

CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (HSX: VCG)
Triển vọng kinh doanh khởi sắc trở lại

- Q1/25: Lợi nhuận (LN) ròng giảm 72% svck do ghi nhận ở mảng BĐS giảm và không còn ghi nhận DT từ Vimenco do đã thoái vốn. LN ròng Q1/25 hoàn thành 12% dự phóng cả năm của chúng tôi do đây là mùa thấp điểm, chúng tôi kỳ vọng KQKD của VCG sẽ khởi sắc hơn trong các quý tới.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 19% LN ròng năm 2025 so với dự báo cũ do mảng xây dựng khả quan hơn, LN ròng 2025-26 sau điều chỉnh tăng 36%/32% svck với đóng góp chính đến từ mảng xây dựng và BĐS.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 26,400 đồng/cp.

Q1/25: LN ròng giảm mạnh do sự sụt giảm của mảng BĐS và VLXD

Trong Q1/25, doanh thu giảm nhẹ 2% svck nhờ tăng trưởng đến từ mảng xây dựng (+46% svck) bù đắp cho sự sụt giảm của mảng BĐS (-71% svck). Tuy nhiên, do không còn đóng góp từ kinh doanh BĐS và Vimenco (VLXD), biên LN gộp giảm 16đ % svck về khoảng 12%. Bên cạnh đó, chi phí tài chính giảm 51% svck nhờ áp lực lãi vay hạ nhiệt trong bối cảnh lãi suất thấp. Do biên gộp giảm mạnh, LN ròng sụt giảm 72% svck về mức 128 tỷ VNĐ.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 19% LN ròng năm 2025, LN ròng sau điều chỉnh tăng 36%/32% svck trong năm 2025 - 26

Trong năm 2025, chúng tôi điều chỉnh doanh thu mảng xây lắp, BĐS và thủy điện tăng 41%/17%/13% so với dự báo trước với kỳ vọng backlog xây dựng khả quan hơn, dự án Chợ Mơ hấp thụ tốt hơn kỳ vọng, hơn nữa tình hình thời tiết tích cực tác động đáng kể đối với sản lượng điện.

Nhờ mảng xây dựng, BĐS và thủy điện khả quan hơn, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu lên 28% so với dự báo cũ cho năm 2025, doanh thu VCG có thể đạt 14,264/15,434 tỷ VNĐ (+11%/8% svck) năm 2025 – 26. Dù điều chỉnh giảm 1.8đ %, biên LN gộp vẫn tăng 0.5đ %/2đ % svck vào năm 2025 – 26. Với động lực đến từ doanh thu và biên gộp cải thiện, LN ròng tăng 36% svck vào năm 2025 (điều chỉnh tăng 19% so với dự báo trước) và tăng 32% svck vào năm 2026.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 26,400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 8% so với dự báo trước nhờ tăng giá trị mảng xây dựng khoảng 3% và tăng giá trị mảng BĐS thêm 4%. Chúng tôi đánh giá đây là thời điểm thích hợp để mua VCG nhờ hưởng lợi trực tiếp trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2025 -30 với vị thế nhà thầu có nền tảng tài chính lành mạnh và kinh nghiệm triển khai các dự án lớn, đồng thời các dự án BĐS có tiến triển khả quan. Chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho cổ phiếu VCG với giá mục tiêu 26,400 VND/cổ phiếu theo phương pháp SOTP (WACC:11.6%).

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	12,704	12,870	14,264	15,318
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	403	927	1,260	1,658
Tăng trưởng doanh thu thuần	50.3%	1.3%	10.8%	7.4%
Tăng trưởng LN ròng	-36.4%	130.0%	36.0%	31.4%
Biên LN gộp	9.3%	15.4%	15.9%	18.1%
Biên EBITDA	14.5%	17.0%	17.4%	19.2%
ROAE	6.9%	17.8%	17.0%	18.6%
ROAA	1.6%	4.6%	5.3%	6.5%
EPS (VND/cổ phiếu)	961	2,427	2,510	2,940
BVPS (VND/cổ phiếu)	13,569	13,633	15,785	15,854

Nguồn: VCG, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

VND 26,400

Giá mục tiêu

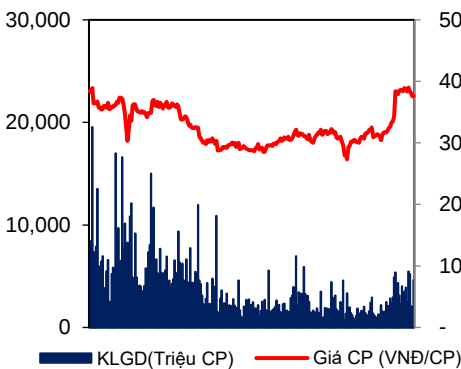
Tiềm năng tăng giá

15%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh tăng 19% EPS năm 2025

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	22,950
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,000
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	13,770
P/E (TTM)	21.9
P/B	1.3
Thị suất cổ tức (%)	5%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	6.2%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

CTCP Pacific Holding	45.1%
Nước ngoài	6.2%
Khác	49.7%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

CTCP Xây dựng và Xuất nhập khẩu Việt Nam (HSX: VCG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- VCG được hưởng lợi nhờ trúng thầu tại các dự án đầu tư công trọng điểm, được tập trung triển khai trong giai đoạn 2025 – 2027 như cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành, giúp Backlog của doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng 8% và 7% svck trong 2025-26.
- LN ròng của VCG dự kiến tăng trưởng 36%/32% svck trong năm 2025-26 với đóng góp chính đến từ mảng xây dựng và BĐS khả quan. Hơn nữa, DN có khả năng thoái vốn tại dự án Cát Bà Amatina và điều này có thể ghi nhận LN đột biến.
- Sức khỏe tài chính của VCG cải thiện rõ rệt trong những năm gần đây nhờ thoái vốn tại các khoản đầu tư không hiệu quả như Cảng Vạn Ninh và Vimeco. Tỷ lệ nợ vay/TTS đạt mức 30% (thấp hơn mức 37% của TB ngành xây dựng).

