

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

### Định giá về vùng hấp dẫn để tích lũy

- Q1/26: VCG ghi nhận LN ròng tăng trưởng 176% svck nhờ tăng trưởng đến từ mảng BĐS và xây dựng.
- LN ròng dự kiến tăng trưởng kể từ năm 2027 nhờ bàn giao dự án KĐT Vera. LN ròng năm 2027 dự báo tăng trưởng 16% svck.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 23,100 VNĐ/cổ phiếu.

#### Q1/26: LN ròng tăng 176% svck nhờ mảng xây lắp và BĐS khả quan

Trong Q1/26, doanh thu đạt 3,424 tỷ VNĐ (+32%) nhờ mảng xây lắp dự án và BĐS tăng 18% svck và môi giới tăng 468% svck. Trong bối cảnh biên gộp mảng xây lắp suy giảm do tác động từ giá nguyên vật liệu và thị trường BĐS ảm đạm hơn, biên gộp giảm khoảng 0.1 điểm % svck. Tuy nhiên do doanh thu tăng mạnh, LN gộp ghi nhận 429 tỷ VNĐ (+34% svck). Bên cạnh đó, doanh thu tài chính tăng mạnh 398% svck nhờ khoản tiền gửi tăng mạnh sau khi thoái vốn dự án Cát Bà. Nhờ LN gộp và doanh thu tài chính tăng trưởng, LN ròng đạt 353 tỷ VNĐ (+176% svck). LN ròng cao hơn 153% so với dự báo của chúng tôi do dự án Diamond Tower bàn giao nhiều hơn kì vọng.

#### Điều chỉnh giảm LN ròng năm 2026 do doanh nghiệp đã bán dự án Cát Bà. Sau điều chỉnh, LN giảm 72% svck năm 2026 và tăng trưởng 16% năm 2027

Trong năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu 3% đến từ điều chỉnh tăng 26% của mảng xây lắp, trong khi đó mảng BĐS hạ dự báo 54% do thiếu dự án gối đầu. Tuy nhiên, hạ dự báo đối với biên gộp 4 điểm % về mức 13% do đóng góp từ BĐS (có biên gộp cao) ở mức thấp hơn và mảng xây lắp giảm. Do đó, lợi nhuận gộp giảm khoảng 27% so với dự báo cũ. Kết luận, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LN ròng khoảng 38% và đạt mức 1,036 tỷ VNĐ (-72% svck).

Sang 2027, doanh thu tăng trưởng 7% svck chủ yếu đến từ mảng BĐS tăng 50% svck nhờ bắt đầu bàn giao dự án KĐT Vera, trong khi đó xây lắp tăng 3% svck nhờ hưởng lợi từ đẩy mạnh giải ngân ĐTC. Biên LN gộp đạt khoảng 14% (+0.5 điểm % svck) với đóng góp đến từ mảng BĐS. Nhờ doanh thu và biên gộp cải thiện, LN ròng dự báo đạt 1,204 tỷ VNĐ (+16% svck).

#### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 23,100 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi xác định giá mục tiêu dựa trên phương pháp RNAV với giá mục tiêu đạt 23,100 VNĐ/CP, tương ứng tiềm năng tăng giá 19%. Chúng tôi cho rằng vùng giá của VCG đang ở mức hấp dẫn, tuy nhiên do thị trường chưa thuận lợi nên chúng tôi khuyến nghị mua tích lũy dần trong những nhịp giảm mạnh. Chúng tôi đánh giá VCG phù hợp cho đầu tư dài hạn nhờ tiềm năng tăng trưởng của mảng xây lắp và bất động sản.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026	2027
Doanh thu	12,870	16,071	16,312	16,903
LN ròng	927	3,695	1,036	1,204
Tăng trưởng doanh thu	1.3%	24.9%	1.5%	3.6%
Tăng trưởng LN ròng	180.4%	299%	-72%	16%
Biên gộp	15.4%	14.1%	12.4%	14.0%
Biên EBIT	17.0%	34.9%	12.5%	14.3%
ROAE	17.8%	42.1%	10.1%	11.9%
ROAA	4.6%	13.5%	3.9%	5.1%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	2,427	6,593	1,804	2,240
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	13,633	17,552	18,333	19,143

Nguồn: FiinproX, VCG, MBS Research dự báo

#### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

VND 23,100

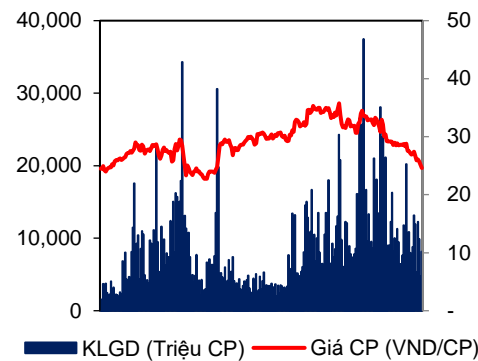
Tiềm năng tăng giá

19%

#### Thay đổi chính trong báo cáo

Điều chỉnh giảm 38% lợi nhuận ròng 2026 so với dự báo trước.

