

# BÁO CÁO PHÂN TÍCH VCG



Nghiên cứu và phân tích: Nguyễn Minh Hạnh

Ngày xuất bản: 03/06/2025

Trong bối cảnh chính sách đầu tư công được thúc đẩy mạnh mẽ và tín hiệu hồi phục tích cực từ thị trường bất động sản, Vinaconex (VCG) có khả năng hưởng lợi nhờ vào kinh nghiệm triển khai nhiều dự án quy mô lớn, sức khỏe tài chính tốt và định giá còn nhiều dư địa tăng trưởng.

## A. QUAN ĐIỂM TÁC GIẢ

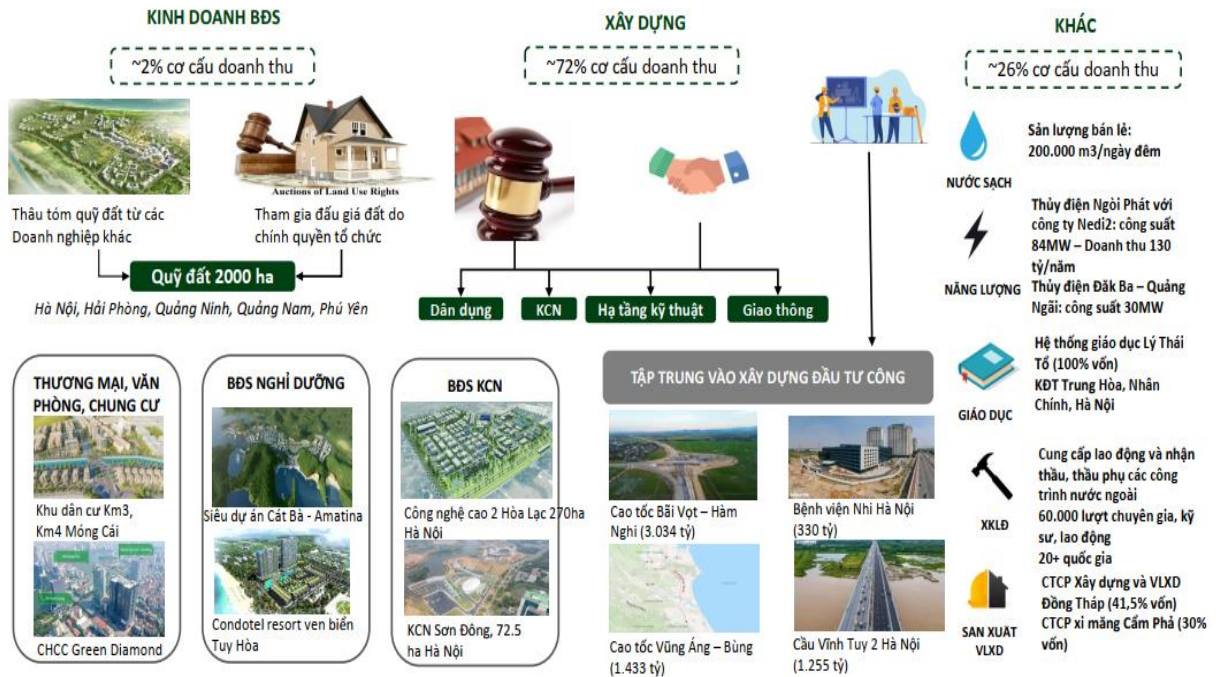
Sau phiên bùng nổ thanh khoản với khối lượng giao dịch đạt hơn 32,5 triệu cổ phiếu ngày 21/05/2025, VCG hiện đang đi ngang tái tích lũy quanh vùng giá 22.5. Đây cũng là cơ hội để nhà đầu tư mua mới/gia tăng trong những phiên sắp tới. Nếu xuất hiện lực cầu lớn đi kèm với sự gia tăng thanh khoản, cổ phiếu có khả năng tiếp tục tiến về vùng giá 24 - 25.



Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao cùng việc chú trọng giải ngân vốn đầu tư công phát triển cơ sở hạ tầng của Chính phủ giai đoạn 2025 - 2030, VCG với năng lực và uy tín đã được khẳng định, sẽ có nhiều lợi thế để trúng các gói thầu thi công lớn của các dự án trọng điểm quốc gia. Bên cạnh đó, giá trị backlog xây dựng “khổng lồ” giúp đảm bảo nguồn doanh thu cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2025 - 2027.

