

TCTCP XUẤT NHẬP KHẨU VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM (HOSE: VCG)

Nguyễn Nam Tân Uyên

Chuyên viên Phân tích cơ bản

 Email: uyennnt@fpts.com.vn
Đậu Đức Nam, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

 Email: namdd@fpts.com.vn
Nguyễn Ánh Nguyệt

Chuyên viên Phân tích cơ bản

 Email: nguyetna@fpts.com.vn

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu VCG và VN-Index



Thông tin giao dịch (30/06/2026)

Giá hiện tại (VND/cp)	20.800
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	28.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	18.200
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	646,5
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	646,5
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	9.921.463
% sở hữu nước ngoài	1,97%
Vốn hóa (tỷ VND)	13.576
P/E trailing 12 tháng (lần)	3,52x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	6,130

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam - Vinaconex
Địa chỉ	Tòa nhà Vinaconex, số 34 Láng Hạ, phường Láng Hạ, TP. Hà Nội
Doanh thu chính	Xây dựng, kinh doanh BĐS
Chi phí chính	Nguyên vật liệu
Lợi thế cạnh tranh	Kinh nghiệm xây dựng hạ tầng giao thông, quỹ đất BĐS
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu

Giá hiện tại:

20.800

Giá mục tiêu:

19.800

Tăng/(giảm):

-5,1%

Khuyến nghị

THEO DÕI

DỰ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG THU HỢP TRONG NGẮN HẠN

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VCG với giá mục tiêu là **19.800 VND/cp**, thấp hơn **5,1%** so với giá đóng cửa ngày 30/06/2026 ([Chi tiết](#)). Vùng giá khuyến nghị mua tại 17.000 VND/cp (tỷ suất sinh lời kỳ vọng 15%) và bán tại mức 22.500 VND/cp (vượt giá trị nội tại 15%).

LUÂN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

VCG là doanh nghiệp có nhiều kinh nghiệm trong mảng xây dựng hạ tầng, có nhiều lợi thế trong đấu thầu các dự án đầu tư công và có khả năng tiếp cận quỹ đất để phát triển BĐS. Mảng xây dựng và BĐS dân dụng đang gặp khó khăn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, VCG đang sở hữu danh mục đầu tư tài chính lớn, đem lại dòng tiền ổn định và còn nhiều dư địa tăng trưởng trong mảng BĐS công nghiệp.

- **Mảng xây dựng của VCG sụt giảm nguồn việc trong ngắn hạn** do các dự án lớn đang dần được nghiệm thu, trong khi nguồn việc mới không đủ quy mô tương ứng. Doanh thu mảng xây dựng năm 2026 và 2027 dự kiến giảm 10% và 23% YoY. ([Chi tiết](#))
- **Mảng BĐS dân dụng khó khăn trong ngắn hạn do lãi suất tăng và phân khúc sản phẩm khó hấp thụ.** Doanh thu và LNG mảng BĐS năm 2026 dự phóng giảm 26% và 35% YoY. Doanh thu mảng BĐS kỳ vọng sẽ cải thiện trong giai đoạn 2028-2029 khi dự án Capital One hoàn thiện và thị trường BĐS hồi phục. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng VCG sẽ mở rộng thêm quỹ đất và chuyển hướng sang phân khúc có nhu cầu ở thực. ([Chi tiết](#))
- **KCN Đông Anh là động lực thúc đẩy mảng BĐS công nghiệp.** Vị trí thuận lợi khi là KCN gần sân bay Nội Bài nhất giúp dự án có (1) tốc độ lấp đầy nhanh (5 năm); và (2) giá thuê cao ~289 USD/m²/chu kỳ thuê (cao hơn 32% so với trung bình thị trường Hà Nội và 108% so với thị trường cấp 1 miền Bắc). Dự án dự kiến sẽ hoàn thiện giải phóng mặt bằng và cho thuê từ năm 2027 nhờ đất ở chiếm tỷ trọng thấp trong diện tích của dự án và chi phí bồi thường ở mức cao. ([Chi tiết](#))

CÁC YẾU TỐ THEO DÕI:

- **Biến động chi phí đầu vào mảng xây dựng.** Chi phí vật liệu và nhiên liệu chiếm tỷ trọng lớn và đang có mức tăng đột biến do ảnh hưởng của xung đột Mỹ - Iran, dự kiến phản ánh vào giá vốn của VCG trong Q2/2026. ([Chi tiết](#))
- **Khả năng thu hồi khoản phải thu về cho vay.** VCG phát sinh khoản phải thu về cho vay bất thường có giá trị 5.460 tỷ VND, ~40% vốn hóa hiện tại, do đó khả năng thu hồi khoản cho vay có tác động lớn tới giá trị doanh nghiệp. ([Chi tiết](#))

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Tổng công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng (Vinaconex - VCG) hiện là doanh nghiệp xây dựng có quy mô doanh thu lớn nhất trong nhóm nhà thầu hạ tầng tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của VCG hiện được vận hành dựa trên ba trụ cột chiến lược: (1) Xây lắp; (2) Phát triển bất động sản; và (3) Đầu tư tài chính vào các công ty con. Hiện tại, mảng xây lắp hạ tầng và bất động sản dân dụng đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính, trong khi lĩnh vực BĐS công nghiệp chưa đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh.

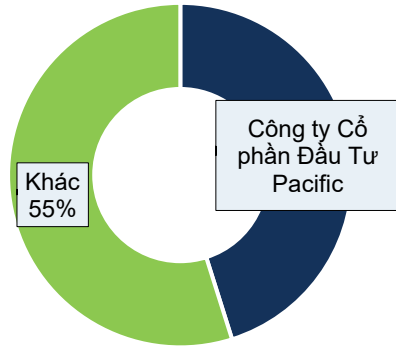
VCG có hoạt động IR tích cực với website cập nhật thường xuyên. Trong đó, mảng xây dựng được công bố chi tiết về giá trị gói thầu và thời gian thực hiện. Tuy nhiên, mảng bất động sản còn thiếu nhất quán về số liệu liên quan tới diện tích đất và tiến độ giải phóng mặt bằng trên các nguồn được công bố.

I. Lịch sử hình thành và một số dấu mốc phát triển quan trọng

Năm	Sự kiện
1988	Thành lập Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex), tiền thân là Công ty Dịch vụ và Xây dựng nước ngoài.
1991	Mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh thương mại và xuất nhập khẩu thiết bị, vật liệu xây dựng.
2000 - 2005	Khẳng định năng lực tổng thầu hạ tầng qua các dự án
2012	Được chấp thuận làm chủ đầu tư Khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc (248 ha)
2006	Chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần với vốn điều lệ 1.500 tỷ VND; hoàn thành KĐTM Trung Hòa - Nhân Chính.
2008 - 2017	Tiếp tục phát triển các dự án BĐS dân dụng như dự án Bắc An Khánh Splendora, N05 Trần Duy Hưng,....
2018	Hoàn tất chuyển đổi mô hình quản trị sau khi cổ đông nhà nước thoái toàn bộ 94% vốn sở hữu.
2020	Niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE); được chấp thuận làm chủ đầu tư cụm công nghiệp Sơn Đông (72 ha), giúp tăng diện tích đất công nghiệp quản lý 29%.
2021 - 2023	Vị thế dẫn đầu lĩnh vực hạ tầng với các dự án Cao tốc Bắc - Nam, Sân bay Long Thành; tiếp tục mở rộng quỹ đất.
2024	Được chấp thuận chủ trương Khu công nghiệp Đông Anh (299 ha), tổng diện tích đất công nghiệp quản lý 619 ha, tăng 93%

II. Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông VCG tại ngày 18/05/2026



Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

Tại ngày 29/06/2026, cơ cấu cổ đông của VCG tương đối phân mảnh với gần 55% là nhóm nhà đầu tư nhỏ lẻ. CTCP Đầu tư Pacific Holdings, cổ đông lớn duy nhất chiếm 45,14%, là tổ chức được thành lập bởi các lãnh đạo chủ chốt của Vinaconex (gồm cựu chủ tịch Đào Ngọc Thanh và chủ tịch Nguyễn Xuân Đông), đóng vai trò pháp nhân nắm giữ vốn tập trung sau khi nhận chuyển nhượng toàn bộ cổ phần từ Công ty TNHH An Quý Hưng vào cuối năm 2021.

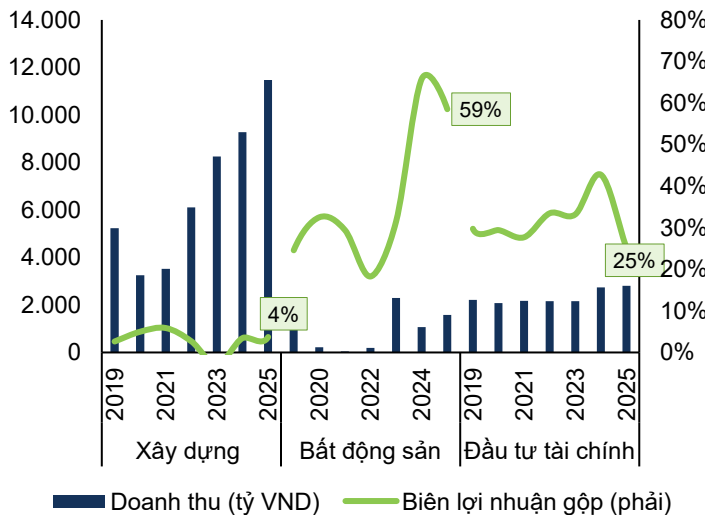
Liên quan đến sự việc cơ quan chức năng điều tra các vi phạm về quy định đấu thầu đối với hai cựu lãnh đạo vào đầu năm 2026, Tổng công ty đưa ra thông báo rằng đây là các sai phạm mang tính chất cá nhân. VCG cũng đã nhanh chóng kiện toàn bộ máy lãnh đạo ngay sau đó. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá sự việc này sẽ ảnh hưởng ngắn hạn đến khả năng ký kết hợp đồng mới của doanh nghiệp.

III. Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

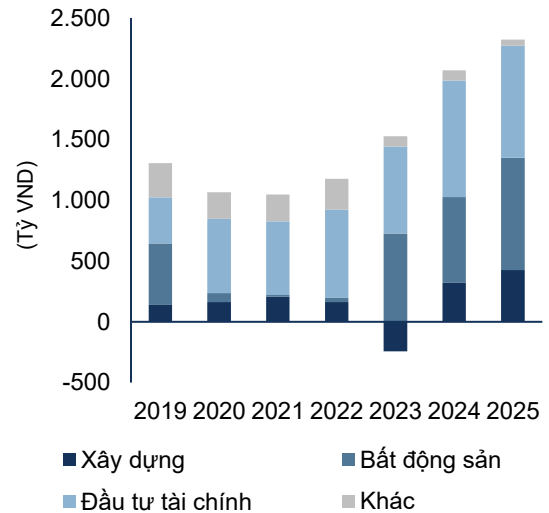
Hiện tại, VCG sở hữu 32 công ty con, 7 công ty liên kết và 9 công ty đầu tư tài chính. Trong đó, các công ty con của VCG được phân ra thành các mảng kinh doanh chính (gồm Xây dựng, Bất động sản, Khu công nghiệp) và hoạt động đầu tư tài chính thông qua mua bán và sáp nhập tại các lĩnh vực khác. ([Phu lục](#))

IV. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh

Biểu đồ 2: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp theo mảng



Biểu đồ 3: Đóng góp lợi nhuận gộp theo mảng



Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

Vinaconex hoạt động trong nhiều lĩnh vực với trọng tâm là Xây lắp, Bất động sản (Dân dụng & KCN) và Đầu tư tài chính (bao gồm hạ tầng nước, giáo dục và vật liệu xây dựng) thông qua hệ thống công ty con, công ty liên kết của doanh nghiệp. Báo cáo này sẽ tập trung phân tích các trụ cột kinh doanh nêu trên.

Cụ thể các mảng như sau:

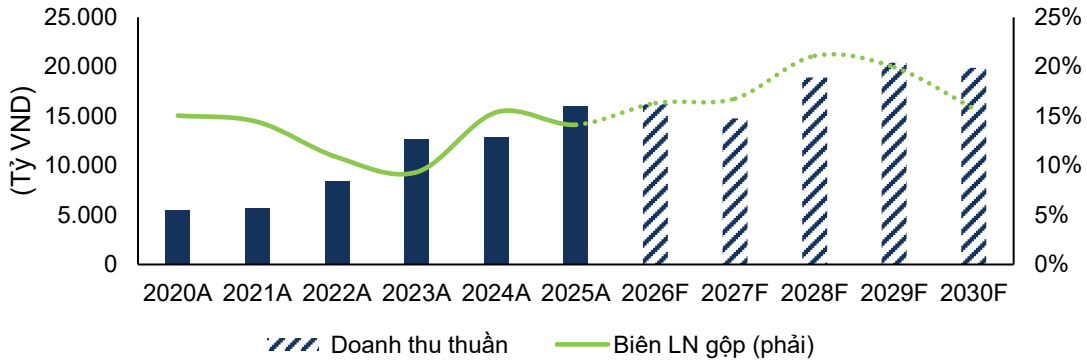
- **Mảng xây dựng:** Đóng góp ~15-20% lợi nhuận gộp trong các năm gần đây, tập trung vào các công trình hạ tầng giao thông. Mảng xây dựng của VCG đang gặp khó khăn khi đứng trước nhiều biến động về chi phí đầu vào, khi biên lợi nhuận gộp chỉ duy trì quanh mức 3-4%; đồng thời chưa ký kết được những hợp đồng quy mô lớn như giai đoạn 2023-2025. ([Chi tiết](#))

- **Mảng bất động sản dân dụng:** Chiếm khoảng 30% lợi nhuận gộp của VCG trong 03 năm gần đây với biên lợi nhuận gộp cao ở ~60 – 66%. VCG hiện đang triển khai 9 dự án bất động sản dân dụng, chủ yếu nhắm vào phân khúc đất nền, văn phòng và nghỉ dưỡng. Tuy nhiên, VCG đang định hướng dần chuyển sang các phân khúc có nhu cầu ở thực cao hơn khi các phân khúc cũ đang gặp khó khăn trong việc hấp thụ do có tính đầu tư, đầu cơ cao và chịu nhiều tác động bởi việc lãi suất tăng mạnh. ([Chi tiết](#))
- **Mảng bất động sản công nghiệp:** Chỉ đóng góp ~3% lợi nhuận gộp hiện tại nhưng kỳ vọng sẽ đóng góp ~19,7% trong giá trị doanh nghiệp. Mảng bất động sản công nghiệp của VCG đang ghi nhận doanh thu từ dự án Khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc (~248 ha). Tỷ trọng đóng góp kết quả kinh doanh thấp do ghi nhận doanh thu theo phương pháp phân bổ ([phụ lục](#)) và tỷ lệ lấp đầy ở mức thấp (~33%). Tuy nhiên, mảng này đóng góp tỷ trọng lớn trong định giá của VCG chủ yếu nhờ các dự án mới đi vào hoạt động gồm Khu công nghiệp Đông Anh (299,45 ha) và Cụm công nghiệp Sơn Đông (72,5 ha). ([Chi tiết](#))
- **Mảng đầu tư tài chính:** Mảng đầu tư tài chính của VCG đem lại dòng tiền ổn định, đóng góp ~35% lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong quá khứ. Nguồn thu này đến từ việc nắm giữ cổ phần và thực hiện các hoạt động mua bán và sáp nhập các công ty con thuộc lĩnh vực sản xuất và cung cấp nước sạch, sản xuất VLXD, giáo dục và các mảng khác. ([Chi tiết](#))

B. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG

Tổng quan hoạt động kinh doanh và triển vọng của VCG:

Biểu đồ 4: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận của VCG



Nguồn: VCG, FPTIS dự phóng

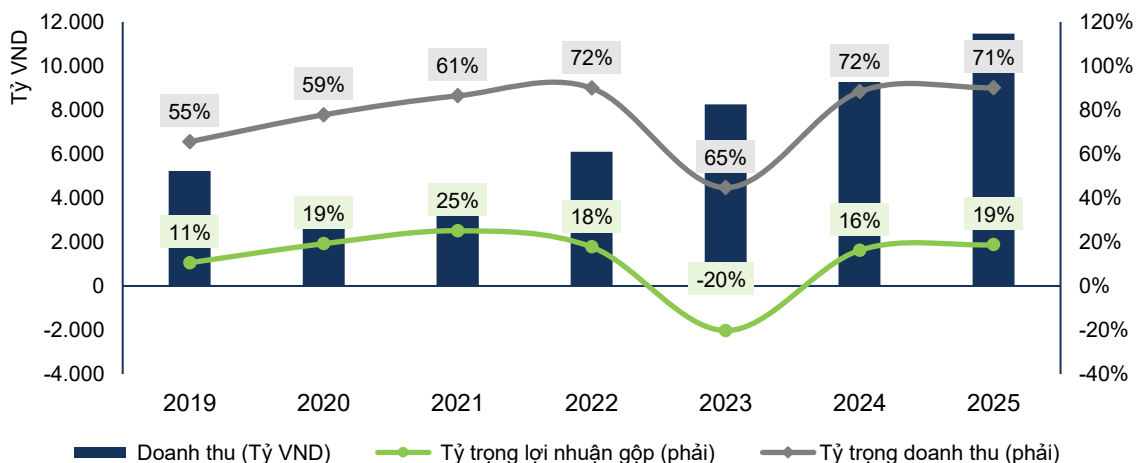
Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của VCG sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn, trước khi phục hồi trong trung và dài hạn.

