

## Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam (VCG)

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

Ngành	Xây dựng
Ngày báo cáo	31/10/2024
Giá hiện tại	17.750 VND
Lợi suất cổ tức	0%

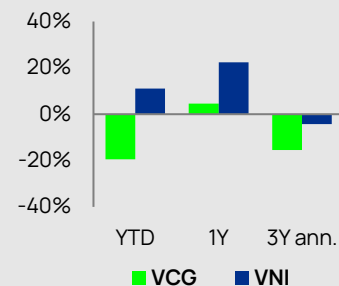
GT vốn hóa	10,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	4,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	72,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	598,6tr

	VCG	Peers	VNI
P/E (trượt)	13,1x	15,7x	15,5x
P/B (ht)	1,4x	1,1x	1,7x
ROA	2,7%	2,8%	1,8%
ROE	10,4%	7,3%	12,0%

## Tổng quan Công ty

VCG là một trong những công ty xây dựng tư nhân hàng đầu tại Việt Nam. Công ty có danh mục đầu tư đa dạng với lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng. VCG cũng tham gia vào lĩnh vực BĐS và có các khoản đầu tư tài chính vào giáo dục, năng lượng, sản xuất công nghiệp và cấp nước.

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Tổng Hoàng Trâm Anh**  
Chuyên viên cao cấp

**Vũ Minh Đức**  
Phó Giám đốc

	2021	2022	2023	6T 2024
Doanh thu (tỷ đồng)	5.749	8.453	12.704	5.464
% YoY	3,6%	47,0%	50,3%	-16,4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	394	782	404	561
% YoY	-75,4%	98,4%	-48,4%	338,3%
EPS % YoY	-74,4%	97,8%	-48,5%	338,3%
Biên LN gộp	14,4%	10,8%	9,3%	19,6%
Biên EBITDA	16,1%	11,5%	11,9%	19,6%
Biên LN từ HĐKD	11,4%	7,5%	9,2%	16,4%
Biên LN ròng	6,9%	9,3%	3,2%	10,3%
EV/EBITDA*	30,2x	22,2x	13,6x	13,5x
P/E*	55,4x	10,7x	26,4x	13,1x
P/B*	3,3x	1,2x	1,5x	1,4x
ROE	6,1%	11,6%	5,7%	10,4%

\* Định giá dựa theo diễn biến giá CP - ngoại trừ số liệu năm 2023 và 6T 2024 là dựa theo giá & số lượng CP hiện tại

## Vị thế tốt để hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công

- Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam ('Vinaconex', HOSE: VCG) là công ty xây dựng tư nhân hàng đầu với lợi thế cạnh tranh trong hoạt động phát triển cơ sở hạ tầng.
- Mảng xây dựng chiếm 65% doanh thu thuần của VCG trong năm 2023, tiếp theo là bất động sản (18%) và đầu tư tài chính (vào các mảng như giáo dục, điện, sản xuất công nghiệp và cấp nước) (17%).
- VCG là một trong số ít các nhà thầu được lựa chọn tham gia vào các dự án cơ sở hạ tầng lớn như Đường Cao tốc Bắc - Nam và Sân bay Quốc tế Long Thành.
- VCG hiện có backlog là khoảng 30 nghìn tỷ đồng, đảm bảo doanh thu xây dựng của công ty trong giai đoạn 2024-2027.
- Với năng lực đã được chứng minh và kinh nghiệm dày dặn về cơ sở hạ tầng đường bộ và sân bay, chúng tôi cũng kỳ vọng VCG sẽ tiếp tục hưởng lợi từ chính sách đầu tư công trong tương lai.
- VCG đặt mục tiêu LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 là 860 tỷ đồng (+113% so với cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi do VCG đã hoàn thành 65% mục tiêu này trong nửa đầu năm 2024 và nửa cuối năm thường là mùa cao điểm của công ty.
- VCG hiện đang giao dịch với P/E trượt 12T là 13,1 lần - thấp hơn 17% so với trung vị P/E của một số công ty cùng ngành mà chúng tôi lựa chọn là 15,7 lần (xem trang 19).
- VCG công bố sẽ trả cổ tức năm 2024 là 10%, bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu.
- Rủi ro:** (1) Giá vật liệu xây dựng biến động bất lợi; (2) chậm trễ trong giải ngân đầu tư công; (3) thị trường bất động sản du lịch phục hồi chậm (xem trang 19).

**Năng lực chuyên môn về cơ sở hạ tầng đã giúp VCG trúng thầu nhiều dự án lớn trong giai đoạn 2020-2023:** Trong bối cảnh Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công vào cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2020-2023, VCG liên tục trúng thầu các dự án trọng điểm quốc gia với giá trị backlog hàng năm trên 10 nghìn tỷ đồng (gấp gần 2 lần doanh thu xây dựng trung bình của VCG trong 2020-2023). Một số dự án tiêu biểu có thể kể đến như Sân bay Quốc tế Long Thành và Đường cao tốc Bắc - Nam. Theo đánh giá của chúng tôi, khả năng cạnh tranh của VCG đến từ **(1)** kinh nghiệm và năng lực đã được chứng minh trong việc triển khai các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn và phức tạp, **(2)** kinh nghiệm hợp tác với Chính phủ trong các dự án đầu tư công, và **(3)** năng lực tài chính vững mạnh với vị thế là một trong những nhà thầu hàng đầu Việt Nam.

**VCG hiện đang nắm giữ giá trị backlog lớn và có nhiều cơ hội trúng thầu các dự án đầu tư công vào cơ sở hạ tầng trong tương lai:** Dựa trên các dự án đang triển khai, chúng tôi ước tính giá trị backlog của VCG vào khoảng 30 nghìn tỷ đồng. Các dự án này dự kiến sẽ hoàn thành chậm nhất vào năm 2027, đảm bảo doanh thu cho VCG trong 3 năm tới. Đầu tư công vào cơ sở hạ tầng sẽ tiếp tục là ưu tiên của Chính phủ đến năm 2030, và với năng lực đã được chứng minh, VCG có nhiều cơ hội trúng thầu các dự án mới trong tương lai.

**Trong bối cảnh thị trường BĐS phục hồi chậm, VCG ưu tiên chỉ tập trung vào một vài dự án tiềm năng:** VCG dự báo thị trường BĐS sẽ phục hồi chậm, do đó, công ty sẽ tập trung vào các dự án có pháp lý rõ ràng hoặc có nhu cầu thị trường cao, bao gồm 2 dự án khu đô thị tại Quảng Ninh (93 ha) và 3 khu công nghiệp tại Hà Nội (643 ha) (xem trang 14-15).

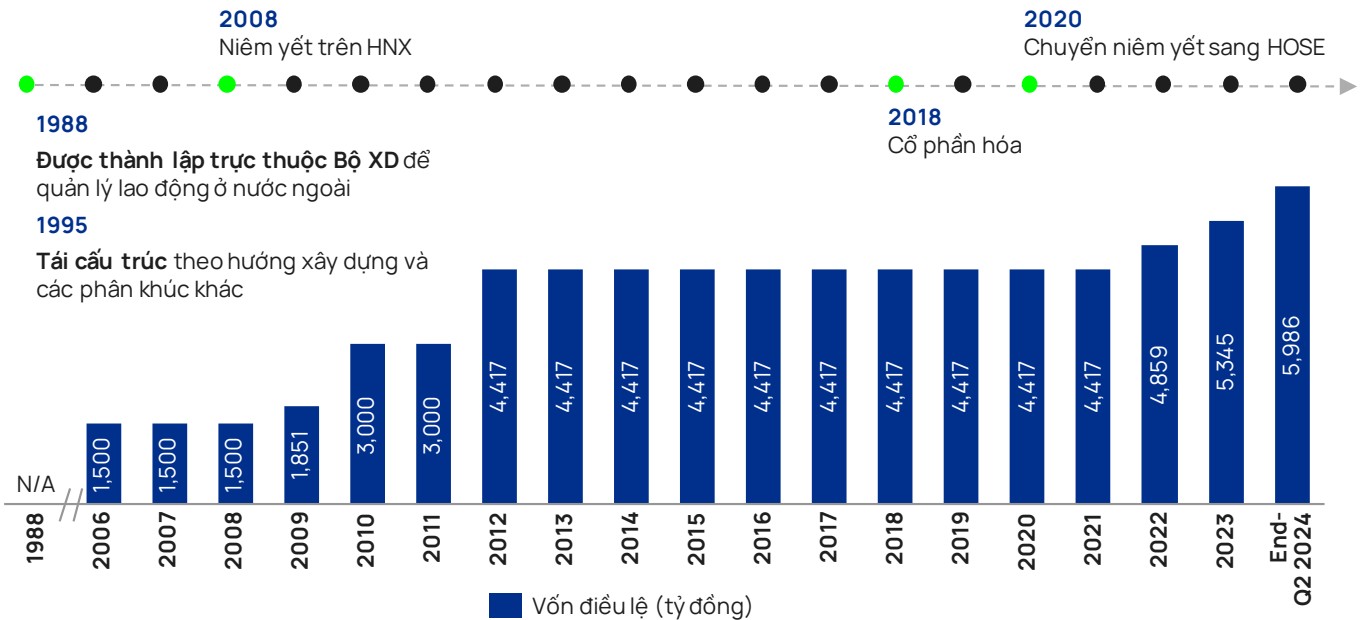
## Mục lục

Vị thế tốt để hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công .....	1
Tổng quan Công ty .....	3
Cơ cấu doanh nghiệp và sở hữu .....	4
Một trong những doanh nghiệp xây dựng tư nhân hàng đầu Việt Nam .....	5
Xây dựng: Danh mục đa dạng với lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng .....	5
Bất động sản: 1.000 ha đất đang được phát triển ở miền Bắc và miền Trung .....	7
Đầu tư tài chính vào các lĩnh vực bền vững với lợi nhuận ổn định .....	8
Tổng quan KQKD .....	8
Doanh thu phục hồi mạnh sau đại dịch COVID-19 .....	8
Biên lợi nhuận gộp giảm trong giai đoạn 2018-2023 do chi phí vật liệu xây dựng tăng .....	9
Chiến lược thoái vốn hỗ trợ lợi nhuận .....	9
KQKD tích cực trong nửa đầu năm 2024, hoàn thành 65% mục tiêu LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 .....	9
Các dự án BĐS chiếm phần lớn giá trị tồn kho .....	11
Triển vọng .....	12
Xây dựng: Dự kiến hưởng lợi từ đầu tư hạ tầng công trong tương lai .....	12
Lượng backlog cao đảm bảo doanh thu trong 3 năm tới .....	12
Nhiều cơ hội trúng thầu các dự án hạ tầng công trong tương lai .....	13
Bất động sản: Ưu tiên các dự án có tiềm năng cao trong bối cảnh thị trường đang phục hồi ...	14
BDS nhà ở: Các dự án KĐT tại Quảng Ninh thúc đẩy lợi nhuận trong ngắn hạn .....	14
BDS công nghiệp: Tiềm năng lớn với việc đẩy mạnh phát triển KCN .....	15
BDS nghỉ dưỡng: Cát Bà Amatina sẽ mở bán sau năm 2024 .....	15
Đầu tư tài chính: KQKD ổn định trong tương lai .....	16
Ảnh hưởng trái chiều của giá vật liệu đối với biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng .....	16
Môi trường lãi suất thấp giúp giảm gánh nặng nợ vay .....	17
Kế hoạch của công ty .....	17
Định giá .....	19
Rủi ro đầu tư .....	20
Báo cáo Tài chính .....	21
Khuyến cáo .....	24

## Tổng quan Công ty

Từ một doanh nghiệp nhà nước chuyên quản lý lao động ở nước ngoài trở thành một trong những công ty xây dựng tư nhân hàng đầu của Việt Nam: CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (HOSE: VCG) được thành lập năm 1988 với tên gọi Công ty Dịch vụ và Xây dựng Nước ngoài trực thuộc Bộ Xây dựng (Bộ XD) để quản lý lao động xây dựng Việt Nam ở nước ngoài. Năm 1995, công ty tái cơ cấu bằng cách mở rộng sang lĩnh vực xây dựng, xuất khẩu lao động, nhập khẩu và xuất khẩu máy móc, thiết bị và vật tư. VCG trở thành công ty cổ phần hoàn toàn tư nhân vào năm 2018. VCG lần đầu tiên được niêm yết trên HNX vào năm 2008 trước khi chuyển sang HOSE vào năm 2020.

