

Báo cáo lần đầu

TỔNG CTCP XUẤT NHẬP KHẨU & XÂY DỰNG VIỆT NAM

(HOSE: VCG)



MỤC LỤC

Phần I: Tổng quan về doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển
2. Cơ cấu tổ chức và cơ cấu cổ đông
3. Lĩnh vực hoạt động
4. Chuỗi giá trị hoạt động của Tổng CTCP Xuất nhập khẩu & Xây dựng Vinaconex
5. Khả năng cạnh tranh và quy mô doanh nghiệp

Phần II: Tổng quan về hoạt động xây dựng

Phần III: Tổng quan về hoạt động kinh doanh bất động sản

Phần IV: Tình hình tài chính

Phần V: Luận điểm đầu tư

Phần VI: Dự phóng kết quả kinh doanh & định giá

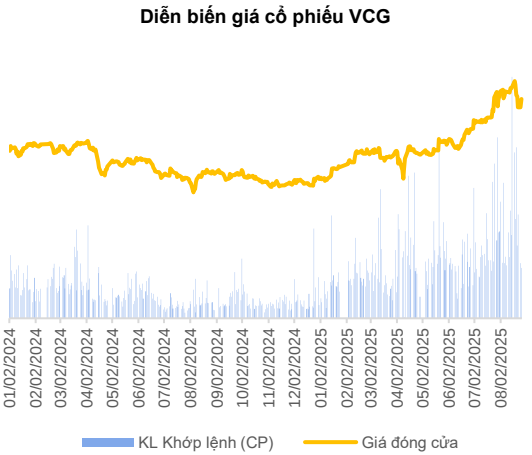
Phần VII: Phụ lục

Báo cáo lần đầu

Ngày 29/08/2025

Giá hiện tại: 25,550 VND
 Giá kỳ vọng: 30,000 VND (+17.4%)
Khuyến nghị: MUA

Mã cổ phiếu	VCG
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	27,600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	15,300
Vốn hóa (tỷ đồng)	16,517.27
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	8,790,594
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	646.47
Beta	1.53
P/E	18.52
P/B	1.38



VCG – HÁI QUẢ NGỌT NHỜ CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ CÔNG

Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam tiền thân là Công ty Dịch vụ và Xây dựng nước ngoài, được thành lập ngày 27/09/1988. Ngày 5/9/2008 Cổ phiếu Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Lĩnh vực kinh doanh chính: xây lắp công trình; kinh doanh bất động sản; tư vấn thiết kế và sản xuất công nghiệp.

Luận điểm đầu tư:

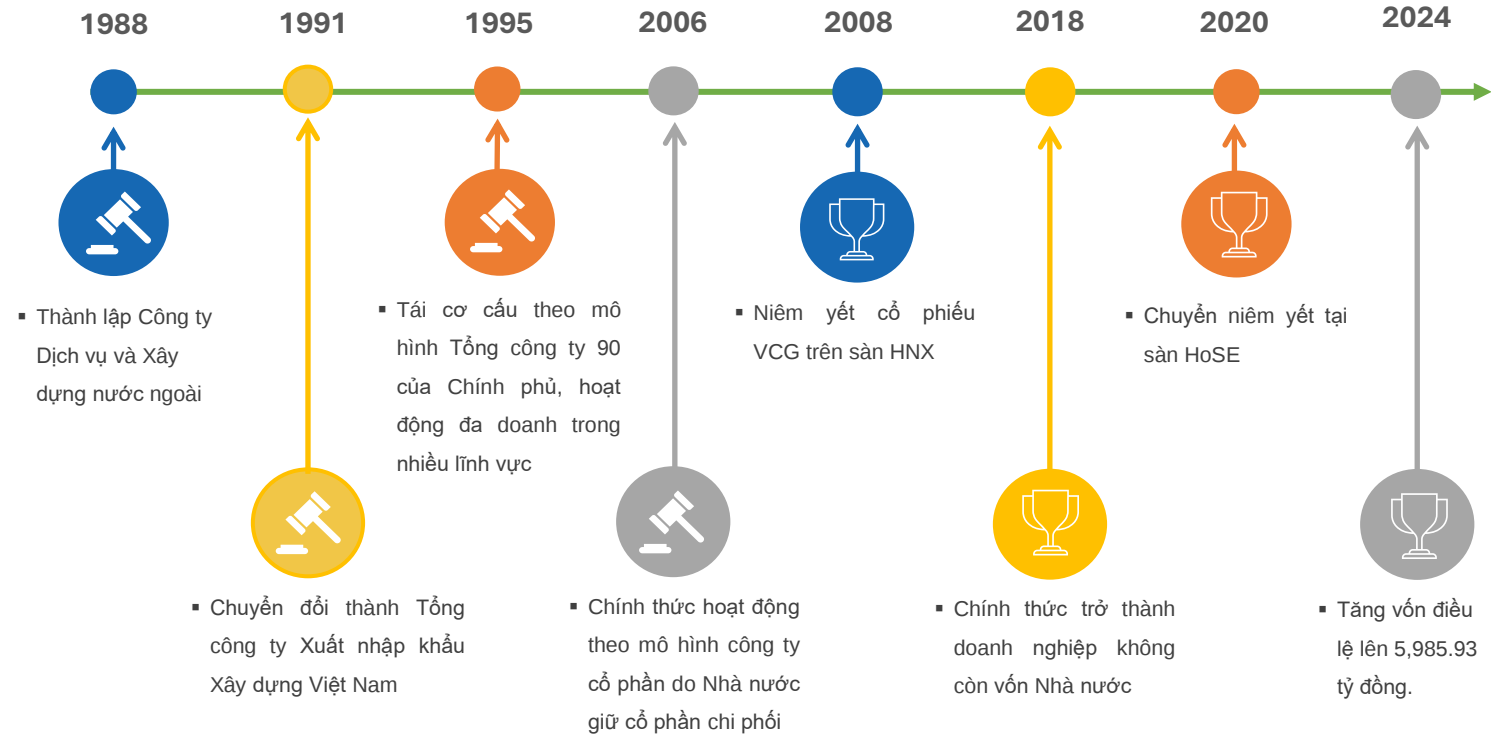
- Hái quả ngọt nhờ đẩy mạnh đầu tư công:** chúng tôi cho rằng trong năm 2025, dòng tiền từ Ngân sách Nhà nước chảy mạnh vào lĩnh vực đầu tư công do (1) 2025 là năm cuối của chu kì đầu tư công trung hạn 2021 – 2025, (2) nguồn vốn đầu tư công là động lực quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng 8.0% năm 2025 theo quyết tâm của Chính phủ. Với vị thế đầu ngành xây dựng hạ tầng, VCG sẽ là một trong các công ty đón đầu làn sóng đầu tư công trong năm nay và các năm tới.
- Lượng vốn FDI khả quan mang lại triển vọng cho hoạt động kinh doanh bất động sản.** Việc đầu tư vào các dự án khu công nghiệp ngoại thành Hà Nội mang lại triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tốt cho VCG trong trung hạn nhờ nhu cầu cao và dòng vốn FDI duy trì khả quan.
- Giảm tỷ lệ nắm giữ VCR giúp VCG sử dụng vốn tối ưu hơn, tập trung vào thế mạnh trong bối cảnh bất động sản du lịch nghỉ dưỡng phục hồi chậm.