- **Trong giai đoạn 2026–2027, doanh thu và biên lợi nhuận của toàn doanh nghiệp dự báo sẽ suy giảm do những khó khăn tại các mảng cốt lõi.** Cụ thể, mảng xây lắp chịu áp lực từ chi phí nguyên vật liệu neo cao và giá trị hợp đồng ký mới sụt giảm sau sai phạm của ban lãnh đạo cũ. Đối với mảng bất động sản dân dụng, mặt bằng lãi suất cao làm hạn chế nhu cầu đối với phân khúc đất nền và nghỉ dưỡng, khiến doanh thu bị ảnh hưởng tiêu cực. Trong khi đó, mảng bất động sản công nghiệp giai đoạn này chưa đóng góp nhiều vào kết quả kinh doanh chung.
- **Từ năm 2028, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp dự kiến hồi phục khi các áp lực trên được giải tỏa.** Biên lợi nhuận của mảng xây dựng được cải thiện nhờ chi phí đầu vào ổn định trở lại. Mảng bất động sản dân dụng sẽ khởi sắc trở lại nhờ bước vào điểm rơi bàn giao dự án Capital One và chiến lược dịch chuyển sang phân khúc nhà ở xã hội. Song song đó, mảng bất động sản công nghiệp sẽ ghi nhận nguồn thu mới từ các khu công nghiệp Đông Anh và Sơn Đông khi các dự án này bắt đầu đi vào vận hành.

I. Mảng xây dựng ([Quay lại](#))

Hoạt động xây lắp đóng vai trò là động lực tăng trưởng doanh thu chính cho VCG; tuy nhiên, hiệu quả sinh lời thực tế còn thấp. Tuy doanh thu mảng xây dựng đóng góp trung bình từ 60-72% vào doanh thu thuần của Tổng công ty mỗi năm, biên lợi nhuận của mảng chỉ đạt 3-5%, khiến cho tỷ lệ lợi nhuận gộp của mảng này chỉ đóng góp ở mức 15-20% vào lợi nhuận doanh nghiệp.

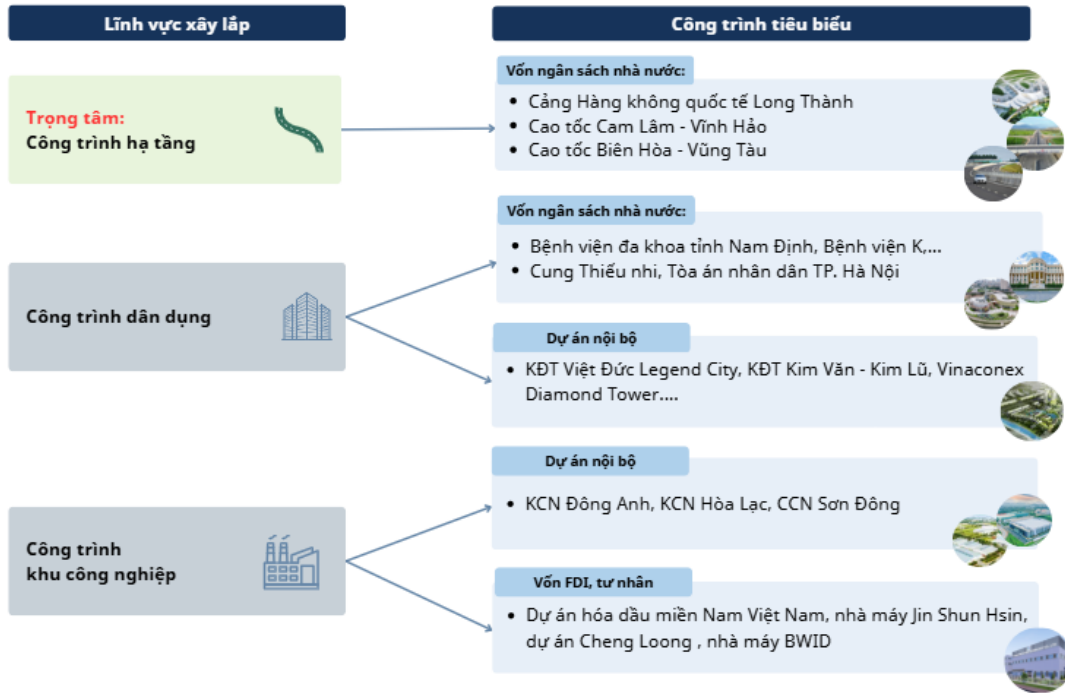
Biểu đồ 5: Xây dựng là nguồn doanh thu chính của VCG nhưng đóng góp khiêm tốn vào lợi nhuận gộp



Nguồn: VCG, FPTIS tổng hợp và ước tính

Cấu trúc nguồn việc mảng xây dựng của VCG tập trung vào phân khúc hạ tầng giao thông, với lượng backlog từ mảng này chiếm khoảng 77% giá trị nguồn việc hiện tại. Một vài dự án nổi bật của doanh nghiệp gồm các dự án đầu tư công trọng điểm như Cảng hàng không quốc tế Long Thành, cao tốc Bắc – Nam, ... Trong khi đó, phân khúc xây dựng dân dụng và công nghiệp cho các chủ đầu tư tư nhân chưa phải là thế mạnh của doanh nghiệp, gây rủi ro nguồn việc phụ thuộc vào chu kỳ đầu tư công.

Biểu đồ 6: Mô hình mảng xây dựng của VCG với 3 lĩnh vực xây lắp chính



Nguồn: VCG, FPTIS tổng hợp

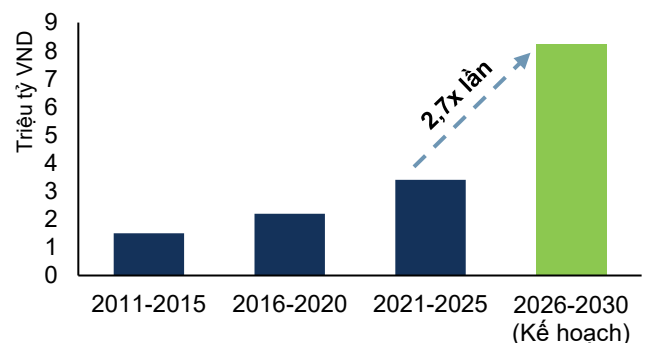
1. Ngành xây dựng hạ tầng duy trì tăng trưởng nguồn việc nhưng chịu áp lực về tiến độ và chi phí đầu vào

Ngành hạ tầng Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ với động lực chính đến từ dòng vốn đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026-2030 và kế hoạch triển khai các dự án trọng điểm, tạo ra nguồn việc dồi dào cho các doanh nghiệp xây dựng. Tuy nhiên, các nhà thầu đang đối mặt với khó khăn từ áp lực chi phí đầu vào tăng cao – do ảnh hưởng từ chiến sự Mỹ – Iran, kết với áp lực tiến độ và khối lượng công việc đột biến trong nước gián tiếp đẩy giá vật liệu lên cao. Mặc dù Bộ Xây dựng đã đề xuất các chính sách điều chỉnh đơn giá, nhưng ngành vẫn chịu áp lực ngắn hạn từ độ trễ trong việc cập nhật định mức so với giá thị trường thực tế.

1.1. Tăng trưởng nguồn việc lớn tới từ dòng vốn đầu tư công dồi dào trong trung hạn và kế hoạch triển khai các dự án trọng điểm

Ngành xây dựng hạ tầng Việt Nam duy trì tăng trưởng mạnh mẽ trước động lực từ nguồn ngân sách lớn theo Kế hoạch đầu tư công trung hạn tại Nghị quyết 27/2026/QH16. Theo đó, tổng mức vốn từ Trung ương và địa phương dự kiến đạt 8,22 triệu tỷ, gấp 2,7 lần so với giai đoạn 2021-2025. Trong đó, riêng năm 2026 được giao kế hoạch đầu tư vốn ngân sách nhà nước là 1,1 triệu tỷ VND, chiếm gần 35,5% tổng chi ngân sách nhà nước và cao hơn ~31% so với năm 2025. Trong đó, dòng vốn này tập trung chủ yếu vào các dự án hạ tầng giao thông trọng yếu với 44 dự án trọng điểm, bao gồm nhiều công trình có tổng mức đầu tư trên 50.000 tỷ VND

Biểu đồ 7: Quy mô đầu tư công trung hạn 2026-2030 hạn bứt phá gấp 2,7 lần giai đoạn trước



Nguồn: Chinhphu.vn, FPTIS tổng hợp

Bảng 1: Nhiều dự án đầu tư công trọng điểm tạo ra nguồn việc xây dựng lớn cho ngành hạ tầng

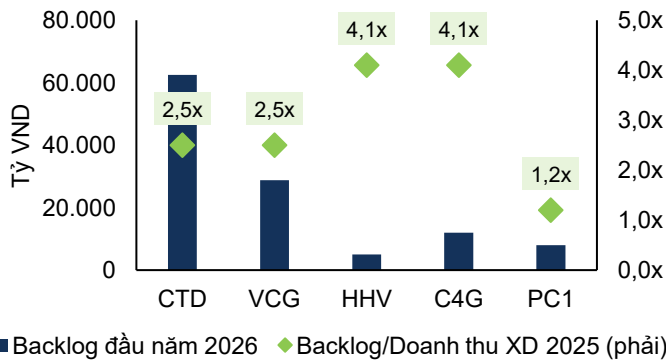
Tên dự án	Chiều dài (km)	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)
Đường sắt tốc độ cao Hà Nội - Quảng Ninh	120	147.000
Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	~390	203.231
Vành đai 3 TP.HCM	92	75.378
Vành đai 4 vùng Thủ đô	~113	85.813
Metro số 2 TP.HCM (Bến Thành - Tham Lương)	11,3	55.719
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (TP.HCM)		128.872

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Trong bối cảnh nhu cầu phát triển hạ tầng tăng cao, nhóm nhà thầu có năng lực thi công và tài chính mạnh, hoặc nằm trong hệ sinh thái của chủ đầu tư PPP sẽ được hưởng lợi trực tiếp nhờ sự khởi thông của 2 dòng vốn chính:

- (1) Dòng vốn đầu tư công giải ngân vào nhóm hạ tầng giao thông được đẩy nhanh nhờ (1) việc cho phép cơ chế chỉ định thầu và (2) rút gọn thời gian cấp phép xây dựng với các dự án khẩn cấp, dự án quan trọng quốc gia. Về tình hình thi công thực tế, nhiều dự án trọng điểm đã được khởi công trong Q4/2025 và dự kiến bắt đầu ghi nhận giải ngân kể từ 2026, bao gồm Dự án vành đai 3.5 Hà Nội, Dự án thành phần 1 tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng, Tuyến tàu điện đô thị đoạn 1 tại đặc khu Phú Quốc.....
- (2) Dòng vốn từ khu vực tư nhân thông qua cơ chế PPP đang góp phần tạo ra nguồn việc mới cho mảng xây dựng hạ tầng nhờ nới lỏng hành lang pháp lý liên quan tới phạm vi lĩnh vực và hạn mức vốn ([Xem thêm](#)). Xu hướng này dự kiến sẽ tiếp tục trong trung và dài hạn khi ngân sách nhà nước chỉ đáp ứng được ~20% tổng nhu cầu vốn cho giai đoạn 2026 - 2030 (tối thiểu khoảng 38,5 triệu tỷ VND); còn lại 80% (tương đương trên 30 triệu tỷ VND) phải huy động từ khu vực xã hội.

Biểu đồ 8: Backlog các doanh nghiệp tham gia xây dựng hạ tầng đảm bảo doanh thu trong trung hạn



Nguồn: FPTTS tổng hợp và ước tính

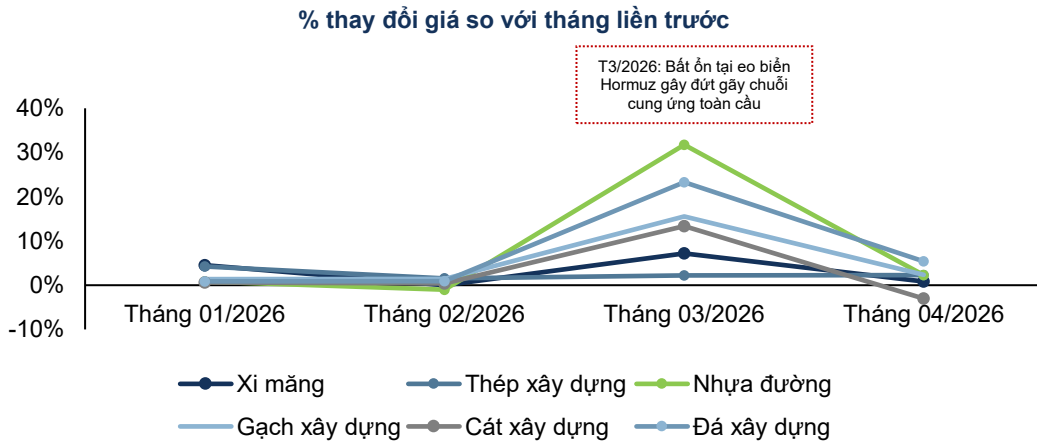
Tính đến đầu năm 2026, nhóm nhà thầu xây dựng lớn đã ký kết được nguồn việc đảm bảo doanh thu cho các năm tới. Trong đó, các doanh nghiệp xây dựng không nằm trong hệ sinh thái tham gia PPP sở hữu giá trị backlog tương đương từ 1-3 năm doanh thu của năm 2025 — vốn đã là một năm có nền doanh thu cao của ngành. Ngoài ra, nhóm doanh nghiệp có lợi thế hệ sinh thái hoặc quan hệ đối tác chiến lược ghi nhận quy mô backlog vượt trội; điển hình như HHV và C4G sở hữu khối lượng công việc tương ứng với ~4 lần doanh thu xây dựng năm 2025.

1.2. Biên lợi nhuận các doanh nghiệp hạ tầng chịu áp lực tiêu cực từ chi phí đầu vào tăng cao

Dù sở hữu nguồn việc lớn, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng đang chịu áp lực lớn từ chi phí đầu vào tăng đột biến. Các nhà thầu xây dựng buộc phải đứng trước hai lựa chọn: (1) thi công cầm chừng để đợi bình ổn giá, hoặc (2) gánh chịu toàn bộ phần chênh lệch phát sinh để kịp cam kết tiến độ chặt chẽ tại các dự án trọng điểm và đối mặt với rủi ro lỗ thuần.

Thực tế, dù xu hướng tăng giá đã được dự báo từ cuối năm 2025, diễn biến trong tháng 3/2026 đã vượt xa mọi kịch bản phòng ngừa. Nhiều loại nguyên vật liệu tăng trên 15% chỉ trong một tháng; đồng thời, giá dầu diesel vận hành máy móc cũng tăng đỉnh điểm lên 45.000 VND/lít (cao hơn 132% so với trung bình tháng 2/2026). Tình trạng này chủ yếu do bất ổn địa chính trị gây đóng cửa eo biển Hormuz, làm đứt gãy chuỗi cung ứng cục bộ, kết hợp với áp lực cầu tăng cao khi số lượng dự án trọng điểm đồng loạt triển khai.

