

## Báo cáo cập nhật KQKD Q4/2025

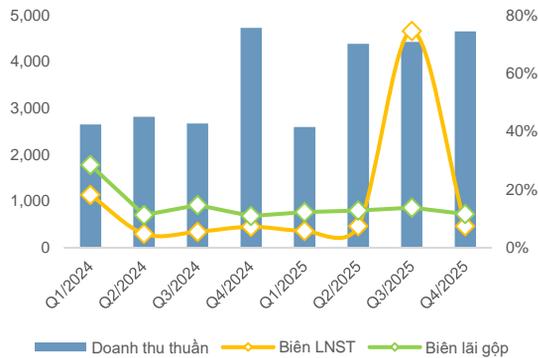
# TỔNG CTCP XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

Ngày 18/03/2026



# TỔNG CTCP XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

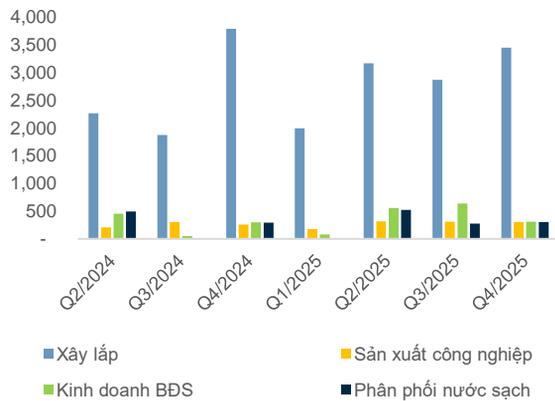
KQKD theo quý của VCG



## MẢNG XÂY LẮP CHỮNG LẠI TRONG QUÝ 4, BIẾN ĐỘNG TỪ BỘ MÁY CẤP CAO

- Doanh thu thuần** Q4/2025 giảm nhẹ 1.7% YoY, xuống mức 4,651,7 tỷ đồng, chủ yếu do giảm doanh thu mảng xây dựng 8.9% YoY. Ngược lại, mảng sản xuất công nghiệp tăng tốt 18.9% YoY. Biên lãi gộp tăng 64.3 đcb YoY lên mức 11.6% do giá nguyên vật liệu giảm khi nhu cầu xây dựng giảm nhẹ bởi thời tiết bất lợi. Biên lãi sau thuế tăng nhẹ 21.6 đcb, được hỗ trợ bởi doanh thu tài chính tăng 67.6% YoY. Tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh 93% YoY.
- Tính trong năm 2025, tổng mức doanh thu của VCG đạt mức 16,064.5 tỷ đồng, tăng cao 24.8% YoY. Lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 2.5% và 272.6% YoY. Trong đó:

Các mảng kinh doanh của VCG

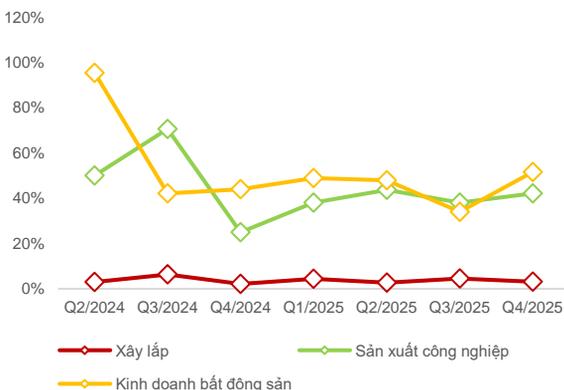


**Xây lắp:** Doanh thu năm 2025 đạt 11,465.9 tỷ đồng, tăng mạnh 23.6% YoY nhờ giá trị backlog các dự án xây dựng hạ tầng lớn chuyển tiếp từ 2024. Các dự án trọng điểm của VCG trong năm 2025 bao gồm Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 và 2 gói thầu sân bay Long Thành 4.6 và 5.10. Biên lãi gộp mảng xây lắp năm 2025 ở mức 3.6%, tăng nhẹ 11.4 đcb, được kéo bởi số Q4-2025 biên lãi gộp tăng 1% YoY khi giá nguyên vật liệu xây dựng giảm, nhu cầu thuê và xây dựng thấp do thời tiết.

**Kinh doanh BĐS:** Doanh thu năm 2025 đạt 1,581.5 tỷ đồng, tăng 47.6% YoY và là một trong động lực chính tăng trưởng doanh thu năm nay nhờ trung tâm thương mại Chợ Mơ, Hà Nội. Biên lãi gộp mảng kinh doanh bất động sản giảm 3.3% YoY

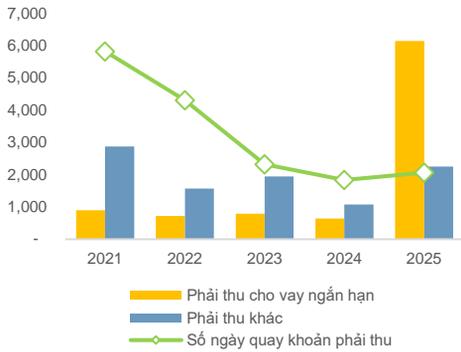
**Sản xuất công nghiệp:** Hoạt động sản xuất công nghiệp của VCG chủ yếu là sản xuất nguyên vật liệu phục vụ cho hoạt động xây dựng. Chính vì thế, cũng hưởng lợi một phần (doanh thu tăng 15.4% YoY) khi hoạt động xây dựng tăng trưởng khả quan.

Biên lãi gộp các mảng kinh doanh chính

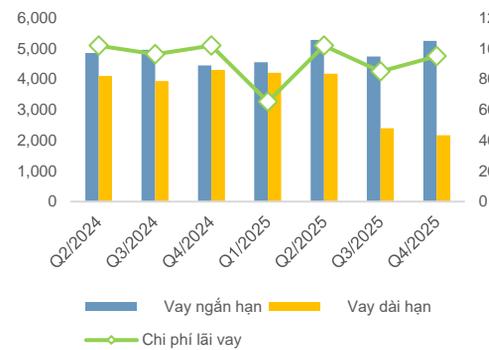


# TỔNG CTCP XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

**Phải thu cho vay và số ngày quay phải thu**



**Tăng nợ vay ngắn hạn QoQ**



- Khoản phải thu VCG tăng 110.5% YoY, tương đương tăng 1.5% QoQ. Trong đó khoản mục phải thu về cho vay ngắn hạn vẫn duy trì ở mức cao, chỉ giảm nhẹ 2% QoQ xuống còn 6,139.5 tỷ đồng, tương đương cao gấp 9.5 lần YTD song doanh nghiệp không công bố rõ ràng đơn vị cho vay, chỉ thông tin rằng đây là khoản vay có đảm bảo và bảo lãnh của ngân hàng. Phải thu ngắn hạn khác tăng 11 lần YTD lên mức 1,569.4 tỷ đồng. Việc các khoản cho vay ngắn hạn tăng mạnh làm ảnh hưởng tiêu cực đến dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư của doanh nghiệp (-3,171 tỷ đồng), dòng tiền thuần trong 2025 -125 tỷ đồng, khiến nhu cầu vốn vay ngắn hạn tăng cao,
- Tổng nợ vay được thu hẹp đáng kể -15.3% YTD do VCG thoái vốn thành công dự án Amatina giúp giảm bớt áp lực tài chính. Song, tổng nợ vay vẫn tăng nhẹ 4% QoQ, do tăng mạnh nhu cầu vốn ngắn hạn 10.7% QoQ nhằm bổ sung vốn lưu động. Nợ dài hạn giảm 9.2% QoQ.
- Biến động trong bộ máy lãnh đạo cấp cao. Mới đây, nguyên Chủ tịch HĐQT kiêm Phó Tổng giám đốc - ông Nguyễn Hữu Tới và thành viên HĐQT kiêm Phó Tổng giám đốc - ông Dương Văn Mậu bị cơ quan Cảnh sát điều tra bắt tạm giam do sai phạm quy định đấu thầu, đưa tiền cho chủ đầu tư để được tạo điều kiện trúng thầu. Thay vào đó, ông Trần Đình Tuấn – Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc Pacific Holdings lên giữ chức Chủ tịch HĐQT VCG. Đồng thời, ông Tô Dũng lên nắm giữ vị trí Chủ tịch HĐQT của Viwaseen.
- VCG vừa đăng ký bán 10.5 triệu cổ phiếu VIW – tương đương 18.16% vốn cổ phần VIW vừa được mua vào tháng 12, nhằm tái cơ cấu lại khoản đầu tư. Nếu giao dịch diễn ra thành công, VCG sẽ giảm tỷ lệ sở hữu xuống còn 80%, dự kiến giao dịch từ 20/3 – 19/4/2026.

## Kỳ vọng 2026: Tiềm năng tăng trưởng đi kèm với rủi ro

- Dù chưa công bố con số backlog chính thức song chúng tôi cho rằng nhiều dự án đầu tư công lớn được triển khai trong 2026 sẽ mở ra nhiều cơ hội cho VCG nhờ vị thế đầu ngành hạ tầng.
- Mảng kinh doanh bất động sản dự kiến tăng trưởng khả quan khi dự kiến hạch toán dự án nhà ở thấp tầng tại Móng Cái trong 2026
- Giảm tỷ lệ sở hữu VIW giúp VCG giảm áp lực vốn trong ngắn hạn, đảm bảo năng lực thi công.

## Yếu tố cần theo dõi:

- Tình hình giải ngân đầu tư công, tình hình trúng thầu các dự án hạ tầng trọng điểm.
- Giá dầu biến động khiến giá nhiều nguyên vật liệu tăng theo, làm mỏng biên lãi gộp của VCG
- Các thông tin điều tra liên quan tới dự án sân bay Long Thành có thể ảnh hưởng ngắn hạn tới giá cổ phiếu

# TỔNG CTCP XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

Dựa trên kết quả kinh doanh 2025, chúng tôi điều chỉnh dự báo kết quả kinh doanh VCG theo bảng sau. Do những biến động về bộ máy lãnh đạo, dòng tiền và rủi ro thị trường, chúng tôi quyết định chiết khấu định giá 1 năm từ mức 26,800 trong báo cáo cập nhật Q3-2025 về mức 23,700 đồng/cp.

Chi tiêu	2024	2025	2026 F	2027 F	Ghi chú
<b>Doanh thu thuần</b>	12,870	16,064	15,442	17,709	Doanh thu năm 2026 kỳ vọng giảm nhẹ song vẫn ở mức cao nhờ (1) triển vọng từ các dự án đầu tư công trọng điểm vẫn tương đối khả quan (2) VCG mở bán các dự án kinh doanh BĐS, (3) sản xuất công nghiệp được hưởng lợi khi nhu cầu xây dựng vẫn ổn định
Giá vốn hàng bán	(10,889)	(14,034)	(13,446)	(15,106)	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	1,981	2,031	1,996	2,603	
Chi phí bán hàng	(58)	(158)	(154)	(124)	
Chi phí QLDN	(380)	(507)	(463)	(531)	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	1,108	4,160	1,010	1,544	
Tổng tài sản	29,441	31,530	31,093	32,232	
Tổng nợ	18,325	18,954	17,507	17,103	
Vốn chủ sở hữu	11,116	12,576	13,586	15,130	
Tăng trưởng doanh thu	1.3%	24.8%	-3.9%	14.7%	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	15.4%	12.6%	12.9%	14.7%	Biên lợi nhuận trong năm 2025-2026 giảm so với mức 2024 chủ yếu do giá nguyên vật liệu tăng khi nhu cầu tăng cao và nguồn cung có dấu hiệu khan hiếm. Dù vậy, chúng tôi dự kiến rằng biên lãi gộp 2026 sẽ tăng nhẹ svck do doanh nghiệp đến giai đoạn 2 mở bán dự án BĐS tại Chợ Mơ, và bắt đầu hạch toán dự án nhà ở thấp tầng
<b>Biên lợi nhuận sau thuế</b>	8.6%	25.9%	6.5%	8.7%	
ROE	10.0%	33.1%	7.4%	10.2%	
ROA	3.8%	13.2%	3.2%	4.8%	

Chiết khấu FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	13.1%
Ước tính tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	3.0%
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	17,134
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (tỷ VNĐ)	5,228
(+) Đầu tư vào công liên liên doanh, liên kết (tỷ VNĐ)	711
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	(7,420)
(-) Cổ đông không kiểm soát	(197)
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	15,456
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	646

**Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu) ~23,900**

STT	Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá
1	P/E	50%	23,500
2	FCFF	50%	23,900

# TỔNG CTCP XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

## BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH QUÝ 4/2025

	Q4-2025	Q3-2025	Q4-2024	QoQ	YoY	% KH 2025	%2025E
<b>Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>4,652</b>	<b>4,429</b>	<b>4,731</b>	5.0%	-1.7%		
Doanh thu thuần	4,652	4,429	4,731	5.0%	-1.7%	103.6%	99.8%
Mảng xây dựng	3,446	2,865	3,782	20.2%	-8.9%		
Mảng kinh doanh bất động sản	312	635	297	-50.8%	5.2%		
Mảng sản xuất công nghiệp	306	307	257	-0.6%	18.9%		
Giá vốn bán hàng	(4,113)	(3,818)	(4,214)	7.7%	-2.4%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>539</b>	<b>611</b>	<b>517</b>	-11.8%	4.1%		
<b>Chi phí bán hàng &amp; quản lý doanh nghiệp</b>	<b>(253)</b>	<b>(150)</b>	<b>(131)</b>	68.8%	93.0%		
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	<b>475</b>	<b>3,513</b>	<b>426</b>	-86.5%	11.5%		
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>428</b>	<b>3,510</b>	<b>441</b>	-87.8%	-2.9%		
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>347</b>	<b>3,304</b>	<b>343</b>	-89.5%	1.2%	344.2%	99%
<b>Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ</b>	<b>244</b>	<b>3,282</b>	<b>286</b>	-92.6%	-14.6%		

## BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	Q4-2025	Q3-2025	Q4-2024	QoQ	YoY
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>31,530</b>	<b>29,021</b>	<b>29,441</b>	8.6%	7.1%
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>24,110</b>	<b>22,987</b>	<b>17,689</b>	4.9%	36.3%
Tiền và ĐTNH	5,228	5,307	4,252	-1.5%	23.0%
Khoản phải thu	12,331	12,154	5,858	1.5%	110.5%
Hàng tồn kho	6,100	5,204	7,090	17.2%	-14.0%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>7,420</b>	<b>6,033</b>	<b>11,752</b>	23.0%	-36.9%
Tài sản cố định	4,437	3,248	3,479	36.6%	27.5%
Đầu tư dài hạn	711	706	675	0.6%	5.3%
Tài sản dở dang dài hạn	1,680	1,380	6,746	21.8%	-75.1%
Tài sản dài hạn khác	262	234	308	12.1%	-14.9%
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>31,530</b>	<b>29,021</b>	<b>29,441</b>	8.6%	7.1%
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>15,911</b>	<b>13,878</b>	<b>12,912</b>	14.6%	23.2%
Phải trả người bán	3,454	2,174	2,250	58.9%	53.5%
Nợ vay ngắn hạn	5,247	4,741	4,452	10.7%	17.9%
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>3,043</b>	<b>2,875</b>	<b>5,413</b>	5.8%	-43.8%
Vay dài hạn	2,173	2,394	4,307	-9.2%	-49.6%
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12,576</b>	<b>12,267</b>	<b>11,116</b>	2.5%	13.1%
Vốn cổ phần	6,465	6,465	5,986	0.0%	8.0%
Lãi chưa phân phối	4,763	4,519	1,869	5.4%	154.8%

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	Q4-2025	Q3-2025	Q4-2024	QoQ	YoY
Biên lợi nhuận gộp	11.6%	13.8%	10.9%	-2.2%	64 đcb
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10.2%	79.3%	9.0%	-69.1%	121 đcb
Biên lợi nhuận sau thuế	7.5%	74.6%	7.2%	-67.1%	22 đcb
Tồn kho/Tổng tài sản	19.3%	17.9%	24.1%	1.4%	-4.7%
Tổng nợ vay/VCSH	59.0%	58.2%	78.8%	84 đcb	-19.8%

**Trụ sở chính**

Tầng 9, Tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, 54 Liễu Giai, phường Giảng Võ, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng trệt tòa nhà Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5, Tòa tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, Phường Cửa Nam, TP Hà Nội

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh.

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.