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu VCG. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá SOTP (WACC: 11.6%) nhằm xác định giá trị hợp lý của VCG với giá mục tiêu tại thời điểm cuối năm 2025 đạt 26,400 VND/CP (tiềm năng tăng giá 15%). Giá mục tiêu mới cao hơn 8% so với dự báo cũ nhờ tăng giá trị mảng xây dựng khoảng 3% và tăng giá trị mảng BĐS thêm 4%.

Hình 1: Định giá các mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Hệ số	Giá trị	Sở hữu	Giá trị thuộc về VCSH	Comment
BDS						
Bao gồm:						
RNAV						
Cát Bà Amatina	DCF	WACC: 11.6%	15,260	51%	7,783	Giữ nguyên định giá dự án nhờ kì vọng giá bán có thể tăng trưởng nhờ hạ tầng đẩy mạnh tại Cát Bà.
KĐT Hoà Bình	DCF	WACC: 11.6%	981	100%	981	
KĐT Phú Yên	BV		826	100%	826	Với các dự án chưa hoàn tất GPMB, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách
TTTM Chợ Mơ	DCG		601	100%	601	Áp dụng DCF với dự án chợ Mơ do đã mở bán
Thiên Ân - Điện Ngọc	BV		200	100%	200	và dự kiến ghi nhận doanh thu năm 2025.
Tiền và tương đương tiền					551	Tiền của mảng BDS do các mảng khác đã bao gồm DT tài chính
Nợ vay					3,981	Nợ vay của mảng BDS do các mảng khác đã tính ra giá trị của VCSH
Giá trị mảng BDS					6,960	
Xây dựng	P/E	8.x	2,096	100%	2,096	
Thủy điện					1469	
Bao gồm:						
Ngòi Phát	P/E	12.x	1,747	51%	944	Điều chỉnh tăng so với định giá cũ do LN mảng điện khả quan hơn trong năm 2025
Thủy điện Dak Ba	P/E	12.x	530	99%	525	
Sản xuất nước	P/E	15.x	1,774	100%	1,774	Mảng nước duy trì ổn định so với dự báo cũ
Giáo dục	P/E	11.x	1008	100%	1008	
Cho thuê VP	P/E	8.x	360	100%	360	Các mảng KD khác điều chỉnh giảm do đã thoái vốn khỏi mảng VLXD của Vimeco.
Giá trị các mảng kinh doanh					13,668	
Đầu tư vào liên doanh, LK					424	
Số lượng CP (CP)					534,465,514	
Giá mục tiêu (VND/CP)					26,400	

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	VND/CP	VND/CP		Tỷ VNĐ	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025
Xây dựng													
CTCP Fecon	FCN VN Equity	14,050	NA	KKN	2,212	40.1	38.2	0.7	0.6	0.2%	1.6%	0.9%	2.2%
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	HHV VN Equity	12,150	NA	KKN	5,756	12.3	11.2	0.8	0.7	1.3%	1.8%	3.9%	4.3%
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh	CII VN Equity	15,150	NA	KKN	8,495	36.8	19.3	0.8	0.6	0.9%	1.3%	2.9%	3.2%
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN Equity	7,300	NA	KKN	2,650	16.8	14.5	0.7	0.6	2.2%	2.5%	5.6%	6.1%
CTCP Xây dựng Cotecccons	CTD VN Equity	78,000	NA	KKN	7,950	25.1	21.5	0.9	0.8	1.5%	1.7%	3.7%	4.1%
Trung Bình					5,413	26.2	20.9	0.8	0.7	1.2%	1.8%	3.4%	4.0%
BDS													
CTCP Phát triển BDS Phát Đạt	PDR VN Equity	16,100	18,300	Khả quan	14,950	27.5	26.2	1.3	1.2	2.6%	2.8%	4.8%	5.8%
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN Equity	16,800	23,500	Khả quan	15,150	52.5	21.8	0.8	0.6	1.0%	1.2%	1.6%	1.8%
CTCP Đầu tư và KD Nhà Khang Điền	KDH VN Equity	28,000	39,100	Khả quan	29,300	33.3	25.6	1.5	1.3	2.8%	3.4%	4.2%	4.6%
CTCP Đầu tư và Phát triển Xây dựng	DIG VN Equity	16,150	NA	KKN	9,860	55.2	45.5	1.3	1.2	0.7%	0.9%	1.4%	1.6%
Trung Bình					17,315	42.1	29.8	1.2	1.1	1.8%	2.1%	3.0%	3.5%
Công ty Đa ngành													
CTCP Cơ điện lạnh	REE VN Equity	71,900	76,800	Khả quan	33,850	16.2	14.5	1.5	1.3	6.2%	7.3%	9.2%	10.6%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	26,200	32,700	Khả quan	8,830	17.2	16.3	1.7	1.5	2.7%	3.5%	4.9%	5.3%
Dat Phuong Group Joint Stock Company	DPG VN Equity	65,000	NA	NA	4,130	19.2	17.5	1.6	1.4	3.6%	4.2%	8.5%	9.2%
Trung Bình					15,603	17.5	16.1	1.6	1.4	4.2%	5.0%	7.5%	8.4%
CTCP Xây dựng và XNK	VCG VN Equity	22,950	26,400	Khả quan	13750	21.9	18.6	1.3	1.2	3.3%	3.6%	8.2%	9.1%

Rủi ro đầu tư

- (1) Vốn giải ngân đầu tư công không hoàn thành như kì vọng do các dự án tiếp tục vướng mắc về thiếu nguyên vật liệu và giải phóng mặt bằng.
- (2) Thị trường BĐS nghỉ dưỡng ảm đạm trong thời gian dài tác động tiêu cực tới việc mở bán dự án chiến lược Cát Bà Amatina.