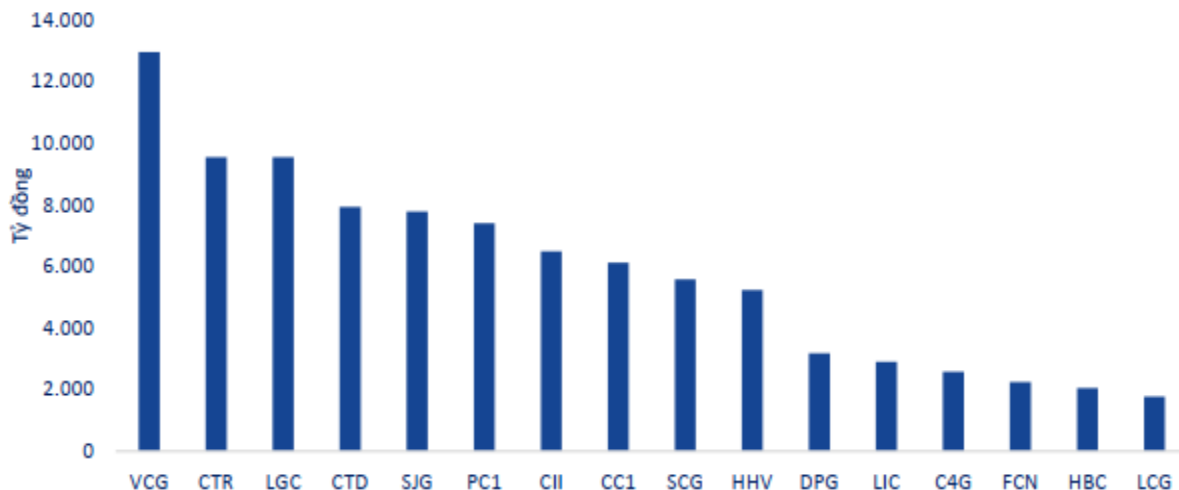
## B. BÁO CÁO PHÂN TÍCH VCG 2025 - HƯỞNG LỢI KÉP TỪ SÓNG ĐẦU TƯ CÔNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN

### I. Động Lực Tăng Trưởng Doanh Nghiệp



**(1) Làn sóng đầu tư công mạnh mẽ giai đoạn 2025 - 2030: Nội lực doanh nghiệp và tỷ trọng dự án đầu tư công**

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



Là doanh nghiệp thuộc Top 1 ngành xây dựng và sở hữu kinh nghiệm dày dặn, VCG đã liên tiếp trúng thầu các dự án trọng điểm quốc gia, bao 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 Giai đoạn 1... Hiện nay, 97% giá trị các hợp đồng xây dựng của VCG đến từ các dự án đầu tư công, cho thấy định hướng phát triển và vị thế vững chắc của doanh nghiệp trong lĩnh vực này.

**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
<b>Các dự án hoàn thành trong năm 2025</b>		
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 Đống Đa	191,1	06/2024 - 08/2025
<b>Các dự án hoàn thành sau năm 2025</b>		
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

Năm 2024, giá trị backlog của VCG đạt khoảng 26.000 tỷ đồng (+170% svck), chủ yếu nhờ sự đóng góp của dự án sân bay Long Thành và cao tốc Bắc - Nam. Từ đó, khối lượng công việc cho doanh nghiệp được đảm bảo trong giai đoạn 2025 - 2027.

**(2) Các dự án bất động sản nổi bật với dự kiến lợi nhuận khả quan**

Bên cạnh lĩnh vực xây lắp hạ tầng, bất động sản (BDS) được kỳ vọng sẽ đóng góp tới 70% tổng lợi nhuận dự kiến của VCG trong năm 2025 với các dự án nổi bật như Vinaconex Diamond Tower (Hà Nội), dự kiến đóng góp khoảng 200 tỷ đồng lợi nhuận; Khu đô thị Đại lộ Hòa Bình (Móng Cái, Quảng Ninh), kỳ vọng đóng góp 500 tỷ đồng lợi nhuận; Dự án Green Diamond (Hà Nội) sau khi hạch toán phần lớn trong năm 2024, phần còn lại sẽ được ghi nhận nốt trong năm 2025.