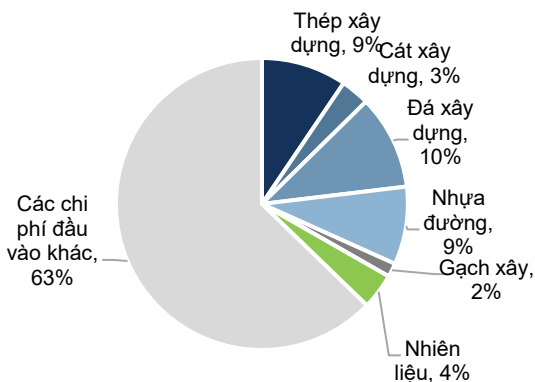
Biểu đồ 9: Chi phí vật liệu xây dựng ghi nhận gia tăng đột biến trong tháng 03/2026



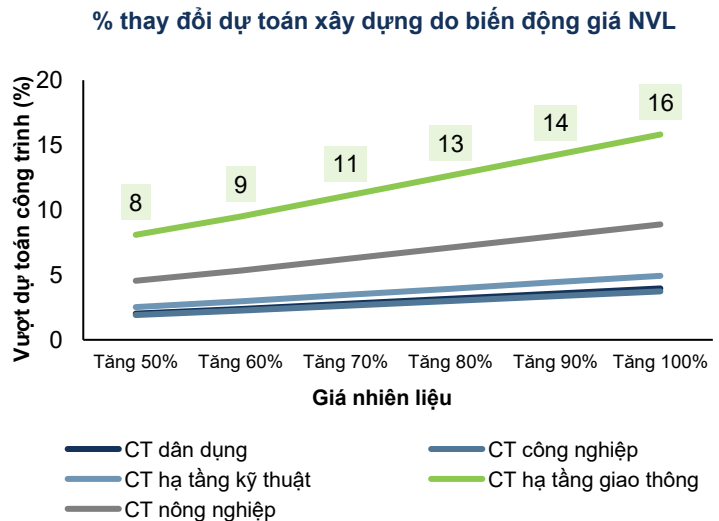
Nguồn: Bộ Xây dựng, FPTS tổng hợp và ước tính

Phân khúc dự án hạ tầng giao thông chịu ảnh hưởng nặng nề nhất do chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí đầu vào. Cụ thể, nhóm chi phí này chiếm tỷ trọng trung bình khoảng 37% tổng mức đầu tư của dự án hạ tầng, cao hơn đáng kể so với mức trung bình 22-26% của các loại hình công trình khác. Với cơ cấu này, chỉ riêng mức giá nhiên liệu trong tháng 5/2026 đã khiến dự toán xây lắp tăng thêm 8%. Khi so sánh với biên lợi nhuận gộp trung bình của các nhà thầu hạ tầng lớn (duy trì trong khoảng 10-15% trong những năm gần đây), mức tăng chi phí này gây hao hụt phần lớn lợi nhuận kỳ vọng của doanh nghiệp.

Biểu đồ 10: Tỷ trọng chi phí NVL trong hạ tầng giao thông chiếm 37%, vượt trội so với các dự án khác



Biểu đồ 11: Hạ tầng giao thông chịu áp lực lớn nhất từ biến động giá NVL



Nguồn: Bộ Xây dựng, FPTS tổng hợp

Mặc dù các cơ quan quản lý nhà nước đã có động thái hỗ trợ, biên lợi nhuận và dòng tiền của các nhà thầu dự kiến vẫn chịu ảnh hưởng tiêu cực do độ trễ trong thực thi chính sách. Ngày 08/05/2026, Bộ Xây dựng đã ban hành Công văn 6761/BXD-KTQLXD hướng dẫn điều chỉnh hợp đồng xây dựng trước biến động giá xăng dầu, làm căn cứ lập dự toán bổ sung, áp dụng cho cả hợp đồng trọn gói và đơn giá cố định. Tuy nhiên, trên thực tế, đơn giá do các địa phương công bố thường thấp hơn giá thị trường do phương pháp khảo sát và tốc độ cập nhật chậm hơn so với diễn biến thực tế. Sự thiếu đồng nhất này khiến các Ban quản lý dự án chưa thể quyết toán tương xứng và kịp thời cho nhà thầu. Do đó, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng dự kiến sẽ chịu tác động rõ rệt trong các tháng tới cho đến khi các chỉ số giá được cập nhật sát với biến động thị trường.

2. Mảng xây dựng của VCG

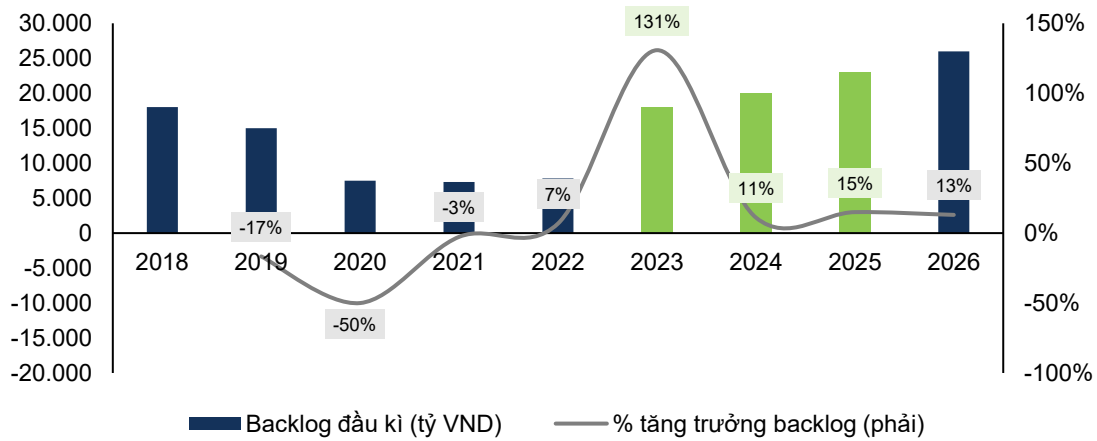
Hoạt động xây dựng của VCG tập trung vào các dự án sử dụng nguồn vốn ngân sách nhà nước (bao gồm cả lĩnh vực hạ tầng và dân dụng), chiếm 77% backlog hiện tại của doanh nghiệp. Cơ cấu này giúp doanh nghiệp phát

huy lợi thế cạnh tranh về quy mô vốn lưu động và kinh nghiệm đấu thầu trong ngắn hạn; tuy nhiên, tạo ra rủi ro về việc chịu phụ thuộc vào chu kỳ đầu tư công và cạnh tranh thị phần khi các nhà thầu dân dụng đang tham gia vào phân khúc hạ tầng.

2.1. Xây dựng hạ tầng: Lợi thế về kinh nghiệm và khả năng tiếp cận vốn cho các dự án quy mô lớn.

Trong giai đoạn 2023-2025, backlog của VCG tăng vượt trội khi hưởng lợi từ nguồn dự án dồi dào và tiến độ giải ngân nhanh khi chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021-2025 bước vào giai đoạn về đích. Trong đó, doanh nghiệp đã trúng thầu các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm như Cảng hàng không quốc tế Long Thành, Cao tốc Bắc – Nam phía Đông, cao tốc TP.HCM – Long Thành; cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng,... Việc tích lũy backlog từ các dự án này giúp VCG đảm bảo doanh thu trong các năm kế tiếp, đồng thời là cơ sở để xây dựng hồ sơ kinh nghiệm giúp doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh khi đấu thầu các dự án tiếp theo.

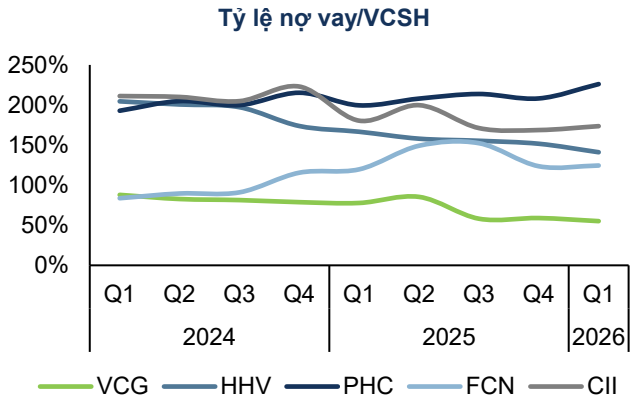
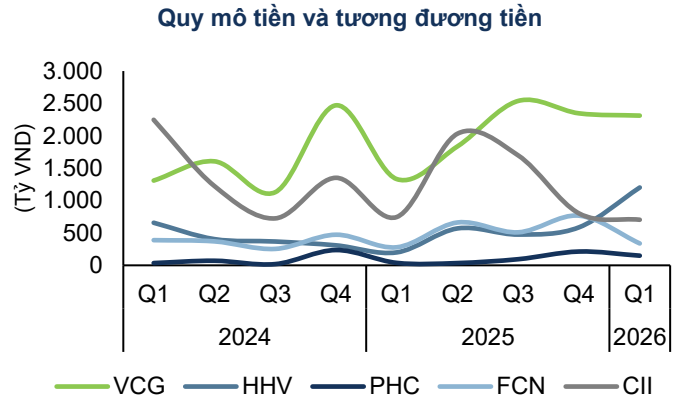
Biểu đồ 12: Backlog VCG tăng trưởng vượt trội trong giai đoạn chu kỳ đầu tư công trung hạn về đích



Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

Nguồn việc này đến từ lợi thế về đấu thầu các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm khi VCG đáp ứng tốt các tiêu chí về kinh nghiệm thực tế và khả năng tiếp cận vốn:

- (1) VCG sở hữu lợi thế trong đấu thầu nhờ đáp ứng tốt các tiêu chí về (1) kinh nghiệm tương đương trong các dự án đầu tư công (vốn là rào cản với các nhà thầu tư nhân) khi có tiền thân là doanh nghiệp nhà nước lâu đời; và (2) tiêu chí uy tín nhà thầu khi doanh nghiệp đạt được độ tin cậy với các Ban quản lý dự án nhờ mối quan hệ hợp tác lâu năm, giúp nắm rõ các quy trình thủ tục, nghiệm thu và giải ngân đặc thù tại các địa phương.
- (2) VCG có nguồn lực tài chính giúp doanh nghiệp đáp ứng tiêu chuẩn về khả năng tiếp cận nguồn vốn trong hồ sơ đấu thầu tại các dự án lớn. Nhà thầu khi tham gia vào các gói thầu lớn phải chứng minh năng lực tới chính qua: (1) hạn mức tín dụng khả dụng hoặc (2) khả năng tiếp cận các tài sản có giá trị thanh khoản cao. Trong nhóm nhà thầu hạ tầng, VCG duy trì tỷ lệ nợ vay/VCSH ở mức thấp và quy mô tiền mặt ở mức cao nhờ đặc thù đa ngành của doanh nghiệp. Trong bối cảnh đầu tư công tập trung vào các dự án quy mô lớn, cấu trúc tài chính này giúp VCG đáp ứng các điều kiện tài chính mà nhiều doanh nghiệp cùng ngành khó tiếp cận.

Biểu đồ 13: Lợi thế về cấu trúc vốn an toàn của VCG

Biểu đồ 14: Lợi thế về khả năng tiếp cận vốn thông qua tài sản thanh khoản cao của VCG


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTIS tổng hợp và ước tính

2.2. Xây dựng dân dụng: Backlog chủ yếu từ các công trình công cộng, thiếu mối quan hệ với các chủ đầu tư BĐS dân dụng tư nhân

Trong mảng dân dụng, VCG cũng đặt trọng tâm vào các dự án có nguồn vốn từ ngân sách nhà nước và các dự án trong hệ sinh thái nội bộ (khác với nhóm nhà thầu dân dụng chuyên nghiệp như Coteccons, Fecons, Delta, Newtecons... thường có mối quan hệ đối tác chiến lược với những chủ đầu tư bất động sản tư nhân như Masterises Homes, CapitalLand, Vinhomes, Sun Group...). Vì vậy, doanh thu mảng xây dựng dân dụng của VCG phụ thuộc nhiều vào nhóm công trình công cộng với các dự án tiêu biểu về bệnh viện, trường hợp, trụ sở làm việc... thay vì các dự án nhà đất, nhà cao tầng để ở. ([Phụ lục](#))

Chúng tôi đánh giá VCG vắng bóng tại các dự án dân dụng với các chủ đầu tư lớn là do hạn chế về lợi thế kỹ thuật và máy móc thi công khi mảng này không được VCG chú trọng đầu tư nguồn lực. Thực tế, danh mục các dự án dân dụng VCG đã thực hiện không đòi hỏi độ phức tạp cao về mặt kỹ thuật. Các dự án do VCG tự phát triển cũng không chú trọng đến mảng phát triển dự án và nhiều dự án chỉ triển khai đất nền ([Xem thêm ở phần BĐS](#)). Trong khi đó, các chủ đầu tư BĐS lớn hiện nay ưu tiên phát triển dự án chung cư siêu cao tầng, các công trình ngầm hay các công trình với kết cấu đặc biệt để tối ưu lợi ích thương mại của họ.

Bảng 2: So với các nhà thầu chuyên về dân dụng, VCG còn thiếu hụt kinh nghiệm xây dựng các dự án có yêu cầu kỹ thuật cao

Dân dụng	CTD	HBC	Delta	VCG
Nhà siêu cao tầng (>40 tầng)	Landmark 81	X	Bitexco Capital Place	X
Công trình ngầm (>5 tầng hầm)	IFC The One Saigon, Spirit of Saigon	X	Vincom Royal City, The Grand Hanoi	X
Kết cấu đặc biệt	Diamond Crown Hải Phòng (Diagrid)	The Grand Hồ Tràm (mái vòm)	X	X

Nguồn: FPTIS tổng hợp

Trong ngắn hạn, việc VCG không tham gia vào thị trường dân dụng BĐS giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro nợ xấu trong môi trường lãi suất cao hiện tại ([Xem thêm](#)). Ngoài ra, doanh nghiệp có thể dồn nguồn lực vào thực hiện phân khúc xây dựng hạ tầng, tận dụng nguồn vốn lớn đổ vào lĩnh vực này trong chu kỳ 2026-2030.

Tuy nhiên, trong dài hạn, việc phụ thuộc vào chu kỳ đầu tư công gây rủi ro về (1) không có nguồn việc khi chu kỳ giải ngân kết thúc và (2) cạnh tranh với các chủ đầu tư dân dụng đang tham gia vào phân khúc hạ tầng.

- Việc tập trung tỷ trọng lớn nguồn việc vào các dự án sử dụng ngân sách nhà nước khiến nguồn việc của VCG có mối liên hệ chặt chẽ với chu kỳ đầu tư công. Khi chu kỳ giải ngân chậm lại, VCG sẽ đứng trước rủi ro khi không ký kết được nguồn việc trong mảng dân dụng bởi doanh nghiệp không có mối quan hệ hợp tác với các chủ đầu tư tư nhân, và không có kỹ thuật xây dựng nền móng hay hoàn thiện

dự án để gia nhập vào phân khúc này. Đối với đặc thù thâm dụng vốn của các nhà thầu xây dựng, không có dòng tiền xoay chuyển sẽ làm suy giảm khả năng thanh toán ngắn hạn và làm ảnh hưởng tới tính liên tục trong hoạt động kinh doanh của VCG.

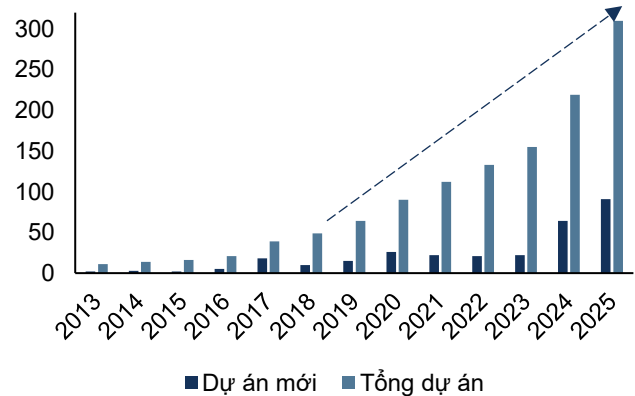
- **VCG đối mặt với rủi ro bị suy giảm thị phần khi chỉ tập trung vào phân khúc vốn ngân sách nhà nước.** Dưới áp lực từ thị trường bất động sản dân dụng khó khăn trong giai đoạn gần đây, các nhà thầu dân dụng có tiềm lực tài chính và kỹ thuật cao như Coteccons hay Fecon đã chủ động dịch chuyển và bước đầu giành được các gói thầu lớn tại sân bay Long Thành hay cao tốc Bắc - Nam. Dù nhóm doanh nghiệp này chưa có bề dày kinh nghiệm như VCG, sự xuất hiện của các đối thủ mới sở hữu năng lực kỹ thuật cao tạo ra rủi ro hiện hữu về việc chia sẻ thị phần của doanh nghiệp trong phân khúc cốt lõi này.