Tổng hợp kết quả kinh doanh Q1/2025

Quý 1/2025: LN ròng giảm mạnh svck do không còn ghi nhận mảng kinh doanh vật liệu xây dựng trong khi mảng cốt lõi khả quan hơn

Hình 3: KQKD của VCG trong Q1/25

Các tiêu chí KQKD	2024	% svck	Q1/25	% svck	% dự báo của MBS 2025	Đánh giá
Doanh thu	12,870	1%	2,596	-2%	23%	
Bao gồm						
- Hoạt động xây lắp	9,274	12%	1,991	47%	29%	Mảng xây lắp tăng trưởng trong năm 2024 và Q1/25 với động lực chính đến từ các dự án lớn như cao tốc Bắc - Nam và sân bay Long Thành.
- Kinh doanh BĐS	1071	-53%	77	-71%	4%	Mảng BDS giảm mạnh do chỉ bàn giao khoảng 11 Căn tại dự án Green Diamond so với khoảng 100 Căn cùng kì năm 2024.
- Sản xuất công nghiệp (Gồm thủy điện, BOT, VLXD)	961	13%	179	-5%	31%	
- Kinh doanh nước sạch	1,056	29%	253	7%	21%	Mảng nước tăng trưởng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trong khi giá nước duy trì ổn định
- Giáo dục	277	3%	76	0%	26%	
- Các mảng khác	232	4%	19	-65%	12%	Các mảng kinh doanh khác giảm do thoái vốn khỏi mảng VLXD từ Vimeco.
LN gộp	1,981	67.9%	318	-57.8%	17%	
Biên LN gộp	15%	+ 6 điểm%	12.2%	- 16 điểm %	- 3.7 điểm %	Biên LN gộp thấp hơn dự phóng cả năm của chúng tôi do chưa ghi nhận DT bất động sản.
- Hoạt động xây lắp	3%	+4 điểm%	4.4%	+ 0.4 điểm %		Biên LN gộp mảng xây lắp tăng trưởng nhờ giá trúng thầu tại các dự án như cao tốc Bắc - Nam cao hơn và chi phí nguyên liệu thép hạ nhiệt
- Kinh doanh BĐS	66%	+ 32 điểm %	48%	+ 4 điểm %		Biên gộp mảng BDS tăng do không còn ghi nhận chi phí giá vốn liên quan đến đền bù, tái định cư tại dự án Green Diamond
- SX công nghiệp	46%	+ 3 điểm %	38%	+ 8 điểm %		Biên gộp mảng điện tăng nhờ thủy điện được huy động nhiều hơn svck nhờ thời tiết thuận lợi.
-Kinh doanh nước sạch	32%	+ 12 điểm %	35%	+ 4 điểm %		
-Giáo dục	33%	- 1 điểm %	41%	- 5 điểm %		
- Khác	37%	- 5 điểm %	34%	-30 điểm %		
Doanh thu tài chính	333	-5%	47	-33%	13%	Q1/25: DT tài chính giảm do giảm lãi tiền gửi giảm trong bối cảnh lãi suất ở mức thấp.
Chi phí tài chính	446	-48%	66	-51%	10%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	434	-48%	65	-51%	11%	Áp lực lãi vay giảm mạnh nhờ lãi suất giảm và DN thu hẹp quy mô nợ vay
Lãi/(lỗ) từ liên doanh, liên kết	-79	NA	-21	NA	23%	
Chi phí bán hàng	58	-38%	20	-17%	19%	
% Chi phí bán hàng/DT	0.5%	-0.5 điểm %	0.8%	- 0.1 điểm %		
Chi phí QLDN	380	NA	80	0%	91%	
% chi phí QLDN/DT	3%	-4 điểm %	3%	- 0.1 điểm %		
Lợi nhuận trước thuế	1372	147%	182	-68%	13%	
LN ròng	927	130%	128	-72%	12%	Lợi nhuận ròng giảm 72% svck do mảng BDS giảm mạnh và không còn ghi nhận DT từ Vimeco (mảng VLXD). LN ròng Q1/25 hoàn thành 12% dự phóng cả năm của chúng tôi do đây là mùa thấp điểm.

Điều chỉnh tăng LN ròng 2025 thêm 19% do mảng xây dựng khả
quan hơn, LN ròng giai đoạn 2025 – 2026 dự báo tăng 36%/32%
svck