## VCG cũng tham gia phát triển bất động sản, với các dự án đang triển khai chủ yếu nằm ở phía Bắc Việt Nam

	Dự án	Vị trí	Tổng diện tích	Chi phí đầu tư	Sản phẩm	Chấp thuận CTĐT	QH 1/500	Giải phóng mặt bằng	Xây dựng	Bán hàng	Bàn giao
BDS Nhà ở	Green Diamond	Đống Đa, Hà Nội	0,5	1.861	324 căn hộ	Đang bán giao					
	KDT Vinaconex Móng Cái	Móng Cái, Quảng Ninh	43,9	1.154	372 shophouse 375 nhà liền kề 35 biệt thự	Đang bán hàng					
	KDT Đại lộ Hoà Bình	Móng Cái, Quảng Ninh	48,8	2.256	252 shophouse 252 nhà liền kề 137 biệt thự	Đang bán hàng					
	KDT Thiên An	Điện Bàn, Quảng Nam	19,1	589	792 lô đất	Đang điều chỉnh QH 1/500, GPMB, xây dựng					
	KDT Ngân cầu	Điện Bàn, Quảng Nam	32,7	594	Lô đất	Đang xây dựng thấp tầng					
	Toà nhà Vinaconex 1	Thanh Xuân, Hà Nội	N/A	N/A	N/A					(Đang làm thủ tục pháp lý)	
BDS thương mại & Nghỉ dưỡng	Cát Bà Amatina	Cát Bà, Hải Phòng	171,6	10.942	Resort / Khách sạn	Đang xây dựng thấp tầng					
	Tuy Hoà resort	Tuy Hoà, Phú Yên	9,6	2000	Resort / Khách sạn					(Đang làm thủ tục pháp lý)	
	Tam Kỳ Resort	Tam Kỳ, Quảng Nam	2,0	N/A	Resort / Khách sạn					(Đang làm thủ tục pháp lý)	
	Kim Vân - Kim Lũ	Hoàng Mai, Hà Nội	1,2	2000	Căn hộ/ Văn phòng / Khách sạn					(Đang làm thủ tục pháp lý)	
BDS KCN	KCN Hoà Lạc 2	Thạch Thất, Hà Nội	270,8	N/A	Đất công nghiệp (188 ha cho thuê)	Lắp đầy 42%. Đang xây dựng phần còn lại					
	KCN Đông Anh	Đông Anh, Hà Nội	299,5	6.338	Đất công nghiệp	Phê duyệt CTĐT T4/2024					
	CCN Sơn Đông	Sơn Tây, Hà Nội	72,5	1.268	Đất công nghiệp (40 ha cho thuê)	Lắp đầy 42%. Đang xây dựng phần còn lại					

Đáng chú ý nhất là dự án Cát Bà Amatina - dự án khu đô thị du lịch và nghỉ dưỡng quy mô lớn tại Cát Bà, Hải Phòng, nơi VCG sở hữu gián tiếp 51% vốn. VCG đang tích cực tiến hành đàm phán để chuyển nhượng một phần của dự án này. Giá trị sổ sách hiện tại của dự án đạt khoảng 5.587 tỷ đồng (chiếm 19% tổng tài sản của VCG). Trong kịch bản tích cực, nếu thương vụ chuyển nhượng thành công trong năm 2025, VCG có thể ghi nhận một khoản lợi nhuận tài chính đột biến, giúp cải thiện đáng kể dòng tiền và tạo thêm nguồn lực dồi dào cho việc tái đầu tư và phát triển các dự án chiến lược tiếp theo.

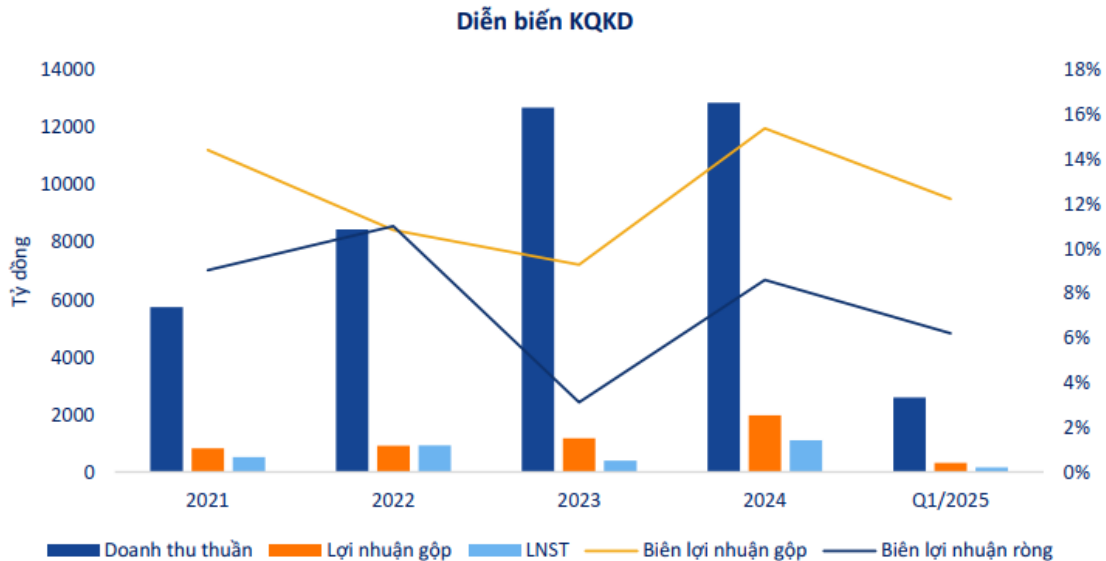
### (3) Lợi thế phát triển mảng bất động sản - khu công nghiệp (BDS - KCN)