Hình 1: Các cột mốc quan trọng của VCG



Nguồn: VCG, Vietcap.

**Xây dựng là mảng kinh doanh cốt lõi của VCG**, đóng góp 65% doanh thu thuần trong năm 2023. Bất động sản đóng góp 18%, và các khoản đầu tư tài chính vào năng lượng, giáo dục, sản xuất công nghiệp và cấp nước chiếm 17%.

Hình 2: Tổng quan HĐKD của VCG

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP			
Tỷ đồng	<b>CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (HOSE: VCG)</b>	Doanh thu thuần năm 2023 = 12,704 (+50% svck) Lợi nhuận gộp năm 2023 = 1,181 (+29% svck) LNST sau CĐTS năm 2023 = 404 (-48% svck)	
Hoạt động kinh doanh	<b>Xây dựng</b>	<b>Bất động sản</b>	<b>Đầu tư tài chính</b>
Mô tả hoạt động	<b>Tập trung vào ba loại hình xây dựng:</b> • Xây dựng cơ sở hạ tầng (lĩnh vực trọng điểm) • Khu dân cư • Công nghiệp	Quy đất 1.000 ha tại miền Bắc và miền Trung Việt Nam	• Năng lượng • Giáo dục • Sản xuất công nghiệp • Nước
Doanh thu thuần năm 2023 % tổng doanh thu	<b>8,255 (65%)</b>	<b>2,299 (18%)</b>	<b>2,150 (17%)</b>

Nguồn: VCG, Vietcap

## Cơ cấu doanh nghiệp và sở hữu

VCG có danh mục đầu tư đa dạng thông qua các công ty con và công ty liên kết (Hình 3). Mặc dù HĐKD cốt lõi vẫn là xây dựng và phát triển BĐS, nhưng VCG cũng có các khoản đầu tư tài chính chiến lược vào một số lĩnh vực, bao gồm năng lượng, giáo dục, sản xuất công nghiệp và cấp nước thông qua các công ty con/liên kết.

Hình 3: Công ty con và công ty liên kết của VCG

Công ty	HĐKD cốt lõi	% sở hữu của VCG
<b>Xây dựng &amp; BĐS</b>		
CTCP Xây dựng số 1 (Vinaconex 1) (HOSE: VC1)	Xây dựng, BĐS	55,14%
CTCP Xây dựng số 4 (Vinaconex 4) (chưa niêm yết)	Xây dựng, BĐS	100%
CTCP Xây dựng số 17 (Vinaconex 17) (chưa niêm yết)	Xây dựng, BĐS	82,09%
CTCP Vimeco (HOSE: VMC)	Xây dựng, BĐS	51,41%
CTCP Xây dựng số 16 (Vinaconex 16) (chưa niêm yết)	Xây dựng	51,93%
CTCP Xây dựng số 25 (Vinaconex 25) (HOSE: VCC)	Xây dựng	71,12%
CTCP Xây dựng số 27 (Vinaconex 27) (chưa niêm yết)	Xây dựng	57,33%
Công ty TNHH Xây dựng Vinaconex (Vinaconex CM) (chưa niêm yết)	Xây dựng	100%
CTCP Vinaconex Sài Gòn (Vinaconex Sài Gòn) (chưa niêm yết)	Xây dựng	76,25%
Công ty TNHH Đầu tư Vinaconex (chưa niêm yết)	BĐS	100%
CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinaconex (UPCoM: VCR)	BĐS	51,0%
CTCP Đầu tư Vinaconex Việt Trì (chưa niêm yết)	BĐS	51,0%
Công ty TNHH Pha Lê Bohemia Hà Nội (chưa niêm yết)	BĐS	100%
CTCP Đầu tư và Dịch vụ Đô thị Việt Nam (Vinasinco) (chưa niêm yết)	BĐS	42,9%
CTCP Phát triển Thương mại Vinaconex (chưa niêm yết)	BĐS	42,6%
CTCP Bất động sản Vinaconex (chưa niêm yết)	BĐS	100%
<b>Đầu tư tài chính</b>		
CTCP Đầu tư và Phát triển Điện miền Bắc 2 (UPCoM: ND2)	Điện	51,1%
CTCP Bạch Thiên Lộc (chưa niêm yết)	Điện	100%
Công ty TNHH Giáo dục Lý Thái Tổ (chưa niêm yết)	Giáo dục	100%
CTCP Giáo dục Vimeco	Giáo dục	51,28%
CTCP Vinaconex Sài Gòn (UPCoM: SVG)	Sản xuất công nghiệp	76,25%
CTCP Nước sạch Sapa (chưa niêm yết)	Cấp nước	99,0%
CTCP VIWACO (UPCoM: VAV)	Cấp nước	51,0%
CTCP Vinaconex Dung Quất (chưa niêm yết)	Cấp nước	95,51%

Nguồn: VCG, Vietcap (dữ liệu tính đến cuối tháng 6/2024)

**Pacific Holdings Investment hiện đang nắm giữ 45% cổ phần của VCG (Hình 4):** Pacific Holdings Investment là đơn vị có liên quan đến các nhà sáng lập VCG, bao gồm cả cựu Chủ tịch HĐQT - ông Đào Ngọc Thanh và Tổng Giám đốc hiện tại - ông Nguyễn Xuân Đông. Một số cổ đông lớn khác là các quỹ đầu tư thuộc Dragon Capital, như Amersham Industries Limited (2,7%), Vietnam Enterprise Investments Limited (2,0%) và CTBC Vietnam Equity Fund (1,5%).

**VCG đã thành lập Hội đồng Chiến lược từ quý 3/2024.** Hội đồng này do cựu Chủ tịch HĐQT - ông Đào Ngọc Thanh - dẫn dắt, có nhiệm vụ phân tích hoạt động của công ty và đề xuất các chiến lược phát triển. Các đề xuất này sẽ được HĐQT hoặc cổ đông xem xét và phê duyệt tùy theo mức độ ảnh hưởng. Hội đồng Chiến lược cũng bao gồm các thành viên sáng lập khác và ban lãnh đạo hiện tại của VCG, như Chủ tịch HĐQT, Tổng Giám đốc và các Phó Tổng Giám đốc.

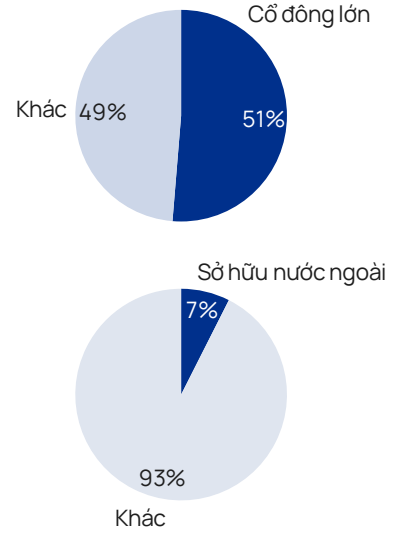
Hình 4: Cơ cấu sở hữu của VCG

BAN LÃNH ĐẠO (T10/2024)		
Tên	Vị trí	
Ông Nguyễn Hữu Tới (đồng sáng lập)	Chủ tịch	
Ông Nguyễn Xuân Đông (đồng sáng lập)	Tổng Giám đốc	
Ông Đặng Thanh Huấn	Kế toán trưởng	

MAJOR SHAREHOLDERS (T10/2024)		
Cổ đông	Triệu CP	%
Pacific Holdings Investment	270.2	45.1%
Amersham Industries Limited	16.4	2.7%
Vietnam Enterprise Investments Limited	11.8	2.0%
CTBC Vietnam Equity Fund	8.9	1.5%

Cơ cấu cổ đông  
%, T10/2024



Nguồn: VCG, Vietcap

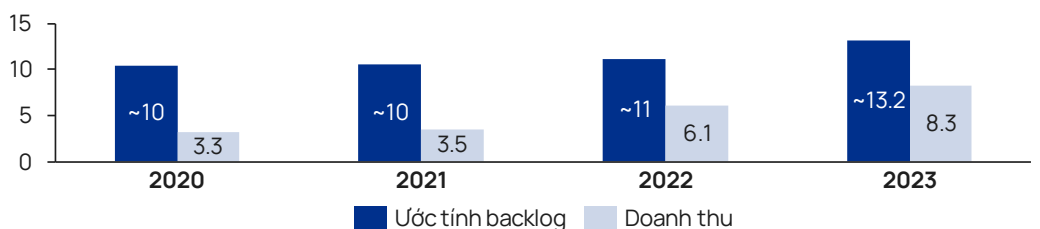
## Một trong những doanh nghiệp xây dựng tư nhân hàng đầu Việt Nam

### Xây dựng: Danh mục đa dạng với lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng

**Danh mục xây dựng đa dạng từ BĐS nhà ở đến công nghiệp và cơ sở hạ tầng:** Kể từ khi tham gia vào ngành xây dựng năm 1995 trực thuộc Bộ Xây dựng, VCG đã đóng góp đáng kể vào sự phát triển của đất nước (Hình 6). Công ty có chuyên môn cao trong việc thực hiện các dự án hạ tầng phức tạp, bao gồm các dự án đường cao tốc và sân bay trọng điểm như đường Láng - Hòa Lạc, cao tốc Bắc - Nam, sân bay quốc tế Nội Bài, Phú Bài và Cam Ranh. VCG cũng là nhà thầu của các công trình mang tính biểu tượng quốc gia như Trung tâm Hội nghị Quốc gia và Bảo tàng Hà Nội.

**VCG liên tục trúng thầu các dự án lớn nhờ năng lực chuyên môn về cơ sở hạ tầng:** Trong giai đoạn 2020-2023, khi Chính phủ đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng, VCG liên tục trúng thầu các dự án quốc gia trọng điểm với giá trị backlog hàng năm trên 10 nghìn tỷ đồng (gấp đôi doanh thu xây dựng trung bình trong giai đoạn trên). Một số dự án tiêu biểu bao gồm các gói thầu 5,10, 3,4 và 4,6 của giai đoạn 1 Sân bay Quốc tế Long Thành (tổng giá trị hợp đồng 6,6 nghìn tỷ đồng) và giai đoạn 2 Cao tốc Bắc - Nam (tổng giá trị hợp đồng 5,5 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng khả năng cạnh tranh của VCG đến từ (1) kinh nghiệm và năng lực đã được chứng minh trong việc triển khai các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn và phức tạp, (2) kinh nghiệm hợp tác với Chính phủ trong các dự án đầu tư công, và (3) năng lực tài chính vững mạnh với vị thế là một trong những nhà thầu hàng đầu Việt Nam.

Hình 5: Giá trị backlog so với doanh thu xây dựng hàng năm của VCG trong giai đoạn 2020-2023 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VCG, Vietcap

Hình 6: Các dự án xây dựng quốc gia quy mô lớn mà VCG đã hoàn thành trong 30 năm qua

## Hạ tầng đường bộ



**Dự án: Cao tốc Láng – Hòa Lạc**  
Thời gian: 2005 - 2010  
Chủ đầu tư: Bộ GTVT  
Giá trị hợp đồng: 6,2 nghìn tỷ đồng



**Dự án: Đường cao tốc Bắc Nam: Đoạn Phan Thiết – Dầu Giây (Gói thầu 3-XL)**  
Thời gian: 2020 - 2022  
Chủ đầu tư: Bộ GTVT  
Giá trị hợp đồng: 2,3 nghìn tỷ đồng



**Dự án: Đường cao tốc Bắc Nam: Đoạn Vĩnh Hảo – Phan Thiết (Gói thầu XL04)**  
Thời gian: 2019 - 2023  
Chủ đầu tư: Bộ GTVT  
Giá trị hợp đồng: 3,2 nghìn tỷ đồng

## Hạ tầng sân bay



**Dự án: Nhà ga hành khách T2 mở rộng – Sân bay Quốc tế Nội Bài (Gói thầu số 8)**  
Thời gian: 2011 - 2015  
Chủ đầu tư: TCT Cảng Hàng không VN (UPCoM: ACV)  
Giá trị hợp đồng: 5,3 nghìn tỷ đồng

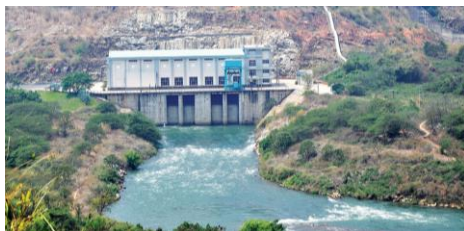


**Dự án: Sân bay Quốc tế Phú Bài (Gói thầu số 6)**  
Thời gian: 2021 - 2022  
Chủ đầu tư: TCT Cảng Hàng không VN (UPCoM: ACV)  
Giá trị hợp đồng: 1,6 nghìn tỷ đồng



**Dự án: Sân bay Quốc tế Cam Ranh (Gói thầu số 6)**  
Thời gian: 2022 - 2023  
Chủ đầu tư: TCT Cảng Hàng không VN (UPCoM: ACV)  
Giá trị hợp đồng: 650 tỷ đồng

## Các dự án khác



**Dự án: Nhà máy thủy điện Buôn Kuốp**  
Thời gian: 2006 - 2011  
Chủ đầu tư: EVN  
Giá trị hợp đồng: 1,2 nghìn tỷ đồng



**Dự án: Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn (Gói thầu CVL-7)**  
Thời gian: 2014 - 2016  
Chủ đầu tư: Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam  
Giá trị hợp đồng: 900 tỷ đồng



**Dự án: Cầu Vĩnh Tuy – Giai đoạn 2**  
Thời gian: 2020 - 2022  
Chủ đầu tư: BQL dự án đầu tư xây dựng công trình dân dụng và công nghiệp TP. Hà Nội  
Giá trị hợp đồng: 2,5 nghìn tỷ đồng



**Dự án: Trung tâm Hội nghị Quốc gia**  
Thời gian: 2004 - 2006  
Chủ đầu tư: Bộ Xây dựng  
Giá trị hợp đồng: 4,3 nghìn tỷ đồng



**Dự án: Bảo tàng Hà Nội**  
Thời gian: 2006 - 2010  
Chủ đầu tư: UBND TP. Hà Nội  
Giá trị hợp đồng: 1,7 nghìn tỷ đồng



**Dự án: Bệnh viện K I và II (Gói thầu 23-XL/2020/K1)**  
Thời gian: 2020 - 2024  
Chủ đầu tư: Bệnh viện K  
Giá trị hợp đồng: 235 tỷ đồng

Nguồn: VCG, Vietcap

## Bất động sản: 1.000 ha đất đang được phát triển ở miền Bắc và miền Trung

**VCG gia nhập thị trường BĐS nhà ở vào cuối những năm 1990.** Dự án chủ lực của VCG là Khu đô thị (KĐT) Trung Hòa Nhân Chính, được khởi công vào năm 2003. Dự án rộng 30 ha này là một trong những dự án lớn nhất tại Hà Nội vào thời điểm đó và đã đặt nền móng cho sự thành công của VCG trong các dự án quy mô lớn sau này. Kể từ đó, VCG đã đa dạng hóa danh mục đầu tư BĐS, tham gia vào các dự án nhà ở, công nghiệp, thương mại và nghỉ dưỡng.

**Quỹ đất 1.000 ha đang phát triển:** Tính đến tháng 10/2024, chúng tôi ước tính VCG sở hữu quỹ đất khoảng 1.000 ha đang được phát triển. Hiện tại, VCG tập trung chủ yếu vào thị trường miền Bắc và miền Trung, với các dự án trọng điểm bao gồm KCN Đông Anh (300 ha), KCN Hòa Lạc 2 (271 ha) và Khu nghỉ dưỡng Cát Bà Amatina (172 ha) (**Hình 7**). VCG đang nỗ lực hoàn thiện việc bán các căn hộ còn lại của dự án chung cư cao cấp Green Diamond (0,5 ha) tại Hà Nội. Hoạt động bán hàng cũng đang diễn ra tại 2 dự án nhà ở thấp tầng tại Quảng Ninh là KĐT Vinaconex Móng Cái (43,9 ha) và KĐT Đại lộ Hòa Bình (48,8 ha). Các dự án còn lại của VCG đang trong các giai đoạn khác nhau như thi công, bồi thường giải phóng mặt bằng, hoặc hoàn thiện thủ tục pháp lý.

**BĐS cho thuê:** Bên cạnh việc phát triển các dự án mới, VCG cũng tạo ra nguồn thu ổn định từ việc cho thuê thương mại tại các dự án đã hoàn thành. Danh mục BĐS cho thuê bao gồm Vinaconex Tower 34 Láng Hạ, KĐT Trung Hòa Nhân Chính, Vinaconex Diamond Tower tại Hà Nội và Tòa nhà 47 Điện Biên Phủ - TP.HCM, cùng nhiều dự án khác. Chiến lược này cho phép VCG tối ưu hóa hiệu quả sử dụng tài sản hiện có, đồng thời tạo nguồn lực tài chính cho các cơ hội phát triển mới.

**Hình 7: Các dự án BĐS đang triển khai và sắp tới của VCG**

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Loại sản phẩm	Tình trạng tính đến tháng 10/2024
<b>BĐS nhà ở</b>					
Green Diamond	Đống Đa, Hà Nội	0,5	1.861	324 căn hộ	Đã hoàn tất bán hàng. Đang trong giai đoạn bàn giao.
KĐT Vinaconex Móng Cái	Móng Cái, Quảng Ninh	43,9	1.154	372 shophouse 375 nhà liền kề 35 biệt thự	Đang trong giai đoạn bán hàng.
KĐT Đại lộ Hòa Bình	Móng Cái, Quảng Ninh	48,8	2.256	252 shophouse 252 nhà liền kề 137 biệt thự	Đang trong giai đoạn bán hàng.
KĐT Thiên Ân	Điện Bàn, Quảng Nam	19,1	589	792 lô đất	Điều chỉnh quy hoạch 1/500. Đang xây dựng và đền bù đất.
KĐT Ngân Câu	Điện Bàn, Quảng Nam	32,7	594	Lô đất	Đang xây dựng.
Tòa nhà Vinaconex 1	Thanh Xuân, Hà Nội	Chưa có thông tin	Chưa có thông tin	Chưa có thông tin	Đang thực hiện các thủ tục pháp lý.
<b>BĐS thương mại &amp; nghỉ dưỡng</b>					
Cát Bà Amatina	Cát Bà, Hải Phòng	171,6	10.942	Resort / khách sạn	Đang xây dựng phần thấp tầng.
Tuy Hòa Resort	Tuy Hòa, Phú Yên	9,4	2.000	Resort / khách sạn	Đang thực hiện các thủ tục pháp lý.
Tam Kỳ Resort	Tam Kỳ, Quảng Nam	2,0	Chưa có thông tin	Resort / khách sạn	Đang thực hiện các thủ tục pháp lý.
Kim Văn - Kim Lũ	Hoàng Mai, Hà Nội	1,2	2.000	Căn hộ / văn phòng / khách sạn	Đang thực hiện các thủ tục pháp lý.
<b>BĐS KCN</b>					
KCN Hòa Lạc 2	Thạch Thất, Hà Nội	270,8	Chưa có thông tin	Đất công nghiệp (188 ha có thể cho thuê)	Đã lấp đầy khoảng 40%. Đang xây dựng phần diện tích còn lại.
KCN Đông Anh	Đông Anh, Hà Nội	299,5	6.338	Đất công nghiệp	Phê duyệt chủ trương đầu tư vào tháng 4/2024.
KCN Sơn Đông	Sơn Tây, Hà Nội	72,5	1.268	Đất công nghiệp (khoảng 40 ha có thể cho thuê)	Đang xây dựng.

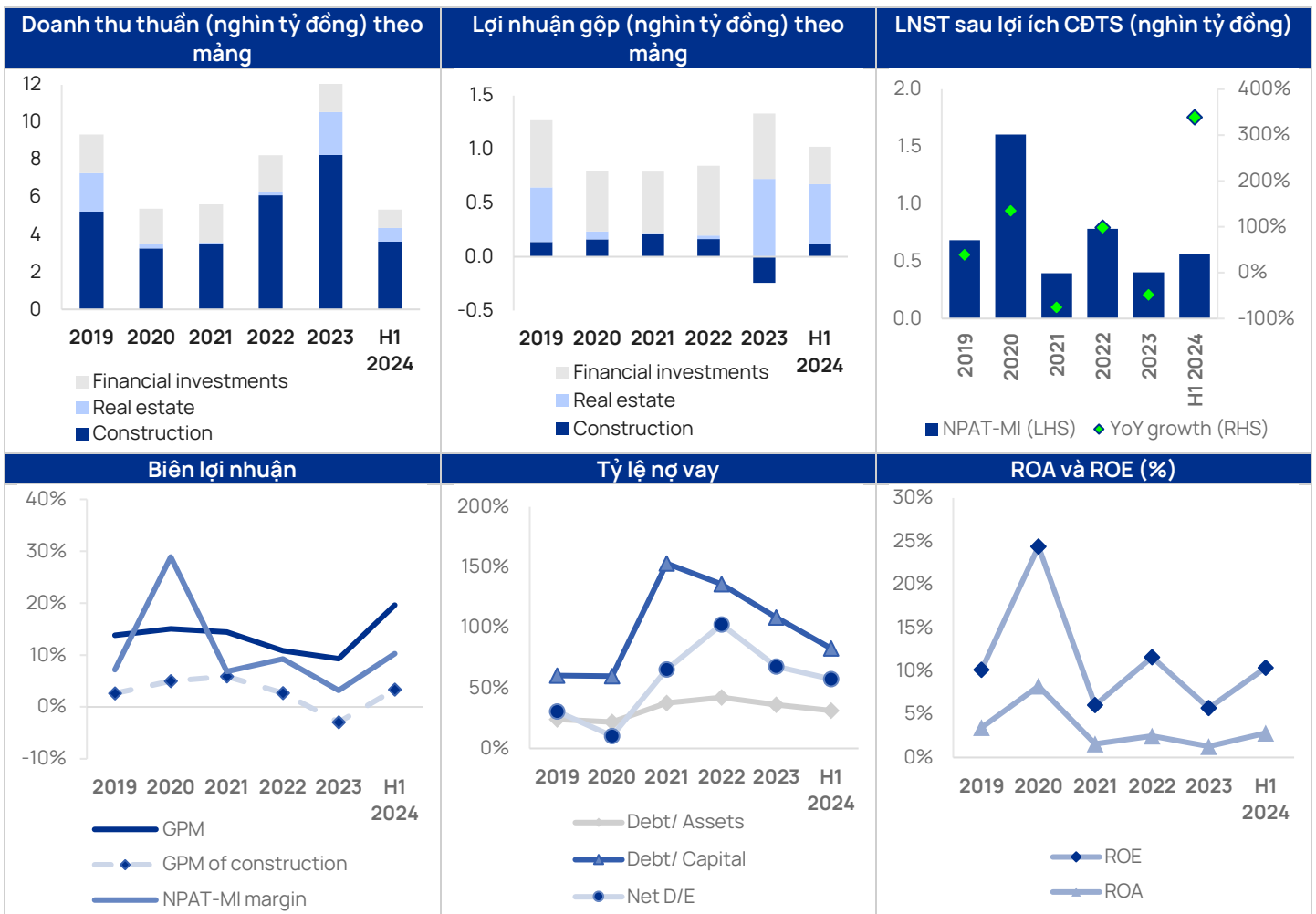
Nguồn: VCG, Vietcap. Lưu ý: KĐT = Khu Đô thị, KCN = Khu Công nghiệp.

## Đầu tư tài chính vào các lĩnh vực bền vững với lợi nhuận ổn định

Nhằm giảm thiểu biến động trong doanh thu, VCG đã chủ động đầu tư vào các lĩnh vực kinh doanh khác. Các khoản đầu tư này bao gồm cổ phần tại 3 nhà máy thủy điện với tổng công suất 189 MW, hệ thống giáo dục Lý Thái Tổ, các cơ sở cung cấp nước sạch có công suất 900.000 m<sup>3</sup>/ngày, và các cơ sở sản xuất công nghiệp như nhà máy sản xuất đá xây dựng và xi măng. Ban lãnh đạo VCG cho biết, các khoản đầu tư tài chính vào các lĩnh vực ổn định này sẽ giúp cân bằng rủi ro từ tính chu kỳ của HĐKD cốt lõi là xây dựng và BĐS. Trong giai đoạn 2018-2023, các khoản đầu tư tài chính đã mang lại doanh thu 1,9 - 2 nghìn tỷ đồng, chiếm 15-36% tổng doanh thu của VCG, với biên lợi nhuận gộp trung bình đạt 30%.

## Tổng quan KQKD

Hình 8: Kết quả tài chính giai đoạn 2019-6T 2024



Nguồn: VCG, Vietcap

## Doanh thu phục hồi mạnh sau đại dịch COVID-19

Trong giai đoạn 2018 - 6T 2024, mảng xây dựng luôn là nguồn đóng góp doanh thu chủ yếu của VCG. Trong giai đoạn này, mảng xây dựng chiếm tỷ trọng 55-73% tổng doanh thu. BĐS và đầu tư tài chính đóng góp ít hơn, với tỷ trọng trung bình lần lượt là 11% và 27% trong cùng kỳ.

**Doanh thu thuần phục hồi sau COVID-19:** Đại dịch COVID-19 bùng phát trong giai đoạn 2020 - quý 3/2021 đã gây ra những ảnh hưởng tiêu cực đến HĐKD của VCG, buộc công ty phải tạm dừng các hoạt động xây dựng và trì hoãn triển khai các dự án BĐS. Doanh thu thuần trong năm 2020 giảm mạnh 42% svck, sau đó tăng nhẹ 4% vào năm 2021. Tuy nhiên, VCG ghi nhận sự phục hồi ấn tượng trong giai đoạn 2022/2023/6T 2024 với tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần lần lượt đạt



47%/50%/338% svck. Sự phục hồi này chủ yếu đến từ việc tái khởi động các hoạt động xây dựng, đặc biệt là các dự án cơ sở hạ tầng công được hưởng lợi từ chính sách đẩy mạnh đầu tư của Chính phủ. Năm 2023, VCG cũng bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án chung cư cao cấp Green Diamond tại Hà Nội (0,5 ha), qua đó thúc đẩy doanh thu BĐS tăng trưởng mạnh, từ mức 188 tỷ đồng năm 2022 lên 2,3 nghìn tỷ đồng năm 2023.

## **Biên lợi nhuận gộp giảm trong giai đoạn 2018-2023 do chi phí vật liệu xây dựng tăng**

**Biên lợi nhuận xây dựng ở mức thấp:** Trong giai đoạn 2018 – 6T 2024, biên lợi nhuận gộp trung bình của VCG từ mảng xây dựng chỉ đạt 3%, thấp hơn đáng kể so với mức 33% của mảng BĐS và 31% của mảng đầu tư tài chính. Theo đánh giá của chúng tôi, nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng thấp là do bản chất cạnh tranh gay gắt của ngành, với việc các hợp đồng thường được trao cho nhà thầu có giá chào thầu thấp nhất. Bên cạnh đó, các dự án xây dựng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro về biến động giá nguyên vật liệu, chi phí nhân công, hoặc các điều kiện phát sinh ngoài dự kiến tại công trường.

**Biên lợi nhuận gộp giảm từ 12% trong năm 2018 xuống 9% trong năm 2023:** Ban lãnh đạo VCG cho rằng mức giảm này chủ yếu do vật liệu xây dựng chính như xi măng, thép, đá tăng giá mạnh. Điều này đã khiến biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng cốt lõi giảm từ 5% năm 2018 xuống -3% năm 2023. Tuy nhiên, VCG vẫn kiên định với chiến lược tập trung vào việc bàn giao các dự án chất lượng cao đúng tiến độ, nhằm xây dựng uy tín và mối quan hệ bền vững với Chính phủ và các tổ chức tài chính. Ban lãnh đạo tin rằng chiến lược này sẽ giúp VCG có lợi thế cạnh tranh trong việc giành được các dự án mới trong tương lai, từ đó thúc đẩy tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

## **Chiến lược thoái vốn hỗ trợ lợi nhuận**

**Tối ưu hóa danh mục đầu tư tài chính với nhiều thương vụ thoái vốn trong giai đoạn 2018-2023:** Trong giai đoạn 2018-2023, trước những thách thức của thị trường xây dựng và BĐS, VCG đã chủ động tái cấu trúc danh mục đầu tư tài chính bằng cách thoái vốn khỏi các doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả hoặc không còn phù hợp với chiến lược phát triển dài hạn. Các thương vụ thoái vốn tiêu biểu bao gồm việc bán cổ phần tại các công ty xây dựng (như CTCP Xây dựng số 1, CTCP Xây dựng số 9), BĐS (như Công ty Phát Triển Đô Thị Mới An Khánh - chủ đầu tư KĐT Splendor Bắc An Khánh), năng lượng (như CTCP Xây dựng và Năng lượng VCP (UPCoM: VCP), Nhiệt điện Quảng Ninh (UPCoM: QTP)), và sản xuất công nghiệp (như Liên doanh Vinasanwa).

**Chiến lược thoái vốn đã đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của VCG:** Trong giai đoạn 2019-2023, các thương vụ thoái vốn đã mang lại cho VCG từ 8 tỷ đồng đến 2,8 nghìn tỷ đồng, đồng thời cải thiện đáng kể lợi nhuận, đặc biệt là trong năm 2020 khi đóng góp tới 132% LNTT.

## **KQKD tích cực trong nửa đầu năm 2024, hoàn thành 65% mục tiêu LNST sau lợi ích CĐT năm 2024**

**Doanh thu thuần nửa đầu năm 2024 giảm nhưng biên lợi nhuận gộp tăng mạnh.** Trong nửa đầu năm 2024, VCG ghi nhận doanh thu giảm 16,4% svck. Nguyên nhân chủ yếu do doanh thu BĐS giảm 55% do số lượng căn hộ bàn giao từ dự án chung cư Green Diamond thấp hơn so với nửa đầu năm 2023. Ngoài ra, các dự án xây dựng lớn của VCG dự kiến sẽ được đẩy nhanh tiến độ trong nửa cuối năm 2024, dẫn đến doanh thu xây dựng trong nửa đầu năm 2024 giảm nhẹ (-9% svck). Mặc dù doanh thu giảm, lợi nhuận gộp của VCG trong nửa đầu năm 2024 đã tăng 32% svck nhờ biên lợi nhuận gộp của mảng BĐS tăng đáng kể (từ 31% trong nửa đầu năm 2023 lên 76% trong nửa đầu năm 2024).

**Đòn bẩy tài chính cải thiện:** Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của VCG đã được cải thiện đáng kể, từ 102,6% năm 2022 xuống 57,5% vào cuối tháng 6/2024. Tổng nợ vay của VCG cũng giảm 33% svck, xuống còn 9 nghìn tỷ đồng. Cùng với môi trường lãi suất thấp từ quý 3/2023, chi phí tài chính của VCG đã giảm 51% svck, góp phần hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận.

**Lỗ từ các công ty liên kết:** Trong nửa đầu năm 2024, lợi nhuận từ các công ty liên kết của VCG giảm 16% svck. Ban lãnh đạo cho rằng mức giảm này là do KQKD kém hiệu quả của các công ty xi măng và xây dựng. Nhìn chung, VCG ghi nhận LNST sau lợi ích CĐTS đạt 561 tỷ đồng, tăng 338% svck.

**VCG đã hoàn thành 65% mục tiêu LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024.** Tại ĐHCĐ tháng 4/2024, VCG đã đưa ra mục tiêu doanh thu thuần và LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 lần lượt là 15,0 nghìn tỷ đồng và 860 tỷ đồng. Như vậy, VCG đã hoàn thành 36% mục tiêu doanh thu và 65% mục tiêu LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024.

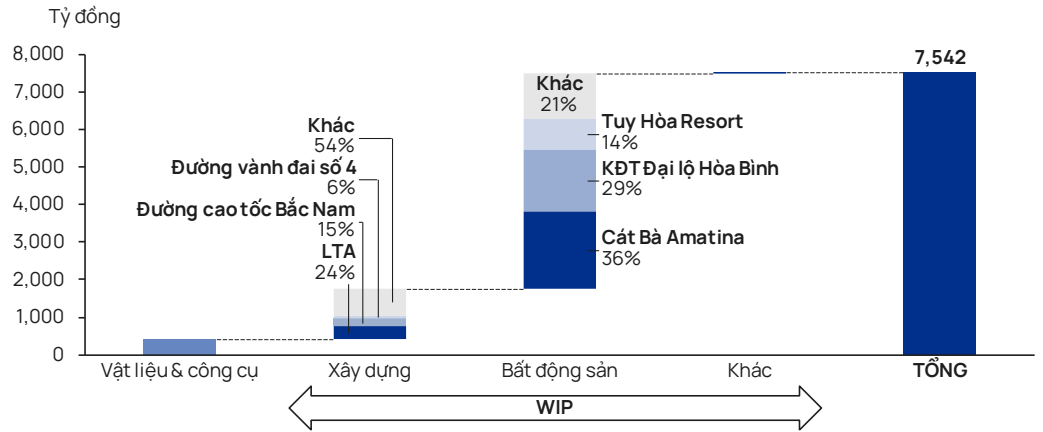
**Hình 9: KQKD 6T 2023 và 6T 2024 của VCG**

Tỷ đồng	6T 2023	6T 2024	SVCK
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6.534</b>	<b>5.464</b>	<b>-16,4%</b>
Xây dựng	3.993	3.623	-9%
BDS	1.609	723	-55%
Đầu tư tài chính	932	1.119	20%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>812</b>	<b>1.072</b>	<b>32,0%</b>
Xây dựng	58	122	109%
BDS	493	552	12%
Đầu tư tài chính	262	398	52%
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-200	-177	-11,8%
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>612</b>	<b>896</b>	<b>46,3%</b>
Thu nhập tài chính	190	125	-34,4%
Chi phí tài chính	-490	-239	-51,2%
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	-51	-43	-16,2%
Lãi/lỗ ròng khác	0	4	N.M.
LNTT	<b>261</b>	<b>743</b>	<b>184,3%</b>
Chi phí thuế doanh nghiệp	-84	-125	48,3%
<b>LNST trước lợi ích CĐTS</b>	<b>177</b>	<b>618</b>	<b>248,8%</b>
Lợi ích CĐTS	49	57	16,4%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>128</b>	<b>561</b>	<b>338,3%</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>12,4%</b>	<b>19,6%</b>	<b>+7,2 điểm %</b>
<b>Biên LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>2,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>+8,3 điểm %</b>

Nguồn: VCG, Vietcap. Lưu ý: Số liệu có thể không được làm tròn.

## Các dự án BĐS chiếm phần lớn giá trị tồn kho

Hình 10: Giá trị tồn kho của VCG tính đến cuối tháng 6/2024



Nguồn: VCG, Vietcap

**Phần lớn lượng tồn kho BĐS của VCG là các công trình đang thi công (WIP) (Hình 10).** Tính đến cuối tháng 6/2024, VCG báo cáo tổng giá trị tồn kho là 7,5 nghìn tỷ đồng. Trong đó, các công trình đang thi công chiếm phần lớn, với giá trị tồn kho BĐS và xây dựng lần lượt chiếm 76% và 18% tổng giá trị tồn kho. Trong số các dự án BĐS, Cát Bà Amatina có giá trị lớn nhất, 2,0 nghìn tỷ đồng, tương đương 27% tổng giá trị tồn kho. Dự án Cát Bà Amatina có tổng diện tích 172 ha với 7 khu nghỉ dưỡng, tọa lạc tại Cát Bà, Hải Phòng. VCG bắt đầu phát triển dự án này từ năm 2011 nhưng đã trì hoãn thi công cho đến nay do điều kiện thị trường không thuận lợi và hoạt động tái cấu trúc công ty. Đối với lượng tồn kho xây dựng, các dự án lớn nhất của VCG gồm Sân bay Quốc tế Long Thành, Đường cao tốc Bắc - Nam và Đường Vành đai 4.

## Triển vọng

**Xây dựng: Dự kiến hưởng lợi từ đầu tư hạ tầng công trong tương lai**

**Lượng backlog cao đảm bảo doanh thu trong 3 năm tới**

Hình 11: Các dự án xây dựng chính đang thực hiện của VCG

Dự án	Gói thầu	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Thời gian dự kiến
<b>Hạ tầng đường bộ</b>			
Đường cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2: Đoạn Bãi Vọt - Hàm Nghi	11-XL	3.035	12/2022-10/2025
Vành đai 4	09/TP2-XL	1.1816	06/2023-06/2026
Đường cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2: Đoạn Vũng Áng - Bùng	XL01	1.439	3/2023-12/2025
Đường cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng giai đoạn 1	10, 11, 22	1.104	11/2023-11/2027
Đường cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2: Đoạn Vân Phong - Nha Trang	XL02	1.036	12/2022-10/2025
Đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu giai đoạn 1	10-XL	945	6/2023-12/2025
Đường cao tốc Tuyên Quang - Hà Giang giai đoạn 1	03-XL	898	6/2023-10/2025
Vành đai 3	XL1, XL5	679	2/2024-12/2026
Ngã tư Phú Thứ	15	647	5/2023-10/2025
Đường cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	01	522	6/2023-4/2027
Đường cao tốc Bến Lức - Long Thành	A1-1, A6-5	359	4/2023-8/2024
Quốc lộ 5	XL-07B	81	4/2024-3/2024
<b>Hạ tầng hàng không</b>			
Sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1	5,10	3.924	8/2023-11/2026
Sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1	3,4	1.235	1/2022-3/2025
Sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1	4,6	1.415	8/2023-7/2025
<b>BDS nhà ở</b>			
Bệnh viện đa khoa tỉnh Nam Định		502	7/2023-3/2025
Trụ sở Công an quản lý xuất nhập cảnh tại Sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1	XL01, XL02	262	11/2022-11/2024
Viện truyền nhiễm - Bệnh viện Trung ương Quân đội 108	13	83	9/2023-7/2024
<b>Công nghiệp</b>			
Nhà máy Jin Shun Hsin Việt Nam		96	8/2023-6/2024

Nguồn: VCG, Vietcap

**Nguồn dự án xây dựng dồi dào, đảm bảo hoạt động kinh doanh đến năm 2027:** Dựa trên các dự án đang triển khai của VCG, chúng tôi ước tính giá trị backlog của VCG vào khoảng 30 nghìn tỷ đồng. Với thời gian hoàn thành dự kiến muộn nhất là vào năm 2027 (**Hình 11**), chúng tôi tin rằng nguồn backlog này sẽ đảm bảo doanh thu xây dựng của VCG trong 3 năm tới.

## Nhiều cơ hội trúng thầu các dự án hạ tầng công trong tương lai

Hình 12: Các công ty niêm yết đã trúng thầu/có khả năng hưởng lợi từ các dự án hạ tầng công quan trọng

Dự án	Tổng giá trị (tỷ đồng)	Các công ty niêm yết đã trúng thầu/có khả năng hưởng lợi
<b>Các dự án thành phần thuộc dự án Đường Cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2</b>		
Bãi Vọt – Hàm Nghi	7.643	<b>Bên thắng thầu: VCG</b>
Hàm Nghi – Vũng Áng	9.734	(các công ty chưa niêm yết)
Vũng Áng – Bùng	12.547	<b>Bên thắng thầu: VCG, LCG</b>
Bùng – Vạn Ninh	9.361	<b>Bên thắng thầu: C4G</b>
Vạn Ninh – Cam Lộ	9.919	(các công ty chưa niêm yết)
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	20.469	<b>Bên thắng thầu: HHV</b>
Hoài Nhơn – Quy Nhơn	12.401	(các công ty chưa niêm yết)
Quy Nhơn – Chi Thạnh	14.802	<b>Bên thắng thầu: CC1, RCC, SDT, TTL</b>
Chi Thạnh – Vân Phong	10.773	<b>Bên thắng thầu: LCG, VCG</b>
Vân Phong – Nha Trang	11.808	<b>Bên thắng thầu: VCG</b>
Cần Thơ – Hậu Giang	10.370	<b>Bên thắng thầu: G36, CC1</b>
Hậu Giang – Cà Mau	17.152	<b>Bên thắng thầu: C4G</b>
<b>Sân bay Quốc tế Long Thành – Giai đoạn 1 (các gói thầu chính)</b>		
3.4	4.412	<b>Bên thắng thầu: VCG</b>
5.10 – Nhà ga hành khách	35.234	<b>Bên thắng thầu:</b> Liên danh VIETUR, bao gồm <b>VCG, PHC, HAN</b> Các công ty niêm yết hưởng lợi: DHA, VLB
7.8	N/A	Các công ty niêm yết hưởng lợi tiềm năng: SCS, NCT
4.6 – Đường băng, sân đỗ	8.136	<b>Bên thắng thầu:</b> Liên danh không tên, bao gồm <b>VCG</b>
4.7 – Sân đỗ nhà ga hành khách		<b>Bên thắng thầu:</b> Liên danh không tên, bao gồm <b>VCG</b>
4.8 – Đường nội bộ	7.819	Chưa có thông tin (trong quá trình đấu thầu)
6.12 – Đường T1, T2	2.785	<b>Bên thắng thầu: HHV, TTL</b>
11.5 – Bãi đỗ xe	N/A	Chưa có thông tin (chưa đấu thầu)
<b>Các dự án thành phần Đường Vành đai 4</b>		
2.1 – Gói thầu 08	994	(các công ty chưa niêm yết)
2.1 – Gói thầu 09	1.816	<b>Bên thắng thầu: VCG</b>
2.1 – Gói thầu 10	~1.000	(các công ty chưa niêm yết)
2.1 – Gói thầu 11	890	<b>Bên thắng thầu:</b> Liên danh không tên, bao gồm C4G

Nguồn: Bộ GTVT, truyền thông trong nước, Vietcap. Ghi chú: CTCP Lizen (HOSE: LCG), Tập đoàn CIENCO4 (UPCoM: C4G), TCT Thăng Long (HNX: TTL), CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HOSE: HHV), CTCP Xây dựng số 1 (UPCoM: CC1), TCT Công trình Đường sắt (UPCoM: RCC), CTCP Sông Đà 10 (UPCoM: SDT), TCT 36 (UPCoM: G36), CTCP FECON (HOSE: FCN), TCT Xây dựng Hà Nội (UPCoM: HAN), CTCP Hóa An (HOSE: DHA), CTCP Xây dựng và Sản xuất Vật liệu xây dựng Biên Hòa (UPCoM: VLB), CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HOSE: SCS), CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (HOSE: NCT)

**Phát triển cơ sở hạ tầng vẫn là ưu tiên hàng đầu cho đầu tư công đến năm 2030:** Như đã đề cập trong báo cáo Ngành Xây dựng của chúng tôi ngày 18/10/2024, Chính phủ xác định phát triển cơ sở hạ tầng là ưu tiên mang tính chiến lược trong giai đoạn 2021-2030 để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và nâng cao năng lực cạnh tranh. Cam kết này được thể hiện rõ nét thông qua việc tăng mạnh đầu tư công, tập trung chủ yếu vào việc nâng cấp mạng lưới giao thông quốc gia. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này sẽ thúc đẩy sự phát triển của mảng xây dựng cơ sở hạ tầng trong ngắn hạn và dài hạn.

**VCG có nhiều khả năng trúng thầu các dự án hạ tầng công trong tương lai.** Trong 3 năm qua, VCG là một trong số ít các nhà thầu được lựa chọn để thi công các dự án hạ tầng trọng điểm - chẳng hạn như đường cao tốc Bắc - Nam, Sân bay Quốc tế Long Thành và Đường Vành đai 4 (Hình

12). Với năng lực đã được chứng minh và kinh nghiệm dày dặn trong lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng đường bộ và sân bay, chúng tôi cho rằng VCG có đủ khả năng để đảm nhận thêm các dự án trong kế hoạch phát triển cơ sở hạ tầng giai đoạn 2021-2030 của Việt Nam hoặc giai đoạn 2 và 3 của dự án Sân bay Quốc tế Long Thành. Theo ban lãnh đạo, VCG gần đây đã ký kết thỏa thuận hợp tác với một nhà thầu Trung Quốc để triển khai một số dự án trong tương lai gần, chẳng hạn như đoạn Văn Cao - Ngọc Khánh thuộc tuyến Metro số 5 tại Hà Nội.

## **Bất động sản: Ưu tiên các dự án có tiềm năng cao trong bối cảnh thị trường đang phục hồi**

**Thị trường BĐS tiếp tục phục hồi:** Như đã đề cập trong báo cáo "[Ngành Bất động sản Nhà ở](#)" của chúng tôi ngày 15/07/2024, chúng tôi dự báo ngành BĐS nhà ở sẽ tiếp tục phục hồi, với nhiều dự án mới được triển khai từ nửa cuối năm 2024. Chúng tôi nhận thấy tâm lý lạc quan của các chủ đầu tư bất động sản đang dần tăng lên, cho thấy hoạt động xây dựng nhà ở sẽ tiếp tục khởi sắc. Bên cạnh đó, việc Luật Đất đai sửa đổi, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản chính thức có hiệu lực từ ngày 01/08/2024 được kỳ vọng sẽ cải thiện khung pháp lý của ngành, góp phần đơn giản hóa các thủ tục hành chính và thúc đẩy việc triển khai các dự án xây dựng nhà ở mới từ quý 4/2024.

**VCG tập trung vào các dự án tiềm năng cao để vượt qua giai đoạn phục hồi chậm của thị trường:** Ban lãnh đạo VCG nhận định thị trường BĐS Việt Nam đã chạm đáy vào năm 2023. Tuy nhiên, dù lạc quan về triển vọng thị trường, ban lãnh đạo vẫn cho rằng tốc độ phục hồi sẽ chậm. Vì vậy, trong năm 2024 và 2025, VCG sẽ tiếp tục tập trung vào việc lựa chọn các dự án BĐS một cách thận trọng, ưu tiên những dự án có pháp lý rõ ràng, minh bạch và/hoặc có nhu cầu thị trường cao.

## **BĐS nhà ở: Các dự án KĐT tại Quảng Ninh thúc đẩy lợi nhuận trong ngắn hạn**

**Dự kiến ghi nhận LNTT là 275 tỷ đồng từ dự án Green Diamond trong năm 2024:** Green Diamond là dự án chung cư cao cấp tọa lạc tại quận Đống Đa, Hà Nội, cách trung tâm thành phố 7 km, với tổng diện tích 0,5 ha gồm 324 căn hộ (bao gồm 100 căn hộ tái định cư). Trong năm 2023, VCG đã bàn giao một số căn hộ đầu tiên và ghi nhận 1,7 nghìn tỷ đồng doanh thu cùng 447 tỷ đồng LNTT từ dự án này. Tính đến tháng 10/2024, VCG cơ bản đã hoàn thành việc bán hàng và hiện đang tiến hành cấp giấy chứng nhận quyền sở hữu cho cư dân. Trong năm 2024, VCG dự kiến sẽ ghi nhận 906 tỷ đồng doanh thu và 275 tỷ đồng LNTT từ Green Diamond, theo ban lãnh đạo.

**Hoạt động bán hàng tại 2 dự án KĐT tại Quảng Ninh đang đúng tiến độ:** VCG có 2 dự án đang triển khai tại Móng Cái, Quảng Ninh là KĐT Vinaconex Móng Cái (44 ha) và KĐT Đại lộ Hòa Bình (49 ha). Theo ban lãnh đạo, 2 dự án này đã được mở bán và ghi nhận một phần doanh thu trong năm 2023. Do tiến độ bán hàng của 2 dự án KĐT hiện đang đi đúng kế hoạch của VCG, chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ thúc đẩy doanh thu BĐS của VCG trong ngắn hạn. Do thị trường BĐS tại Móng Cái gần đây dần trở nên sôi động, chúng tôi cũng nhận thấy các dự án của VCG sẽ nằm trong số những dự án được hưởng lợi.

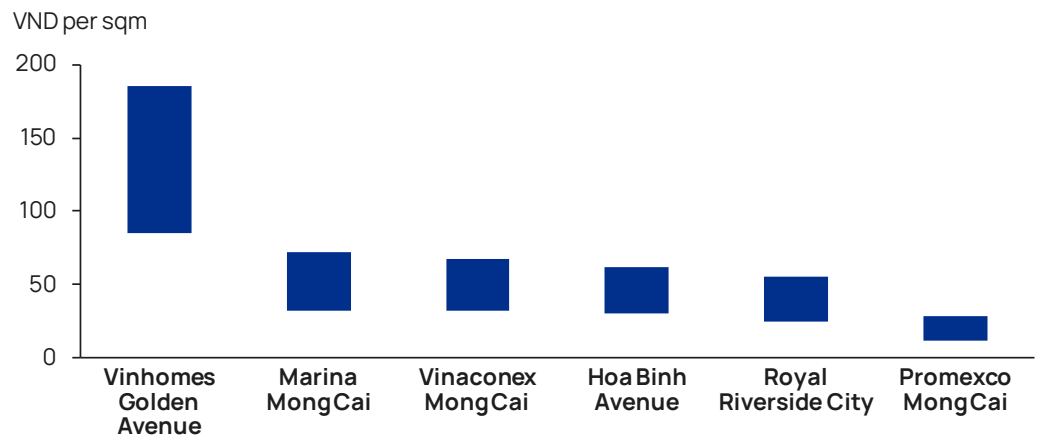
**Thị trường BĐS tại Móng Cái, Quảng Ninh đang dần trở nên sôi động:** Thành phố Móng Cái (tỉnh Quảng Ninh) có vị trí chiến lược là cửa ngõ quan trọng giữa Việt Nam và Trung Quốc, đồng thời là trung tâm kinh tế và du lịch của tỉnh Quảng Ninh. Các dự án cơ sở hạ tầng gần đây, chẳng hạn như đường cao tốc Hà Nội - Móng Cái và đường cao tốc Vân Đồn - Móng Cái, đã cải thiện đáng kể khả năng kết nối giữa Móng Cái với các thành phố lớn khác như Hà Nội và Hải Phòng. Nhận thấy tiềm năng của thành phố, các chủ đầu tư BĐS đang đầu tư mạnh vào các dự án quy mô lớn tại Móng Cái như KĐT Vinhomes Golden Avenue (116 ha), Royal Riverside City (48 ha), Marina Móng Cái (48 ha) và Promexco Móng Cái (29 ha), cùng một số dự án khác. Điều này đang làm tăng nguồn cung nhà ở chất lượng cao và đẩy giá trị BĐS lên cao. Trong tương lai, chúng tôi tin rằng việc tiếp tục phát triển cơ sở hạ tầng như cầu Bắc Luân 2 hoặc tuyến đường sắt mới đến Trung Quốc sẽ tiếp tục hỗ trợ thị trường BĐS Móng Cái. Điều này sẽ có lợi cho KĐT Vinaconex Móng Cái và KĐT Đại lộ Hòa Bình của VCG - nằm dọc 2 bên bờ sông Ka Long và gần các dự án quy mô lớn khác.

Hình 13: Các dự án BĐS lớn dọc sông Ka Long (Thành phố Móng Cái)



Nguồn: Vietcap

Hình 14: Giá bán tại các dự án BĐS dọc sông Ka Long (Thành phố Móng Cái)



Nguồn: Batdongsan.com, Vietcap

## BĐS công nghiệp: Tiềm năng lớn với việc đẩy mạnh phát triển KCN

VCG đang tích cực phát triển danh mục đầu tư KCN để đảm bảo nguồn doanh thu trong tương lai. Hiện tại, VCG sở hữu 3 KCN tại Hà Nội, trong đó Khu công nghệ cao Hòa Lạc 2 (271 ha) đang hoạt động với tỷ lệ lấp đầy khoảng 40%. Theo ban lãnh đạo, VCG đang ưu tiên hoàn thiện cơ sở hạ tầng tại Khu công nghệ cao Hòa Lạc 2 vào cuối năm 2024, nhằm nâng cao tỷ lệ lấp đầy và thu hút thêm nhiều khách thuê.

Ngoài ra, VCG cũng đang đẩy nhanh tiến độ phát triển 2 KCN mới gồm Cụm công nghiệp Sơn Đông (72,5 ha) tại Sơn Tây, Hà Nội và KCN Đông Anh (299,5 ha) tại Đông Anh, Hà Nội. KCN Sơn Đông đã được khởi công xây dựng vào tháng 10/2024 và dự kiến sẽ mở bán trong giai đoạn 2025-2026. Theo ban lãnh đạo, KCN Sơn Đông đã nhận được lượng đặt hàng cho 100% diện tích cho thuê, ngay cả trước khi chính thức ra mắt. Điều này cho thấy nhu cầu lớn đối với không gian công nghiệp tại Hà Nội. Việc xây dựng KCN Đông Anh - KCN lớn nhất của VCG tính đến nay, dự kiến sẽ bắt đầu vào quý 1/2025, theo ban lãnh đạo. Chúng tôi cho rằng những sáng kiến chiến lược này sẽ mang lại nguồn doanh thu đáng kể cho VCG từ năm 2025, củng cố vị thế của công ty trong lĩnh vực này.

## BĐS nghỉ dưỡng: Cát Bà Amatina sẽ mở bán sau năm 2024

VCG dự kiến sẽ mở bán trở lại Cát Bà Amatina trong năm 2024. Tính đến tháng 10/2024, VCG về cơ bản đã hoàn thành việc xây dựng dự án này. Ban lãnh đạo có kế hoạch mở bán trở lại trong năm 2024, có thể bán lô lớn đối với toàn bộ dự án.

Chúng tôi dự báo VCG sẽ tiếp tục trì hoãn việc mở bán trong năm 2024. Do thị trường BĐS nghỉ dưỡng của Việt Nam đang phục hồi chậm và vị trí của Cát Bà Amatina không nằm ở trung tâm (cách trung tâm thành phố Hải Phòng 60 km), nhiều khả năng VCG sẽ không thể bán các căn tại

dự án này với mức giá tốt nhất vào thời điểm này. Chúng tôi tin rằng nếu giá bán không đạt được kỳ vọng của ban lãnh đạo, công ty có thể lựa chọn trì hoãn việc mở bán, đặc biệt là khi VCG hiện đang ưu tiên các dự án tiềm năng hơn.

## **Đầu tư tài chính: KQKD ổn định trong tương lai**

**Chúng tôi kỳ vọng các khoản đầu tư tài chính sẽ tạo ra doanh thu ổn định trong 3 năm tới.** Các khoản đầu tư tài chính của VCG đã mang lại doanh thu ổn định 1,9-2 nghìn tỷ đồng trong 6 năm qua. Chúng tôi cho rằng điều này là do VCG tập trung đầu tư vào các lĩnh vực cung cấp hàng hóa và dịch vụ thiết yếu, chẳng hạn như điện và giáo dục, vốn có nhu cầu ổn định và ít bị ảnh hưởng bởi biến động kinh tế. Do đó, chúng tôi dự báo hoạt động đầu tư tài chính của VCG sẽ không có nhiều thay đổi đáng kể trong ngắn hạn, tiếp tục đóng góp vào lợi nhuận ổn định của công ty.

## **Ảnh hưởng trái chiều của giá vật liệu đối với biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng**

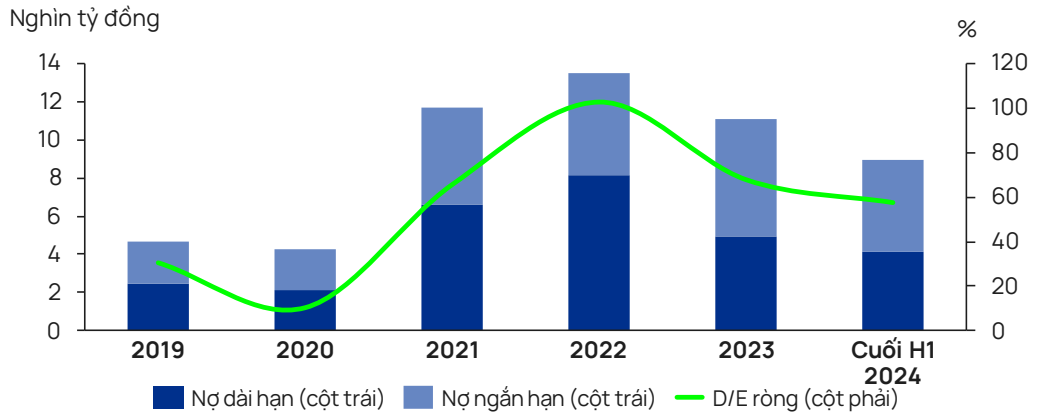
**Giá vật liệu biến động tạo ra những tác động khác nhau đến biên lợi nhuận gộp của VCG:** Như đã đề cập trong báo cáo Ngành Xây dựng của chúng tôi, chúng tôi dự báo các công ty xây dựng công nghiệp và nhà ở sẽ được hưởng lợi từ giá thép và xi măng yếu. Ngược lại, các công ty xây dựng cơ sở hạ tầng phụ thuộc nhiều vào cát và đá sẽ phải đối mặt với áp lực chi phí đầu vào cao nhưng lại được hưởng lợi từ giá nhựa đường giảm. Do VCG tham gia vào cả 3 loại hình xây dựng, chúng tôi nhận thấy tác động trái chiều của giá vật liệu đối với biên lợi nhuận gộp của công ty trong ngắn hạn.

**VCG dự kiến duy trì biên lợi nhuận gộp tối thiểu 2% trong mảng xây dựng:** Trong 2 năm tới, chúng tôi dự báo xây dựng cơ sở hạ tầng sẽ đóng vai trò quan trọng trong doanh thu của VCG. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty có thể bị ảnh hưởng tiêu cực bởi giá cát và đá tăng cao. Tuy nhiên, theo ban lãnh đạo, đối với các dự án lớn như Sân bay Quốc tế Long Thành, VCG đã chủ động dự trữ vật liệu trước để giảm thiểu rủi ro tăng giá và đảm bảo tiến độ hoàn thành dự án. VCG đặt mục tiêu biên lợi nhuận gộp tối thiểu 2% trong mảng xây dựng trong ngắn hạn. Trong giai đoạn 2018-6T 2024, biên lợi nhuận gộp trung bình của VCG trong mảng xây dựng là 3%.



## Môi trường lãi suất thấp giúp giảm gánh nặng nợ vay

Hình 15: Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH của VCG trong giai đoạn 2019-6T 2024



Nguồn: VCG, Vietcap

Như đã đề cập trong phần Ngân hàng của [Báo cáo Chiến lược Đầu tư năm 2024](#) của chúng tôi ngày 05/01/2024 và [Báo cáo Chiến lược Đầu tư 6 tháng cuối năm 2024](#) ngày 05/07/2024, chúng tôi dự báo NHNN sẽ duy trì môi trường lãi suất thấp trong phần lớn thời gian của năm 2024 và 2025. Sau những điều chỉnh mới nhất đối với dự báo vĩ mô, chúng tôi hiện dự báo lãi suất điều hành của Việt Nam sẽ không đổi trong năm 2024 và sẽ tăng một lần trong năm 2025, mặc dù đà tăng trưởng kinh tế phục hồi mạnh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng môi trường lãi suất thấp sẽ giúp giảm bớt gánh nặng nợ vay của VCG trong quý 4/2024 và năm 2025, từ đó hỗ trợ lợi nhuận của công ty.

## Kế hoạch của công ty

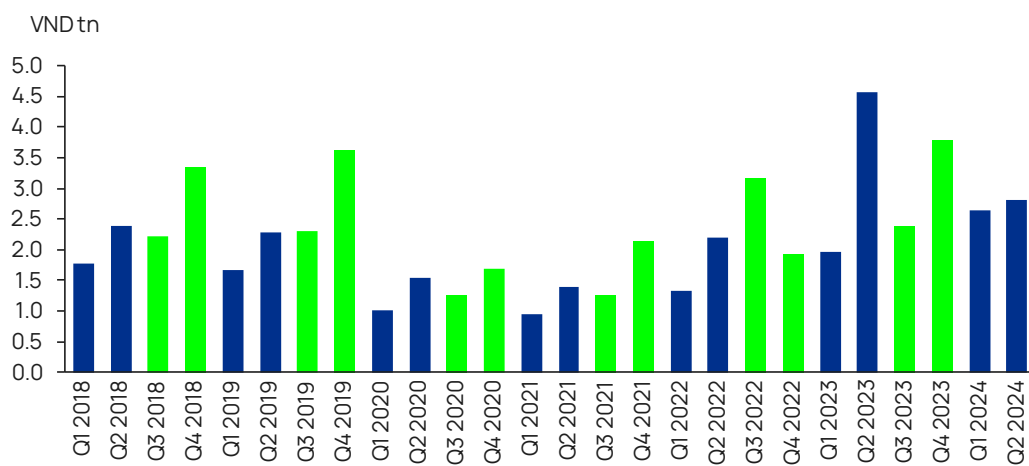
Hình 16: Kế hoạch năm 2024 của VCG

	Đơn vị	Kế hoạch năm 2024
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>15.000</b>
Tăng trưởng % svck	%	18%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>860</b>
Tăng trưởng % svck	%	113%
<b>Cổ tức</b>	<b>% mệnh giá</b>	<b>10%</b>

Nguồn: VCG, Vietcap

**Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 là 113%:** Mặc dù công ty đã đặt mục tiêu doanh thu thuần năm 2024 là 15,0 nghìn tỷ đồng (+18% svck), nhưng mục tiêu LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 là 860 tỷ đồng - tương đương với mức tăng trưởng 113% svck. Theo quan điểm của chúng tôi, mục tiêu LNST sau lợi ích CĐTS này là khả thi do VCG đã hoàn thành 65% LNST sau lợi ích CĐTS trong nửa đầu năm 2024 và nửa cuối năm thường là mùa cao điểm của công ty. Ngoài ra, theo ban lãnh đạo, việc trì hoãn và triển khai chậm các dự án trong năm 2023 đã dẫn đến doanh thu xây dựng thấp hơn dự kiến. Doanh thu bị trì hoãn này sẽ được ghi nhận trong năm 2024, qua đó thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.

Hình 17: Doanh thu thuần của VCG theo quý



Nguồn: VCG, Vietcap

## Định giá

Không có công ty nào hoàn toàn tương đồng với VCG do HĐKD đa dạng của công ty trong lĩnh vực xây dựng, BĐS và đầu tư tài chính. Để so sánh một cách toàn diện, chúng tôi đã lựa chọn các nhóm công ty niêm yết tại Việt Nam hoạt động trong các mảng kinh doanh chính của VCG. Do đó, chúng tôi lựa chọn (1) các nhà thầu cơ sở hạ tầng, (2) các công ty BĐS có hoạt động tại thị trường miền Bắc và (3) các công ty hoạt động trong lĩnh vực thủy điện và/hoặc cấp nước.

**VCG hiện đang giao dịch ở mức định giá tương đối thấp.** Hệ số P/E trượt 12T của VCG là 13,1 lần - thấp hơn 17% so với trung vị của nhóm các công ty cùng ngành là 15,7 lần. Hệ số P/B quý gần nhất của VCG cũng thấp hơn ở mức 1,4 lần so với mức 1,5 lần của các công ty BĐS cùng ngành.

Hình 18: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	Svck (%)	LNST - CĐTS (triệu USD)	Svck (%)	Nợ vay ròng/ VCSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)
<b>Xây dựng</b>										
CC1 TCT Xây dựng số 1	202,0	300,2	107,3	10,4	75,8	63,2	6,5	1,8	19,3	1,3
HHV Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	204,0	121,5	127,4	14,3	122,6	195,6	4,2	1,0	14,3	0,6
CII Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM	196,4	121,7	57,3	16,4	N.M	192,8	6,6	1,2	12,0	0,8
C4G CIENCO 4	123,1	118,9	101,3	7,2	93,8	61,1	4,7	1,9	17,3	0,8
LCG LIZEN	82,6	94,6	195,8	5,9	160,5	14,6	5,7	2,5	14,0	0,8
<b>Trung vị</b>	<b>196,4</b>	<b>121,5</b>	<b>107,3</b>	<b>10,4</b>	<b>108,2</b>	<b>63,2</b>	<b>5,7</b>	<b>1,8</b>	<b>14,3</b>	<b>0,8</b>
<b>Bất động sản</b>										
VHM Vinhomes	7167,3	3120,3	62,8	931,8	59,0	24,0	12,1	5,1	7,7	0,9
PDR Phát triển BĐS Phát Đạt	742,2	23,7	264,9	19,5	N.M	27,1	4,4	2,3	38,1	1,7
SJS SJ Group	295,2	24,2	628,8	8,5	81,2	30,8	7,6	2,9	34,6	2,6
NTL Phát triển Đô thị Từ Liêm	101,7	88,4	627,1	40,6	N.M	-82,8	52,5	51,9	2,5	1,3
<b>Trung vị</b>	<b>518,7</b>	<b>56,3</b>	<b>446,0</b>	<b>30,1</b>	<b>70,1</b>	<b>25,5</b>	<b>9,9</b>	<b>4,0</b>	<b>21,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Đầu tư tài chính (phát điện &amp; cấp nước)</b>										
BWE TCT Nước - Môi trường Bình Dương	395,9	151,8	104,1	25,5	93,0	86,8	12,7	5,4	15,5	2,0
HDG Tập đoàn Hà Đô	358,5	108,8	70,5	26,3	78,9	53,8	10,9	4,6	13,6	1,5
TDM Nước Thủ Dầu Một	220,0	23,7	121,9	7,6	57,2	1,3	7,9	6,8	29,0	2,3
<b>Trung vị</b>	<b>358,5</b>	<b>108,8</b>	<b>104,1</b>	<b>25,5</b>	<b>78,9</b>	<b>53,8</b>	<b>10,9</b>	<b>5,4</b>	<b>15,5</b>	<b>2,0</b>
<b>Tổng hợp*</b>	<b>282,1</b>	<b>107,6</b>	<b>168,1</b>	<b>16,5</b>	<b>96,3</b>	<b>54,8</b>	<b>7,3</b>	<b>2,8</b>	<b>15,7</b>	<b>1,1</b>
<b>VCG</b> Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	<b>425,0</b>	<b>465,4</b>	<b>112,0</b>	<b>32,4</b>	<b>374,9</b>	<b>57,5</b>	<b>10,4</b>	<b>2,7</b>	<b>13,1</b>	<b>1,4</b>

Nguồn: FiinPro, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 30/10/2024). \*Lưu ý: Trung bình có trọng số theo đóng góp của từng mảng kinh doanh vào tổng doanh thu thuần năm 2023 của VCG.

## Rủi ro đầu tư

**Giá vật liệu xây dựng biến động bất lợi:** Giá vật liệu như thép, đá xây dựng, cát biến động mạnh có thể gây ảnh hưởng đến HĐKD xây dựng và BĐS của VCG.

**Chậm trễ trong giải ngân vốn đầu tư công:** VCG tham gia nhiều vào các dự án cơ sở hạ tầng công, vốn phụ thuộc lớn vào nguồn vốn từ ngân sách nhà nước. Nếu tiến độ giải ngân đầu tư công bị trì hoãn (do thiếu vật liệu như cát, v.v., hoặc do giải phóng mặt bằng), thì tiến độ dự án có thể bị gián đoạn, ảnh hưởng đến doanh thu của VCG.

**Thị trường BĐS du lịch phục hồi chậm:** VCG có kế hoạch đầu tư lớn (10,9 nghìn tỷ đồng) vào Khu nghỉ dưỡng Cát Bà Amatina. Nếu thị trường BĐS du lịch phục hồi chậm, nhu cầu yếu và niềm tin của nhà đầu tư thấp, dự án có thể gặp khó khăn trong việc mở bán dự án và tạo ra lợi nhuận.

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
<b>Doanh thu</b>	<b>5.551</b>	<b>5.749</b>	<b>8.453</b>	<b>12.704</b>
Giá vốn hàng bán	-4.715	-4.920	-7.536	-11.523
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>836</b>	<b>829</b>	<b>917</b>	<b>1.181</b>
Chi phí bán hàng	-62	-36	-57	-93
Chi phí quản lí DN	-1.506	-138	-223	79
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>-731</b>	<b>655</b>	<b>637</b>	<b>1.167</b>
Thu nhập tài chính	3.046	527	1.080	351
Chi phí tài chính	-277	-499	-765	-854
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-255</i>	<i>-506</i>	<i>-757</i>	<i>-833</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	7	23	-27	-113
Lỗ/lãi thuần khác	83	12	61	4
<b>LNTT</b>	<b>2.127</b>	<b>719</b>	<b>985</b>	<b>556</b>
Thuế TNDN	-436	-199	-55	-160
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>1.690</b>	<b>520</b>	<b>931</b>	<b>396</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	86	126	148	-7
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.605</b>	<b>394</b>	<b>782</b>	<b>404</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>1.541</b>	<b>394</b>	<b>780</b>	<b>402</b>
(1) Điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi				
EBITDA	-396	923	974	1.510
EPS báo cáo, VND (2)	2.575	659	1.303	671
DPS báo cáo, VND (2)	885	1.328	0	0
DPS/EPS (%)	34,4%	201,6%	0,0%	0,0%

TỶ LỆ	2020	2021	2022	2023
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-41,6%	3,6%	47,0%	50,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-193,1%	N.M.	-2,8%	83,3%
Tăng trưởng LNTT	120,3%	-66,2%	37,1%	-43,6%
Tăng trưởng EPS	125,5%	-74,4%	97,8%	-48,5%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	15,1%	14,4%	10,8%	9,3%
Biên LN từ HĐ %	-13,2%	11,4%	7,5%	9,2%
Biên EBITDA	-7,1%	16,1%	11,5%	11,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	28,9%	6,9%	9,3%	3,2%
ROE %	24,4%	6,1%	11,6%	5,7%
ROA %	8,2%	1,6%	2,5%	1,3%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	149,3	180,5	227,7	200,7
Số ngày phải thu	485,6	581,7	430,0	231,7
Số ngày phải trả	148,2	121,9	93,8	68,1
TG luân chuyển tiền	486,8	640,3	563,9	364,3
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,5x	1,4x	1,6x	1,3x
CS thanh toán nhanh	1,2x	1,2x	1,0x	0,8x
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,2x	0,1x	0,2x
Nợ/Tài sản	21,9%	37,7%	42,2%	36,2%
Nợ/Vốn sử dụng	37,4%	60,5%	57,6%	52,0%
Nợ/Vốn CSH	10,3%	65,5%	102,6%	67,8%
Khả năng thanh toán lãi vay x	-2,9x	1,3x	0,8x	1,4x
(số liệu có thể không được làm tròn)				

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Tiền và tương đương	1.995	2.812	1.710	2.670
Đầu tư TC ngắn hạn	1.551	3.870	1.616	1.488
Các khoản phải thu	7.468	10.856	9.059	7.070
Hàng tồn kho	2.220	3.466	7.080	6.888
TS ngắn hạn khác	162	292	509	565
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>13.397</b>	<b>21.296</b>	<b>19.975</b>	<b>18.681</b>
TS dài hạn (gộp)	4.259	4.453	4.797	6.185
- Khấu hao lũy kế	-1.677	-1.889	-2.113	-2.323
TS dài hạn (ròng)	2.582	2.564	2.684	3.862
Đầu tư TC dài hạn	1.062	1.469	1.124	940
TS dài hạn khác	2.568	5.640	8.216	7.211
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>6.213</b>	<b>9.673</b>	<b>12.025</b>	<b>12.014</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>19.610</b>	<b>30.969</b>	<b>31.999</b>	<b>30.694</b>
Phải trả ngắn hạn	1.996	1.844	2.502	2.240
Nợ ngắn hạn	2.141	5.047	5.345	6.136
Nợ ngắn hạn khác	4.856	8.579	4.916	6.046
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>8.992</b>	<b>15.470</b>	<b>12.763</b>	<b>14.422</b>
Nợ dài hạn	2.146	6.632	8.168	4.962
Nợ dài hạn khác	1.308	1.240	1.137	1.069
<b>Tổng nợ</b>	<b>12.447</b>	<b>23.342</b>	<b>22.069</b>	<b>20.453</b>
CP ưu đãi	0	0	0	0
Vốn CP	4.417	4.417	4.859	5.345
Thặng dư vốn CP	355	16	16	16
Lợi nhuận giữ lại	2.157	1.838	1.683	1.583
Vốn khác	-567	349	298	309
Lợi ích CĐTS	801	1.008	3.075	2.989
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.163</b>	<b>7.628</b>	<b>9.931</b>	<b>10.241</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>19.610</b>	<b>30.969</b>	<b>31.999</b>	<b>30.694</b>
Số CP lưu hành cuối năm, tr	402,4	441,7	485,9	534,5
Số CP lưu hành cuối năm, tr (2)	598,6	598,6	598,6	598,6

LUU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.343</b>	<b>1.995</b>	<b>2.812</b>	<b>1.710</b>
Lợi nhuận sau thuế	1.690	520	931	396
Khấu hao	252	256	276	338
Thay đổi vốn lưu động	69	545	-1.572	3.591
Điều chỉnh khác	-2.036	-926	-1.401	-678
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-25</b>	<b>394</b>	<b>-1.767</b>	<b>3.648</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-205	-1.407	-1.459	-784
Đầu tư, ròng	3.069	-4.668	3.345	616
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>2.864</b>	<b>-6.075</b>	<b>1.886</b>	<b>-168</b>
Cổ tức đã trả	-159	-1.098	-653	-96
Tăng (giảm) vốn cổ phần	-1.644	145	13	39
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-79	2.907	298	791
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-296	4.486	1.536	-3.206
Tiền từ các hoạt động khác	-9	54	-2.415	-49
<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>-2.186</b>	<b>6.494</b>	<b>-1.222</b>	<b>-2.521</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>653</b>	<b>817</b>	<b>-1.102</b>	<b>960</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.995</b>	<b>2.812</b>	<b>1.710</b>	<b>2.670</b>

Nguồn: VCG, Vietcap. Lưu ý: (2) Điều chỉnh cho các đợt chia cổ tức bằng cổ phiếu giai đoạn 2022-2024

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tổng Hoàng Trâm Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi đối với các công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**  
Giám đốc điều hành, ext 105  
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

**Trưởng phòng cao cấp, ext 123**  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516  
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Phó Giám đốc, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thủy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng,**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

**Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng**  
**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

**Tuan Nhan**  
Giám đốc điều hành  
Khối môi giới và Giao dịch Chứng  
khoán - Khách hàng tổ chức  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
Giám đốc điều hành  
Khối Môi giới trong nước  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

**Nguyễn Quốc Dũng,**  
Giám đốc  
Giao dịch Chứng khoán -  
Khách hàng tổ chức  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.