Hình 4: Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2026-2026 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% svck	% sv dự phóng trước	2026F	% svck	Đánh giá
Doanh thu	12,870	14,264	11%	28%	15,318	7%	
- Hoạt động xây lắp	9,274	9,596	3%	41%	9,537	-1%	Điều chỉnh tăng với DT mảng xây dựng 2025 do back log tăng 8% svck và DN trúng thầu nhiều dự án trọng điểm. DT duy trì ở mức cao trong năm 2026.
- Kinh doanh BĐS	1,071	2,274	112%	17%	3,281	44%	Điều chỉnh tăng mảng BĐS do bàn giao dự án chợ Mơ nhiều hơn kì vọng. Sang năm 2026, DT tăng nhờ mở bán khoảng 70 căn tại dự án Cát Bà.
- Thủy điện	551	575	3%	13%	585	1%	Điều chỉnh tăng nhờ DT mảng điện tăng trưởng trong bối cảnh sản lượng huy động từ thủy điện tăng trưởng
- Nước sạch	1056	1,100	+5%	0%	1,190	8%	DT tăng mạnh nhờ sản lượng và giá bán cải thiện theo điều chỉnh của UBND TP. Hà Nội.
- Giáo dục	277	278	0%	-11%	280	0%	
- Cho thuê VP	50	220	340%	50%	225	1%	Mảng cho thuê VP tăng đột biến trong năm 2025 nhờ cho thuê 4 tầng TTTM tại dự án Chợ Mơ.
-Khác	592	221	-62%	-60%	220	0%	Mảng kinh doanh khác suy giảm do thoái vốn khỏi mảng VLXD thuộc Vimeco
LN gộp	1,981	2,262	14%	21%	2,771	22%	
Biên LN gộp	15.4%	15.9%	+ 0.5đ %	- 1.8đ %	18.1%	+ 2đ %	Điều chỉnh giảm biên LN gộp năm 2025 do mảng xây dựng giảm so với dự báo trước. Năm 2026, biên gộp tăng nhờ đóng góp của mảng BĐS.
- Hoạt động xây lắp	3%	4%	+ 1đ %	- 1đ %	4%	+ 0.2đ %	Giảm dự báo mảng xây lắp do giá nguyên liệu cát , đá xây dựng duy trì ở mức cao
- Kinh doanh BĐS	66%	43%	- 23đ %	+ 15đ %	46%	+ 3đ %	Năm 2025, tăng dự báo mảng BĐS nhờ dự án chợ Mơ có biên LN cao. Sang năm 2026, kì vọng giá bán tốt hơn từ Cát Bà Amatina thúc đẩy biên gộp mảng BĐS.
- Thủy điện	46%	47%	1đ %	+ 5đ %	42%	- 5đ %	Điều chỉnh tăng nhờ mảng thủy điện thuận lợi hơn
- Nước	32%	32%	+ 0đ %	+ 6đ %	32%	+ 0đ %	Mảng nước tăng trưởng nhờ giá nước duy trì ở mức cao trong khi giá đầu vào duy trì ổn định
- Giáo dục	35%	36%	+ 1đ %	- 4đ %	35%	- 0.5đ %	
- Cho thuê VP	40%	41%	+1đ %	-1đ %	41%	+ 0đ %	
- Khác	49%	40%	- 9đ %	+2đ %	31%	-9đ %	
DT tài chính	333	342	3%	-4%	338	-1%	
Chi phí tài chính	446	429	-4%	-32%	473	10%	Giảm dự báo năm 2025 do DN thu hẹp quy mô nợ vay và lãi suất ở mức thấp.
Trong đó: Chi phí lãi vay	434	415	-4%	-32%	457	10%	Giảm dự báo năm 2025 do DN thu hẹp quy mô nợ vay và lãi suất ở mức thấp. Sang năm 2026, DN có thể gia tăng nợ vay nhằm triển khai dự án
Lãi (lỗ) từ CT liên doanh, LK	(78)	-96	-23%	-5đ %	-87	-10%	
Chi phí bán hàng	58	61	6%	-41%	65	6%	
Chi phí QLDN	380	402	6%	15%	425	6%	
LNST	1,108	1,399	26%	22%	1,778	25%	
LN ròng	927	1,260	36%	19%	1,658	32%	Điều chỉnh tăng LN ròng năm 2025 nhờ (1) Điều chỉnh tăng doanh thu nhờ mảng xây dựng và (2) chi phí tài chính giảm do áp lực lãi vay hạ nhiệt.

Mảng xây dựng: điều chỉnh tăng doanh thu nhờ triển vọng ngành khả quan hơn

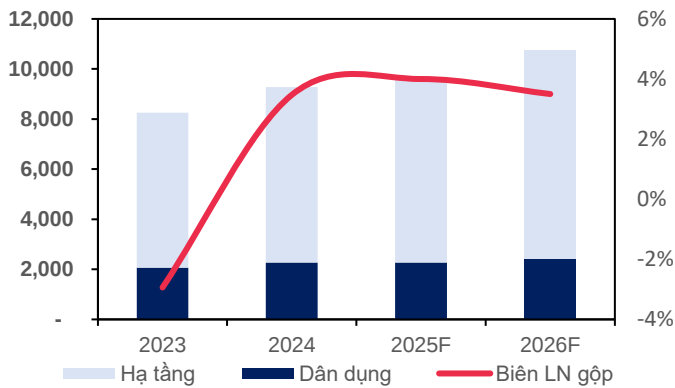
Do tăng trưởng khả quan từ xây dựng hạ tầng và dân dụng, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu 2025 thêm 41% sv dự báo trước, doanh thu mảng xây dựng dự kiến đạt 9,596/ 9,653 tỷ (+3%/1% svck) trong giai đoạn 2025 – 26:

- Chúng tôi đánh giá nguồn vốn giải ngân đầu tư công (ĐTC) có nhiều dư địa tăng trưởng trong năm 2025 trong bối cảnh đây là năm cuối của chu kì đầu tư công trung hạn 2021 – 2025 và những vướng mắc dự kiến phần nào được tháo gỡ trong năm nay. Do đó, nguồn vốn giải ngân có thể đạt mức 790,000 tỷ VNĐ (+18% svck) với tỷ lệ hoàn thành ở mức cao 90 – 95%. Nguồn vốn được dự báo giải ngân tại các dự án chiến lược trong giai đoạn 2025 – 26 như cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành (GD1).
- Trong bối cảnh các dự án đầu tư công được đẩy mạnh triển khai, backlog của VCG được dự báo tăng trưởng 6% svck lên mức 20,200 tỷ VNĐ (điều chỉnh 8% so với dự báo trước) nhờ trúng thầu tại các dự án như cao tốc Nam Định – Thái Bình hay các gói thầu tại sân bay Long Thành. Hơn nữa, nhờ đã có kinh nghiệm tại các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc – Nam, VCG dự kiến sẽ có nhiều lợi thế trúng thầu các dự án đầu tư công với mục tiêu dài hạn hoàn thành 3,000 km đường cao tốc của Chính phủ vào năm 2030. Sang năm 2026, chúng tôi dự báo backlog tăng trưởng 5% svck lên mức 21,600 tỷ VNĐ nhờ các dự án như Vành đai 4 (HN).
- Theo trao đổi với các DN xây lắp, biên LN gộp dự báo có thể cải thiện kể từ năm 2025 khi giá trúng thầu ở mức cao hơn trong bối cảnh DN không còn phải giảm 5% giá trị theo phương pháp chỉ định thầu như các năm trước. Tuy nhiên, do mức giá trúng thầu không cao như kì vọng, chúng tôi điều chỉnh giảm biên LN gộp năm 2025 1 điểm %, do đó biên LN gộp đạt mức 4% và 4.2% (+1 điểm %/0.2 điểm % svck) trong năm 2025 - 26.

Hình 5: Các dự án trọng điểm của VCG giai đoạn 2025 - 2027

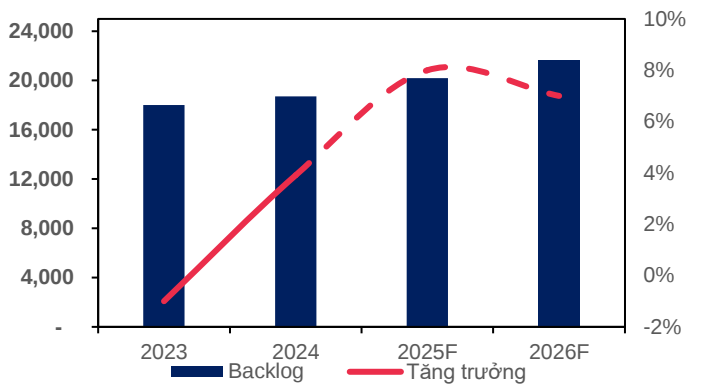
TT	Gói thầu (dự án)	Dự án	Tổng mức đầu tư (Tỷ VNĐ)	Thời gian triển khai			
				2024	2025	2026	2027
1	Gói thầu số 11-XL: Thi công xây dựng công trình	Bãi Vọt - Hàm Nghi	3,035				
	Gói thầu số 4.6, số 5.10, số 4.7, gói thầu số 12 bao gồm : Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình sân đỗ, nhà ga T2 và đường cất hạ cánh.	Sân bay Long Thành	9,600				
2	Gói thầu XL01: Thi công xây dựng đoạn Km568+200 - Km600+700 (bao gồm khảo sát, thiết kế BVTC)	Vũng Áng - Bùng	1,440				
3	Gói thầu XL02: Thi công xây dựng đoạn Km337+500 - Km368+350 (bao gồm khảo sát, thiết kế BVTC)	Vân Phong - Nha Trang	1,035				
4	Gói thầu: Gói thầu số 09/TP2-XL: Xây dựng đoạn tuyến từ Km13+17,92 đến Km36+166,74	Vành đai 4 - Vùng Thủ đô Hà Nội	1,820				

Hình 6: Doanh thu và biên LN gộp mảng xây lắp



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 7: Backlog mảng xây dựng của VCG



Nguồn: VCG, MBS Research

Mảng BĐS với động lực từ Cát Bà Amatina và dự án Chợ Mơ

Doanh thu mảng BĐS 2025 dự báo đạt 2,274 tỷ VNĐ (+118% svck, tăng 17% so với dự báo trước) nhờ bàn giao dự án Chợ Mơ và số ít sản phẩm tại Green Diamond. Sang năm 2026, với đóng góp từ dự án Cát Bà Amatina, doanh thu mảng BĐS 2026 có thể đạt 3,281 tỷ VNĐ (+44% svck):

- Trong năm 2025, doanh số kí bán (pre – sale) của mảng BĐS dự kiến sẽ đến từ dự án chợ Mơ và Cát Bà Amatina. Chúng tôi điều chỉnh giảm pre – sale năm 2025 khoảng 8% so với dự báo trước do dự án Cát Bà mở bán chậm hơn kì vọng và dự kiến đạt 1,000 tỷ (+11% svck) chủ yếu đến từ dự án Chợ Mơ. Sang năm 2026, với kì vọng Cát Bà Amatina được hưởng lợi nhờ hạ tầng được đẩy mạnh, doanh số năm 2026 dự kiến đạt 1,400 tỷ VNĐ (+40% svck).
- Điều chỉnh tăng biên LN gộp 15đ % lên mức 43% (-23đ % svck) trong năm 2025 nhờ dự án Chợ Mơ có biên gộp khả quan hơn. Sang năm 2026, biên gộp đạt 46% (+3đ % svck) nhờ mở bán dự án Cát Bà.