VCG cũng đang tiếp tục mở rộng quỹ đất, đẩy mạnh hoàn thiện nhiều dự án BDS - KCN, kỳ vọng mang lại nguồn thu ổn định cho doanh nghiệp trong những năm sắp tới.

- Dự án KCN công nghệ cao 2 Hòa Lạc hiện đang được vận hành với tỷ lệ lấp đầy khoảng 35%. 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.
- KCN Đông Anh có tổng vốn đầu tư trên 6.338 tỷ đồng, nằm ở vị trí đắc địa giữa cầu Nhật Tân và sân bay Nội Bài, là dự án BDS - KCN lớn nhất tính đến thời điểm hiện tại của doanh nghiệp.
- Dự án cụm công nghiệp Sơn Đông tại thị xã Sơn Tây, Hà Nội dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu kể từ năm 2025. Đặc biệt, 100% diện tích đất của cụm công nghiệp này đã được đặt trước, giúp VCG đảm bảo được nguồn thu khi dự án chính thức đi vào hoạt động.

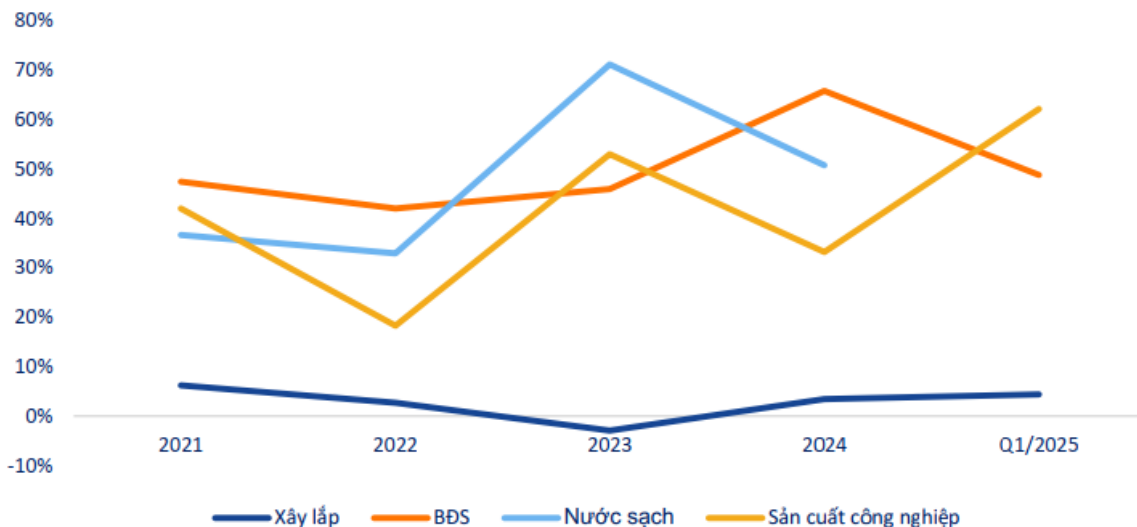
## II. Tình Hình Hoạt Động Kinh Doanh Và Mục Tiêu Tăng Trưởng

### (1) Cập nhật tình hình hoạt động kinh doanh



Năm 2024, doanh thu của VCG đạt khoảng 12.870 tỷ đồng (+1,3% svck). Đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu là mảng xây lắp, chiếm khoảng 72%. Cụ thể, doanh thu xây lắp ghi nhận 9.273,9 tỷ đồng (+12,3% svck). 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 đạt 1.071,2 tỷ đồng (-53,4% svck). 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 đạt 1.372,5 tỷ đồng (+179,6% svck), tương ứng, nâng biên lợi nhuận thuần lên 8,61% (+5,49% svck).

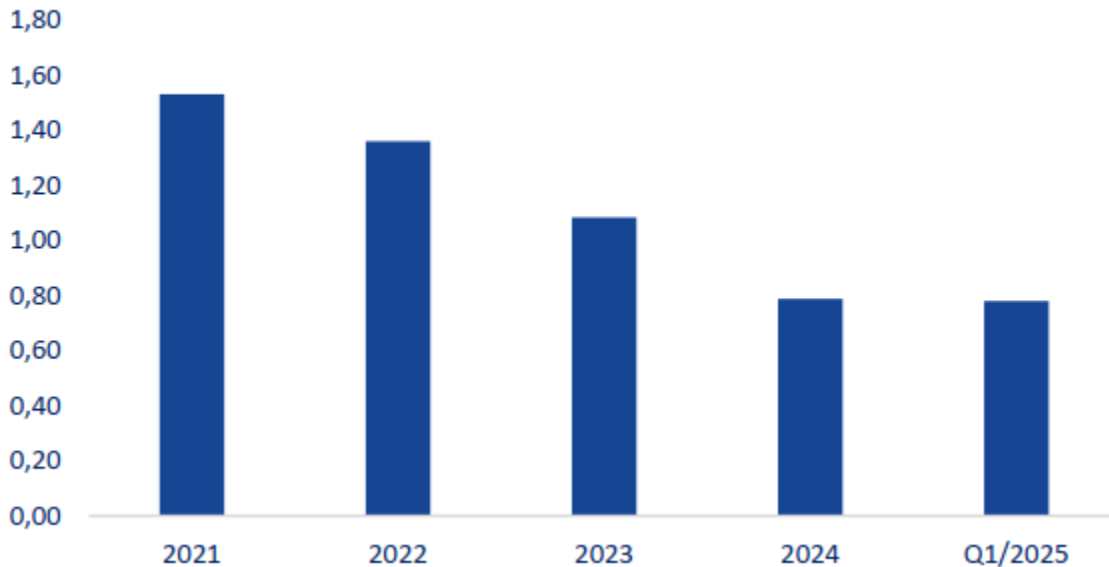
#### Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh chính



Cập nhật kết quả kinh doanh 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 đạt 1.991 tỷ đồng (+46,4% svck) thì mảng kinh doanh BĐS chỉ ghi nhận 77,4 tỷ đồng (-71,3% svck). 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 Q1/2025, VCG hoàn thành 16,7% kế hoạch doanh thu và 12,8% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.

Trong năm 2025, dự báo doanh thu mảng xây dựng của VCG 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 cầu lớn từ các dự án xây dựng hạ tầng giao thông và dự án dân dụng.

### Tỷ lệ nợ vay trên VCSH



Trong 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. 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.

→ Tạo lợi thế khá lớn cho VCG trong việc huy động vốn khi số lượng dự án gia tăng.

### (2) Mục tiêu tăng trưởng năm 2025

VCG đặt mục tiêu cho năm 2025 với tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 15,5 nghìn tỷ đồng (+18% svck) và 1,2 nghìn tỷ đồng (+8% svck).

Xét trên bối cảnh thực tế, đội ngũ phân tích đánh giá tiềm năng tăng trưởng của VCG trong tương lai còn khá lớn, dựa trên các yếu tố sau:

(i) 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. Dù tốc độ giải ngân trong Q1/2025 còn hạn chế, nhưng đã có những tín hiệu cải thiện tích cực từ tháng 4/2025. Với 93% tổng vốn đầu tư công đã được Quốc hội phân bổ chi tiết, tiến độ giải ngân được kỳ vọng sẽ tăng tốc mạnh mẽ trong những tháng còn lại của năm.

(ii) Mảng BĐS 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. Ngoài ra, những hiệu ứng từ các quy định mới về BĐS cũng như đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng đang phần nào giải tỏa tâm lý của cả chủ đầu tư và người mua nhà. Điều này góp phần thúc đẩy việc triển khai dự án.

(iii) Trong bối cảnh nhiều KCN ở Hà Nội 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/m<sup>2</sup>. 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, biên lợi nhuận gộp mảng BĐS - KCN sẽ được cải thiện.

### (3) Một số rủi ro cần cân nhắc

Bên cạnh những triển vọng trong năm 2025, một số rủi ro trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp cũng cần được cân nhắc đến.

