svck. Công ty Nước Sông Đà hiện đang bán buôn nước cho nhiều đơn vị cung cấp nước sạch, trong đó có Viwaco. Do vậy, việc tăng giá bán buôn trong khi khung giá bán lẻ không thay đổi sẽ làm tăng chi phí đầu vào và giảm biên lợi nhuận gộp của mảng cung cấp nước.

Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng nước sạch



Nguồn: VCG, VFS tổng hợp

DỰ PHÒNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2025

Đơn vị: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	2024	2025F	% svck	
Doanh thu thuần	12.870,2	14.190,5	10,3%	Dự báo doanh thu thuần năm 2025 đạt 14.190,5 tỷ đồng (+10,3% svck). Trong đó, phần lớn đến từ mảng xây lắp.
Xây lắp	9.273,9	11.128,7	20,0%	Doanh thu mảng xây lắp tăng 20% svck nhờ một số gói thầu tại các dự án chiến lược như sân bay Long Thành, cao tốc Bắc - Nam sẽ được nghiệm thu trong 2H2025.
BDS	1.071,2	1.660,0	55,0%	- Giả định dự án Cát Bà Amatina có thể bàn giao khoảng 300 lô đất liên kề cho đối tác với danh thu ước tính 500 tỷ đồng. - Bàn giao khoảng 10ha đất tại CCN Sơn Đông với giá thuê 200 USD/m2 - Bàn giao khoảng 80 căn hộ tại dự án KĐT Móng Cái và KĐT Đại lộ Hòa Bình. Giá bán trung bình 30 triệu/m2.
Nước sạch	1.055,9	1.108,7	5,0%	Doanh thu tăng 5% svck, bằng với mức tăng sản lượng cung cấp nước.
Sản xuất công nghiệp	276,5	293,1	6,0%	Doanh thu sản xuất công nghiệp tăng trưởng đều 6% nhờ mảng thủy điện hoạt động ổn định.
Lợi nhuận gộp	1.981,1	2.122,1	7,1%	Biên lợi nhuận gộp năm 2025 đạt 14,9%, thấp hơn so với mức 15,4% cùng kỳ do biên lãi gộp mảng xây lắp giảm 0,4% svck, đạt 3,1% khi giá một số loại vật liệu xây dựng như thép, cát, xi măng...có xu hướng tăng. Biên lãi gộp mảng nước sạch giảm xuống 41,4% do chi phí đầu vào tăng mạnh.
Doanh thu tài chính	333,2	316,5	-5,0%	
Chi phí lãi vay	434,3	438,6	1,0%	
Chi phí bán hàng và QLDN	437,9	496,6	13,4%	Chi phí bán hàng và QLDN duy trì tỷ lệ 3,5% trên doanh thu
Lợi nhuận trước thuế	1.372,5	1.625,5	18,4%	
Lợi nhuận sau thuế	1.108,3	1.316,7	18,8%	Biên lợi nhuận thuần dự báo đạt 10,5%, cao hơn 1,9% svck

V. DỰ PHÒNG VÀ ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP (WACC 13%) để xác định giá trị hợp lý của VCG với giá mục tiêu là 27.200 đồng, tương ứng P/E fw 2025 là 12,3 lần. Chúng tôi đánh giá VCG có nhiều tiềm năng tăng trưởng nhờ vị thế là công ty xây dựng có năng lực thi công các dự án hàng đầu tại Việt Nam. Bên cạnh đó, việc mở bán các dự án BĐS nhà ở và bàn giao đất công nghiệp sẽ giúp lợi nhuận BĐS tiếp tục cải thiện. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng là 23,6% cho hoạt động đầu tư dài hạn.

Rủi ro

- Vốn đầu tư công giải ngân chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến việc ghi nhận doanh thu các dự án xây lắp.
- Thị trường BDS nghỉ dưng tiếp tục trầm lắng ảnh hưởng đến kế hoạch mở bán và giá bán của KĐT Du lịch Cát Bà Amatina.

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Hệ số	Giá trị hợp lý	
BĐS			14927,4	
KĐT Du lịch Cát Bà Amatina	DCF	WACC 13%	3025,0	
KĐT Đại Lộ Hòa Bình	DCF	WACC 13%	1074,0	Áp dụng phương pháp DCF với các dự án đã có đầy đủ pháp lý, dự kiến đẩy mạnh mở bán, bàn giao trong năm 2025.
KĐT Móng Cái	DCF	WACC 13%	940,0	
KCN Hòa Lạc	DCF	WACC 13%	5577,0	
CCN Sơn Đông	DCF	WACC 13%	2870,0	
Dự án Phú Yên	BV		826,8	
TTTM Chợ Mơ	BV		614,6	Áp dụng phương pháp BV với các dự án đang trong quá trình triển khai. chưa xác định thời điểm mở bán.
Dự án khác	BV		497,0	
Xây dựng	P/E	18	3852,9	
Nước sạch	P/E	11,3	3218,1	Áp dụng hệ số P/E trung bình ngành với mảng nước sạch và sản xuất công nghiệp. Với mảng xây dựng. Chúng tôi tăng thêm premium 10% P/E do VCG có tỷ lệ trúng thầu dự án vượt trội hơn so với các DN khác
Sản xuất công nghiệp	P/E	8,5	560,7	
Tổng giá trị các mảng kinh doanh			23056,0	
Đầu tư vào công ty liên doanh			614,2	
Tiền và tương đương tiền			1331,7	
Nợ vay			8763,8	
Giá trị thuộc về VCSH			16238,1	
Số CPLH			598.593.458	
Giá trị CP			27.200	

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	ngoc.le@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.