Hình 8: Thông tin Tiến độ các dự án



Tên dự án: Cát Bà Amatina

- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Vị trí: Vịnh Cái Giá, đảo Cát Bà, TP. Hải Phòng
- Quy mô: 172 ha với khoảng 2,000 căn BT, liền kề
- Dòng sản phẩm chính: Nhà liền kề và BT với giá bán khoảng 10 tỷ/căn
- Tiến độ bán hàng: Đã mở bán phân khu BT Tùng Thu (160 căn BT và liền kề) vào năm 2010 và đã bàn giao từ năm 2022. Thị trường bất động sản nghỉ dưỡng tại khu vực này có thể khả quan hơn nhờ nguồn cung được cải thiện. Cụ thể hơn, dự án Xanh Island của Sun Group đã đạt tỷ lệ hấp thụ 70% sau 3 tháng Chúng tôi thận trọng dự báo tỷ lệ hấp thụ khoảng 40-50% trong năm nay. Tương đương 40/60 căn trong năm 2025 – 2026 với giá bán 50 – 60 triệu VNĐ/m2 (+7% svck) trong 2026. Hơn nữa, DN đang tìm kiếm đối tác nhằm chuyển nhượng 1 phần dự án tại dự án Cát Bà Amatina và trong trường hợp thành công DN có thể ghi nhận LN đột biến từ mảng này.



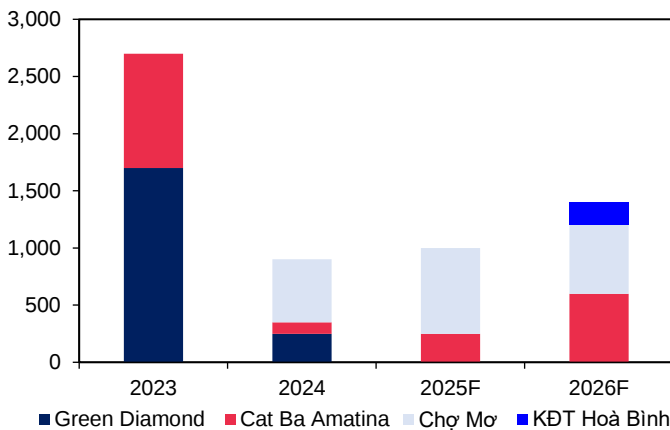
Tên dự án: Trung tâm thương mại Chợ Mơ - Vinaconex Diamond Tower

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
- Quy mô dự án: 1.4 ha bao gồm 21 sàn thương mại (48,000 m²) và 5 tầng TTTM.
- Tiến độ triển khai: Hiện tại đã hoàn tất xây dựng, đã bán 9/21 sàn trong đợt mở bán đầu tiên và dự kiến sẽ tiếp tục mở bán và bàn giao trong năm 2025.
- Tiến độ bán hàng: nhu cầu thuê văn phòng theo CBRE dự báo tăng trưởng 2% svck nhờ nhu cầu mở rộng văn phòng của các DN. Do đó, với lợi thế tại khu vực trung tâm và pháp lý rõ ràng, tỷ lệ hấp thụ dự báo đạt mức trên 80% (khoảng 9 sàn) trong năm 2025 và hoàn tất bán hàng trong năm 2026.



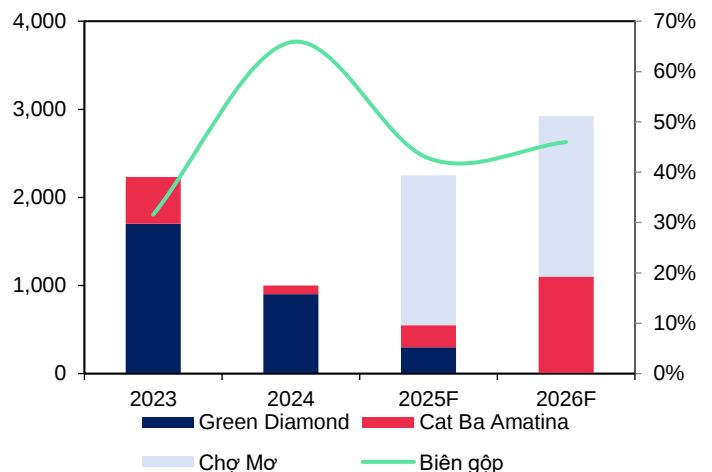
- **Tên dự án: Dự án Khu đô thị đại lộ Hòa Bình**
- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Phường Hải Hòa, thành phố Mong Cai, tỉnh Quang Ninh
- Quy mô: 48 ha với các sản phẩm chính là liền kề, biệt thự và Ehomes
- Tiến độ triển khai: Hiện tại đang triển khai giải phóng mặt bằng tại 1 số khu vực của dự án, đã hoàn thiện quy hoạch 1/2000.
- Tiến độ xây dựng: Dự kiến có thể triển khai từ năm 2025.

Hình 9: Pre -sale mảng BĐS (Đơn vị:Tỷ VNĐ)



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 10: Doanh thu và biên LN gộp mảng BĐS



Nguồn: VCG, MBS Research

Mảng thủy điện: Triển vọng khả quan nhờ thời tiết thuận lợi

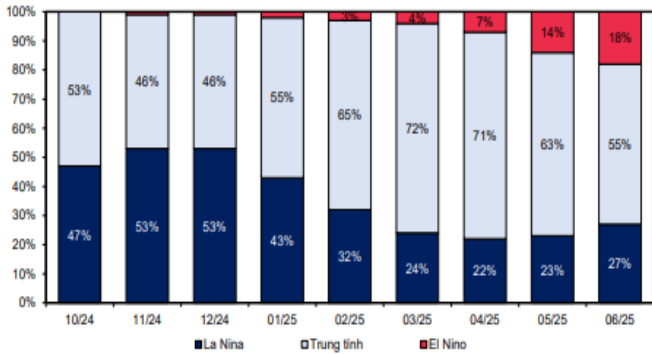
Trong năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu mảng điện có thể tăng trưởng 3% svck lên mức 575 tỷ VNĐ (điều chỉnh tăng 2% sv dự báo cũ) trong bối cảnh sản lượng thủy điện thuận lợi trong năm 2025. Sang năm 2026, với kì vọng pha La Nina có thể quay trở lại, DT từ thủy điện dự kiến tăng trưởng 1% svck:

- Sản lượng điện của VCG được dự báo tăng trưởng 3%/2% svck và đạt mức 550/560 triệu KWH (điều chỉnh tăng 4% năm 2025 so với dự báo

cũ) nhờ thời tiết thuận lợi hơn và nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh, theo dự báo của EVN, nhu cầu tiêu thụ điện có thể đạt mức 342 tỷ kwh (+10.5% svck) nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế.