Yếu tố cần theo dõi:

- Diễn biến giá nguyên vật liệu xây lắp, đắp nền
- Chậm trễ trong việc giải ngân vốn đầu tư công

Lịch sử hình thành và phát triển của doanh nghiệp

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Nguồn: VCG, NHSV Research tổng hợp

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp



Xây những giá trị, dựng những ước mơ

Xây dựng & bất động sản

- Công ty TNHH Vinaconex Capital One - 100%
- Công ty TNHH Xây dựng Vinaconex (Vinaconex CM) – 100%
- Công ty TNHH Đầu tư Vinaconex (Vinaconex Invest) – 100%
- CTCP Xây dựng số 4 (Vinaconex 4) – 100%
- CTCP Xây dựng số 17 (Vinaconex 17) – 82.09%
- CTCP Vinaconex Sài Gòn – 78.25%
- CTCP Xây dựng số 1 – 55.14%
- CTCP Xây dựng số 25 (VCC) – 71.12%
- CTCP Xây dựng số 16 – 51.93%
- CTCP Xây dựng số 27 – 57.33%
- CTCP Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinaconex (VCR) – 24.5%
- Công ty TNHH Pha Lê Bohemia Hà Nội – 100%
- CTCP Bất động sản Vinaconex – 100%

Đầu tư tài chính

- Công ty TNHH Giáo dục Lý Thái Tổ - 100%
- CTCP Bạch Thiên Lộc – 99.99%
- CTCP Đầu tư và Phát triển Điện miền Bắc 2 (ND2) – 51.1%
- CTCP Nước sạch Sapa – 99%
- CTCP Vinaconex Dung Quất – 95.78%
- CTCP Viwaco (VAV) – 51%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

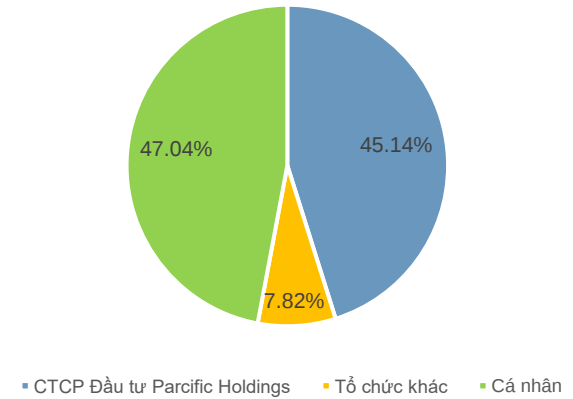
Nguồn: VCG, NHSV Research tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp

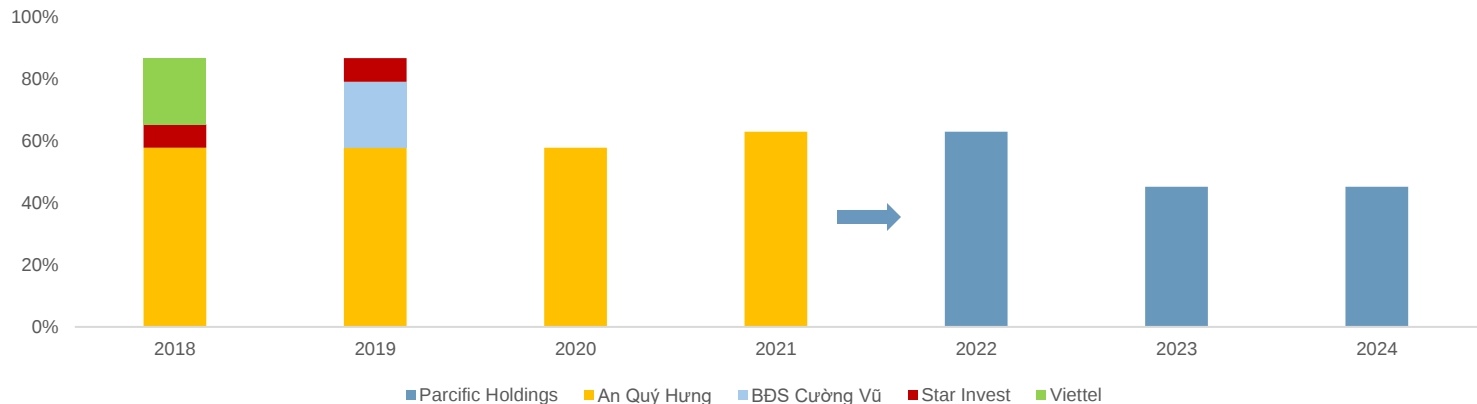
Khối lượng cổ phiếu hiện lưu hành của VCG là khoảng 646.47 triệu cổ phiếu. Cơ cấu sở hữu của VCG tập trung với 45.14% cổ phần được nắm giữ bởi CTCP Đầu tư Pacific Holdings – công ty có người đại diện pháp lý là Phó Tổng giám đốc VCG - ông Trần Đình Tuấn.

Sau thương vụ thoái vốn Nhà nước, Công ty An Quý Hưng đã trở thành cổ đông lớn nhất tại Vinaconex với tỷ lệ sở hữu 62.90%. Tuy nhiên, vào tháng 2/2022, Công ty An Quý Hưng đã thực hiện chuyển quyền sở hữu chứng khoán cho Công ty cổ phần Đầu tư Pacific Holdings – được thành lập vào 2021 với ngành nghề chính là kinh doanh bất động sản. Từ đó, công ty cổ phần Đầu tư Pacific Holdings trở thành cổ đông lớn của VCG. Tuy nhiên, trong năm 2023, Pacific Holdings đã liên tục bán bớt cổ phiếu VCG, hạ tỷ trọng nắm giữ xuống còn 45.14%

Cơ cấu cổ đông của VCG



Cổ đông lớn của VCG



Nguồn: VCG, NHSV Research tổng hợp

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

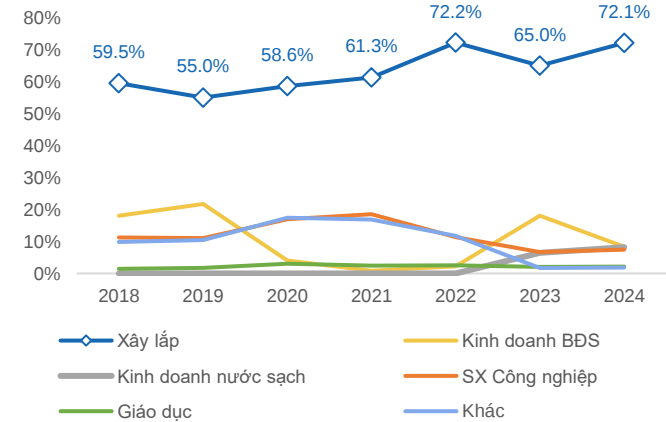
Lĩnh vực hoạt động trọng tâm: hoạt động xây lắp chiếm hơn 72% doanh thu 2024

Dù hoạt động kinh doanh của VCG trải dài trên nhiều lĩnh vực bao gồm xây lắp, kinh doanh bất động sản, phân phối và kinh doanh nước sạch, giáo dục, và sản xuất công nghiệp, bao gồm nhựa và bê tông - hỗ trợ cho hoạt động xây lắp, hoạt động kinh doanh trọng tâm của VCG là xây lắp với tỷ trọng doanh thu trung bình từ 2020-2024 đạt khoảng 66%, hoạt động kinh doanh bất động sản trung bình chiếm khoảng gần 10% tổng doanh thu.

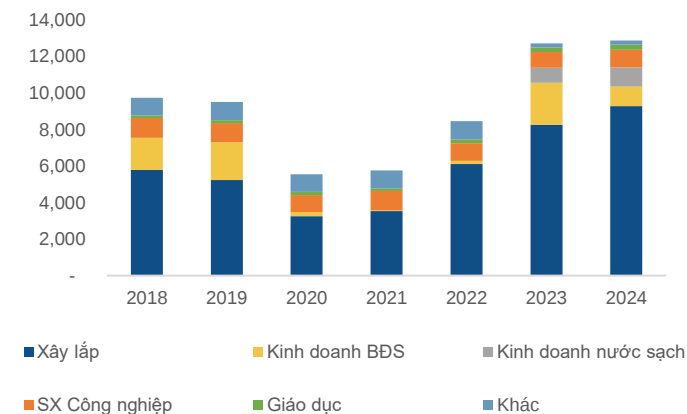
Trong lĩnh vực xây dựng, VCG được coi là doanh nghiệp đầu ngành nhờ:

- Kinh nghiệm dày dặn trong việc triển khai các dự án quy mô lớn trên nhiều lĩnh vực, từ dân dụng, công nghiệp, đến hạ tầng giao thông và hạ tầng kỹ thuật.
- Đội ngũ kỹ sư giàu kinh nghiệm, quy trình quản lý hiện đại.