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá hiện tại (VNĐ)	19,500
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	28,600
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	18,100
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	12,760
P/E (TTM)	5.5
P/B	1.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Nước ngoài (%)	5.0%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

Lương Trí Thìn	45.1%
Nước ngoài	5.0%
Khác	49.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

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

### Luận điểm và khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- Mảng xây lắp tiếp tục được hưởng lợi trong bối cảnh đẩy mạnh giải ngân đầu tư công với các dự án tiềm năng như cao tốc Bắc – Nam (mở rộng). Nhờ đó backlog tăng trưởng lần lượt 6% và 4% svck trong giai đoạn 2026 – 2027.
- LN ròng dự báo tăng trưởng từ năm 2027 với đóng góp từ mảng BĐS nhờ bàn giao dự án Capital One, trong khi mảng xây lắp tiếp tục duy trì ổn định nhờ ĐTC.
- Về mặt định giá, mức định giá PB của VCG đang ở mức hấp dẫn khi đạt 1.1 thấp hơn khoảng 20% so với mức trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng, giá thị trường hiện nay đã phản ánh toàn bộ rủi ro điều tra dự án sân bay Long Thành. Theo định hướng của Chính phủ, sân bay Long Thành dự kiến sẽ đưa vào hoạt động từ cuối năm nay, do đó chúng tôi đánh giá tác động của việc điều tra và chậm tiến độ dự án này sẽ khiến VCG lùi tiến độ ghi nhận doanh thu sang 2027 thay vì vào năm 2026 như kì vọng.

Hình 1: Mức định giá PB của doanh nghiệp đang thấp hơn mức trung bình 5 năm



Nguồn: FiinproX, MBS tổng hợp

### Định giá

Hình 2: Tóm tắt định giá (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Hệ số	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị VCSH	Đánh giá
Bất động sản			6,681	100%	6,681	Áp dụng phương pháp DCF đối với các dự án đang triển khai xây dựng và dự kiến bán hàng trong 1-2 năm tới
Bao gồm:						
Capital One	DCF	WACC: 13.6%	3,432	100%	3,432	Dự kiến mở bán từ năm 2027 và bàn giao vào 2028
KĐT Hòa Bình (Móng Cái)	DCF	WACC: 13.6%	2,655	100%	2,655	Dự án dự kiến mở bán cuối năm 2026 và bàn giao năm 2027
Khác	BV		594	100%	594	Đối với dự án chưa hoàn tất GPMB chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách

Xây dựng	P/E	8.x	2,233	100%	2,233	Áp dụng mức PE 8.5 bằng với các công ty xây dựng lớn. Giữ nguyên PE so với định giá trước
Thủy điện			1,167			
Trong đó:						
Thủy điện Ngòi Phát	P/E	11.x	1,456	51%	742	Hạ mức PE xuống 11.0 trong bối cảnh toàn ngành bị ảnh hưởng bởi EL Nino
Thủy điện Dak Ba	P/E	11.x	429	99%	425	
SX nước sạch	P/E	13.x	1,540	100%	1,540	Giảm mức định giá trong bối cảnh lãi suất cao hơn
Giáo dục	P/E	11.x	1,008	100%	1,008	
Cho thuê văn phòng và các mảng KD khác	P/E	8.x	550	100%	550	
Tiền					3,043	Điều chỉnh theo phương pháp định giá Nợ vay của mảng BĐS (định giá theo giá trị sổ sách) do các mảng khác đã tính giá trị VCSH
Nợ vay					600	
Giá trị về VCSH					15,222	
Lợi ích của cổ đông thiểu số					700	
Số lượng CP					646,468,336	
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)					23,100	

**Chi phí VCSH**

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.2
Phần bù rủi ro thị trường	8.0%
Chi phí VCSH	13.6%

**WACC**

Chi phí nợ	10.5%
Mức thuế	20.0%
WACC	13.6%

Hình 3: So sánh với các DN trong ngành

Doanh nghiệp	Mã CP	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Bloomberg	VNDbn	2025	2026	2025	2026	2025	2026
<b>Ngành BĐS</b>										
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	29,514	28.9	22	1.6	1.5	3.1	3.6	7.1	12.8
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	PDR	16,214	29.7	15.2	1.2	1.1	1.9	3.7	4.1	7.5
CTCP Bluemarq Group	DXG	16,575	66	31.4	1.2	1.2	1	1.6	2.3	3.3
Trung bình		13,704	20	18.6	1.1	1	2.6	2.7	4.7	4.1
<b>Ngành Xây lắp</b>										
CTCP Fecon	FCN	1,990	26.0	25.1	0.8	0.7	0.9	1.1	2.9	3.0
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	HHV	6,750	12.5	11.2	0.9	0.8	1.8	2.0	5.3	5.7
CTCP Đầu tư hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM	CII	11,500	82.1	80.2	1.5	1.4	0.8	0.7	1.2	1.4
CTCP Xây dựng Cotecons	CTD	7,200	13.1	12.0	1.0	0.9	2.4	2.2	3.7	3.1
Trung bình		6,038	33.6	32.1	1.0	0.9	1.4	1.4	2.9	2.9

**Rủi ro đầu tư**

- (1) Thị trường BĐS không phục hồi như kì vọng.
- (2) Các vướng mắc pháp lý làm chậm tiến độ các dự án xây lắp.

## Q1/2026: LN ròng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mảng BĐS và xây dựng

Hình 4: Đánh giá QKQD Q1/26 của VCG (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

Các tiêu chí QKQD	Q1/25	Q1/26	% svck	% dự báo của MBS 2026	Đánh giá
Doanh thu	2,596	3,424	32%	22%	Doanh thu tăng mạnh nhờ mảng xây lắp và BĐS
Bao gồm					
- Hoạt động xây lắp	1,991	2,345	18%	20%	Doanh thu xây lắp tăng trưởng nhờ đẩy mạnh ĐTC và hoàn thành các dự án như cao tốc Bắc - Nam
- Kinh doanh BĐS	77	437	468%	29%	Mảng BĐS tăng mạnh nhờ bàn giao khoảng 6 sàn văn phòng tại dự án Diamond Tower so với 1 sàn năm 2025
- SX công nghiệp	179	230	28%	31%	
- Kinh doanh nước sạch	234	239	2%	21%	
- Giáo dục và các mảng khác	117	173	48%	29%	Tăng trưởng nhờ đóng góp thêm từ dự án Diamond Tower
LN gộp	319	429	36%	21%	
- Hoạt động xây lắp	88	69	-22%	16%	
- Kinh doanh BĐS	37	205	454%	27%	
- SX công nghiệp	68	67	-1%	34%	
- Kinh doanh nước sạch	77	43	-44%	20%	
- Giáo dục và các mảng khác	49	45	0%	11%	
Biên LN gộp	12.5%	12.4%	-0.1đ %	95%	
- Hoạt động xây lắp	4.4%	2.9%	- 1.5 đ%	84%	Biên gộp mảng xây dựng giảm do giá NVL trong quý tăng mạnh
- Kinh doanh BĐS	48.1%	47.0%	- 1.2 đ %	94%	Biên gộp mảng BĐS giảm trong bối cảnh giá bán giảm nhẹ svck
- SX công nghiệp	38%	29%	- 9đ %	83%	
- Kinh doanh nước sạch	33%	18%	- 15đ %	95%	Suy giảm do giá mua buôn nước sạch từ công ty nước Sông Đà tăng mạnh
- Giáo dục và các mảng khác	42%	28%	-14đ %	90%	
Doanh thu tài chính	47	234	398%	59%	DT tài chính tăng mạnh nhờ lãi tiền gửi
Chi phí tài chính	-66	-126	91%	-31%	Chi phí tài chính tăng đến từ áp lực lãi vay
Trong đó: Chi phí lãi vay	-65	-116	78%	-33%	Áp lực lãi vay tăng do mặt bằng lãi suất cao hơn
Lãi/(lỗ) từ liên doanh, liên kết	-21	6	-129%	60%	
Chi phí bán hàng	58	35	-40%	25%	
% Chi phí bán hàng/DT	2.2%	1.0%	-54%	105%	
Chi phí QLDN	80	86	8%	17%	
% chi phí QKVN/DT	3%	3%	-18%	106%	
Lợi nhuận trước thuế	182	451	148%	33%	
LN ròng	128	353	176%	34%	LN ròng tăng trưởng đến từ việc (1) doanh thu tăng 32% svck nhờ mảng xây lắp và BĐS, (2) biên gộp cải thiện nhờ đóng góp từ mảng BĐS và (3) doanh thu tài chính tăng mạnh. LN ròng cao hơn 153% so với dự báo của chúng tôi do doanh thu BĐS từ dự án Diamond Tower cao hơn dự báo trước

Nguồn: FinproX, báo cáo của VCG.

**LN ròng dự báo tăng trưởng giảm 72% và tăng 16% svck**

Hình 5: Dự báo KQKD trong giai đoạn 2026 – 27 (Đơn vị: Tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2025	2026	% svck	% so với dự báo T5/25	2027	% svck	Đánh giá
Doanh thu	16,071	15,732	-2%	3%	16,903	7%	Điều chỉnh tăng năm 2026 nhờ mảng xây lắp. Sang 2027, DT tăng nhờ mảng xây lắp và BĐS
Bao gồm							
- Hoạt động xây lắp	11,469	12,013	5%	26%	12,410	3%	Điều chỉnh tăng doanh thu năm 2026 nhờ backlog tăng mạnh hơn nhờ các dự án mới. Sang năm 2027, doanh thu tăng nhẹ nhờ hưởng lợi từ ĐTC
- Kinh doanh BĐS	1,581	1,498	-5%	-54%	1,567	5%	Hạ dự báo mảng BĐS do đã bán toàn bộ dự án Cát Bà ghi nhận vào DT tài chính. DT năm 2027 tăng nhờ dự án KĐT Vera.
- Thủy điện	575	550	-4%	-6%	550	0%	
- Kinh doanh nước sạch	1103	1140	3%	-4%	1,160	2%	
- Giáo dục	295	315	7%	13%	320	2%	
- Các mảng khác	1,048	216	-79%	-61%	896	315%	Điều chỉnh giảm năm 2026 do đã ghi nhận hết doanh thu dự án Diamond sớm hơn kì vọng. Năm 2027 tăng trưởng nhờ đóng góp từ mảng cho thuê TTTM của dự án Capital One.
LN gộp	2,271	2,026	-11%	-27%	2,368	17%	
- Hoạt động xây lắp	426	421	-1%	7%	435	3%	
- Kinh doanh BĐS	925	749	-19%	-53%	986	32%	
- Thủy điện	265	200	-24%	1%	248	24%	
- Kinh doanh nước sạch	248	220	-11%	-7%	230	5%	
- Giáo dục	98	102	4%	9%	102	0%	
- Các mảng khác	310	334	8%	15%	320	-4%	
Biên LN gộp	14%	13%	-1 đ%	- 4 đ%	14%	+ 0.5đ %	
- Hoạt động xây lắp	3.7%	3.5%	-0.2 đ %	- 0.5 đ %	3.5%	0 đ%	Hạ dự báo biên gộp mảng xây lắp trong bối cảnh giá NVL tăng mạnh
- Kinh doanh BĐS	58.5%	50.0%	-8 đ %	+ 4 điểm	63%	+ 13 đ %	Tăng dự báo biên gộp mảng BĐS do giá bán tốt hơn. Năm 2027 tăng nhờ bàn giao dự án Capital One
- Thủy điện	46.0%	36.4%	0%	0 đ%	45.0%	- 1 đ%	
- Kinh doanh nước sạch	22.5%	19.3%	- 3 đ %	0 đ%	19.8%	0.4 đ %	Biên LN ròng giảm trong bối cảnh giá nước nguyên liệu tăng trong khi giá bán lẻ duy trì ổn định
- Giáo dục	33.2%	33.0%	- 0.2đ %	- 2 đ %	33.0%	0 đ%	
- Các mảng khác	29.5%	40.0%	10 đ %	- 9 đ %	35.7%	-11%	
Doanh thu tài chính	3,766	400	-89%	18%	423	6%	DT tài chính giảm năm 2026 do không còn ghi nhận LN từ bán dự án
Chi phí tài chính	440	402	-9%	-15%	435	8%	Chi phí tài chính giảm nhờ chi phí lãi vay hạ nhiệt
Trong đó: Chi phí lãi vay	376	345	-8%	-25%	420	22%	Chi phí lãi vay giảm do thu hẹp quy mô nợ vay
Chi phí bán hàng	(158)	(142)	-10%	118%	(150)	6%	
% Chi phí bán hàng/DT	-1%	-0.9%	-8%	+ 0.7 đ %	-0.9%	- 0.1 đ %	
Chi phí QLDN	(518)	(521)	1%	23%	(551)	6%	
% chi phí QLDN/DT	-3.2%	-3.3%	+ 0.2 đ%	+0.8 đ %	-3.3%	0 đ %	
Lợi nhuận trước thuế	4,876	1,379	-72%	-22%	1,674	21%	

Hạ dự báo LN ròng năm 2026 đến từ (1) giảm biên gộp do tác động của mảng xây lắp dẫn tới LN gộp giảm 27% so với dự báo trước và (2) không còn ghi nhận từ dự án Cát Bà. Sang năm 2027, LN ròng tăng trưởng nhờ doanh thu và biên gộp cải thiện  
 Nguồn: VCG, MBS Research dự báo

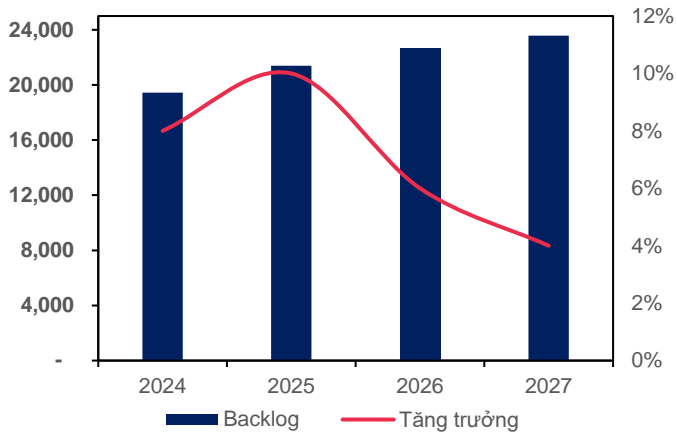
LN ròng	3,665	1,036	-72%	-38%	1,204	16%
---------	-------	-------	------	------	-------	-----

### Kế hoạch lợi nhuận năm 2026

Trong năm 2026, công ty đặt mục tiêu doanh thu 15,423 tỷ đồng (-15% svck) và lợi nhuận sau thuế 1,037 tỷ đồng (-73% svck), do không còn lợi nhuận từ bán dự án. Doanh nghiệp cho rằng, biên lợi nhuận mảng xây lắp có thể suy giảm trong năm nay trong bối cảnh giá nguyên liệu tăng cao và chi phí nhân công tăng mạnh. Vào Q2/26, doanh nghiệp đã đăng kí mua 53.1 triệu cổ phiếu (khoảng 24% công ty) tại CTCP Giấy Thưng Đình (GTD) với tổng giá trị 531 tỷ VNĐ nhằm triển khai dự án bất động sản.

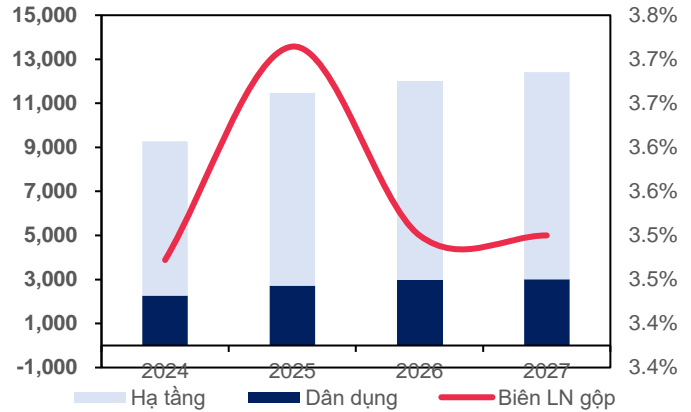
### Điều chỉnh tăng doanh thu mảng xây lắp nhờ backlog khả quan hơn

Hình 6: Backlog của mảng xây dựng dự báo tăng 6%/4% svck (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 7: Doanh thu và biên gộp dự báo mảng BĐS (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: VCG, MBS Research

Chúng tôi điều chỉnh doanh thu mảng xây lắp khoảng tăng 26% so với dự báo năm 2026. Sau điều chỉnh doanh thu dự kiến đạt lần lượt 12,013/12,410 Tỷ VNĐ (+5%/3% svck).

- Tính đến tháng 5/2026, giải ngân đầu tư công đạt mức 219 nghìn tỷ VNĐ, đạt 21.6% kế hoạch và tương đương tăng trưởng 14% svck. Chúng tôi đánh giá trong bối cảnh đầu tư công tiếp tục trở thành động lực tăng trưởng trong năm 2026 nhờ các dự án đường sắt như đường sắt LC – HN – HP, đường sắt cao tốc Bắc – Nam, sân bay Gia Bình, giải ngân dự báo có thể đạt mức 1,002 nghìn Tỷ VNĐ (+17% svck). Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2026 - 30, chúng tôi dự báo backlog có thể hưởng lợi nhờ các dự án chiến lược như cao tốc Bắc – Nam mở rộng.
- Điều chỉnh tăng backlog của VCG trong năm 2026 lên 5% so với dự báo trước đó. Sau điều chỉnh, backlog dự kiến đạt mức 22,600 Tỷ VNĐ, tương ứng tăng trưởng 6% svck. Sang năm 2027, với mục tiêu mở rộng dự án cao tốc Bắc – Nam, chúng tôi đánh giá backlog của doanh nghiệp có thể tăng trưởng 4% svck lên mức 23,573 tỷ VNĐ.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo đối với biên gộp khoảng 0.5 điểm % so với dự báo trước đó trong bối cảnh giá thép xây dựng đã tăng khoảng

12% svck và giá cát xây dựng tăng 20% svck. Dù các doanh nghiệp xây lắp có kí kết hợp đồng hỗ trợ trượt giá nguyên vật liệu đối với chủ đầu tư, tuy nhiên biên gộp dự báo tác động tiêu cực bởi đà tăng của giá NVL và nhân công. Do đó, biên gộp dự báo đạt 3.5% (-0.2 Điểm % svck) và duy trì ổn định trong năm 2027.

Hình 8: Các dự án lớn hiện nay của VCG giai đoạn 2026 - 28

TT	Gói thầu (dự án)	Dự án	TMĐT (Tỷ VNĐ)			
				2026	2027	2028
1	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: XD-TB 01/2025: Thi công xây dựng, cung cấp lắp đặt thiết bị công trình	Bệnh viện C Đà Nẵng	3768			
3	Gói thầu: Thi công kết cấu và hoàn thiện Gói thầu số 28: Lập Thiết kế bản vẽ thi công và thi công toàn bộ Công trình giao thông, Công trình hạ tầng kỹ thuật và mua sắm, lắp đặt thiết bị công trình	Bệnh viện T' HOSPITAL	2450			
4		Xây dựng nút giao đường Vành đai 3,5 với Đại lộ Thăng Long	1,370			
5	Gói thầu B.02: Thi công xây dựng công trình cầu vượt sông Hồng Km46+932	cao tốc Nam Định - Thái Bình	770			

**Bất động sản: Điều chỉnh giảm doanh thu BĐS, sau điều chỉnh doanh thu giảm 5% svck trong năm 2026 và tăng 5% svck vào năm 2027**

Hình 9: Thông tin Tiến độ các dự án



**Tên dự án: KĐT Vera**

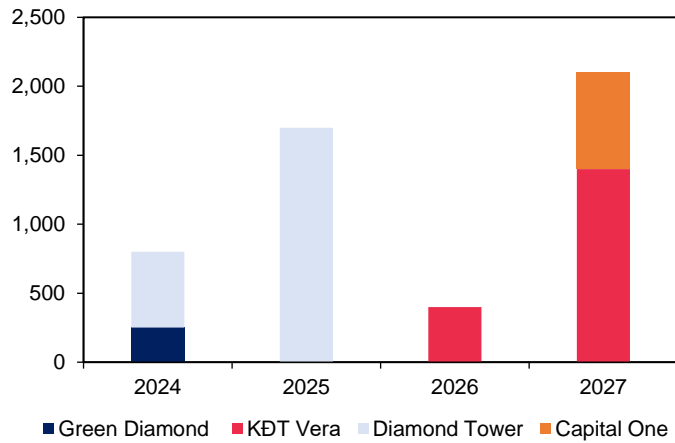
- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Đại lộ Hòa Bình, phường Hải Hòa, Móng Cái
- Quy mô: 49 ha với khoảng 637 căn BT, liền kề
- Dòng sản phẩm chính: 500 căn Nhà liền kề và 137 căn BT
- Tiến độ: Hiện tại dự án đã hoàn tất hạ tầng kĩ thuật và có giấy phép bán hàng. Dự án đang thi công phần thô cho phân khúc liền kề. Chúng tôi đánh giá sang năm 2027, khi thị trường bất động sản phục hồi nhờ hạ tầng cải thiện và thông tin Quảng Ninh trở thành thành phố trực thuộc trung ương, VCG có thể bán hàng và bàn giao khoảng 150 căn liền kề (khoảng 20% dự án).



**Tên dự án: Tổ hợp TTTM, văn phòng và căn hộ Capital One**

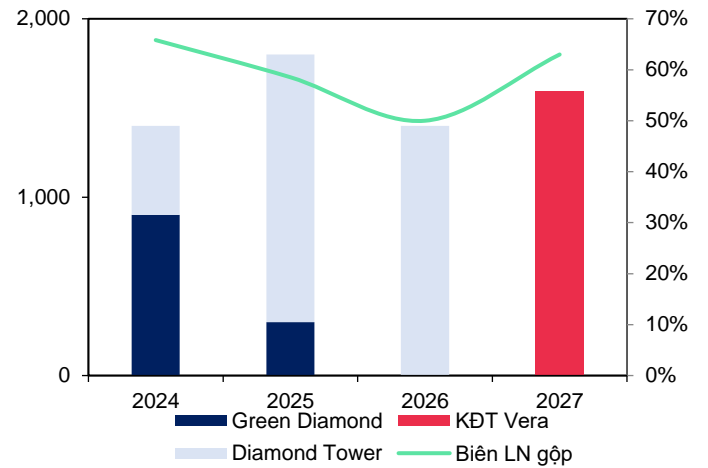
- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Khu đô thị mới Kim Văn – Kim Lũ, phường Đại Kim
- Quy mô dự án: 1.1 ha bao gồm 2 tháp: Tháp A khu TTTM và văn phòng (31,000 m2). Tháp B quy mô 400 phòng khách sạn
- Tiến độ triển khai: Hiện tại đang xây dựng hệ thống hầm B3. Dự kiến có thể hoàn tất hệ thống hầm từ Q3/26. Công ty dự kiến mở bán vào năm 2027 và bàn giao vào 2028. Dự án có thể đạt tỷ lệ hấp thụ cao khoảng trên 60% nhờ vị trí thuận lợi.

Hình 10: Doanh số kí bán giai đoạn 2026 - 2027 (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 11: Doanh thu và biên gộp dự báo mảng BĐS (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



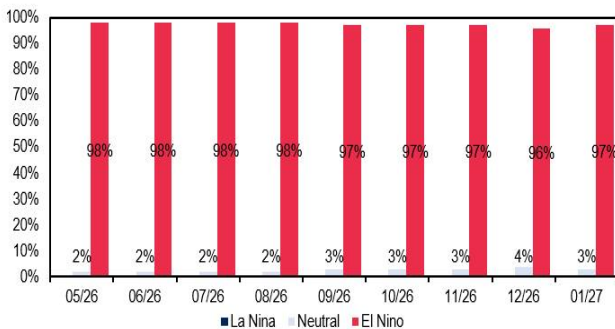
Nguồn: VCG, MBS Research

Do không còn ghi nhận dự án Cát Bà, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu ghi nhận năm 2026 khoảng 54% so với dự báo trước đó. Nhờ đó, trong năm 2026 doanh thu chủ yếu ghi nhận từ dự án Diamond Tower, đạt 1,498 Tỷ VNĐ (-5% svck). Sang năm 2027, nhờ đóng góp từ dự án KĐT Vera (Móng Cái), doanh thu tăng 5% svck đạt mức 1,567 tỷ VNĐ.

- Trong năm 2026, doanh số bán hàng (pre – sale) giảm khoảng 76% svck, tương ứng mức điều chỉnh giảm 71% so với dự báo trước đó, đạt mức 400 tỷ do chỉ đến từ số ít sản phẩm từ dự án KĐT Vera và dự án Capital One mở bán chậm hơn kì vọng. Sang năm 2027, pre – sale dự báo tăng 425% svck và đạt 2,100 Tỷ VNĐ nhờ đóng góp thêm từ dự án Capital One.
- Điều chỉnh tăng biên gộp do dự án Diamond có giá bán khả quan hơn, đạt mức 50% (-8 Điểm % svck). Sang năm 2027, biên gộp tăng 10 điểm % svck lên mức 60% nhờ dự án Vera có giá bán khả quan và tích lũy được quỹ đất giá thấp.

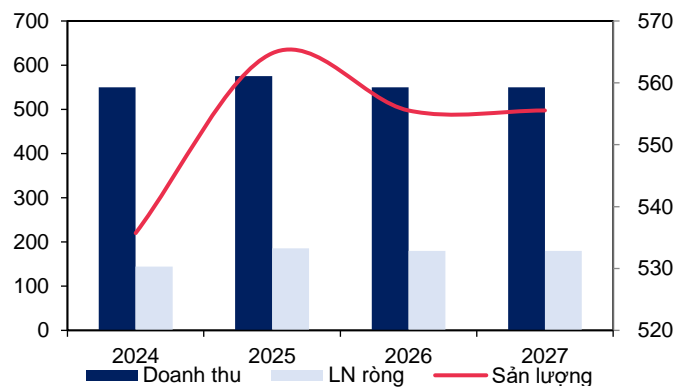
**Thủy điện: Hạ dự báo mảng thủy điện do thời tiết không thuận lợi**

Hình 12: Theo IRI, pha El Nino có xác suất xảy ra cao nhất trong 2026 - 27



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 13: Doanh thu và LN ròng mảng điện (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: VCG, MBS Research

Trong năm 2026, chúng tôi hạ dự báo doanh thu ngành điện khoảng 6% so với dự báo trước đó trong bối cảnh pha El Nino tác động tới sản lượng. Sau điều

chính, doanh thu đạt khoảng 550 tỷ VNĐ (-4% svck) và duy trì ổn định vào năm 2027:

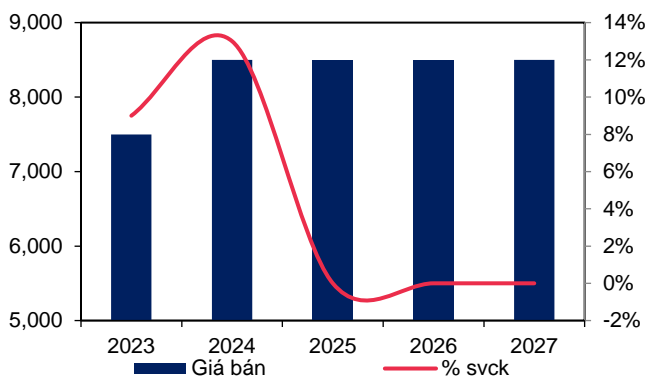
- Sản lượng điện của VCG được dự báo % svck và đạt mức 556 triệu KWH (điều chỉnh giảm 4% năm 2026 so với dự báo cũ) nhờ thời tiết kém khả quan hơn. Chúng tôi thận trọng dự báo sản lượng 2027 có thể duy trì ổn định svck.
- Giá bán điện tại các thủy điện lớn dự kiến duy trì ổn định quanh mức 900 – 1,000 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 đi ngang ở mức 970 VNĐ/KWH và duy trì ổn định cho năm 2027.

### Mảng nước: Điều chỉnh giảm doanh thu mảng nước và giảm biên LN gộp

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu mảng nước 4% trong năm 2026 nhờ nhu cầu tăng chậm hơn dự báo. Sau điều chỉnh doanh thu đạt lần lượt 1,140/1,460 Tỷ VNĐ, tương ứng tăng nhẹ 3% và 2% svck.

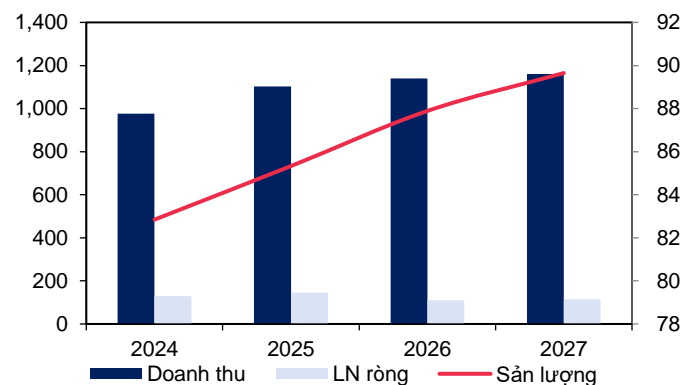
- Trong năm 2026 - 27, chúng tôi dự báo sản lượng nước tăng 3% và 2% svck lên mức 88/90 triệu m3 nhờ nhu cầu tiêu thụ khả quan nhằm đáp ứng tăng trưởng GRDP. Giá bán lẻ nước sạch trong giai đoạn 2026 – 27 dự báo đi ngang quanh mức 8,500 VNĐ/m3 do chưa có thông báo mới về việc tăng giá bán lẻ nước.
- Biên LN gộp năm 2026 dự báo có thể giảm khoảng 3 điểm % svck trong bối cảnh giá mua nước nguyên liệu từ nhà máy nước Sông Đà tăng khoảng 10% svck và giá bán lẻ duy trì ổn định. Sang năm 2027 biên gộp có thể duy trì ổn định quanh 19.3%.

Hình 14: Giá nước sau thuế tại HN theo điều chỉnh của UBND TP (Đơn vị: VND/m3)



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 15: Doanh thu và LN ròng mảng nước (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: VCG, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

<b>Báo cáo kết quả HDKD</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Doanh thu thuần	12,870	16,071	16,312	16,903	LN trước thuế	1,373	4,876	1,379	1,674
Giá vốn hàng bán	(10,889)	(13,801)	(14,286)	(14,535)	Khấu hao	359	332	315	319
Lợi nhuận gộp	1,981	2,271	2,026	2,368	CP lãi vay	435	376	345	420
Chi phí quản lý DN	(380)	(518)	(521)	(551)	Khoản +/- không thuộc HDKD	1,476	(1,751)	(3,673)	(1,346)
Chi phí bán hàng	(58)	(158)	(142)	(150)	Thay đổi VLD	(174)	922	(839)	(26)
LN từ HDKD	1,543	1,595	1,363	1,667	<b>LCTT từ HDKD</b>	<b>1,647</b>	<b>2,839</b>	<b>(1,656)</b>	<b>507</b>
EBITDA thuần	1,850	1,918	1,678	1,985	Đầu tư TSCĐ	(564)	(629)	(596)	(613)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1,543</b>	<b>1,595</b>	<b>1,363</b>	<b>1,667</b>	Thu từ TL, TSCĐ và mua công cụ nợ	566	(2,081)	961	271
Chi phí lãi	333	3,766	400	423	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>2</b>	<b>(2,710)</b>	<b>364</b>	<b>(342)</b>
Chi phí tài chính	(434)	(376)	(345)	(420)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	21	(6)	19	20	Tiền vay ròng nhận được	(1,737)	326	69	95
TN từ các Cty LK & LD	(0)	(0)	(0)	(0)	Dòng tiền từ HĐTC khác	(39)	(33)	645	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>1,373</b>	<b>4,911</b>	<b>1,379</b>	<b>1,674</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(71)	(563)	(0)	(0)
Thuế TNDN	(258)	(1,011)	(264)	(293)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(1,847)</b>	<b>(269)</b>	<b>714</b>	<b>95</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,193</b>	<b>3,904</b>	<b>1,116</b>	<b>1,381</b>	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,670	2,471	2,331	1,753
Lợi ích cổ đông thiểu số	182	200	80	177	LC tiền thuần trong năm	(199)	(141)	(577)	261
<b>Lợi nhuận ròng về công ty mẹ</b>	<b>927</b>	<b>3,695</b>	<b>1,036</b>	<b>1,204</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2,471</b>	<b>2,331</b>	<b>1,753</b>	<b>2,014</b>
Chi trả cổ tức	-	-	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	927	3,695	1,036	1,204					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Tiền và tương đương tiền	2,471	2,331	1,753	2,014	Tăng trưởng doanh thu thuần	1.3%	24.9%	1.5%	3.6%
Đầu tư ngắn hạn	1,781	2,848	2,289	2,569	Tăng trưởng EBITDA	22.9%	3.7%	-12.5%	18.3%
Phải thu khách hàng	2,599	3,281	3,460	3,648	Tăng trưởng LN từ HDKD	132.2%	103.4%	85.4%	122.3%
Hàng tồn kho	7,090	5,657	7,109	7,036	Tăng trưởng LN trước thuế	117.1%	238.7%	-71.9%	21.3%
Tổng tài sản ngắn hạn	17,689	23,577	22,436	21,808	Tăng trưởng LN ròng	180.4%	198.5%	-70.9%	30.3%
Tài sản cố định	3,363	3,757	3,813	4,563	Tăng trưởng EPS	153.7%	170.3%	-73.0%	23.3%
Xây dựng cơ bản dở dang	6,746	1,758	2,109	2,127	Biên LN gộp	15.4%	14.1%	12.4%	14.0%
BĐS đầu tư	484	997	1,091	1,192	Biên EBIT	17.0%	34.9%	12.5%	14.3%
Tài sản dài hạn khác	308	266	216	216	Biên EBITDA	10.7%	25.5%	7.3%	9.2%
Đầu tư vào công ty LD, LK	675	708	708	708	ROAE	17.8%	42.1%	10.1%	11.9%
Phải thu dài hạn	59	20	20	20	ROAA	4.6%	13.5%	3.9%	5.1%
Tổng tài sản dài hạn	11,752	7,641	7,997	8,866	ROIC	6.9%	26.6%	7.2%	8.6%
<b>Total assets</b>	<b>29,441</b>	<b>31,219</b>	<b>30,432</b>	<b>30,674</b>	Vòng quay tài sản	0.4	0.5	0.5	0.6
Nợ ngắn hạn	4,452	1,038	1,069	1,059	Cổ tức chi trả/LN ròng	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Phải trả người bán	3,770	8,112	6,610	6,347	Tổng nợ phải trả/VCSH	79%	23%	22%	21%
Phải trả ngắn hạn khác	2,440	5,989	6,475	6,231	Tổng nợ vay/VCSH	57%	5%	9%	7%
Tổng nợ ngắn hạn	12,912	15,139	14,154	13,637	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	21.4%	1.9%	4.1%	3.5%
Vay & nợ dài hạn	4,307	1,893	1,930	2,036	Khả năng thanh toán lãi vay	3.6	4.2	3.9	4.0
Các khoản phải trả khác	1,105	757	678	96	Số ngày phải thu	73.7	74.5	77.4	78.8
Tổng Nợ dài hạn	5,413	2,650	2,609	2,133	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	237.6	149.6	181.6	176.7
<b>Tổng nợ</b>	<b>18,324</b>	<b>17,789</b>	<b>16,762</b>	<b>15,769</b>	Số ngày phải trả tiền bán	75.4	-	-	-
Vốn điều lệ	5,986	6,465	6,788	7,127	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.4	1.6	1.6	1.6
Thặng dư vốn cổ phần	16	16	16	16	Khả năng thanh toán nhanh	0.8	1.2	1.1	1.1
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	143	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.3	0.3
LN giữ lại	1,869	4,495	5,314	6,032					
Các quỹ thuộc VCSH	289	371	326	326	<b>Định giá</b>				
Vốn chủ sở hữu	8,161	11,347	12,444	13,644	EPS	2,427	6,593	1,804	2,240
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,956	1,146	1,226	1,403	BVPS	13,633	17,552	18,333	19,143
Tổng vốn chủ sở hữu	11,116	12,493	13,670	15,047	P/E	7.4	2.7	10.0	8.0
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>29,440</b>	<b>30,282</b>	<b>30,432</b>	<b>30,674</b>	P/B	1.3	1.0	1.0	0.9

## 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, Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://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