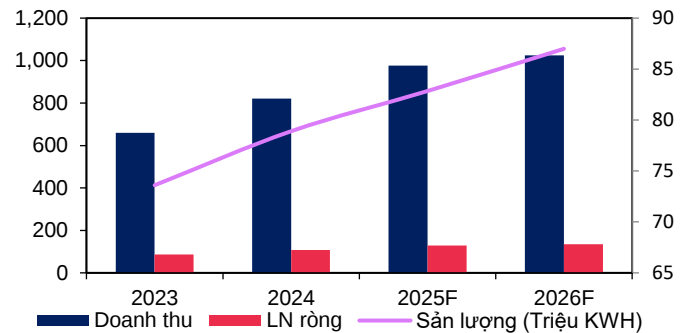
- Giá bán điện tại các thủy điện lớn dự kiến duy trì ổn định quanh mức 900 – 1,000 VNĐ/KWH và sẽ được hưởng lợi nhờ EVN tăng cường huy động thủy điện do giá thấp hơn so với các thủy điện nhỏ. Do đó, chúng tôi dự báo giá bán sẽ ở mức 970 VNĐ/KWH (+1% svck) và duy trì ổn định cho năm 2026.

Hình 11: Theo IRI, pha La Nina sẽ duy trì cho đến Q1/25 sau đó pha trung tính



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 12: Doanh thu và LN ròng mảng điện



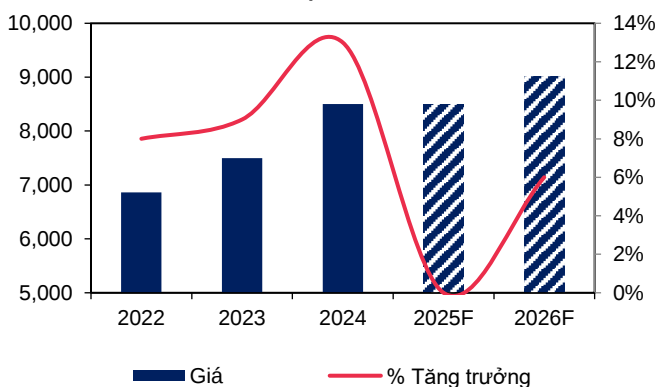
Nguồn: VCG, MBS Research

Mảng nước duy trì ổn định nhờ giá bán điều chỉnh tăng

Nhờ sản lượng tăng trưởng, DT mảng nước dự kiến đạt 1,100 tỷ VNĐ (+5% svck) và giữ nguyên so với dự báo cũ nhờ sản lượng tăng trưởng như kì vọng) trong năm 2025. Sang năm 2026, nhờ giá bán và sản lượng cải thiện, DT dự kiến tăng trưởng 8% svck:

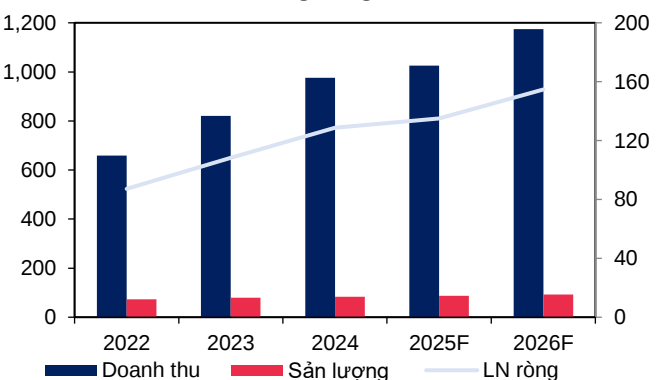
- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng nước tăng 5% svck lên mức 87 triệu m3 nhờ nhu cầu tiêu thụ khả quan nhằm đáp ứng mục tăng trưởng GRDP khoảng 8% svck. Sang năm 2026, sản lượng dự kiến tăng trưởng nhẹ 2% svck.
- Trong năm 2025, theo UBND TP. Hà Nội, giá bán lẻ nước sạch của Viwaco đi ngang ở mức 8,500 VNĐ/m3. Sang năm 2026, giá bán được dự báo có thể tăng 6% svck (bằng với giai đoạn 2021- 2023) và sản lượng đạt 13 Triệu m3 (+3% svck)

Hình 13: Giá nước sau thuế tại HN theo điều chỉnh của UBND TP



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 14: Doanh thu và LN ròng mảng nước