Tỷ trọng doanh thu theo lĩnh vực



Cơ cấu doanh thu VCG



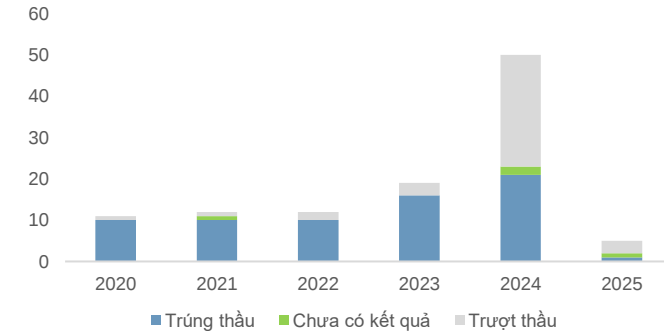
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Chuỗi giá trị ngành xây dựng, năng lực cạnh tranh

Theo Luật đấu thầu 2013, quy trình cơ bản của một gói thầu xây dựng theo hình thức đấu thầu rộng rãi trong nước bao gồm

- (1) Lập kế hoạch lựa chọn nhà thầu,
- (2) Chuẩn bị hồ sơ mời thầu,
- (3) Phát hành hồ sơ mời thầu,
- (4) Nhận và mở thầu,
- (5) Đánh giá hồ sơ dự thầu,
- (6) Trình phê duyệt kết quả lựa chọn nhà thầu,
- (7) Thương thảo, hoàn thiện và ký hợp đồng, và
- (8) Triển khai thực hiện và giám sát.

Tình hình đấu thầu VCG



Trong đó, các chủ đầu tư đánh giá hồ sơ dự thầu dựa trên năng lực hành nghề xây dựng, năng lực tài chính, năng lực bố trí nhân sự, năng lực thiết bị và yêu cầu về kinh nghiệm thực hiện các dự án tương tự. Ngoài ra, VCG còn có mối quan hệ với 81 bên mời thầu, trong đó có nhiều bên mời thầu quen thuộc như Cảng Hàng không Việt Nam, Ban QLDA 7 (Bộ GTVT),... Với bề dày kinh nghiệm tham gia nhiều dự án lớn như Tòa nhà Quốc hội, Trung tâm Hội nghị Quốc gia,... và mối quan hệ rộng rãi trong ngành chúng tôi cho rằng VCG có lợi thế trong quá trình tham gia dự thầu.

Chuỗi giá trị ngành xây dựng



I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Năng lực thi công của một số nhà thầu xây dựng hạ tầng

Công ty	Số gói thầu tham gia	Số gói thầu trúng	Số gói thầu trượt	Mối quan hệ với bên mời thầu	Nhà thầu từng liên doanh	Điểm năng lực
Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)	122	81	37	81	107	17,002.81
TCT Xây dựng Trường Sơn	652	616	28	266	160	14,734.19
TCT Xây dựng số 1 – CTCP (CC1)	80	57	20	53	84	14,511.09
TCT Thăng Long – CTCP (TTL)	72	49	22	45	99	9,842.47
TCT 319 Bộ Quốc Phòng	597	547	40	300	193	7,150.54
TCT Xây dựng Hà Nội – CTCP (HAN)	30	20	8	20	31	6,714.81
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	36	25	10	26	54	5,083.70
CTCP Tập đoàn Cienco4 (C4G)	49	31	10	30	51	4,605.20
CTCP Xây dựng và Lắp máy Trung Nam	95	59	29	57	73	4,924.47
CTCP Đầu tư và Xây dựng Giao thông Phương Thành	41	24	12	27	49	4,916.66
Công ty TNHH Thương mại và Xây dựng Trung Chính	61	49	8	41	72	4,903.84
CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)	79	60	15	56	64	4,282.36
CTCP Hải Đăng	59	40	15	34	76	3,728.42
Công ty TNHH Tập đoàn Sơn Hải	31	23	5	24	28	3,199.17
TCT Xây dựng Lũng Lô	945	887	45	337	87	2,728.48
CTCP Xây dựng Công trình 510	138	133	3	52	75	1,162.45

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Chi phí thuê thầu phụ tăng cao trong 3 năm trở lại đây

Các doanh nghiệp xây dựng khi ký kết hợp đồng có thể được phân loại theo nhiều hình thức, tác động lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Trong đó, loại hợp đồng trọn gói và đơn giá cố định khiến nhà thầu xây dựng chịu nhiều rủi ro hơn nếu có biến động về giá nguyên vật liệu, nhân công hay ảnh hưởng bởi thời tiết. Trong các hợp đồng được ký kết trong giai đoạn 2023 - nay, có khoảng 10% hợp đồng của VCG là hợp đồng trọn gói và đơn giá cố định, 30% là đơn giá điều chỉnh, còn lại là đơn giá kết hợp.

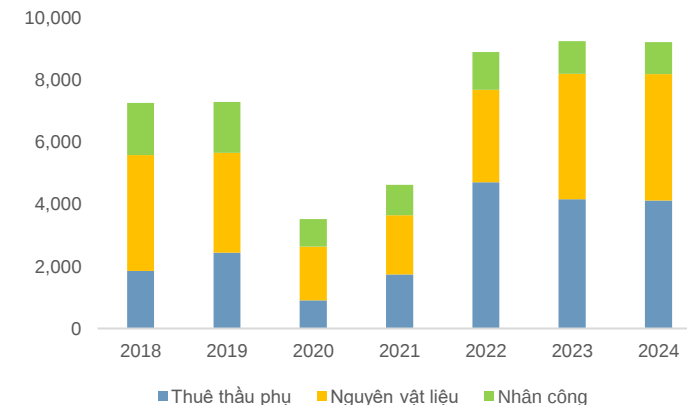
Trong cơ cấu chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của VCG, chi phí lớn nhất trong 3 năm trở lại đây là thuê đội thầu phụ từ bên ngoài. Việc thuê ngoài đội thầu sẽ giúp các doanh nghiệp xây dựng giảm thiểu được chi phí cố định, đồng thời linh hoạt theo mùa vụ, nhu cầu thị trường. Tuy nhiên, trong giai đoạn cao điểm, thời gian thi công ngắn, việc thuê đội thầu bên ngoài sẽ có thể gặp khó khăn về nguồn nhân lực, chi phí xây dựng dễ tăng cao nếu tiến độ xây dựng bị chậm lại so với dự kiến ban đầu, gây khó khăn trong việc dự toán chi phí, đồng thời làm giảm biên lãi gộp của doanh nghiệp.

Một số yếu tố khác tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của VCG như thời gian thực hiện gói thầu, tiến độ thi công chậm do thời tiết và tình hình cung ứng nguyên vật liệu.

Hình thức hợp đồng	Đặc điểm chính
Hợp đồng trọn gói	Giá cố định cho toàn bộ công việc, không thay đổi trong quá trình thực hiện (trừ trường hợp bất khả kháng)
Hợp đồng theo đơn giá cố định	Giá tính theo đơn giá cố định nhân với khối lượng thực tế nghiệm thu.
Hợp đồng theo đơn giá điều chỉnh	Đơn giá có thể điều chỉnh theo biến động giá cả thị trường (áp dụng cho các dự án kéo dài hoặc có rủi ro biến động lớn).
Hợp đồng theo thời gian	Chủ yếu áp dụng cho dịch vụ tư vấn, tính phí theo thời gian làm việc của chuyên gia.
Hợp đồng xây dựng khác	
Hợp đồng theo đơn giá kết hợp	Kết hợp các loại giá trên cho các phần việc khác nhau trong cùng hợp đồng.

Nguồn: NĐ 37/2015/NĐ-CP và NĐ 50/2021/NĐ-CP, NHSV Research

Chi phí sản xuất chính



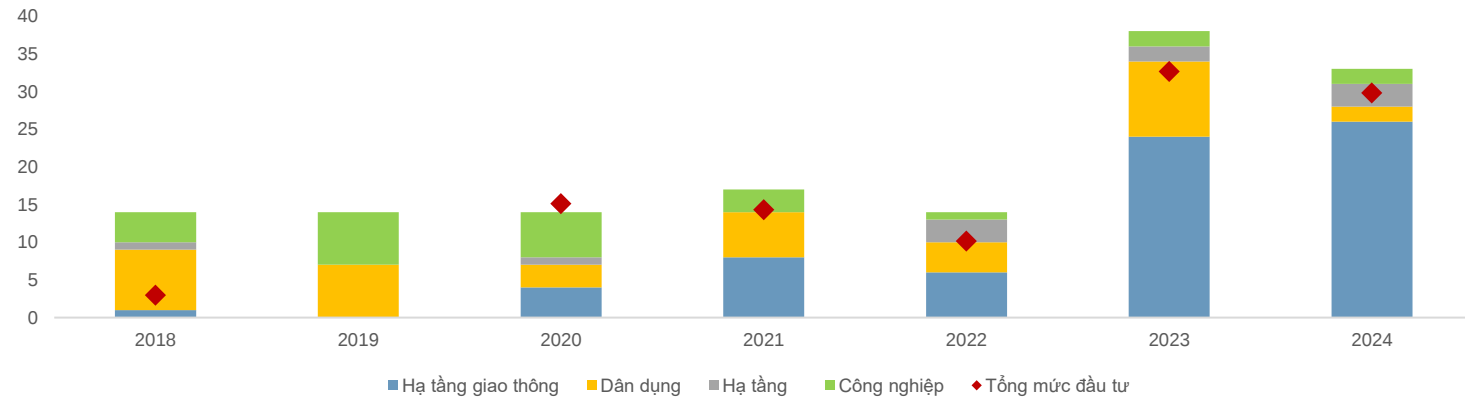
II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG XÂY DỰNG

Mảng xây lắp có doanh thu tăng trưởng tốt trong những năm gần đây

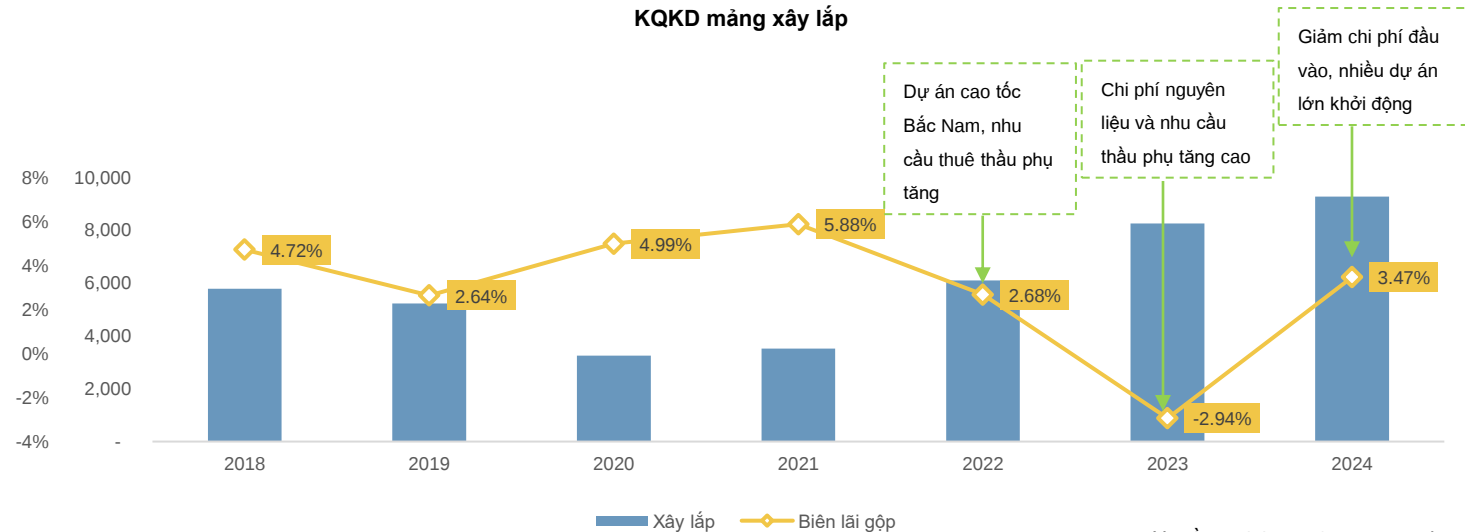
Mảng xây lắp có doanh thu tăng trưởng tốt sau giai đoạn dịch Covid-19 nhờ trúng thầu nhiều dự án đầu tư công.

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG XÂY DỰNG

Số lượng dự án triển khai của VCG



KQKD mảng xây lắp



Nguồn: VCG, NHSV Research

Đầu vào doanh nghiệp xây dựng ảnh hưởng tích cực khi tính giá nguyên vật liệu nhờ Thông tư 09/2024/TT-BXD

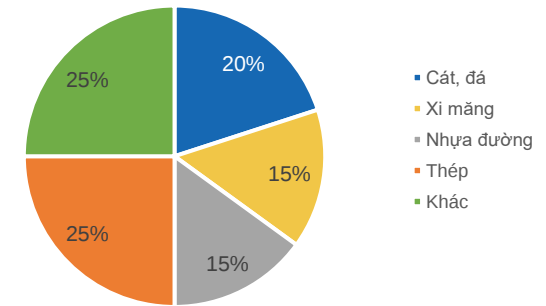
Nguyên vật liệu chiếm khoảng 36% tổng chi phí hoạt động kinh doanh của VCG. Với các công trình hạ tầng, định mức, đơn giá nguyên vật liệu đối với các dự án công được chi phối bởi Thông tư của Bộ Xây dựng. Trước kia, định mức xây dựng được dựa trên Thông tư 12/2021/TT-BXD của Bộ Xây dựng, song định mức đưa ra không phản ánh đúng với thực tế trên công trường gây nên khó khăn trong việc lập dự toán, nghiệm thu. Ngày 30/08/2024, Bộ Xây dựng đã ban hành Thông tư 09/2024/TT-BXD về sửa đổi, bổ sung một số định mức xây dựng ban hành trên Thông tư cũ. Thông tư 09 được đánh giá là tối ưu hơn thông tư 12 trước đó ở các điểm:

- Phạm vi sửa đổi mở rộng và đầy đủ hơn, 250 định mức trong nhiều lĩnh vực từ xây dựng công trình, sửa chữa, bảo dưỡng, lắp đặt.
- Cập nhật theo hệ thống tiêu chuẩn xây dựng mới
- Cơ chế chuyển tiếp rõ ràng, linh hoạt

Từ đó, thông tư 09 hỗ trợ cơ bản giải quyết nhiều khó khăn, vướng mắc đối với lĩnh vực giao thông, góp phần quan trọng trong việc tháo gỡ các khó khăn, vướng mắc liên quan đến định mức, đơn giá xây dựng cho các dự án trọng điểm quốc gia theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ.

Tình hình khan hiếm nguồn cung vật liệu san lấp đang diễn ra tại một số vùng như Quảng Ninh, Thanh Hóa do nhu cầu tăng vọt trong khi nguồn cung vật liệu san lấp truyền thống đang dần cạn kiệt, khiến giá vật liệu đắp nền tăng 8-20% kể từ đầu năm.

Cơ cấu chi phí nguyên vật liệu xây dựng cầu đường



II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG XÂY DỰNG

Giá nguyên vật liệu xây dựng và đắp nền truyền thống

Chỉ số giá đá khai thác



Chỉ số giá nhựa đường



Chỉ số giá cát



Chỉ số giá bê tông



Nguồn: Wchart, NHSV Research

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG XÂY DỰNG

Đầu ra: một vài dự án nổi bật của VCG

Tòa nhà Quốc hội



Bảo tàng Hà Nội



Cầu Nhật Tân



Cung văn hóa thiếu nhi Hà Nội



II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG XÂY DỰNG

Gói thầu trọng điểm của VCG trong giai đoạn 2024-2031

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	TG hoàn thiện	24	25	26	27	28	29	30	31
Xây dựng hạ tầng giao thông										
Gói 3.4: Sân bay Long Thành	1,235	03/2025								
Gói 4.6: Sân bay Long Thành	1,415	08/2025								
Gói 15: Ngã tư Phú Thứ	647	10/2025								
11 XL: Cao tốc B-N GDD2: Bãi vọt Hàm Nghi	3,035	10/2025								
XL02: Cao tốc B-N GDD2: Vân Phong – Nha Trang	1,036	10/2025								
03-XL: Cao tốc Tuyên Quang – Hà Giang GD 1	898	10/2025								
XL01: Cao tốc B-N GDD2: Vũng Áng – Bùng	1,439	12/2025								
10-XL: Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu GD1	945	12/2025								
09/TP2-XL: Vành đai 4 Hà Nội	1,818	06/2026								
Gói 5.10: Sân bay Long Thành	3,924	11/2026								
XL1, XL5: Vành đai 3	674	10/2026								
10,11,12: Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng GD 1	1,104	11/2027								
Xây dựng công nghiệp										
Gói 13: Viện truyền nhiễm, BV TW Quân đội 108	83	07/2024								
XL01, XL02: Trụ sở CA QL xuất nhập cảnh tại Sân bay quốc tế Long Thành	262	11/2024								
XL01, XL02: BV đa khoa tỉnh Nam Định	502	03/2025								
Nhà máy Jin Shun Hsin Việt Nam	96	06/2024								
02XL-BA: Nhà máy thủy điện tích năng Bác Ái										
TỔNG GIÁ TRỊ HỢP ĐỒNG XÂY DỰNG CUỐI 2024 (ƯỚC TÍNH)	25,000									

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG XÂY DỰNG

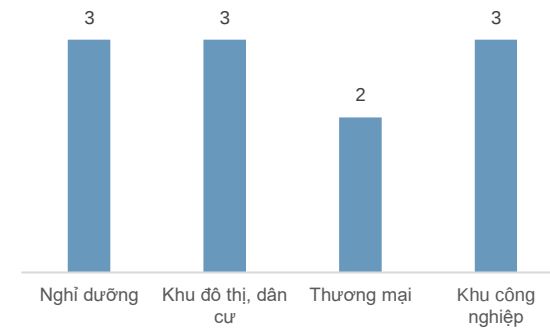
Mảng kinh doanh BĐS: biên lãi gộp cao, hỗ trợ kéo biên lãi gộp tổng

VCG hiện đầu tư vào nhiều phân khúc bất động sản như dân cư, nghỉ dưỡng và khu công nghiệp. Với quỹ đất hơn 1,000 ha, công ty có lợi thế trong việc phát triển đầu tư kinh doanh bất động sản, tập trung vào các khu vực phía Bắc như Hải Phòng, Quảng Ninh, Hà Nội.

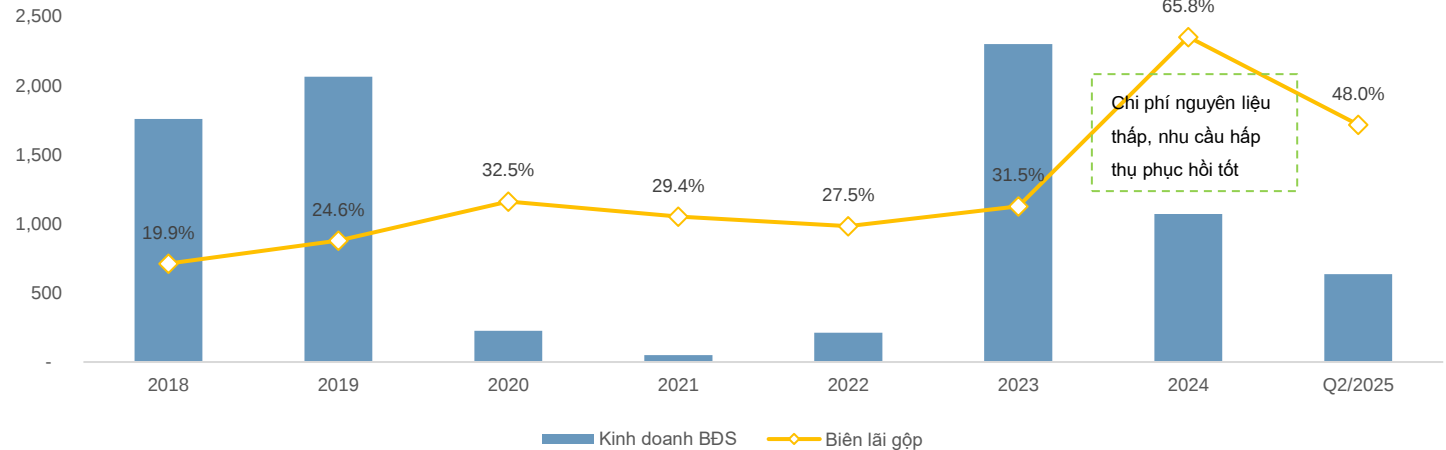
Mảng bất động sản kinh doanh của VCG thường có biên lãi gộp cao ngoài việc do vị trí đất tốt còn do VCG vừa là chủ đầu tư vừa là nhà thầu, từ đó tiết giảm được tối đa chi phí.

Hiện VCG đang tiến hành mở bán 2 dự án nhà ở thấp tầng tại Quảng Ninh – Vinaconex Móng Cái và Đại lộ Hòa Bình, và trung tâm thương mại Chợ Mơ, Hà Nội.

Số lượng dự án đầu tư



KQKD mảng kinh doanh bất động sản



Nguồn: VCG, NHSV Research tổng hợp

III. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BĐS

Thoái vốn khỏi dự án Cát Bà Amatina để tối ưu dòng tiền

Vào cuối tháng 7/2025, Vinaconex đã bán thành công 107.1 triệu cổ phiếu, tương đương 51% vốn tại Vinaconex ICT (VCR) – đơn vị đang sở hữu dự án Khu đô thị du lịch Cái Giá – Cát Bà Amatina. Sau giao dịch, hiện VCG nắm giữ khoảng 24.5% tổng số cổ phần tại VCR và công ty này chính thức không còn là công ty con của VCG.

- Dự án Amatina Cát Bà có tổng diện tích gần 172.4 ha, tổng mức đầu tư hơn 10,941 tỷ đồng, là dự án có mức đầu tư lớn nhất của tổng công ty. Tính đến cuối Q2/2025, VCR đã rót tổng cộng 5,030.3 tỷ đồng vào dự án và dự kiến hoàn thành trong năm 2025.
- Với mức giá tối thiểu 48,000 đồng/cổ phiếu, dự kiến VCG thu về khoản lợi nhuận trên 3,000 tỷ đồng.

Nhìn chung, **chúng tôi cho rằng việc thoái vốn là nước đi hợp lý** của VCG khi:

- Dù thị trường bất động sản nhà ở và khu công nghiệp ghi nhận nhiều dấu hiệu phục hồi tích cực từ năm 2024, phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng thường đi sau với dấu hiệu phục hồi chậm, tỷ lệ hấp thụ tuy có khả quan song chỉ dừng lại ở mức khoảng 51%, thấp hơn tỷ lệ hấp thụ lĩnh vực bất động sản nhà ở (60%) và tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp ở mức cao (80%).
- VCG chưa có nhiều kinh nghiệm trong việc phát triển các dự án bất động sản du lịch nghỉ dưỡng, các dự án bất động sản nghỉ dưỡng thường mang nặng yếu tố nước ngoài – đảm bảo chất lượng dịch vụ và mức độ uy tín.
- Với nhiều dự án đầu tư công đang được gấp rút triển khai và đầu tư vào bất động sản thương mại, khu công nghiệp, VCG cần nguồn vốn lớn để đáp ứng hoạt động kinh doanh, đầu tư trong ngắn và trung hạn.

Nguồn: VCG, NHSV Research tổng hợp

III. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BDS

Một số dự án kinh doanh BĐS dân cư, thương mại của VCG

VCG hiện tập trung mở bán và bàn giao 3 dự án bao gồm KĐT tại Móng Cái, Quảng Ninh, Đại lộ Hòa Bình, và TTTM Chợ Mơ.



Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Quy mô (ha)	TMĐT (tỷ đồng)	Sản phẩm	Tiến độ dự án
KĐT Km3, Km4 phường Hải Yên, TP.Móng Cái	100%	43.9	1,154	375 căn nhà ở liền kề 35 căn biệt thự 372 căn shophouse	- Đã hoàn thành nộp tiền đất dự án và nhận bàn giao đất tại hiện trường - Hoàn thành đầu tư thi công HTKT - Đủ điều kiện bán, cho thuê với 135 nhà phố thương mại
KĐT Đại lộ Hòa Bình kéo dài, TP. Móng Cái	100%	48.8	2,256	248 căn nhà ở liền kề 137 căn biệt thự 252 căn shophouse	- Hoàn thành GPMB - Hoàn thành thi công HTKT và phần móng 36 căn shophouse
Condotel resort Tuy Hòa	61%	93.8	2,999	- Khu thấp tầng: 9,039 m2 - Khu căn hộ du lịch, khách sạn, TMDV: 32.56 4m2	- Đã phê duyệt 1/500 - Đang triển khai thi công xây dựng
Công trình TMDV, khách sạn cao cấp tại Kim Văn Kim Lũ	100%	1.2	2,000	Diện tích sàn xây dựng: 157,800 m2	- Hoàn thành thủ tục về đất đai và được cấp giấy CNQSHĐ - Khởi công dự án T5/2022
Khu khách sạn resort Tam Kỳ	100%	2.0	270	1 tòa nhà hỗn hợp khách sạn 18-25 tầng 40 biệt thự nghỉ dưỡng cao cấp	- Hoàn thành thủ tục và được cấp giấy CNQSHĐ - Chấp thuận gia hạn tiến độ
TTTM Chợ Mơ, Hà Nội	100%	1.5	1,507	- Văn phòng bán: 27,660 m2 - Văn phòng cho thuê: 9,220 m2	Mở bán đợt 1 từ 1/3/2025, giá bán từ 44 triệu đồng/m2
KĐT Thiên Ân Điện Nam – Điện Ngọc	71%	35.5	589	682 căn đất ở chia lô 70 căn đất ở tái định cư 40 căn đất ở biệt thự	- Đã phê duyệt 1/500 - Hoàn thành đầu tư HTKT, > 90% khối lượng - GPMB > 78% toàn diện tích dự án

BĐS khu công nghiệp: triển vọng khả quan

Dự án	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô	Thời gian bàn giao	Vị trí
Khu CNC /Hòa Lạc	2,001	271	2025 - 2031	Huyện Quốc Oai và Thạch Thất
Khu Công nghiệp Đông Anh	6,338	299	2028 - 2031	Thị trấn Đông Anh
Khu Công nghiệp Sơn Đông	1,414	73	2026 - 2027	Thị xã Sơn Tây

- **Khu Công nghệ cao Hòa Lạc:** triển khai từ 2012 song tỷ lệ lấp đầy còn thấp (~30%) do vướng mắc trong giải phóng mặt bằng và hạ tầng chưa hoàn thiện. Các khó khăn đang dần được tháo gỡ, với nguồn vốn đầu tư trung hạn 2021-2025 đã được bố trí. VCG đang đẩy nhanh thi công để sớm đưa dự án vào khai thác
- **Khu công nghiệp Đông Anh:** VCG mới đây cũng đã được chấp thuận chủ trương đầu tư dự án Khu công nghiệp Đông Anh (theo Quyết định 221/QĐ-TTg ngày 5/3/2024). Quy mô dự án là gần 300 ha, tổng mức đầu tư 6,338 tỷ đồng, tiến độ thực hiện không quá 36 tháng kể từ ngày Nhà nước giao đất.
- **Cụm công nghiệp Sơn Đông:** khởi động đầu năm 2024, dự kiến đi vào vận hành từ cuối 2026. Hiện tại đã có 16 doanh nghiệp và 51 đơn vị, tổ chức cá nhân cơ sở sản xuất đăng ký nhu cầu sử dụng đất sản xuất kinh doanh tại cụm.

Tỷ lệ lấp đầy của các khu công nghiệp quanh Hà Nội luôn duy trì ở mức cao do nhu cầu mạnh mẽ từ các nhà đầu tư và doanh nghiệp. Đơn giá cho thuê tại Hà Nội đạt trung bình hơn 220 USD/m²/chu kỳ thuê. Một số nơi như Mê Linh, Long Biên, Đông Anh có mức giá thuê vượt 250 USD/m²/chu kỳ thuê. Dự kiến trong thời gian tới, đơn giá cho thuê đất BĐS KCN và nhà xưởng xây sẵn tiếp tục đà tăng giá nhờ cầu tốt từ các công ty sản xuất điện tử, thiết bị thể thao. Ngoài ra, cải cách tinh gọn bộ máy và đơn giản hóa thủ tục đầu tư, cũng như chú trọng đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng với hàng loạt các dự án đang lên kế hoạch và triển khai như dự án tuyến đường sắt Hải Phòng – Hà Nội – Lào Cai, và các dự án thuộc tuyến cao tốc Bắc Nam sẽ là nền tảng quan trọng để Việt Nam duy trì sức hút đối với nhà đầu tư.

Nguồn: VCG, CBRE, NHSV Research tổng hợp

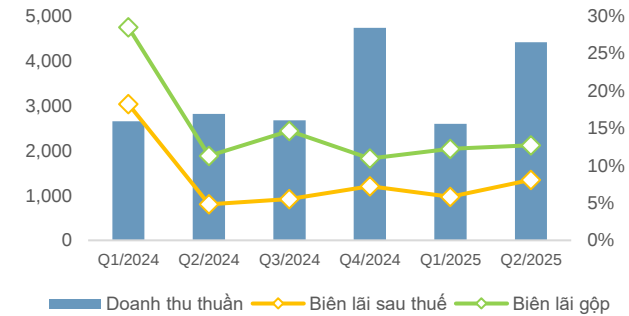
III. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BĐS

KQKD Q2/2025: triển vọng tốt nhờ nhiều dự án đầu tư công được triển khai

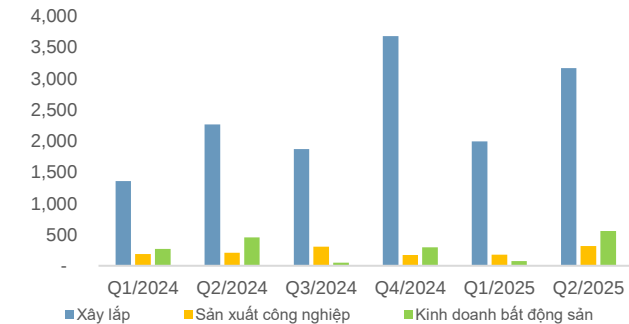
Doanh thu thuần Q2/2025 tăng tốt 56.8% svck lên mức 4,412 tỷ đồng. Trong đó, mảng xây dựng đạt 3,163.8 tỷ đồng, tăng 39.8% svck, tương đương với khoảng 71.7% tổng doanh thu trong giai đoạn một loạt các dự án đầu tư công được đẩy mạnh. Sản xuất công nghiệp cũng có mức tăng tốt, +52% svck nhờ hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng tăng cao.

Hệ số đòn bẩy cao. VCG là một trong những doanh nghiệp có hệ số đòn bẩy cao nhất trong ngành do doanh nghiệp tích cực trong việc gia tăng đầu tư phát triển bất động sản từ nhà ở, thương mại, du lịch nghỉ dưỡng và khu công nghiệp. Mặc dù vậy, hiện tỷ lệ đòn bẩy của VCG đã được hạ xuống đáng kể so với giai đoạn năm 2023 nhờ trúng thầu nhiều gói dự án xây dựng công trình trọng điểm quốc gia, và hoạt động kinh doanh bất động sản có biên lợi nhuận cao.

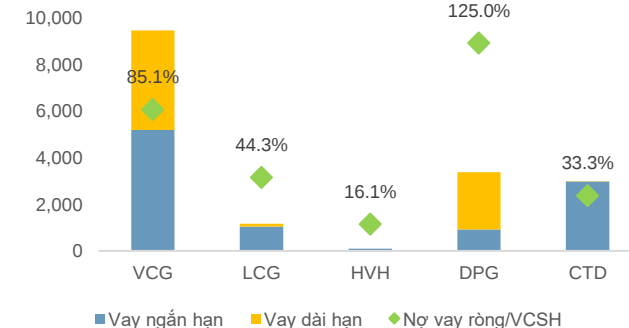
Kết quả kinh doanh VCG



Các mảng kinh doanh của VCG



Tình hình vay nợ của các công ty xây dựng

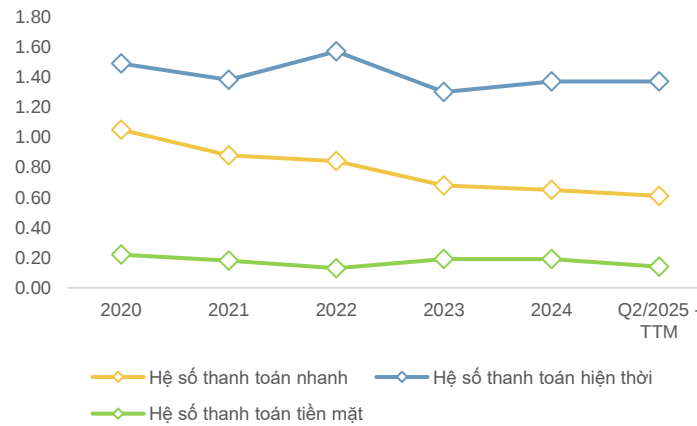


IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

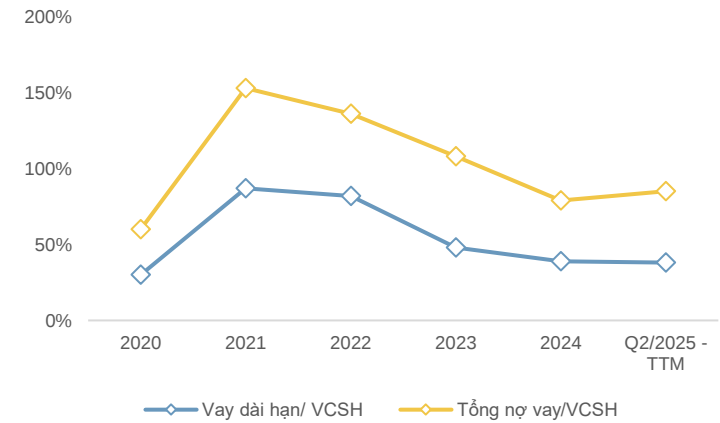
Tổng hợp một vài chỉ số tài chính khác của doanh nghiệp

IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

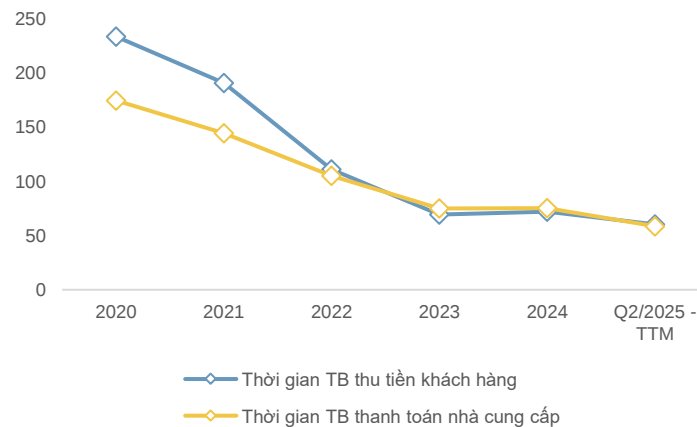
Khả năng thanh khoản



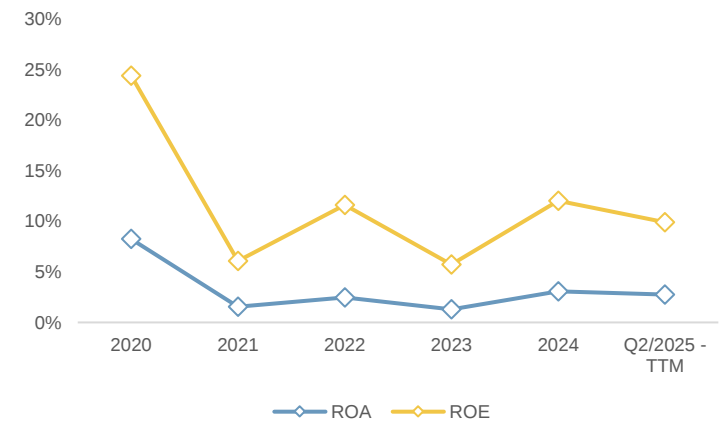
Tỷ lệ đòn bẩy



Hiệu suất hoạt động



Hiệu quả hoạt động



Tỷ lệ giải ngân đầu tư công tăng mạnh trong 7 tháng đầu năm

Trong 7 tháng đầu năm 2025, cả nước ước giải ngân 388,301 nghìn tỷ đồng, tương đương 43.9% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Đây là mức giải ngân vốn đầu tư công cao nhất từ trước tới nay, khẳng định quyết tâm tăng trưởng kinh tế đạt 8.0% trong năm 2025 của Chính phủ.

Trong những tháng nửa sau 2025, chúng tôi cho rằng dòng tiền giải ngân đầu tư công tiếp tục chảy mạnh do:

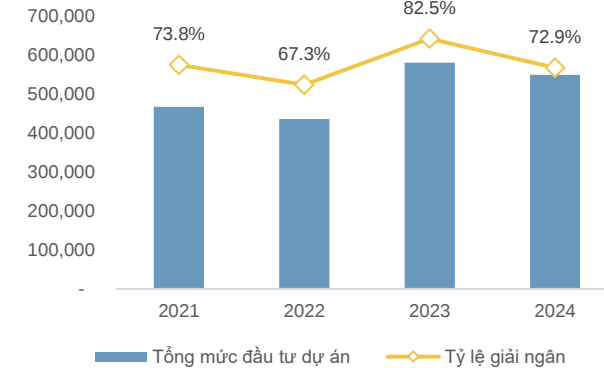
- 2025 là năm cuối của chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021 – 2025
- Nguồn vốn đầu tư công là động lực quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng năm 2025 và các năm sau đó.

Một vài dự án đầu tư công đang và sắp được triển khai bao gồm:

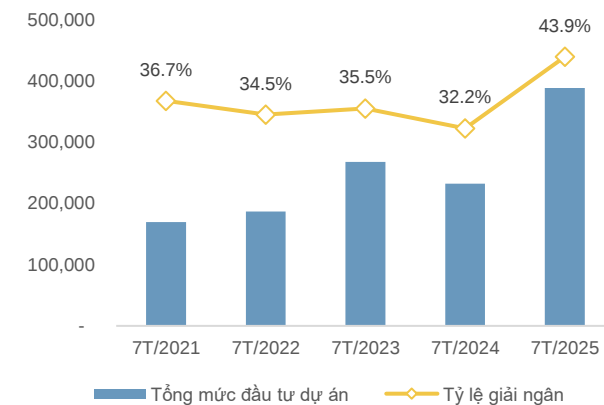
- Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2, 3. Trong đó giai đoạn 2 dự kiến hoàn thành trong năm 2025.
- Sân bay Long Thành GD 1: dự kiến hoàn thành cuối năm 2025 và bắt đầu đi vào khai thác thương mại đầu 2026
- Đường sắt tốc độ cao Bắc Nam: triển khai 2027-2035 với tổng vốn đầu tư 67 tỷ USD

Tính đến Q2/2025, ước tính tổng giá trị hợp đồng xây dựng (backlog) đạt 27,700 tỷ đồng, Vinaconex đã có sẵn "nguồn việc làm" cực lớn, đảm bảo duy trì mức doanh thu ổn định trong thời gian tới.

Tỷ lệ giải ngân đầu tư công theo năm



Tỷ lệ giải ngân đầu tư công 7 tháng đầu năm



Nguồn: Bộ Tài chính, NHSV Research tổng hợp

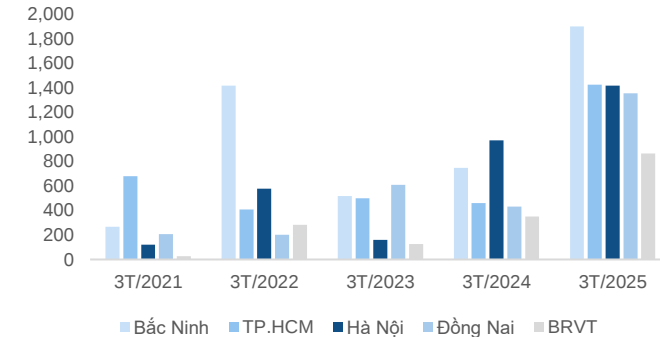
BDS Khu công nghiệp: Vốn đầu tư FDI vẫn tăng tích cực

Tính đến hết Q1/2025, tổng vốn FDI đăng ký tại thành phố Hà Nội đạt 1,415.9 triệu USD, tăng mạnh 45.8% svck với 82 dự án đăng ký và thuộc top 3 tỉnh thành có lượng vốn FDI đăng ký cao nhất trong Q1 đầu năm 2025. Tổng lượng vốn FDI thực hiện toàn quốc 7 tháng đầu năm vẫn khả quan, đạt mức 13.6 tỷ USD, tăng 8.4% svck và là mức cao nhất từ trước tới nay. Chúng tôi cho rằng lượng vốn FDI chảy vào Việt Nam nói chung và Hà Nội nói riêng vẫn tốt trong thời gian tới nhờ:

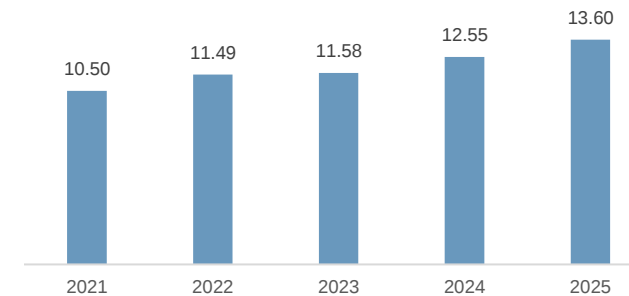
- Mức thuế đối ứng Mỹ áp lên Việt Nam hiện cạnh tranh so với các nước khác trong khu vực
- Việt Nam tích cực tham gia các hiệp định thương mại tự do và là đối tác chiến lược của 13 nước.
- Chi phí lao động vẫn tương đối thấp so với các nước khác trong khu vực.
- Hà Nội là Thủ đô của Việt Nam – nơi có mật độ dân sinh cao và tập trung nhiều tập đoàn trong và ngoài nước lớn, hạ tầng được đẩy mạnh phát triển.

Nguồn: Fiin, GSO, JLL, NHSV Research tổng hợp

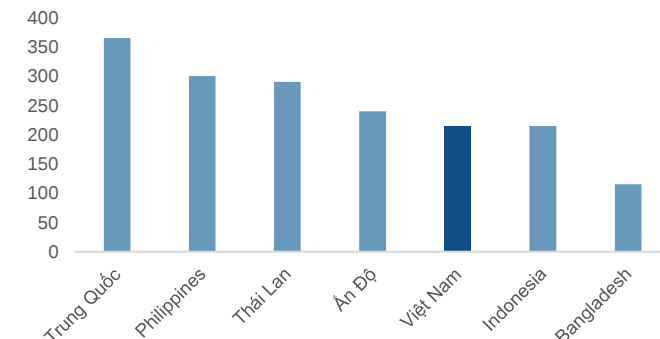
Top 5 tỉnh thành có vốn FDI đăng ký cao nhất



FDI thực hiện 7 tháng đầu năm



Lương bình quân tối thiểu theo tháng



VI. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F	Ghi chú
Doanh thu thuần	12,704	12,870	14,562	15,914	Doanh thu thuần dự kiến tăng hơn 13% svck nhờ triển khai nhiều dự án đầu tư công, hỗ trợ tăng doanh thu mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp
Giá vốn hàng bán	(11,523)	(10,889)	(12,700)	(13,997)	
Lợi nhuận gộp	1,181	1,981	1,863	1,918	
Chi phí bán hàng	(93)	(58)	(102)	(80)	
Chi phí QLDN	79	(380)	(408)	(446)	
Lợi nhuận sau thuế	396	1,108	3,420	1,004	Chúng tôi dự phóng việc hạ tỷ trọng sở hữu VCR từ 51% xuống còn 24.5% giúp VCG tăng mạnh doanh thu tài chính trong năm 2025, hỗ trợ lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 208.5% so với cùng kỳ
Tổng tài sản	30,694	29,441	30,283	31,045	
Tổng nợ	20,453	18,325	15,781	15,355	
Vốn chủ sở hữu	10,241	11,116	14,502	15,690	
EPS (VND/CP)	777	1,956	5,713	1,677	
EBITDA	1,727	2,165	4,878	1,912	
Tăng trưởng doanh thu	50.3%	1.3%	13.1%	9.3%	
Biên lợi nhuận gộp	9.3%	15.4%	12.8%	12.0%	Biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm 2.6% svck do tăng giá nguyên vật liệu trong bối cảnh nhu cầu tăng cao
Biên lợi nhuận sau thuế	3.1%	8.6%	23.5%	6.3%	Biên lợi nhuận sau thuế tăng cao nhờ thu từ việc thoái một phần vốn khỏi VCR
ROE	3.9%	10.0%	23.6%	6.4%	
ROA	1.3%	3.8%	11.3%	3.2%	

Giá mục tiêu của VCG là 30,000 đồng/cp, upside +17.4% từ mức 25,550 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam với giá mục tiêu là khoảng **30,000 đồng/cổ phiếu** (+17.4% từ mức giá 25,550 đồng/cổ phiếu ngày 28/08/2025) bằng việc sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và P/E với tỷ trọng 50-50.

STT	Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá
1	P/E	50%	30,300
2	FCFF	50%	29,700
Trung bình giá			30,000

Chiết khấu FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		12%
Ước tính tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		5%
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VNĐ)		23,226
(+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (tỷ VNĐ)		4,252
(+ Đầu tư vào công ty liên kết (tỷ VNĐ)		675
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)		(8,759)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ VNĐ)		(182)
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		19,213
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)		646
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)		~29,700

VI. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng báo cáo tài chính CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG)

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	12,870	14,562	15,914
Giá vốn bán hàng	(10,889)	(12,700)	(13,997)
Lợi nhuận gộp	1,981	1,863	1,918
Chi phí bán hàng	(58)	(102)	(80)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(380)	(408)	(446)
Thu nhập tài chính	333	3,200	229
Chi phí tài chính	(446)	(415)	(360)
Lợi nhuận thuần HĐKD	1,352	4,090	1,194
Thu nhập khác	51	55	43
Chi phí khác	(30)	(24)	(27)
Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết	(79)	(49)	(67)
Thu nhập trước thuế	1,373	4,121	1,209
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(264)	(700)	(206)
Lợi nhuận sau thuế	1,108	3,420	1,004
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(182)	(445)	(184)
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	1,290	2,975	820

CHỈ SỐ CHÍNH VỀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

	2024	2025F	2026F
Biên lợi nhuận gộp	15.39%	12.79%	12.05%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10.50%	28.08%	7.50%
Biên lợi nhuận sau thuế	8.61%	23.49%	6.31%
YoY doanh thu thuần	1.31%	13.15%	9.28%
YoY lợi nhuận sau thuế	179.60%	208.56%	-70.65%
Vòng quay hàng tồn kho	-1.54	-1.80	-2.00
Nợ vay dài hạn/vốn chủ sở hữu	38.75%	17.74%	8.56%
Tổng nợ vay/vốn chủ sở hữu	78.80%	27.37%	15.94%
ROA	3.76%	11.29%	3.23%
ROE	9.97%	23.58%	6.40%
EPS	1,956	5,713	1,677
BVPS	18,570	24,227	26,211

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	29,441	30,283	31,045
Tài sản ngắn hạn	17,689	18,281	18,917
Tiền, tương đương tiền và ĐTNH	4,252	4,369	4,774
Các khoản phải thu	5,858	6,304	6,540
Hàng tồn kho	7,090	7,055	6,998
Tài sản lưu động khác	489	553	604
Tài sản dài hạn	11,752	12,002	12,128
Các khoản phải thu dài hạn	59	59	59
Tài sản cố định	3,479	3,617	3,828
Bất động sản đầu tư	484	465	445
Tài sản dở dang dài hạn	6,746	6,746	6,746
Đầu tư tài chính dài hạn	675	807	741
Tài sản dài hạn khác	308	308	308
Tổng nguồn vốn	29,441	30,283	31,045
Nợ ngắn hạn	12,912	12,103	12,907
Phải trả người bán	2,250	2,429	2,979
Chi phí phải trả ngắn hạn	1,344	1,348	1,274
Vay ngắn hạn	4,452	3,452	3,776
Nợ ngắn hạn khác	4,591	4,591	4,591
Nợ dài hạn	5,412	3,678	2,448
Vay dài hạn	4,307	2,573	1,343
Nợ dài hạn khác	1,105	1,105	1,105
Vốn chủ sở hữu	11,116	14,502	15,690
Vốn cổ phần	5,986	5,986	5,986
Thặng dư vốn cổ phần	16	16	16
Quỹ đầu tư phát triển	289	301	341
Lãi chưa phân phối	1,869	4,799	5,769
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,956	3,400	3,584

VII. PHỤ LỤC

**Trụ sở chính**

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.