(i) Rủi ro chậm tiến độ dự án: Quy mô lớn của các dự án đầu tư công và bất động sản, cùng với việc phải huy động và điều phối nguồn lực lớn, có thể dẫn đến nguy cơ chậm tiến độ bàn giao. Điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến thời điểm và tốc độ ghi nhận doanh thu, lợi nhuận của VCG.

(ii) Rủi ro liên quan đến thương vụ Cát Bà Amatina: Việc chuyển nhượng một phần dự án Cát Bà Amatina là một yếu tố được thị trường kỳ vọng lớn. Nếu thương vụ này không diễn ra đúng kế hoạch hoặc không đạt được mức giá như kỳ vọng trong năm 2025, cổ phiếu VCG có thể chịu áp lực điều chỉnh ngắn hạn do một phần kỳ vọng này đã được phản ánh vào giá.

### III. Định Giá Cổ Phiếu

Mặc dù sở hữu nhiều yếu tố tăng trưởng tích cực nhưng định giá cổ phiếu VCG trên thị trường hiện vẫn ở mức khá khiêm tốn.

Chỉ số P/B hiện tại dao động quanh mức 1,6 lần. Đây là mức định giá thấp hơn -0,8 độ lệch chuẩn so với mức trung bình P/B 5 năm của VCG, cho thấy tiềm năng tăng giá khi các yếu tố tích cực được phản ánh đầy đủ.

Chỉ số ROE hiện đạt 12%. Nếu thương vụ chuyển nhượng một phần Cát Bà Amatina thành công, ROE của VCG được kỳ vọng có thể tăng lên mức 15% trong giai đoạn 2025 - 2026.

Định Giá Cổ Phiếu VCG Theo Phương Pháp Chiết Khấu Dòng Tiền	
Chỉ tiêu	Giá trị ước tính
Giá thị trường (02/06/2025)	22,500 VND
FCF dự phóng năm 2025	1,500 tỷ VND
Tăng trưởng FCF giai đoạn 2025 - 2029	11.0%
Tăng trưởng dài hạn	2.50%
Tỷ lệ chiết khấu (WACC)	10.50%
Tổng giá trị hiện tại FCF (5 năm)	6,850 tỷ VND
Giá trị còn lại (PV)	17,709 tỷ VND
Tổng giá trị doanh nghiệp (EV)	24,558 tỷ VND
Nợ vay ròng	7,000 tỷ VND
Giá trị vốn chủ sở hữu	17,559 tỷ VND
Số lượng cổ phiếu lưu hành	~598,6 triệu cổ phiếu
Giá mục tiêu cơ bản	29,350 VND/cổ phiếu

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VCG, đội ngũ phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF (Discounted Cash Flow). Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu VCG là **29.350 VND/cổ phiếu** (tăng ~30% so với giá đóng cửa 22.500 VND/cổ phiếu ngày 02/06/2025).

---

## KHỐI ĐẦU TƯ FINTOP - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VPS

- \* Tác giả: Nguyễn Minh Hạnh – Chuyên viên Nghiên cứu và Phân tích
- \* Liên hệ: 0934 650 459 (SĐT/Zalo) - VPS ID: 5654
- \* Group Zalo Tư Vấn Đầu Tư: [Cộng Đồng FinTop](#)
- \* Kênh Youtube: [FinTop DATA | Dữ Liệu Chứng Khoán](#)

---

### TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM!

*Toàn bộ những thông tin, phân tích, nhận định, dự báo trong báo cáo, nội dung này bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện là quan điểm, góc nhìn phân tích riêng của Tác giả, không nhằm mục đích PR, làm lợi hay gây bất lợi cho bất cứ cá nhân/tổ chức nào và quan điểm, phân tích của Tác giả không đại diện cho quan điểm, ý kiến của FINTOP.*

*Các thông tin, số liệu, dữ liệu, thống kê,... được trình bày trên báo cáo, nội dung này, bao gồm toàn bộ thông tin và ý kiến đã thể hiện, được FINTOP Research lấy từ các nguồn thông tin chính thống, uy tín được cho là đáng tin cậy nhất (theo trích dẫn nguồn trên báo cáo), tuy nhiên FINTOP Research không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ hoàn toàn, tính cập nhật của toàn bộ thông tin, dữ liệu trong báo cáo, nội dung trên.*

*Người đọc, nhà đầu tư sử dụng báo cáo, nội dung, dữ liệu, thông tin này với mục đích tham khảo và chịu hoàn toàn trách nhiệm trước những hành động, quyết định và kết quả đầu tư của mình.*

*Trân trọng cảm ơn!*