Nguồn: VCG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	12,704	12,870	14,264	15,434	LN trước thuế	556	1,373	1,750	2,203
Giá vốn hàng bán	(11,523)	(10,889)	(12,001)	(12,659)	Khấu hao	338	359	323	315
Lợi nhuận gộp	1,181	1,981	2,262	2,775	CP lãi vay	843	435	415	432
Chi phí quản lý DN	79	(380)	(402)	(425)	Khoản +/- không thuộc HĐKD	345	1,476	(399)	(2,746)
Chi phí bán hàng	(93)	(58)	(61)	(65)	Thay đổi VLD	2,607	(174)	202	(3)
LN từ HĐKD	1,167	1,543	1,799	2,285	LCTT từ HĐKD	3,648	1,647	1,247	98
EBITDA thuần	1,505	1,850	2,122	2,600	Đầu tư TSCĐ	(784)	(564)	(674)	(619)
LN trước thuế & lãi vay	1,167	1,543	1,799	2,285	Thu từ TL, TSCĐ và mua công cụ nợ	616	566	(187)	-
Chi phí lãi	351	333	342	338	LCTT từ đầu tư	(168)	2	(861)	(619)
Chi phí tài chính	(833)	(434)	(415)	(432)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	39	-	-	-
Thu nhập ròng khác	4	21	36	27	Tiền vay ròng nhận được	(2,428)	(1,737)	(101)	217
TN từ các Cty LK & LD	(0)	(0)	(0)	(0)	Dòng tiền từ HĐTC khác	(36)	(39)	-	645
LN trước thuế	556	1,373	1,750	2,203	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(96)	(71)	-	(0)
Thuế TNDN	(171)	(258)	(350)	(425)	LCTT từ hoạt động TC	(2,521)	(1,847)	(101)	862
Lợi nhuận sau thuế	385	1,193	1,400	1,778	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,710	2,670	2,471	2,757
Lợi ích cổ đông thiểu số	(7)	182	140	120	LC tiền thuần trong năm	960	(199)	285	342
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	403	927	1,260	1,658	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,670	2,471	2,757	3,098
Chi trả cổ tức	-	-	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	403	927	1,260	1,658					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	2,670	2,471	2,757	3,098	Tăng trưởng doanh thu thuần	50.3%	1.3%	10.8%	8.2%
Đầu tư ngắn hạn	1,488	1,781	1,634	1,708	Tăng trưởng EBITDA	63.9%	22.9%	14.7%	22.5%
Phải thu khách hàng	2,483	2,599	2,859	3,015	Tăng trưởng LN từ HĐKD	181.6%	132.2%	116.6%	127.0%
Hàng tồn kho	6,888	7,090	7,054	7,034	Tăng trưởng LN trước thuế	-34.4%	117.1%	20.6%	25.9%
Tổng tài sản ngắn hạn	18,681	17,689	18,939	19,150	Tăng trưởng LN ròng	-36.4%	180.4%	12.0%	23.3%
Tài sản cố định	3,693	3,363	4,246	5,029	Tăng trưởng EPS	-40.9%	153.7%	2.2%	15.7%
Xây dựng cơ bản dở dang	6,652	6,746	6,699	6,723	Biên LN gộp	9.3%	15.4%	15.9%	18.0%
BĐS đầu tư	240	484	535	590	Biên EBIT	14.5%	17.0%	17.4%	19.1%
Tài sản dài hạn khác	312	308	210	210	Biên EBITDA	3.9%	10.7%	10.8%	12.3%
Đầu tư vào công ty LD,LK	940	675	675	675	ROAE	6.9%	17.8%	17.1%	18.8%
Phải thu dài hạn	6	59	57	57	ROAA	1.6%	4.6%	5.1%	5.9%
Tổng tài sản dài hạn	12,013	11,752	12,431	13,294	ROIC	2.3%	6.9%	7.1%	8.5%
Total assets	30,694	29,441	31,370	32,443	Vòng quay tài sản	0.4	0.4	0.5	0.5
Nợ ngắn hạn	6,136	4,452	4,407	4,539	Cổ tức chi trả/LN ròng	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Phải trả người bán	3,956	3,770	4,114	4,467	Tổng nợ phải trả/VCSH	108%	79%	67%	65%
Phải trả ngắn hạn khác	2,090	2,440	2,445	2,446	Tổng nợ vay/VCSH	82%	57%	46%	43%
Tổng nợ ngắn hạn	14,422	12,912	13,666	14,018	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	27.5%	21.4%	18.8%	17.8%
Vay & nợ dài hạn	4,962	4,307	4,251	4,336	Khả năng thanh toán lãi vay	1.4	3.6	4.3	5.3
Các khoản phải trả khác	1,069	1,105	511	513	Số ngày phải thu	71.3	73.7	73.2	71.3
Tổng Nợ dài hạn	6,031	5,413	4,762	4,849	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	218.2	237.6	214.5	202.8
Tổng nợ	20,453	18,324	18,428	18,867	Số ngày phải trả tiền bán	70.9	75.4	82.1	74.0
Vốn điều lệ	5,345	5,986	6,285	6,599	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.3	1.4	1.4	1.4
Thặng dư vốn cổ phần	16	16	16	16	Khả năng thanh toán nhanh	0.8	0.8	0.9	0.9
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.3	0.3
LN giữ lại	1,583	1,869	3,301	3,501					
Các quỹ thuộc VCSH	309	289	244	244	Định giá				
Vốn chủ sở hữu	7,252	8,161	9,846	10,361	EPS	961	2,427	2,510	2,947
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,989	2,956	3,096	3,216	BVPS	13,569	13,633	15,666	15,699
Tổng vốn chủ sở hữu	10,241	11,116	12,942	13,577	P/E	18.7	7.4	7.2	6.1
Tổng nợ và VCSH	30,694	29,440	31,370	32,443	P/B	1.3	1.3	1.1	1.0

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Lê Minh Anh
Nguyễn Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Phạm Thị Thanh Huyền
Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly
Nguyễn Phương Anh

Công nghiệp – Năng Lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng