

Vài nét về doanh nghiệp

VCG là một trong những doanh nghiệp lâu đời và có quy mô lớn trong lĩnh vực xây lắp và cung cấp vật liệu xây dựng. Ngoài ra, VCG sở hữu danh mục hạ tầng các nhà máy điện, nước và cho thuê văn phòng, sàn thương mại. Sau khi hoàn tất thoái vốn nhà nước, VCG tích cực đẩy mạnh phát triển mảng đầu tư bất động sản với dự án trọng điểm Cát Bà Amatia (Hải Phòng) và sắp tới là KCN Đông Anh.

MUA

Giá mục tiêu	24.689 VND
Tiềm năng tăng giá	26%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xây lắp
Thị giá (16/01/2025)	19.500
Biến động 1 năm	16,400 - 23,102
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	4,65
Vốn hóa (Tỷ đồng)	11.672
P/E TTM	13,36
P/B TTM	1,08

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
VCG	11%	13%	-10%
VNindex	-2%	-3%	-3%

Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang

pvtrang@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

BƯỚC VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MẠNH MỀ

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi đánh giá triển vọng của VCG còn rất lớn xét đến tiềm năng trúng các gói thầu xây dựng hạ tầng trong giai đoạn 2025-2030, khi Chính phủ tập trung đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công. Bên cạnh đó, kỳ vọng chuyển biến mới tại dự án Amatina Cát Bà sẽ đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án và hỗ trợ mặt bằng biên lợi nhuận trong dài hạn.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VCG (theo [Báo cáo Triển vọng 2025](#)) và nâng mức định giá hợp lý lên **24.689 VND/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng xây dựng: Đẩy mạnh đầu tư công hỗ trợ tích cực cho khối lượng backlog

VCBS đánh giá tiềm năng tăng trưởng khối lượng backlog của VCG là rất lớn, xét đến: (1) tỷ lệ trúng thầu vượt trội tại các gói thầu hạ tầng giao thông của Chính phủ, (2) Phát triển cơ sở hạ tầng là một trong những mục tiêu trọng yếu của Chính phủ trong giai đoạn 2025-2030, (3) VCG đang tập trung đẩy mạnh công tác đào tạo nguồn nhân lực tiêu chuẩn, phục vụ cho dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam.

Mảng Bất động sản: kỳ vọng chuyển biến mới tại các dự án trọng điểm

Sau khi hoàn tất bàn giao Green Diamond, KĐT Đại lộ Hòa Bình kéo dài (49 ha) và Vinaconex Móng Cái (44 ha) kỳ vọng đem lại dòng tiền khoảng 5.000 tỷ đồng trong giai đoạn năm 2025-2027.

Những chuyển biến tích cực trong giai đoạn gần đây đem đến kỳ vọng VCG sẽ tái khởi động dự án Amatina Cát Bà bằng cách mở bán lô lớn trong năm 2025.

Triển vọng dài hạn từ BĐS khu công nghiệp

Kỳ vọng CCN Sơn Đông và KCN Đông Anh sẽ đem lại dòng tiền tích cực cho doanh nghiệp khi được đưa vào kinh doanh vào cuối năm 2025 và đầu năm 2026.

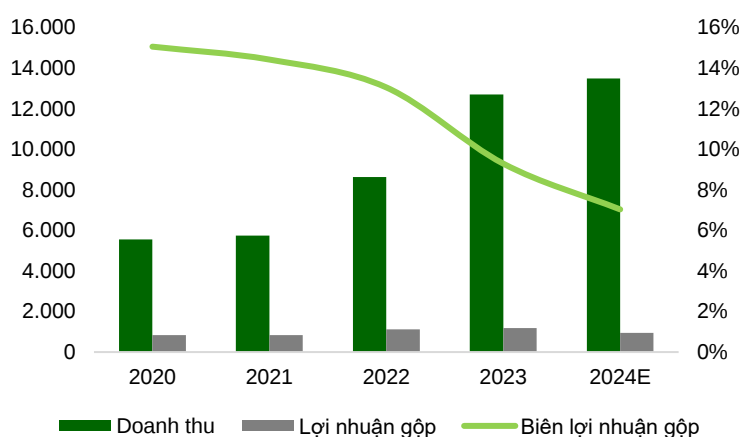
	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu	12.704	13.423	14.468	15.596
+/- yoy (%)	+47,29%	+5,61%	+7,79%	+7,80%
Lợi nhuận thuần	404	788	927	1.235
TS LN gộp (%)	9,29%	15,49%	17,61%	19,23%
TS LN thuần (%)	3,18%	5,87%	6,41%	7,92%
EPS - TTM (đồng)	755	1.475	1.735	2.311

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH

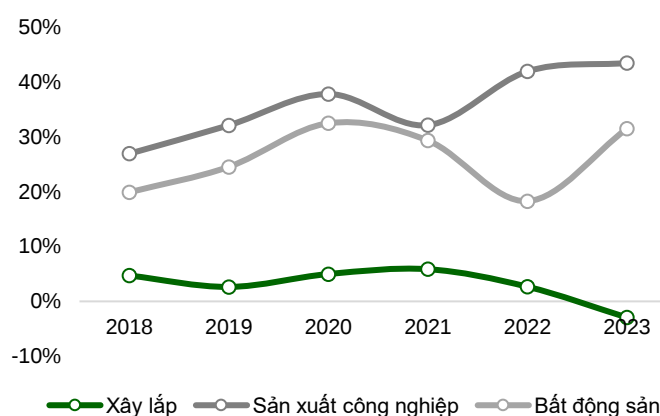
Ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2024 của VCG lần lượt đạt 13.500 tỷ đồng (+6,26% yoy) và 950 tỷ đồng (+139,89% yoy), hoàn thành lần lượt khoảng 90% kế hoạch doanh thu và 100% kế hoạch lợi nhuận năm. Mức tăng trưởng trong năm 2024 được đóng góp chủ yếu bởi mảng xây dựng nhờ việc VCG trúng thầu nhiều dự án hạ tầng đầu tư công lớn, đem về khối lượng backlog cao (ước tính khoảng 28 nghìn tỷ trong giai đoạn năm 2025-2027).

Doanh thu và lợi nhuận mảng bất động sản chủ yếu được đóng góp bởi dự án Green Diamond. Hiện tại, VCG đã hoàn thành cơ bản việc ghi nhận doanh thu cho toàn bộ dự án trên.

Hình 1: KQKD của VCG (đv: tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh VCG



Nguồn: VCG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Mảng xây dựng: Đẩy mạnh đầu tư công hỗ trợ tích cực cho khối lượng backlog

Mảng xây lắp tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng doanh thu chính, mang lại nguồn việc ổn định cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2025-2027 nhờ việc trúng thầu các dự án quy mô lớn như: Gói thầu 5.10 sân bay Long Thành, các gói thầu thành phần thuộc dự án cao tốc Bắc - Nam.

Trong tương lai, VCBS đánh giá tiềm năng tăng trưởng khối lượng backlog của VCG là rất lớn, xét đến:

- VCG sở hữu hồ sơ kinh nghiệm dày dặn và có tỷ lệ trúng thầu các gói thầu hạ tầng giao thông của Chính phủ vượt trội so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành.
- Phát triển cơ sở hạ tầng là một trong những mục tiêu trọng yếu của Chính phủ trong giai đoạn 2025-2030 để đạt mục tiêu tăng trưởng và hỗ trợ các hoạt động kinh tế, thu hút đầu tư.
- VCG đã thành lập Trung tâm đào tạo VINACONEX, tập trung vào các chuyên ngành đường sắt cao tốc và đường sắt đô thị, nhằm chuẩn bị sẵn sàng nguồn nhân lực đạt tiêu chuẩn phục vụ cho dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam, với tổng mức đầu tư dự kiến khoảng 1.713.548 tỷ đồng.

Bảng 1: Các gói thầu trọng điểm của VCG giai đoạn 2025 – 2027

Dự án	Tổng VĐT	Ngày hoàn thành dự kiến
Xây dựng hạ tầng		
Gói 3.4: Sân bay Long Thành	1.235	03/2025
Gói 4.6: Sân bay Long Thành	1.415	08/2025
11 XL: Cao tốc Bắc-Nam GD 2: Bãi Vọt Hàm Nghi	3.035	10/2025
XL02: Đường cao tốc Bắc-Nam GD2: Đoạn Vân Phong - Nha Trang	1.036	10/2025
03-XL: Đường cao tốc Tuyên Quang - Hà Giang giai đoạn 1	898	10/2025
XL01: Đường cao tốc Bắc-Nam GD2: Đoạn Vũng Áng - Bùng	1.439	12/2025
10-XL: Đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu giai đoạn 1	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
10,11,12: Đường cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng giai đoạn 1	1.104	11/2027
Xây dựng dân dụng		
Gói thầu 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
Bệnh viện đa khoa tỉnh Nam Định	502	03/2025
Xây dựng công nghiệp		
Nhà máy Jin Shun Hsin Việt Nam	96	6/2024

Nguồn: VCBS tổng hợp

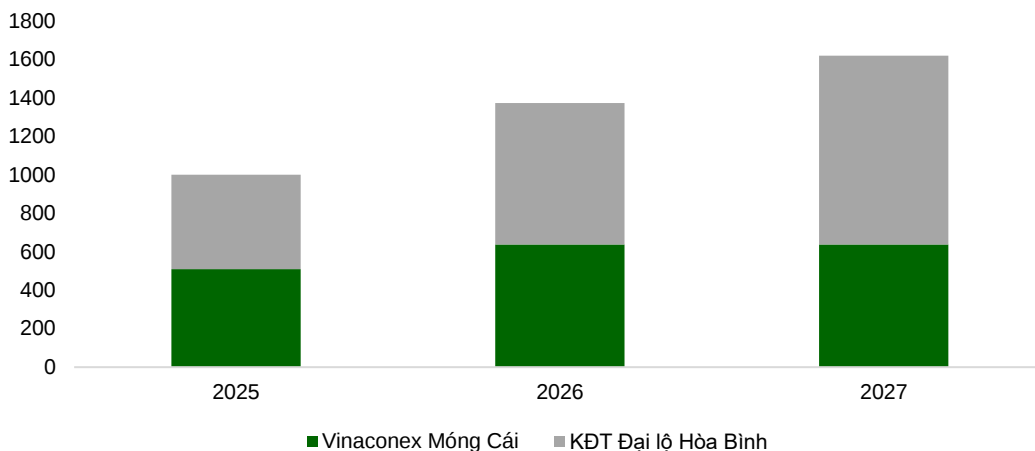
Mảng Bất động sản: kỳ vọng chuyển biến mới tại các dự án trọng điểm

Sau khi hoàn thành bàn giao Green Diamond, KĐT Đại lộ Hòa Bình kéo dài (49 ha) và Vinaconex Móng Cái (44 ha) sẽ là hai dự án đóng góp dòng tiền quan trọng cho VCG trong thời gian tới. Với quy mô sản phẩm lần lượt là 637 và 782 căn thấp tầng, hai dự án trên dự kiến sẽ tiếp tục đem lại dòng tiền khoảng 5.000 tỷ đồng trong giai đoạn năm 2025-2027.

VCBS đánh giá hiệu quả kinh doanh tại hai dự án sẽ được cải thiện tương đối do mặt bằng giá đất được hỗ trợ tích cực nhờ:

- Thị trường BĐS Móng Cái sôi động hơn nhờ tính kết nối của hạ tầng giao thông vùng được cải thiện đáng kể thông qua: đường cao tốc Vân Đồn – Móng Cái, cao tốc Hải Phòng - Hạ Long - Vân Đồn - Móng Cái, Cảng Hàng không Quốc tế Vân Đồn...
- Hiệu ứng tích cực từ dự án Golden Avenue Móng Cái, với quy hoạch bài bản, góp phần tạo nên sự sôi động cho thị trường khu vực.

Dòng tiền dự kiến của Vinaconex Móng Cái và KĐT Đại lộ Hòa Bình giai đoạn 2025-2027

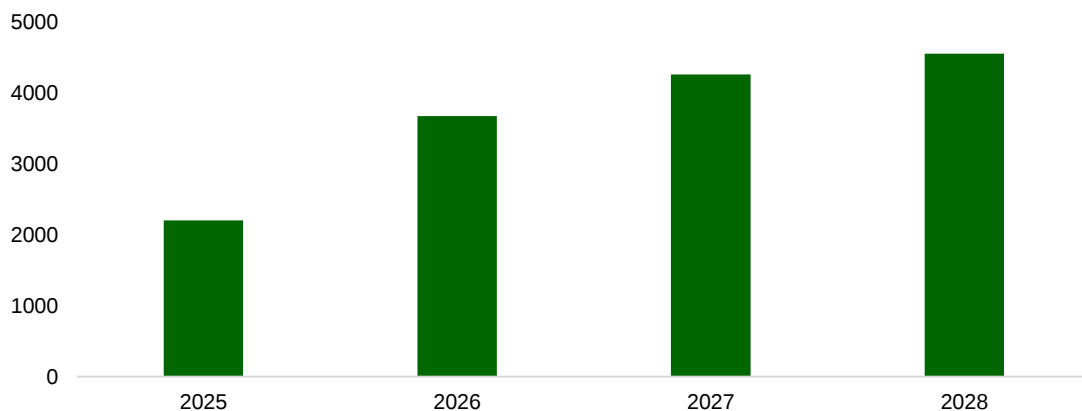


Nguồn: VCBS

Ngoài ra, dự án Cát Bà Amatina đã ghi nhận những chuyển biến tích cực trong thời gian gần đây. VCBS kỳ vọng VCG sẽ tái khởi động dự án bằng cách mở bán lô lớn trong năm 2025. Mặt bằng giá bán kỳ vọng được hỗ trợ tích cực nhờ động lực từ dự án Sun Cát Bà với mức giá bán tương đối cao, khoảng 100 triệu đồng/m².

Sau khi đưa vào kinh doanh, dự án Cát Bà Amatina dự kiến sẽ đem về 14.000 tỷ đồng doanh số bán hàng cho VCG trong giai đoạn 2025 – 2028.

Doanh số bán hàng dự kiến của dự án Cát Bà Amatina



Nguồn: VCBS

Triển vọng dài hạn từ BĐS khu công nghiệp

Ngoài khu công nghệ cao Hòa Lạc 2 đang được vận hành với tỷ lệ lấp đầy đạt khoảng 35%, VCG đang tiếp tục mở rộng quỹ đất thông qua cụm công nghiệp Sơn Đông và KCN Đông Anh.

CCN Sơn Đông đã được khởi công xây dựng vào tháng 10/2024. Việc 100% diện tích cho thuê đã được đặt trước tại CCN Sơn Đông cho thấy tỷ lệ hấp thụ tốt tại khu vực Hà Nội. Chúng tôi kỳ vọng hai dự án sẽ đem lại dòng tiền tích cực cho doanh nghiệp khi được đưa vào kinh doanh vào cuối năm 2025 và đầu năm 2026.

Bảng 2: Các dự án BĐS Khu công nghiệp đang triển khai

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)
KCN CNC 2 Hòa Lạc	Hà Nội	270,8	1.316
Cụm Công nghiệp Sơn Đông	Hà Nội	72,5	1.222
KCN Đông Anh	Hà Nội	300	6.338

Nguồn: VCBS tổng hợp

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của VCG năm 2025 đạt lần lượt **14.468 tỷ đồng và 927 tỷ đồng (17,6% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.735 đồng/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu VCG dựa trên một số phương pháp:

Định giá từng phần

Mảng kinh doanh	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Xây dựng & các mảng khác	12.390
Bất động sản	5.064
Đầu tư vào CTLK	750
(Nợ vay ròng)	2.724
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	3.065
Giá trị VCSH ròng hợp lý	12.416
Số cổ phiếu (triệu)	534
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	23.230

Định giá tương đối

	P/B
FCN	0,97
HHV	1,02
DPG	1,54
THG	1,84
CSC	1,53
Trung vị	1,53
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	17.090
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	26.147

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu VCG là **24.689 đồng/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Định giá từng phần	23.230
Phương pháp định giá tương đối	26.147
Kết hợp 2 phương pháp	24.689

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi đánh giá triển vọng của VCG còn rất lớn xét đến tiềm năng trúng các gói thầu xây dựng hạ tầng trong giai đoạn 2025-2030, khi Chính phủ tập trung đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công. Bên cạnh đó, kỳ vọng chuyển biến mới tại dự án Amatina Cát Bà sẽ đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án và hỗ trợ mặt bằng biên lợi nhuận trong dài hạn.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VCG (theo [Báo cáo Triển vọng 2025](#)) và nâng mức định giá hợp lý lên **24.689 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Văn Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>