2.3. Xây dựng công nghiệp: Việc tập trung nguồn lực vào phân khúc công nghiệp nặng truyền thống đang khiến VCG đối mặt với rủi ro tập trung khách hàng.

Việc tập trung nguồn lực vào phân khúc công nghiệp nặng truyền thống (như nhà máy lọc dầu, hóa dầu,...) đang khiến VCG đối mặt với rủi ro phụ thuộc vào một nhóm khách hàng khi nhóm công trình này không có nguồn việc thường xuyên. Về mặt kỹ thuật, VCG sở hữu lợi thế với chứng chỉ năng lực xây dựng hạng 1 mảng công nghiệp và thủy điện qua các công trình trọng điểm phức tạp. Điển hình là gói thầu kết nối công nghệ tại Lọc dầu Dung Quất (tổng mức đầu tư hơn 36.397 tỷ đồng) và gói xây lắp trị giá 4.300 tỷ đồng tại Thủy điện tích năng Bác Ái với kỹ thuật thi công hầm ngầm sâu 500 m dưới lòng núi. Tuy nhiên, phân khúc hạ tầng năng lượng và công nghiệp nặng có đặc thù là tần suất triển khai thấp và phụ thuộc lớn vào chu kỳ phê duyệt quy hoạch của các tập đoàn quốc doanh (như EVN, PVN). Do các dự án quy mô này không diễn ra liên tục, VCG gặp khó khăn trong việc duy trì dòng backlog ổn định nếu chỉ dựa vào tệp khách hàng truyền thống này.

Trong khi đó, động lực tăng trưởng chính của mảng xây dựng công nghiệp tập trung vào phân khúc phục vụ dòng vốn FDI – với các tiêu chuẩn bắt buộc về công trình xanh. Theo dữ liệu từ Hội Công trình xanh Việt Nam (VGBC), số lượng dự án được cấp chứng chỉ xanh tại Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng nhanh với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt khoảng 29,5% trong giai đoạn 10 năm qua. Để gia nhập thị trường xây dựng xanh, các nhà thầu sẽ phải gánh chịu áp lực chi phí ngắn hạn cho việc đào tạo nhân lực, hoàn thiện hồ sơ năng lực và xử lý rủi ro điều chỉnh thiết kế, trực tiếp ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của mảng xây lắp. Việc thiếu hồ sơ kinh nghiệm trong phân khúc này tạo ra rào cản kỹ thuật lớn cho VCG khi tiếp cận dòng vốn quốc tế và làm hạn chế khả năng tăng trưởng nguồn việc trong phân khúc xây dựng công nghiệp trong giai đoạn tới.

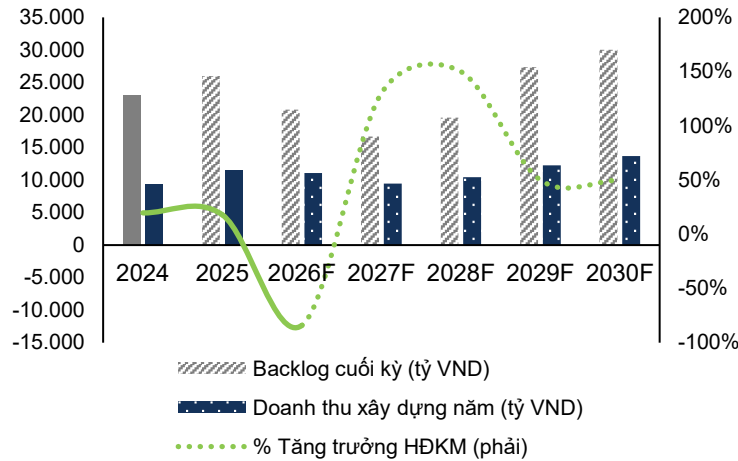
Biểu đồ 15: Xu hướng xây dựng xanh tăng trưởng nhanh trong những năm gần đây



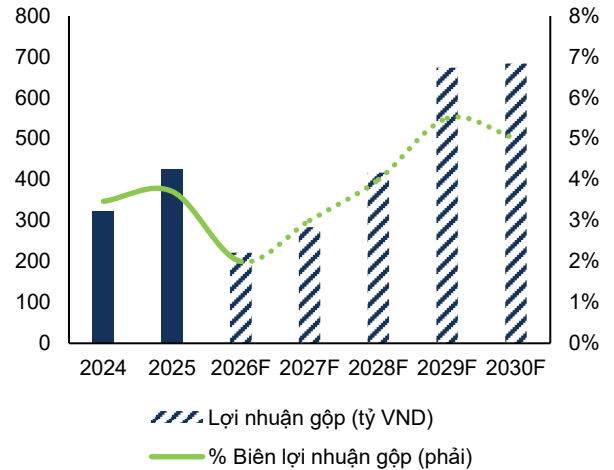
Nguồn: Hội công trình xanh Việt Nam, FPTs tổng hợp và ước tính

3. Triển vọng mảng xây dựng VCG ([Quay lại](#))

Biểu đồ 16: Dự phóng tăng trưởng backlog và doanh thu VCG



Biểu đồ 17: Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận gộp mảng xây dựng VCG



Nguồn: VCG, FPTS ước tính

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh mảng xây dựng của VCG như sau:

- **Backlog và doanh thu dự kiến sụt giảm trong ngắn hạn, trước khi tăng trưởng trở lại vào năm 2028 cùng với sự thay đổi của cơ cấu nguồn việc.** Backlog của VCG dự kiến giảm lần lượt về mức 21.000 tỷ VND và 18.000 tỷ VND trong năm 2026 và 2027. Kể từ 2028, backlog và doanh thu của VCG sẽ tăng trưởng trở lại cùng với cơ cấu nguồn việc tập trung vào mảng hạ tầng đường sắt.
- Trong khi đó, biên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ được cải thiện kể từ 2027 nhờ các yếu tố bao gồm (1) giá nguyên vật liệu bình ổn và (2) VCG tham gia vào các gói thầu hạ tầng kỹ thuật cao có biên lợi nhuận tốt hơn.

3.1. Backlog và doanh thu: Sụt giảm trong ngắn hạn; thay đổi cơ cấu nguồn việc kể từ 2028:

3.1.1. Backlog và doanh thu ngắn hạn sụt giảm khi không có nguồn việc với quy mô tương xứng với giai đoạn trước

Chúng tôi dự phóng doanh thu và backlog của mảng xây dựng sẽ thu hẹp trong giai đoạn 2026-2027 trước tác động từ việc (1) đa phần giá trị các hợp đồng ký kết giai đoạn trước đã ghi nhận vào doanh thu và (2) ảnh hưởng của các sai phạm đấu thầu của ban lãnh đạo cũ.

Bảng 3: Hiện tại, VCG chỉ còn 2 gói thầu đang thực hiện với chủ đầu tư ACV sẽ được ghi nhận nốt doanh thu trong 2026

Tên gói thầu / dự án	Giá trị hợp đồng (tỷ VND)	2023				2024				2025				2026			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Gói thầu số 4.7: Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị sân đỗ tàu bay	1.166																
Gói thầu số 5.10: Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình Nhà ga hành khách	3.924																

Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

- (1) **Các nguồn việc quy mô lớn dần nghiệm thu:** Trong giai đoạn trước, động lực tăng trưởng doanh thu chính của VCG đến từ các gói thầu tại dự án Cảng hàng không quốc tế Long Thành. Tuy nhiên, các hạng mục này hiện đang dần được nghiệm thu và bàn giao, với ước tính chỉ còn ~2.000 tỷ VND được ghi nhận doanh thu nốt trong năm 2026. Do đó, doanh thu xây lắp của VCG dự kiến gặp áp lực sụt giảm trong năm 2026 và 2027 khi giá trị backlog từ dự án này vơi dần.

(2) Chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng về khả năng gia tăng hợp đồng ký mới trong năm 2026 do ảnh hưởng từ các sai phạm đấu thầu tại dự án sân bay Long Thành. Kết thúc Q1/2026, giá trị hợp đồng ký mới chỉ đạt 160 tỷ VND (gồm gói thầu cầu Tứ Liên ~110 tỷ VND và cao tốc Hà Giang – Tuyên Quang ~50 tỷ VND), cách xa mục tiêu 5.000 – 6.000 tỷ VND ban lãnh đạo đề ra cho cả năm. Việc tìm kiếm nguồn việc thay thế đang gặp thách thức khi các dự án hạ tầng cảng hàng không mới, điển hình là sân bay Gia Bình hay sân bay Phan Thiết, đều đã chọn được nhà thầu thi công. Trong khi đó, danh mục các dự án khác mà VCG đang tham gia đấu thầu lại có quy mô tương đối khiêm tốn so với giai đoạn trước.

Bảng 4: Các dự án VCG đang tham gia đấu thầu thể hiện quy mô khiêm tốn hơn giai đoạn trước

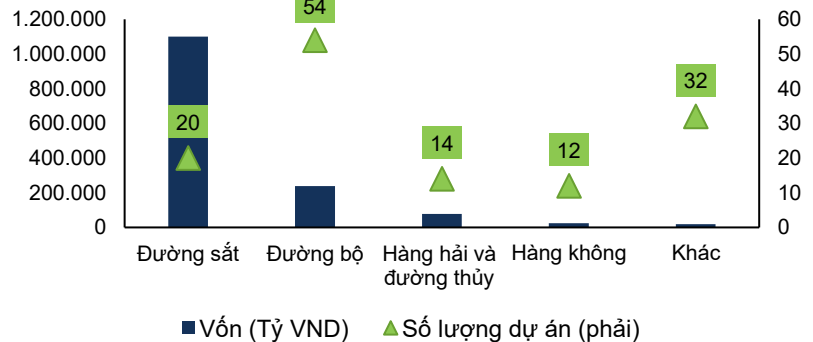
Số TBMT	Tên gói thầu	Chủ đầu tư	Giá gói thầu (tỷ VND)
IB2500552843-01	Gói thầu số 07: Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị khu phía Nam	Ban QL các khu CNC & KCN Hà Nội	262
IB2500535457-00	Gói thầu số 22: Thi công tuyến đường QL3 cũ – cầu Ngũ Huyện Khê	UBND xã Đông Anh	495
IB2500478844-01	Gói XL12: Hệ thống chiếu sáng - ATGT TP Thủ Đức	Ban QLDA giao thông	164
IB2500450335-01	Thi công khu viện & trung tâm nghiên cứu VNC2 (giai đoạn 1)	Ban QLDA ĐHQGHN	471
IB2500451961-00	Xây lắp	Ban QLDA khu vực Châu Đức	432
IB2500450690-00	Thi công khu viện & trung tâm nghiên cứu VNC2 (giai đoạn 2)	Ban QLDA ĐHQGHN	495
IB2500337582-00	Xây lắp đoạn Km54+700 – Km61+662	Ban QLDA BRVT	370
IB2500011382-00	Gói 13: Km1+400 – Km2+251	Ban QLDA Bắc Ninh	145
TỔNG			2,834

(1) Nguồn: BidWinner, FPTS tổng hợp

3.1.2. Backlog trung hạn kỳ vọng tăng trưởng trở lại nhờ mảng hạ tầng đường sắt:

Định hướng phân bổ đầu tư công của Chính phủ giai đoạn 2026 - 2030 tập trung mạnh vào hạ tầng đường sắt với quy mô vốn ước tính vượt 1,2 triệu tỷ VND, mở ra dư địa tăng trưởng lớn cho các nhà thầu. Trong danh mục này, dự án Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam có tổng mức đầu tư khoảng 67 tỷ USD đóng vai trò trọng tâm. Đây được kỳ vọng là yếu tố cốt lõi giúp VCG cơ cấu lại tỷ trọng mảng xây lắp và cải thiện biên lợi nhuận gộp trong trung hạn.

Biểu đồ 18: Nhu cầu vốn đầu tư công giai đoạn 2026-2030 tập trung vào mảng hạ tầng đường sắt



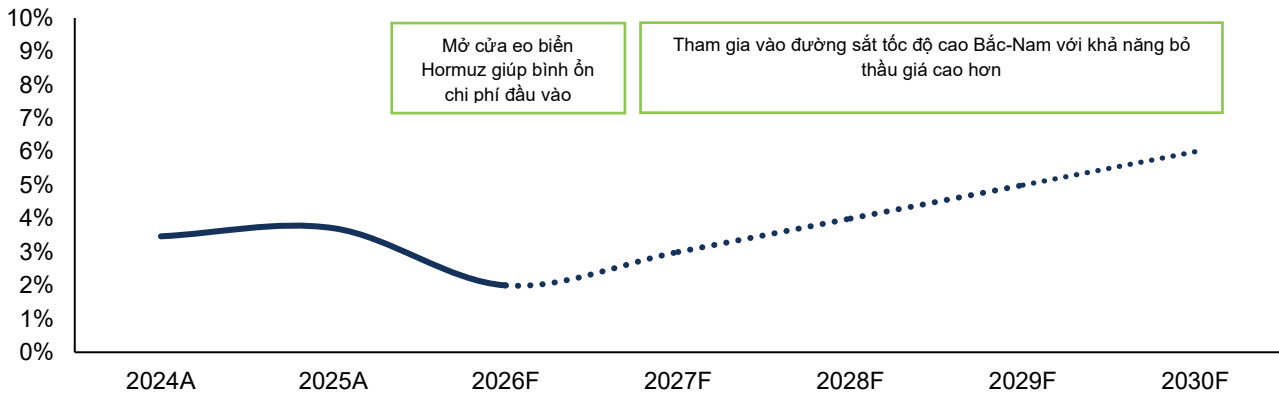
Nguồn: Vụ Kế hoạch tài chính, FPTS tổng hợp

Triển vọng tham gia dự án đường sắt tốc độ cao của VCG được đánh giá tích cực nhờ việc đáp ứng tốt các yêu cầu cao về kinh nghiệm thi công và quy mô vốn ứng trước. Cụ thể, trong khi các gói thầu đòi hỏi công nghệ lõi và hệ thống đường ray dự kiến do các liên doanh quốc tế đảm nhiệm, dư địa cho các nhà thầu nội địa như VCG chủ yếu nằm ở phần xây lắp nền đường, hệ thống cầu và hầm. Lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp tại các hạng mục này đến từ hồ sơ thi công hạ tầng dày dặn trong quá khứ. Bên cạnh đó, cấu trúc tài chính hiện tại cho phép VCG đáp ứng các điều kiện khắt khe về tỷ lệ vốn đối ứng, vốn là một rào cản gia nhập đáng kể giúp hạn chế mức độ cạnh tranh từ các nhà thầu nội địa khác tại các dự án quy mô lớn.

Theo đó, chúng tôi dự phóng kể từ năm 2027, giá trị hợp đồng ký mới của VCG sẽ phục hồi đà tăng trưởng dựa trên hai động lực chính: (1) các hệ quả từ sai phạm của ban lãnh đạo cũ đã được xử lý hoàn tất và (2) doanh nghiệp bắt đầu ghi nhận hợp đồng mới từ các gói thầu hạ tầng đường sắt quy mô lớn. Việc tăng trưởng nguồn việc này sẽ bắt đầu phản ánh trực tiếp vào kết quả kinh doanh của VCG từ cuối năm 2027 và duy trì ổn định từ năm 2028 trở đi.

3.2. Biên lợi nhuận xây dựng của doanh nghiệp cải thiện nhờ bình ổn giá nguyên vật liệu và thay đổi cơ cấu nguồn việc ([Quay lại](#))

Biểu đồ 19: Dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng xây dựng cải thiện kể từ 2027



Nguồn: VCG, FPTTS dự phóng

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận của VCG sẽ phục hồi kể từ năm 2027 nhờ triển vọng từ việc (1) doanh nghiệp bắt đầu tham gia vào các gói thầu xây dựng đường sắt cao tốc Bắc-Nam và (2) bình ổn giá nguyên vật liệu

- Về yếu tố đầu vào, áp lực từ giá năng lượng dự kiến sẽ giảm bớt khi các rủi ro địa chính trị được kiểm soát và eo biển Hormuz mở cửa trở lại vào T7/2026 (dựa trên kịch bản cơ sở tại [Báo cáo cập nhật ảnh hưởng xung đột Mỹ - Iran](#)). Tuy nhiên, việc cải thiện biên lợi nhuận thực tế sẽ có độ trễ và chỉ phản ánh rõ nét vào kết quả kinh doanh năm 2027 do các nhà thầu cần thời gian để hấp thụ hết lượng hàng tồn kho giá cao trước đó. Bên cạnh đó, biên chi phí của VCG sẽ được hỗ trợ bền vững hơn nhờ các chính sách bình ổn nguồn cung của Chính phủ, đặc biệt là cơ chế đặc thù giao mở vật liệu xây dựng thông thường (đất đắp, cát, đá) trực tiếp cho nhà thầu quy mô lớn, giúp giảm thiểu chi phí trung gian.
- Ngoài ra, động lực thúc đẩy biên lợi nhuận của VCG phục hồi mạnh mẽ từ năm 2027 đến từ kỳ vọng tham gia vào siêu dự án Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam. Khác với phân khúc đường bộ cao tốc thông thường đang bị thu hẹp biên lợi nhuận do áp lực cạnh tranh giá khốc liệt từ các nhà thầu dân dụng lấn sân, phân khúc đường sắt tốc độ cao sở hữu rào cản gia nhập lớn do yêu cầu khắt khe về công nghệ chạy tàu, hệ thống thông tin tín hiệu và hạ tầng hầm, cầu đặc biệt. Việc tham gia vào các gói thầu có hàm lượng kỹ thuật cao này cho phép các nhà thầu đầu ngành như VCG thỏa thuận mức giá hợp đồng tốt hơn.

3.3. Trong dài hạn, VCG đứng trước rào cản bứt phá tăng trưởng khi không tham gia vào phân khúc PPP

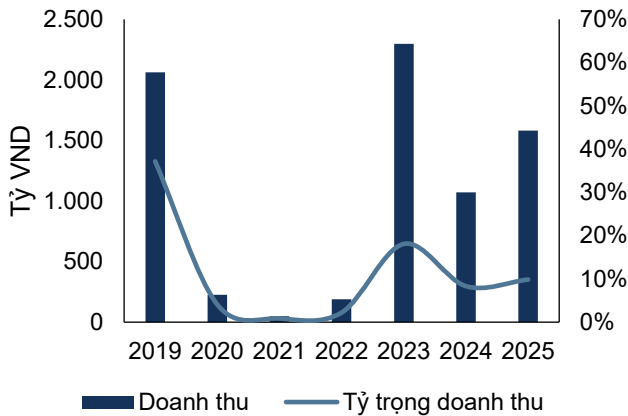
Mô hình PPP dự kiến sẽ trở thành xu hướng thiết yếu để đáp ứng nguồn vốn khổng lồ cho ngành xây dựng hạ tầng. Định hướng phát triển hạ tầng quốc gia giai đoạn 2026-2031 đang dịch chuyển trọng tâm sang việc huy động nguồn vốn xã hội hóa nhằm bù đắp sự thiếu hụt của ngân sách nhà nước. Theo ước tính của Ngân hàng Thế giới (World Bank), tổng nhu cầu vốn đầu tư hạ tầng của Việt Nam trong giai đoạn này đạt khoảng 334 tỷ USD, nhưng nguồn vốn đầu tư công dự kiến chỉ đáp ứng được 50%. Sự chênh lệch này khiến các dự án PPP trở thành xu hướng thiết yếu của ngành, đồng thời tái định hình quy mô thị trường mục tiêu của các doanh nghiệp xây lắp.

Tuy nhiên, VCG khó tiếp cận phân khúc PPP do thiếu mối quan hệ với các chủ đầu tư tư nhân. Các dự án huy động vốn tư nhân theo mô hình PPP thường ưu tiên sử dụng nhà thầu có mối quan hệ chiến lược hoặc nằm trong cùng hệ sinh thái để đảm bảo hiệu quả về chi phí và tiến độ thi công. Sự thiếu hụt mạng lưới đối tác với các chủ đầu tư tư nhân lớn khiến VCG gặp khó khăn trong việc tiếp cận khối lượng công việc từ phân khúc ngoài ngân sách.

II. Mạng Bất động sản dân dụng ([Quay lại](#))

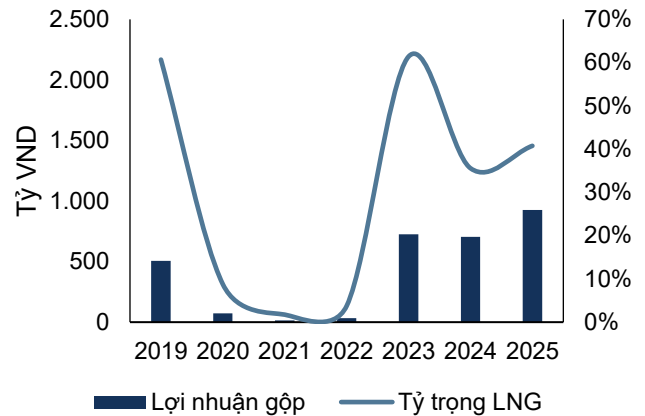
Mạng bất động sản dân dụng mặc dù chỉ chiếm dưới 10% doanh thu nhưng lại chiếm khoảng 30% lợi nhuận gộp của VCG nhờ biên lợi nhuận cao vượt trội so với các mảng còn lại. Nhờ lợi thế về khả năng tiếp cận quỹ đất, VCG đã xây dựng được quỹ đất khá lớn và đang triển khai 8 dự án bất động sản dân dụng.

Biểu đồ 20: Doanh thu mảng BĐS dân dụng



Nguồn: BCTC VCG

Biểu đồ 21: Lợi nhuận gộp mảng BĐS dân dụng



Nguồn: BCTC VCG

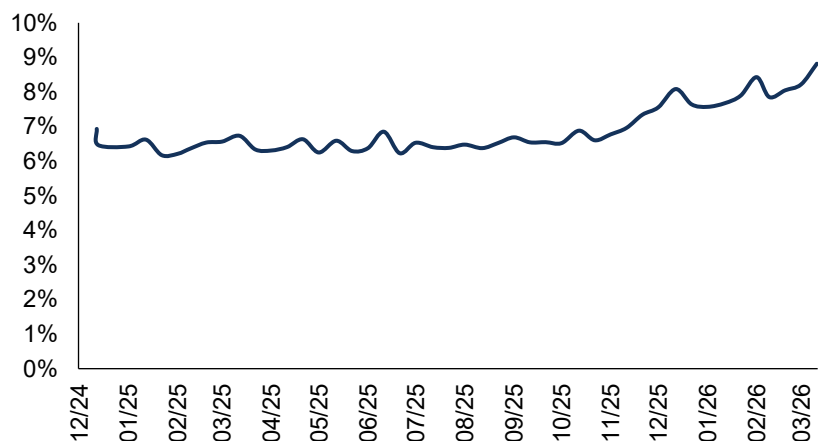
Tuy nhiên, ngành bất động sản đang gặp khó khăn do lãi suất tăng cao khiến nhu cầu sụt giảm mạnh, trong khi nguồn cung vẫn đang liên tục gia tăng sau giai đoạn tháo gỡ pháp lý. Danh mục dự án của VCG hiện tại chủ yếu nhắm vào phân khúc đất nền, văn phòng và nghỉ dưỡng, có tính đầu tư, đầu cơ cao nên đang chịu nhiều tác động tiêu cực bởi diễn biến ngành hiện tại. Do đó, khả năng hấp thụ tại các dự án của VCG dự kiến khá tiêu cực trong ngắn hạn và VCG đang định hướng dần chuyển sang các khai thác phân khúc có nhu cầu ở thực cao hơn.

1. Ngành Bất động sản dân dụng: lãi suất tăng khiến nhu cầu sụt giảm, thị trường dần hướng tới nhu cầu ở thực

1.1. Ngành BĐS khó khăn do mặt bằng lãi suất cao và dư thừa nguồn cung ([Quay lại](#))

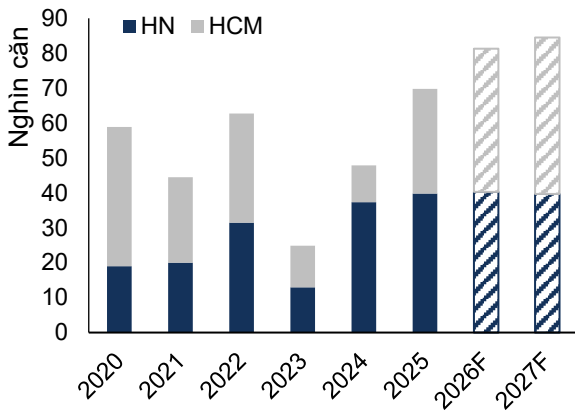
Thị trường BĐS bắt đầu hạ nhiệt kể từ tháng 11/2025, sau khi chính sách thắt chặt tín dụng bắt đầu có xu hướng thắt chặt. Lãi suất cho vay đã tăng mạnh khoảng hơn 2đpt kể từ tháng 10/2025 và tăng trưởng tín dụng năm 2026 cũng bị kiểm soát chặt chẽ hơn. Lãi suất tăng mạnh và khó khăn trong tiếp cận tín dụng khiến cho nhu cầu mua bất động sản sụt giảm mạnh, khi mà giá bất động sản đã tăng cao khiến người mua nhà ngày càng phụ thuộc vào vốn vay. Mặt bằng lãi suất dự kiến sẽ còn tiếp tục neo cao trong nửa cuối năm 2026. (Xem thêm tại [Báo cáo Đánh giá ảnh hưởng Xung đột Mỹ - Iran](#))

Biểu đồ 22: Lãi suất các khoản vay mới phát sinh tăng mạnh

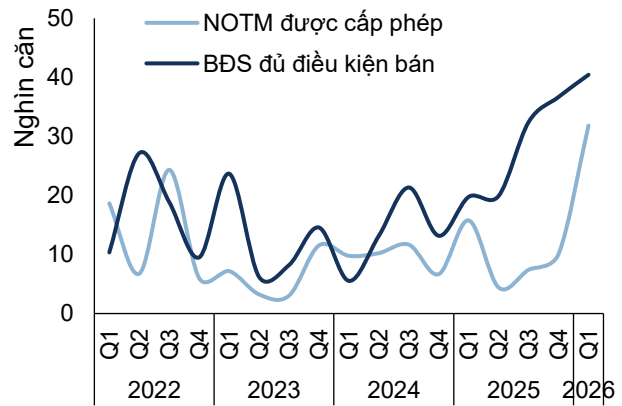


Nguồn: SBV

Trong khi nhu cầu suy yếu thì nguồn cung bất động sản lại đang được dự báo sẽ gia tăng ồ ạt trong thời gian tới. Theo số liệu của CBRE, nguồn cung BĐS tại Hà Nội và Tp.HCM đã tăng 46% YoY trong năm 2025, đạt khoảng 70.000 sản phẩm. Nguồn cung BĐS hồi phục chủ yếu nhờ việc đẩy mạnh tháo gỡ pháp lý cho các dự án. Số lượng dự án BĐS được cấp phép đã bắt đầu tăng mạnh từ nửa cuối năm 2025 và vẫn tiếp tục tăng mạnh trong Q1/2026. Cụ thể, theo số liệu của Bộ Xây dựng, trong Q1/2026 có 58 dự án được cấp phép xây dựng với quy mô 31.816 căn (+102% YoY) và 106 dự án đủ điều kiện bán nhà ở hình thành trong tương lai với quy mô 40.440 căn (+105% YoY).

Biểu đồ 23: Nguồn cung BĐS tại HN và HCM kỳ vọng tiếp tục tăng mạnh


Nguồn: CBRE

Biểu đồ 24: Số lượng dự án BĐS được cấp phép gia tăng nhờ tháo gỡ pháp lý


Nguồn: Bộ Xây dựng

1.2. Thị trường dần hướng tới phân khúc có nhu cầu ở thực

Lãi suất tăng cao tác động tiêu cực tới triển vọng của hầu hết các phân khúc bất động sản, tuy nhiên mức độ tác động sẽ có sự phân hóa rõ nét. Cụ thể:

- Các phân khúc hướng tới nhu cầu ở thực như Nhà ở xã hội, Nhà ở thương mại giá phù hợp sẽ ít chịu tác động tiêu cực hơn do đang được Chính phủ khuyến khích phát triển. Ngoài ra, các dự án nhà ở tại nội đô các thành phố lớn cũng sẽ ít chịu tác động do: (1) quỹ đất nội đô ngày càng hạn chế và (2) nhu cầu nhà ở ngày càng tăng do gia tăng dân số và các thành phố đang tái thiết, quy hoạch lại khiến một lượng lớn cư dân phải di dời và phải tìm kiếm các sản phẩm BĐS được quy hoạch bài bản hơn.
- Các phân khúc mang nhiều tính chất đầu tư, đầu cơ như BĐS nghỉ dưỡng, đất nền tại tỉnh sẽ chịu tác động mạnh hơn. Các phân khúc này khó khai thác dòng tiền và phụ thuộc nhiều vào vốn vay, do đó khi lãi suất tăng thì nhu cầu thường sụt giảm rất nhanh.

2. Tổng quan mảng BĐS của VCG

2.1. Chuỗi giá trị mảng BĐS của VCG



VCG có thể mạnh trong việc tiếp cận quỹ đất, xử lý pháp lý và giải phóng mặt bằng.

Với nhiều năm kinh nghiệm trong hoạt động đấu thầu xây dựng và đầu tư tài chính, VCG có nhiều lợi thế để đấu thầu, đấu giá các dự án bất động sản cũng như có khả năng tìm kiếm các cơ hội M&A để khai thác quỹ đất tại các doanh nghiệp. Hiện tại, VCG đang sở hữu quỹ đất khoảng 158 ha, quy mô ở mức trung bình trong ngành BĐS. Tuy nhiên, trong quá khứ VCG từng sở hữu nhiều quỹ đất quy mô lớn và có vị trí đặc địa nhưng đã chuyển nhượng ví dụ như: TTTM Tràng Tiền, KĐT Tây Mỗ, Đại Mỗ (280 ha – sau này là Vinhomes Smart City), KĐT Splendor Bắc An Khánh (264 ha), KĐT Cát Bà Amatina (173 ha). Thế mạnh này cũng giúp VCG thu tóm một số quỹ đất với giá rẻ. Ví dụ, dự án Hải Yên ở Móng Cái VCG trúng đấu giá với giá đất chỉ khoảng 1,4 triệu đồng/m², trong khi mặt bằng giá đất khu vực lân cận là khoảng 18-25 triệu/m².

Ngoài ra, VCG tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước và có nhiều kinh nghiệm làm nhà thầu xây dựng các dự án hạ tầng, do đó VCG xây dựng được mối quan hệ tốt với các cơ quan chính quyền và có kinh nghiệm thỏa thuận giải phóng mặt bằng với người dân. Các dự án mà VCG triển khai trước đây đều không gặp vướng mắc lớn nào

về pháp lý và đều có thể cấp sổ cho khách hàng. VCG cũng đã triển khai được các dự án có pháp lý phức tạp, ví dụ như dự án cải tạo, xây mới chung cư cũ và các tòa văn phòng có thể tách sổ từng lô riêng để bán.

Tuy nhiên, VCG không có thế mạnh ở các khâu hạ nguồn chuỗi giá trị như khâu thiết kế, marketing, phân phối bán hàng và khâu khai thác, quản lý vận hành dự án. VCG có thế mạnh về thi công các công trình hạ tầng, do đó VCG thường chỉ thực hiện phần thi công hạ tầng kỹ thuật tại các dự án. VCG cũng không có thế mạnh trong hoạt động bán hàng và thường phân phối thông qua các đơn vị trung gian. Trong các dự án, VCG cũng ít chú trọng tới hoạt động quản lý vận hành và triển khai các công trình hạ tầng tiện ích phục vụ cư dân.

Trong mảng BĐS nhà ở, VCG vẫn chưa xây dựng được thương hiệu và chưa có sản phẩm nổi bật trên thị trường. Một số dự án tiêu biểu của VCG như KĐT Trung Hòa Nhân Chính, KĐT Kim Văn Kim Lũ đều có thiết kế cũ và mật độ xây dựng rất cao và ít tiện ích, cảnh quan. Tại một số dự án như KĐT Hải Yên, VCG chỉ hoàn thiện hạ tầng và phân lô bán nền, chỉ xây một số lượng nhỏ sản phẩm. ([Quay lại](#))

Bảng 5: Các dự án KĐT của VCG không được đánh giá cao về thiết kế sản phẩm, mật độ xây dựng

KĐT Kim Văn Kim Lũ



KĐT Trung Hòa Nhân Chính



KĐT Km3,4 Hải Yên



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Việc không chú trọng vào các khâu hạ nguồn khiến VCG gặp khó khăn trong việc khai thác hết quỹ đất tại các đại dự án quy mô lớn. VCG thường có xu hướng chuyển nhượng hoặc liên danh, hợp tác đầu tư với các chủ đầu tư khác và chỉ triển khai một phần dự án. VCG vẫn giữ lại phát triển các dự án nhỏ, thường là các tòa văn phòng, chung cư đơn lẻ. Một số dự án gần đây của VCG cũng đã bắt đầu có thiết kế hiện đại và cung cấp nhiều tiện ích cao cấp hơn. Mặc dù vậy, chất lượng sản phẩm của VCG vẫn chưa được đánh giá cao trên thị trường, khiến VCG chưa cải thiện được thương hiệu để thu hút khách hàng và triển khai các dự án quy mô lớn hơn.

Bảng 6: Các dự án chung cư, văn phòng gần đây của VCG dần có thiết kế cao cấp hơn

Chung cư Green Diamond



Chung cư Bohemia Resident



Tổ hợp văn phòng, TTTM Capital One



Nguồn: FPTIS tổng hợp

2.2. Phân khúc sản phẩm hiện tại của VCG có triển vọng kém tích cực

Định hướng phát triển dự án BĐS của VCG có thiên hướng đầu tư, đầu cơ cao, thể hiện qua (1) loại hình sản phẩm và (2) cách thức phát triển dự án của doanh nghiệp. Cụ thể, các sản phẩm bất động sản VCG đang tập trung hiện tại chủ yếu là đất nền ở tỉnh, BĐS nghỉ dưỡng và văn phòng (tách sổ để bán thay vì cho thuê). Cách thức triển khai dự án của VCG cũng mang nhiều thiên hướng đầu tư, thay vì phát triển sản phẩm để hướng tới

người tiêu dùng cuối cùng. Khách hàng mà VCG hướng đến thường là nhà đầu tư thứ cấp, gồm cả các chủ đầu tư khác mua lại một phần dự án, và cả các khách hàng mua sản phẩm với mục đích đầu tư, tích sản.

Danh mục dự án của VCG hiện tại bao gồm:

- 4 dự án Khu đô thị tại Quảng Ninh và Quảng Nam. VCG chỉ triển khai phần hạ tầng kỹ thuật và thi công một số lượng nhỏ căn, còn lại chủ yếu bán dưới dạng đất nền cho nhà đầu tư thứ cấp xây dựng.
- 2 tòa tổ hợp văn phòng, trung tâm thương mại tại Hà Nội là TTTM Chợ Mơ và Capital One. Tuy nhiên VCG sẽ tách sổ các lô nhỏ để bán cho nhà đầu tư thay vì tự vận hành cho thuê toàn bộ dự án.
- 2 dự án tổ hợp nghỉ dưỡng tại Quảng Nam và Phú Yên, sản phẩm chủ yếu là condotel, biệt thự nghỉ dưỡng. Trong đó dự án Cát Bà Amatina VCG đã thoái vốn vào cuối năm 2025.

Bảng 7: Danh mục dự án BĐS dân dụng VCG đang triển khai

Loại hình	Tên dự án	Vị trí	Quy mô	TMĐT	Sản phẩm	Chủ đầu tư	Tiến độ dự án
Khu đô thị	KĐT Đại lộ Hòa Bình (Vera Diamond City)	Móng Cái, Quảng Ninh	49 ha	2.256 tỷ	105 căn shophouse 69 căn liền kề 84 căn Biệt thự 379 lô đất nền	Liên danh VCG và Phúc Khánh Việt Nam	Đã hoàn thiện hạ tầng Đã mở bán năm 2025
	KĐT Km3, Km4 Hải Yên (Green Valley)	Móng Cái, Quảng Ninh	43 ha	1.154 tỷ	135 căn shophouse 647 lô đất nền	VCG	Đã hoàn thiện hạ tầng Đã chuyển nhượng một phần dự án
	KĐT Thiên Ân	Điện Bàn, Quảng Nam	19 ha	467 tỷ	682 lô đất nền 90 lô đất tái định cư 40 lô biệt thự	Vinaconex 25 (VCG sở hữu 71%)	Đang hoàn tất thủ tục pháp lý
	KĐT Ngân Câu	Điện Bàn, Quảng Nam	33 ha	594 tỷ	673 lô đất nền 101 lô đất biệt thự 20 lô đất tái định cư	Vinaconex 25 (VCG sở hữu 71%)	Đang hoàn tất thủ tục pháp lý
Tổ hợp văn phòng, thương mại dịch vụ	Khu TMDV Kim Văn Kim Lũ (Capital One)	Hà Nội	1,3 ha	3.900 tỷ	52.500 m2 văn phòng 31.000 m2 TMDV 410 phòng khách sạn	VCG	Đang triển khai thi công phần móng
	TTTM Chợ Mơ (Diamond Tower)	Hà Nội	1,4 ha	1.507 tỷ	36.000 m2 văn phòng 22.000 TTTM	Vinaconex 25 (VCG sở hữu 71%)	Đã hoàn thiện, đang bàn giao các phần diện tích cuối cùng
BĐS nghỉ dưỡng	Khách sạn, resort Tam Kỳ	Quảng Nam	1,9 ha	GD1: 270 tỷ	2 tòa condotel 19-25 tầng 40 biệt thự nghỉ dưỡng	VCG	Đang hoàn tất thủ tục pháp lý
	Khu du lịch nghỉ dưỡng Tuy Hòa	Phú Yên	9,3 ha	800 tỷ		VCG	Đang hoàn tất thủ tục pháp lý
Tổng			158 ha	10.948 tỷ			

Nguồn: FPTs tổng hợp

3. Triển vọng mảng BĐS dân dụng ([Quay lại](#))

3.1. Quỹ đất hiện tại còn có thể khai thác nhưng kém khả quan trong ngắn hạn

Trong quỹ dự án hiện tại, chúng tôi kỳ vọng VCG sẽ có thể khai thác, ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2026 – 2030 từ 4 dự án là: TTTM Chợ Mơ, Capital One, KĐT Đại lộ Hòa Bình và Hải Yên ([phụ lục](#)). Đây là các dự án đã có pháp lý hoàn chỉnh và đã triển khai thi công, trong đó một số dự án đã tiến hành mở bán. Cụ thể:

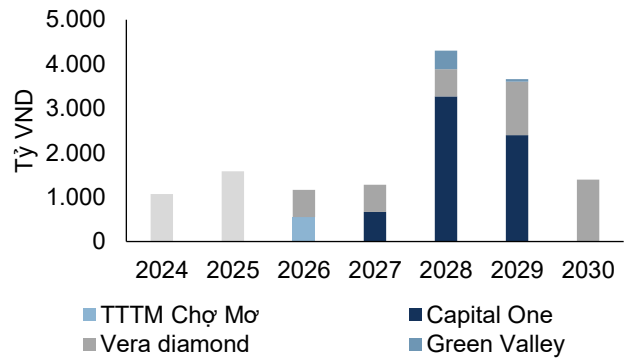
- Dự án Chợ Mơ đã hoàn thành và bàn giao phần lớn, dự kiến sẽ bàn giao các lô cuối cùng trong năm 2026 với doanh thu khoảng 540 tỷ VND.
- Dự án Capital One hiện đang thi công phần ngầm công trình. Dự án có cấu trúc sản phẩm khá tương đồng với dự án Chợ Mơ, dự kiến sẽ tách sổ để bán thay vì vận hành cho thuê.

- Hai dự án Vera Diamond và Green Valley tại Móng Cái đều đã hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật và đã mở bán sản phẩm từ trước.

Mặc dù vậy, thị trường BĐS đang trong giai đoạn khó khăn và sản phẩm tại các dự án đều thuộc phân khúc khó hấp thụ trong giai đoạn thị trường hiện tại. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng BĐS của VCG chỉ đạt 1.164 tỷ VND, giảm 26% YoY và lợi nhuận gộp đạt 605 tỷ VND, giảm 35% YoY.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng BĐS sẽ hồi phục mạnh hơn trong giai đoạn 2028 – 2029 nhờ: (1) dự án Capital One hoàn thiện để bàn giao và (2) thị trường BĐS hồi phục khi lãi suất hạ nhiệt giúp các dự án hấp thụ tốt hơn.

Biểu đồ 25: Dự phóng doanh thu mảng BĐS dân dụng của VCG



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

3.2. Kỳ vọng mở rộng sang phân khúc có nhu cầu ở thực

VCG đang dần chuyển hướng phân khúc trong khi ngành BĐS dần hướng tới nhu cầu ở thực. VCG đã có một số động thái để tái cấu trúc lại danh mục dự án BĐS để phù hợp với xu hướng thị trường hơn. Cụ thể, VCG đã thoái vốn khỏi 1 dự án BĐS nghỉ dưỡng là Cát Bà Amatina. Ở chiều ngược lại, VCG đang đẩy mạnh M&A, hợp tác đầu tư để mở rộng quỹ đất xây dựng nhà ở bao gồm:

- Hợp tác đầu tư với CTCP Thép Việt Đức để tham gia góp vốn 50% dự án Việt Đức Legend City. VCG cũng đang làm nhà thầu thi công phân khu Nhà ở xã hội (Kira Home) tại dự án này, dự kiến sẽ hoàn thành trong Q3/2026.
- Mua 24% cổ phần tại CTCP Giày Thượng Đỉnh (GTD), cùng với tổ chức liên quan là An Quý Hưng nắm giữ 48% tại GTD. GTD dự kiến sẽ di dời nhà máy sản xuất và phát triển dự án BĐS rộng 3,6 ha tại khu đất 277 Nguyễn Trãi.
- Mua 98% cổ phần tại Viwaseen, công ty hiện đang sở hữu 7 khu đất tại Hà Nội và Quảng Ninh.

Tuy nhiên các dự án này hiện chưa có nhiều thông tin do đó chúng tôi chưa đưa vào định giá của VCG.

Phân khúc NOXH và NOTM giá phù hợp còn nhiều dư địa và phù hợp với hồ sơ năng lực của VCG. Các phân khúc này đang được Chính phủ khuyến khích phát triển nhằm giải quyết vấn đề giá nhà tăng quá cao so với thu nhập và tình trạng lệch pha cung – cầu của thị trường BĐS. Tuy nhiên phân khúc này vẫn chưa phát triển nhanh được như mục tiêu đề ra do đang gặp nhiều vướng mắc về thủ tục. Tính đến Q1/2026, lũy kế có 701.247 căn NOXH đang triển khai (~70% chỉ tiêu), trong đó mới có 170.673 căn hoàn thành và 214.948 căn đang triển khai xây dựng. Dư địa để VCG tham gia vào phân khúc này là rất lớn đối với cả vai trò là chủ đầu tư hay nhà thầu, và các vướng mắc quan trọng như lựa chọn nhà đầu tư, điều kiện người mua nhà cũng đang dần được tháo gỡ.

Hồ sơ năng lực của VCG đáp ứng tốt với phân khúc NOXH, NOTM giá phù hợp. Các phân khúc này thường gặp vướng mắc về thủ tục pháp lý và cần phối hợp nhiều với các cơ quan Nhà nước. Các dự án NOXH thường có thiết kế đơn giản, không cần quá trình marketing, bán hàng và không cần đầu tư nhiều vào các dịch vụ, tiện ích sau khi đưa vào vận hành.

III. Mảng Bất động sản công nghiệp ([Quay lại](#))

1. Tổng quan mảng Bất động sản công nghiệp của VCG

Mảng bất động sản công nghiệp chiếm khoảng 19% giá trị doanh nghiệp, kỳ vọng sẽ đóng góp lợi nhuận với quy mô lớn hơn và ổn định từ 2027. Triển vọng này chủ yếu đến từ khu công nghiệp Đông Anh có diện tích thương phẩm lớn và giá thuê ở mức cao bù đắp chi phí đầu tư gia tăng.

Hiện nay mảng này của VCG chiếm tỷ trọng tương đối thấp, chỉ khoảng 3% doanh thu và lợi nhuận gộp, tới từ ghi nhận doanh thu theo đường thẳng khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc.

VCG đang làm chủ đầu tư hạ tầng 03 dự án tại Hà Nội với tổng diện tích ~619,82 ha (tương đương ~12% diện tích đất công nghiệp tại Hà Nội¹). Trong đó, khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc đang trong quá trình thu hút đầu tư, khu công nghiệp Đông Anh và cụm công nghiệp Sơn Đông đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý.

Bảng 8: Tổng hợp thông tin các dự án hạ tầng công nghiệp của VCG

Dự án	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm ² (ha)	Năm thành lập	Tiến độ dự án
Khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc	248,32	187,62	2012	Đã bắt đầu cho thuê tỷ lệ lấp đầy ~33% diện tích thương phẩm. Đang trong quá trình hoàn thiện giải phóng mặt bằng và hoàn thiện hạ tầng.
Cụm công nghiệp Sơn Đông	72,5	39,19	2020	Đang trong quá trình giải phóng mặt bằng, hiện còn 69% diện tích đang trong quá trình kiểm đếm và phê duyệt đền bù.
Khu công nghiệp Đông Anh	299,45	157,02	2024	Đã hoàn tất phê duyệt 1/2000, đang hoàn thiện Báo cáo Đánh giá tác động môi trường (ĐTM), phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi và bàn giao về định vị mốc giới để tiến hành đền bù giải phóng mặt bằng.

Nguồn: VCG, FPTIS Research

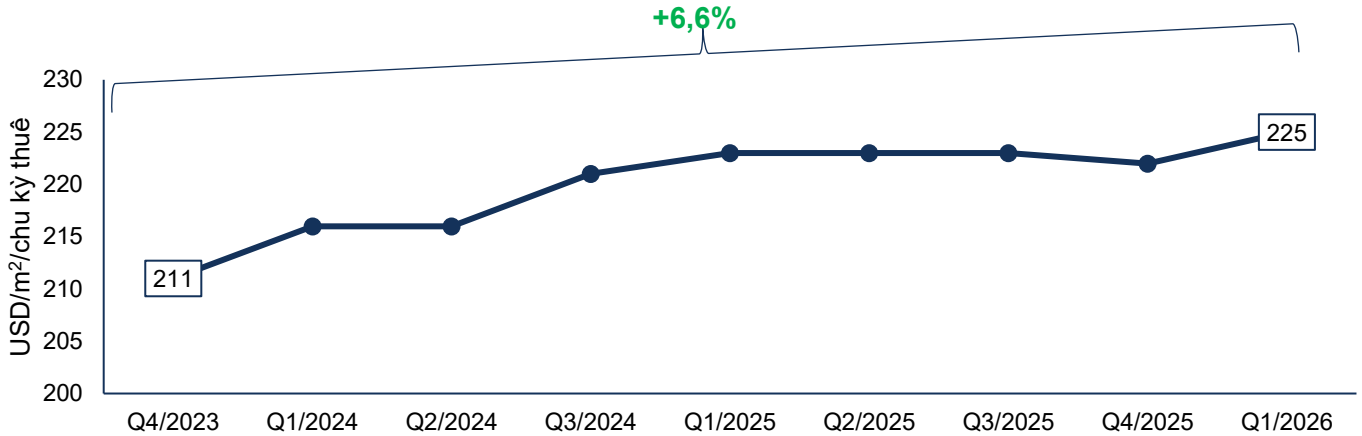
2. Thị trường Bất động sản công nghiệp Hà Nội – Diện tích hấp thụ kỳ vọng hồi phục khi có nguồn cung mới gia nhập thị trường

Nhu cầu thuê đất công nghiệp tại Hà Nội vẫn hiện hữu thể hiện ở giá thuê duy trì ở mức cao, nhờ lợi thế về hạ tầng và nguồn lao động. Nhu cầu thuê vẫn hiện hữu thể dù diện tích cho thuê hạn chế hiện qua giá thuê đất công nghiệp tại thị trường này tăng trưởng 6,6% từ Q4/2023 đến nay và mức giá thuê ở mức cao nhất so với thị trường cấp 1 miền Bắc³. Nhu cầu vẫn duy trì tại thị trường này nhờ Hà Nội: (1) Có điểm luân chuyển hàng hóa lớn của khu vực – sân bay Nội Bài; (2) hạ tầng giao thông được cải thiện với các dự án hạ tầng lớn; và (3) Có nguồn lao động chất lượng cao phù hợp với nhu cầu thuê đất của nhóm khách thuê công nghệ cao – nhóm khách thuê mà Chính Phủ đang thu hút đầu tư.

¹ Diện tích đất công nghiệp tại Hà Nội = Diện tích các khu công nghệ cao + Diện tích các khu công nghiệp + Diện tích các khu cụm công nghiệp

² Diện tích thương phẩm đã loại phần diện tích của các khu công nghiệp hiện hữu. Cụ thể: Cụm công nghiệp Sơn Đông có 11,56 ha; Khu công nghiệp Đông Anh có 54,61 ha. Đây là phần diện tích đất công nghiệp đã có nhà máy hoạt động từ trước và sau khi thành lập khu/cụm công nghiệp không giải tỏa và được coi như một phần của khu/cụm công nghiệp.

³ Thị trường Bất động sản cấp 1 miền Bắc bao gồm: Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên và Hải Dương cũ Miền Nam: Thị trường cấp 1 miền Nam bao gồm: TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương cũ, Long An cũ và Bà Rịa – Vũng Tàu cũ

Biểu đồ 26: Giá thuê đất công nghiệp tại Hà Nội vẫn tăng trưởng dù diện tích cho thuê mới hạn chế


Nguồn: Avision Young

Nguồn cung hạn chế khiến diện tích hấp ở mức thấp trong giai đoạn 2024 đến nay. Tỷ lệ đất công nghiệp trống tại Hà Nội đạt ~18%, thấp hơn so với mặt bằng chung cả nước (~21%). Thêm nữa 18% diện tích đất trống này chủ yếu là phần diện tích chưa giải phóng mặt bằng. Điều này khiến cho giai đoạn từ 2024 đến nay, Hà Nội chỉ ghi nhận 2 dự án thuê đất công nghiệp tại KCN HANSIP.

Diện tích hấp thụ tại Hà Nội dự kiến cải thiện nhờ tổng diện tích đất công nghiệp tại Hà Nội dự báo tăng ~33% đến năm 2030 so với Q1/2026. Phần diện tích tăng thêm này chủ yếu là các khu công nghiệp đã được chấp thuận chủ trương đầu tư của Hà Nội nhưng chưa đưa vào cho thuê. Dự kiến các khu công nghiệp này sẽ được đưa vào cho thuê trong giai đoạn 2026-2030 nhờ thời gian thương lượng với các hộ dân kỳ vọng rút ngắn thông qua (1) việc đẩy mạnh giải phóng mặt bằng của thành phố, cũng như (2) chi phí bồi thường và giải phóng mặt bằng tăng cao. Chỉ tính riêng tiền đền bù đất ở tại Hà Nội theo bảng giá đất năm 2026 đã tăng khoảng 30-170% so với giai đoạn 2024-2025.

3. Mảng Bất động sản công nghiệp của VCG động lực chính đến từ KCN Đông Anh ([Quay lại](#))

3.1. Khu công nghiệp Đông Anh – động lực tăng trưởng chính

Khu công nghiệp Đông Anh kỳ vọng đóng góp khoảng 14% giá trị doanh nghiệp và là động lực chính của ngành Bất động sản công nghiệp. Kỳ vọng này dựa vào (1) diện tích thương phẩm lớn và (2) giá thuê ở mức cao bù đắp chi phí đầu tư gia tăng.

Chi phí đầu tư ở mức cao, tuy nhiên kỳ vọng dự án sẽ nhanh chóng đưa vào khai thác.

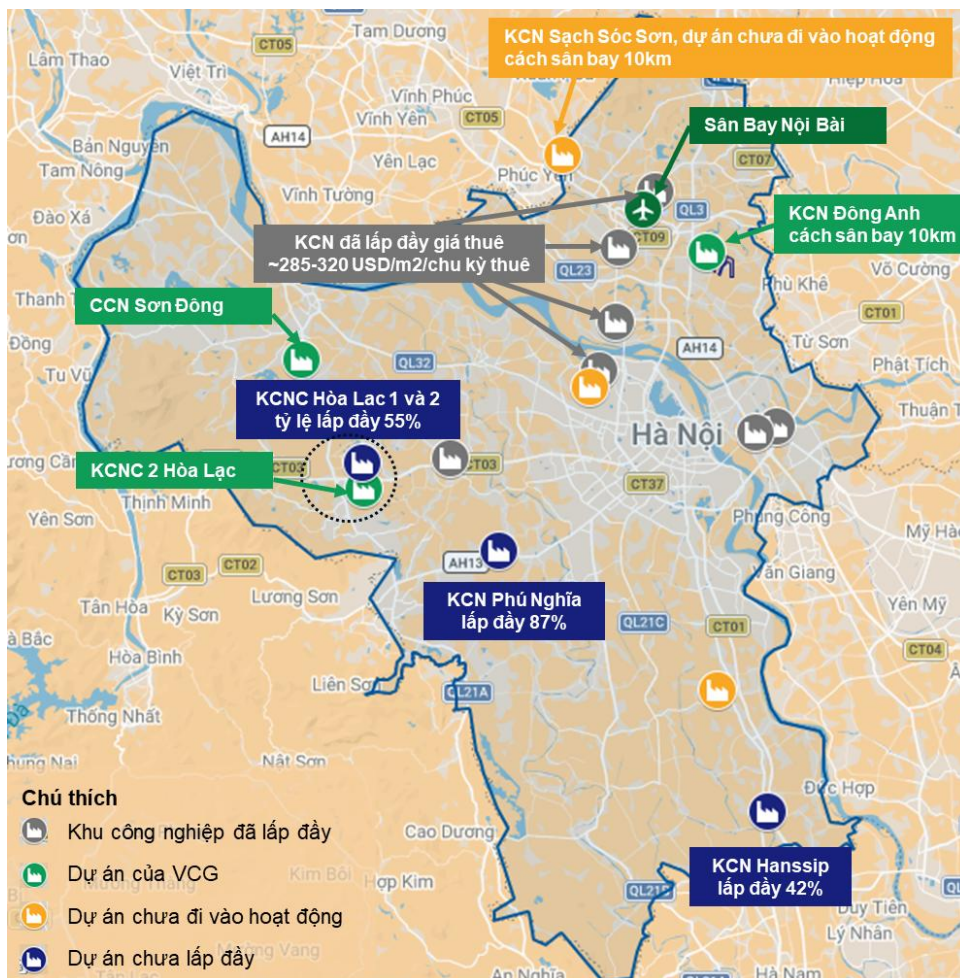
- **Chi phí đầu tư bình quân đạt ~41 tỷ VND/ha đất thương phẩm, cao hơn ~4 lần so với các dự án giai đoạn 2017-2024,** chủ yếu do chi phí đất đai và xây dựng tăng mạnh. (1) Chi phí giải phóng mặt bằng cao hơn khoảng 106% do bảng giá đất, mức bồi thường tài sản trên đất tăng và vị trí dự án tại Hà Nội. (2) Chi phí xây dựng ~14 tỷ VND/ha, cao hơn ~186% so với một số dự án trước 2024 và ~66% so với các dự án sau 2024. Mức tăng chủ yếu do chi phí nguyên vật liệu, nhân công tăng, chi phí xây dựng tại Hà Nội cao hơn các địa phương khác và định hướng phát triển khu công nghiệp kiểu mới để phù hợp với nhu cầu khách thuê.
- **Dự kiến dự án sẽ bắt đầu cho thuê từ năm 2027, sau ~3 năm kể từ khi chấp thuận chủ trương đầu tư, nhờ tiến độ giải phóng mặt bằng nhanh.** Dự án đã được chấp thuận chủ trương đầu tư và quy hoạch 1/2000, doanh nghiệp dự kiến bắt đầu giải phóng mặt bằng từ 05/2026. Tiến độ nhanh nhờ cơ cấu đất tương đối thuận lợi: chỉ ~2,19% là đất dân cư và nghĩa địa, trong khi 72,0% là đất nông nghiệp thường có tiến độ giải phóng mặt bằng nhanh và 19,1% là đất nhà máy hiện hữu không cần giải phóng mặt bằng. Ngoài ra, mức bồi thường cao kỳ vọng hỗ trợ đẩy nhanh tiến độ đàm phán với người dân.

Triển vọng cho thuê tích cực giúp bù đắp chi phí đầu tư tăng cao. Biên lợi nhuận gộp bình quân ~58%, cao hơn 21 đpt so với biên lợi nhuận hiện tại mảng này của VCG. Triển vọng cho thuê tích cực khi (1) có tốc độ lấp đầy nhanh trong giai đoạn đầu và (2) giá cho thuê ở mức cao.

KCN Đông Anh dự kiến cho thuê nhanh trong giai đoạn đầu nhưng tốc độ hấp thụ sẽ chậm dần về dài hạn. Dự án có diện tích thương phẩm khoảng 157,02 ha (trong đó ~63,49 ha⁴ (~40,43% đất thương phẩm) dành cho nhóm khách thuê công nghệ cao), dự kiến bắt đầu cho thuê từ năm 2027. Với định hướng phát triển theo mô hình KCN công nghệ cao và KCN sinh thái, KCN Đông Anh có tiêu chuẩn lựa chọn khách thuê cao hơn so với KCN thông thường. Chúng tôi cho rằng tiến độ cho thuê của KCN Đông Anh sẽ phân hóa theo hai giai đoạn với 157,02 ha đất thương phẩm:

- Trong giai đoạn đầu, khoảng 93,54 ha (59,57% đất thương phẩm) có yêu cầu ngành nghề linh hoạt hơn dự kiến sẽ được hấp thụ tương đối nhanh, ~5 năm kể từ khi bắt đầu cho thuê, nhờ quy mô không quá lớn và lợi thế vị trí gần sân bay Nội Bài. Dự án cách sân bay ~10 km, tương đương ~20 phút di chuyển, trong khi nguồn cung KCN hiện hữu quanh khu vực này đã lấp đầy.
- Ngược lại, khoảng 63,49 ha (40,43%) dành cho nhóm khách thuê công nghệ cao dự kiến sẽ có tốc độ lấp đầy chậm hơn, với thời gian hấp thụ khoảng 20 năm, tương đương mặt bằng các khu công nghệ cao hiện hữu. Nguyên nhân đến từ tệp khách thuê hẹp hơn, tiêu chuẩn xét duyệt cao hơn và yêu cầu về ngành nghề phù hợp với định hướng KCN công nghệ cao. Dù nhu cầu thuê đất của nhóm khách hàng công nghệ cao vẫn tích cực, nguồn cung đất công nghiệp định hướng công nghệ cao cũng có xu hướng mở rộng, khiến tốc độ hấp thụ khó cải thiện.

Hình 1: KCN Đông Anh có vị trí gần sân bay Nội Bài

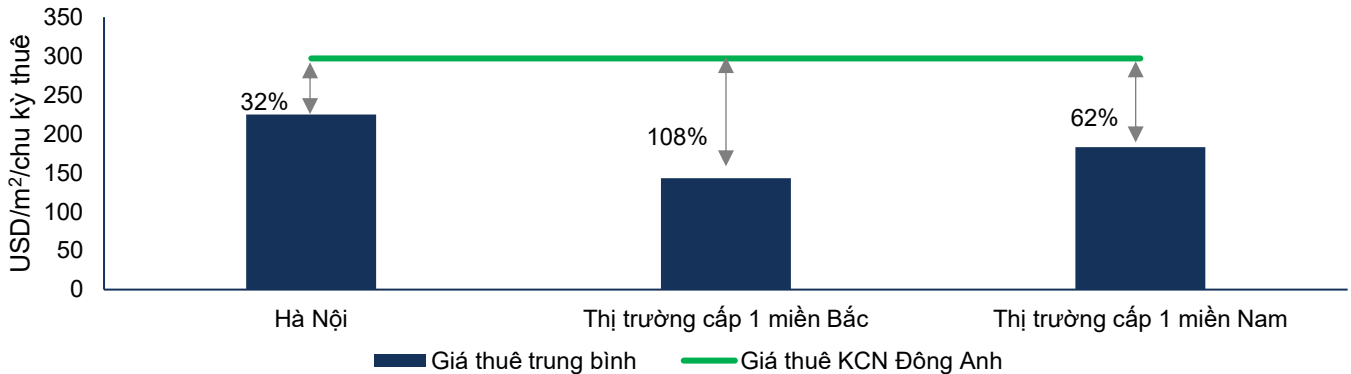


Nguồn: FPT tổng hợp

⁴ Theo Khoản 6 Điều 2 Nghị định 35/2022/NĐ-CP, KCN công nghệ cao phải có tối thiểu 30% diện tích đất công nghiệp được sử dụng để thu hút các dự án công nghệ cao, công nghệ thông tin và các lĩnh vực liên quan. Trên tổng diện tích đất công nghiệp 211,64 ha của dự án, phần diện tích tối thiểu dành cho nhóm khách thuê công nghệ cao tương ứng khoảng 63,49 ha. Phần 70% diện tích đất công nghiệp còn lại tương đương khoảng 148,15 ha, trong đó 54,62 ha là đất công nghiệp hiện hữu. Như vậy, sau khi loại trừ phần diện tích hiện hữu và phần diện tích dành cho khách thuê công nghệ cao, diện tích đất công nghiệp còn lại có yêu cầu ngành nghề linh hoạt hơn ước khoảng 93,54 ha.

Giá thuê dự phóng ở mức ở mức ~297 USD/m²/chu kỳ thuê, tương đương các khu công nghiệp có vị trí gần sân bay Nội Bài tương đồng. Mức giá này cao hơn so với mặt bằng chung của thị trường cấp một chủ yếu nhờ vị trí gần điểm trung chuyển hàng hóa lớn của khu vực – sân bay Nội Bài, được ưu tiên bởi các doanh nghiệp nước ngoài với sản phẩm đầu ra chủ yếu là xuất khẩu thay vì tiêu dùng nội địa (chiếm ~80% khách thuê đất trong khu công nghiệp)

Biểu đồ 27: Giá thuê của Khu công nghiệp Đông Anh ở mức cao so với mức trung bình thị trường



Nguồn: Avison Young, CBRE, FPTs tổng hợp và ước tính

3.2. Khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc – triển vọng tích cực hơn nhờ được đẩy mạnh giải phóng mặt bằng

Khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc đóng góp khoảng 4% giá trị doanh nghiệp, biên lợi nhuận gộp dự báo cải thiện nhờ giá thuê cải thiện và tiến độ cho thuê nhanh hơn.

Khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc đang trong giai đoạn thu hút đầu tư song song với việc hoàn thiện hạ tầng. Dự án đã được VCG đầu tư từ năm 2012, đến nay diện tích lấp đầy còn tương đối thấp chỉ khoảng 33%. Diện tích chưa giải phóng mặt bằng còn khoảng 40 ha, tương đương với ~16% tổng diện tích.

Biên lợi nhuận gộp thấp và tốc độ thu hút đầu tư chậm do tiêu chuẩn xét duyệt khách thuê nghiêm ngặt và tệp khách hàng hẹp hơn khu công nghiệp truyền thống. (1) Biên lợi nhuận gộp chỉ khoảng 37%, thấp hơn 33 đpt so với các khu công nghiệp truyền thống. Dù chi phí đầu tư khoảng ~8 tỷ VND/ha tương đối thấp nhờ được miễn tiền thuê đất và hoàn trả chi phí bồi thường, giá thuê chỉ ~110 USD/m²/chu kỳ thuê, thấp hơn ~51% so với mặt bằng Hà Nội và ~23% so với thị trường cấp 1 miền Bắc. (2) Tiến độ cho thuê tương đối chậm so với khu công nghiệp truyền thống khi sau 14 năm dự án mới lấp đầy 33% diện tích thương phẩm, trong khi thời gian lấp đầy bình quân các khu công nghiệp miền Bắc khoảng 10–12 năm.

Triển vọng cho thuê của dự án tích cực hơn nhờ được Thành phố Hà Nội ưu tiên hoàn thiện hạ tầng và thu hút đầu tư. (1) Chúng tôi dự kiến dự án sẽ hoàn thành giải phóng mặt bằng vào năm 2027. Dự án đã được Hà Nội đưa vào danh sách trọng điểm giải phóng mặt bằng theo Nghị quyết 258/2025/QH15, cho phép sử dụng nguồn vốn linh hoạt của Thành phố để đẩy nhanh công tác giải phóng mặt bằng trong năm 2026. (2) Diện tích thương phẩm còn lại kỳ vọng có tốc độ lấp đầy trung bình ~4%/năm, cao hơn mức ~3%/năm trước đây, tương đương lấp đầy trong ~17 năm (2026–2037). Kỳ vọng này đến từ tiến độ giải phóng mặt bằng được đẩy nhanh, định hướng ưu tiên thu hút FDI công nghệ cao và hạ tầng giao thông khu vực được đầu tư mạnh, đặc biệt kết nối với vành đai 4.

3.3. Cụm công nghiệp Sơn Đông – dự án chi phí cao nhưng được bù đắp bởi tốc độ hấp thụ nhanh

Cụm công nghiệp Sơn Đông kỳ vọng chiếm ~1% giá trị doanh nghiệp với diện tích thương phẩm ~40 ha, tốc độ lấp đầy nhanh kỳ vọng sẽ bù đắp chi phí đầu tư cao do áp lực đền bù và xây dựng.

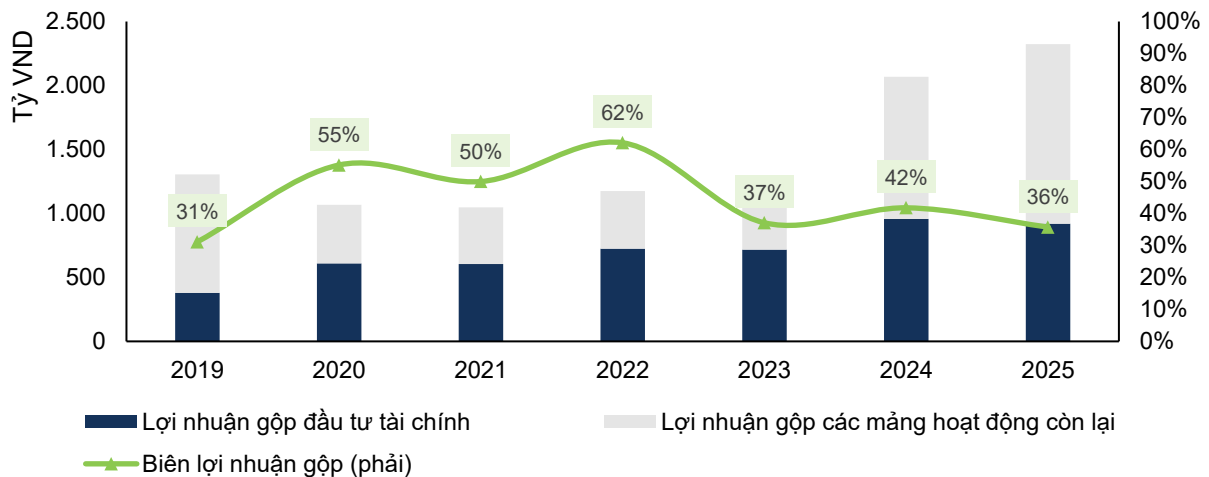
Chi phí đầu tư cao do áp lực chi phí đền bù và xây dựng, song tiến độ triển khai kỳ vọng được đẩy mạnh, bắt đầu cho thuê từ 2027. Tổng mức đầu tư dự án khoảng 1.211 tỷ VND, tương đương ~31 tỷ VND/ha đất thương phẩm, cao gấp khoảng 3 lần mặt bằng các dự án trước đây, chủ yếu do chi phí đền bù, giải phóng mặt bằng và xây dựng tăng mạnh. Diện tích đã đền bù giai đoạn 1 được thực hiện chỉ trong 2 năm trong giai đoạn 2024-2025. Phần diện tích còn lại đã được địa phương thông báo thu hồi đến người dân từ cuối năm 2025, do đó chúng tôi kỳ vọng sẽ hoàn thiện trong năm 2026.

Triển vọng cho thuê tích cực nhờ tiến độ cho thuê nhanh với diện tích cho thuê linh hoạt. Dự án dự kiến cho thuê hết toàn bộ 38,19 ha đất thương phẩm ngay trong năm 2027, qua đó mang về khoảng 1.432 tỷ đồng tiền thuê đất và ghi nhận doanh thu khoảng 33 tỷ đồng/năm giai đoạn 2027–2070. Dù chưa vận hành, dự án đã ký MOU 100% diện tích đất công nghiệp từ 10 doanh nghiệp và 51 cơ sở sản xuất. Lợi thế cạnh tranh đến từ diện tích cho thuê linh hoạt 1–5 ha phù hợp với các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong nước và các doanh nghiệp nước ngoài muốn thăm dò thị trường.

IV. Mảng đầu tư tài chính [\(Quay lại\)](#)

Tổng quan mảng đầu tư tài chính:

Biểu đồ 28: Mảng đầu tư tài chính của VCG có lợi nhuận gộp ổn định



Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

Mảng đầu tư tài chính đóng góp 30-60% vào lợi nhuận gộp của VCG trong các năm gần đây, và đóng vai trò duy trì dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp. Trong đó, VCG thực hiện mua lại cổ phần tại các công ty con và công ty liên kết tại các lĩnh vực: sản xuất công nghiệp, phân phối và kinh doanh nước sạch, và giáo dục. Chúng tôi phân các khoản đầu tư này thành 2 nhóm chính:

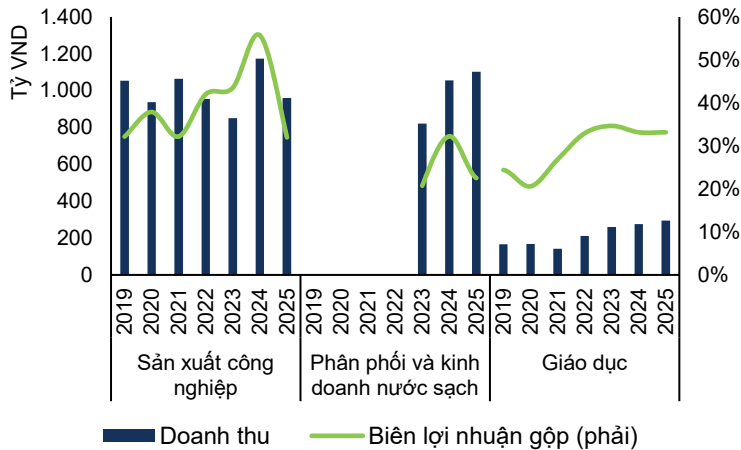
- (1) Các khoản đầu tư được VCG nắm giữ lâu dài nhằm doanh thu thuần ổn định.
- (2) Các khoản đầu tư ngắn hạn, VCG thoái vốn và ghi vào doanh thu tài chính.

1. Các khoản đầu tư mang tính dài hạn tập trung vào nhóm ngành ít chịu ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế, triển vọng đem lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp.

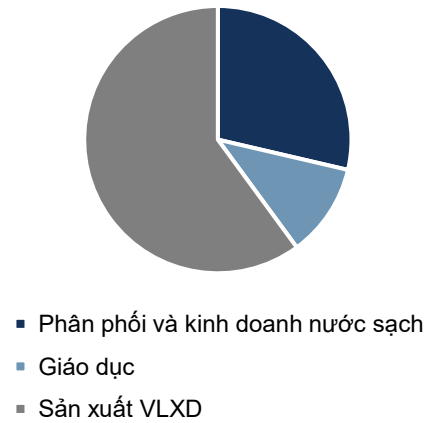
Đối với các khoản đầu tư tài chính được doanh nghiệp nắm giữ dài hạn, VCG tập trung vào các ngành thể hiện nhu cầu thiết yếu và ít chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế, với mục đích đảm bảo dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp, bao gồm: phân phối và kinh doanh nước sạch, và hệ thống giáo dục Lý Thái Tổ, và gần đây là bệnh viện quốc tế Aegis.

Đặc điểm của các mảng kinh doanh này là nhu cầu tiêu thụ ổn định từ thị trường qua các chu kỳ kinh tế, biên lợi nhuận gộp duy trì cao ở mức 30-50% và ít rủi ro nợ xấu hơn mảng xây dựng và bất động sản. Trong các giai đoạn 2021-2023, khi ngành xây dựng gặp khó khăn và VCG chưa ghi nhận doanh thu từ các dự án BĐS, mảng đầu tư tài chính duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 700-850 tỷ VND/năm, đem lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp và góp phần đáng kể vào tỷ trọng lợi nhuận của VCG trong giai đoạn này. Chúng tôi đánh giá đây là các khoản đầu tư an toàn khi mảng xây dựng cốt lõi hoặc mảng bất động sản gặp khó khăn do thị trường đóng băng hay tiến độ giải ngân chậm, nguồn thu từ nước sạch và giáo dục giúp tổng công ty duy trì dòng tiền ổn định để chi trả chi phí quản lý và lãi vay ngân hàng.

Biểu đồ 29: Doanh thu và biên lợi nhuận từ các mảng đầu tư dài hạn



Biểu đồ 30: Cơ cấu lợi nhuận gộp từ các mảng đầu tư dài hạn

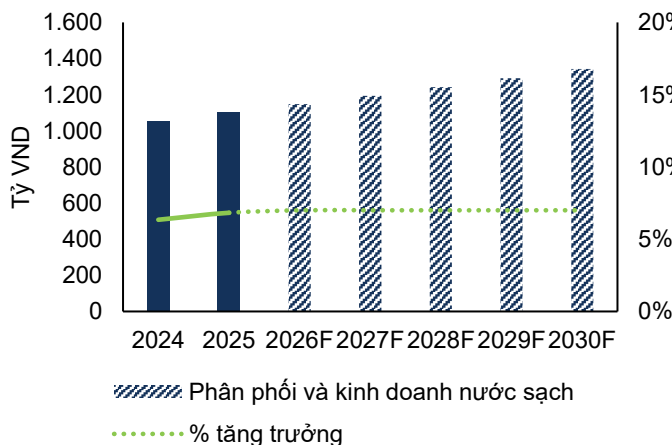


Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

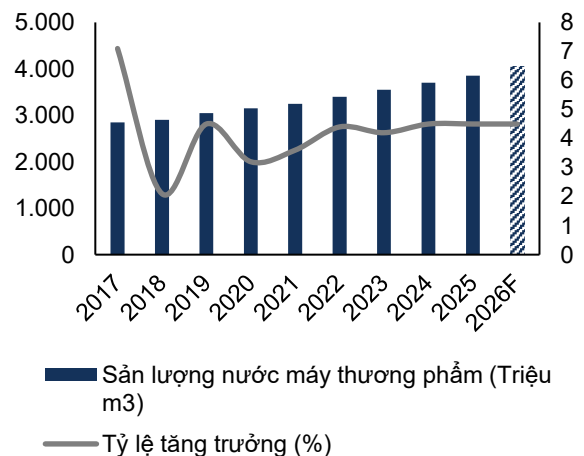
Chúng tôi dự phóng các lĩnh vực này tiếp tục tăng trưởng đều trong trung hạn, tới từ:

- **Mảng nước sạch tăng trưởng đều 5%, tương ứng với tốc độ tăng trưởng sản lượng của toàn ngành.** Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhu cầu nước sạch phục vụ sản xuất công nghiệp, vốn là phân khúc còn nhiều dư địa khai thác lớn. Trong năm 2026, chỉ số PMI của Việt Nam duy trì tăng trưởng tại mức 54,3 điểm, thể hiện xu hướng mở rộng sản xuất kinh doanh trong dài hạn. Ngoài ra, mục tiêu tăng trưởng GDP quyết liệt trên 10% của Chính phủ cũng tạo ra nhu cầu sản xuất kinh doanh mở rộng. Từ đó, nhu cầu nước sạch duy trì đà tăng trưởng đều trong trung hạn. Với việc dòng vốn FDI đăng ký và giải ngân tại Việt Nam tiếp tục duy trì xu hướng tích cực, việc mở rộng diện tích các khu công nghiệp sẽ tạo ra nhu cầu thực tế rất lớn về hạ tầng nước, giúp các đơn vị thành viên của VCG đảm bảo đầu ra dài hạn.

Biểu đồ 31: Triển vọng mảng nước sạch trong trung hạn của VCG

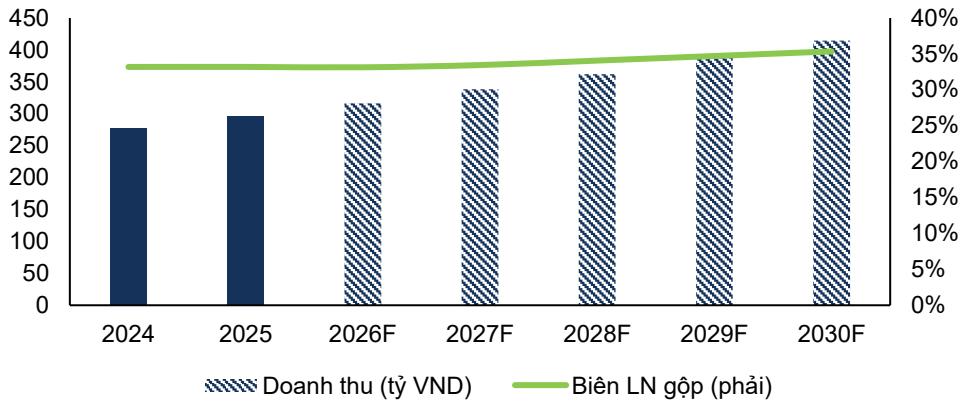


Biểu đồ 32: Sản lượng nước máy thương phẩm toàn ngành (triệu m³)



Nguồn: VCBS, FPTS Tổng hợp

- **Mảng giáo dục đem lại dòng tiền đều hàng năm.** Mảng giáo dục duy trì đem lại dòng tiền đều cho VCG khi có biên lợi nhuận ròng duy trì quanh mức 20% và đặc thù không phát sinh các khoản phải thu khó đòi bởi đặc thù trả trước học phí. Ngoài ra, việc VCG đẩy mạnh chuẩn hóa quốc tế qua các chương trình hợp tác với Oxford và Hội đồng Anh giai đoạn 2026-2027 được kỳ vọng sẽ gia tăng giá dịch vụ và duy trì tuyển sinh ổn định cho mảng này.

Biểu đồ 33: Doanh thu và biên lợi nhuận mảng giáo dục dự kiến tăng trưởng đều trong trung hạn


Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

- Ngoài ra, các khoản đầu tư tài chính dài hạn của doanh nghiệp còn có đầu tư vào mảng sản xuất công nghiệp với các sản phẩm xi măng, đá, bê tông thành phẩm. Chúng tôi cho rằng mảng này được lập ra với mục đích hỗ trợ các hoạt động xây dựng trong hệ sinh thái doanh nghiệp vì VCG có thuyết minh doanh thu cung cấp dịch vụ cho các bên liên quan, bao gồm các công ty xây dựng liên kết, và có khoản chi phí mua hàng hóa, dịch vụ từ các công ty sản xuất vật liệu liên kết. Tuy nhiên, vì hạn chế về thông tin nên chúng tôi không đi sâu vào phân tích chi tiết mảng sản xuất công nghiệp.

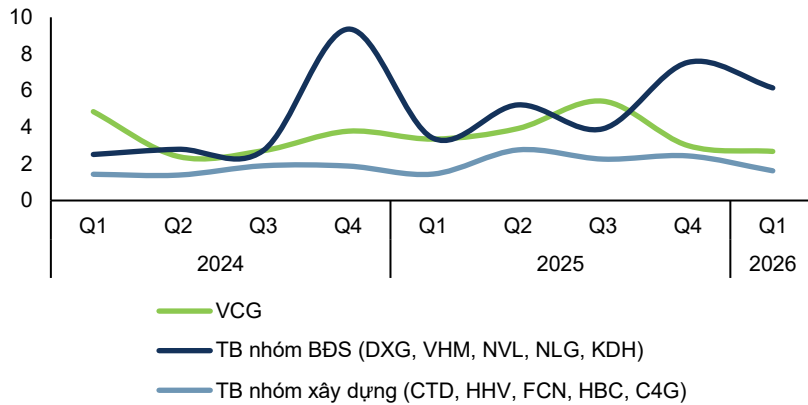
2. Các khoản đầu tư ngắn hạn:

Khoản đầu tư ngắn hạn tại Tổng Công ty Đầu tư Nước và Môi trường Việt Nam (Viwaseen - VIW) dự kiến sẽ đóng góp khoảng 800 tỷ vào doanh thu tài chính năm 2027 của VCG, song cơ cấu giao dịch với các bên liên quan đặt ra rủi ro về tính minh bạch trong quản trị doanh nghiệp. Cụ thể, VCG đã thực hiện mua vào khoản đầu tư này trong năm 2026 và hiện đang triển khai lộ trình chuyển nhượng lại cho Xuân Cầu Holdings cùng các đối tác liên quan đến ban lãnh đạo, bao gồm Công ty Cổ phần An Quý Hưng (đơn vị sở hữu 23% vốn và là cổ đông lớn tại VIW). Dựa trên cơ sở định giá theo giá thị trường, thương vụ này được dự phóng sẽ ghi nhận 800 tỷ đồng vào doanh thu tài chính cho chu kỳ kinh doanh năm 2027, giúp bổ sung nguồn vốn lưu động kịp thời cho tổng công ty. Tuy nhiên, việc phần lớn cổ phần được dịch chuyển nội bộ giữa các bên có chung lợi ích thương tầng mà chưa công bố chi tiết giá trị giao dịch cụ thể tại thời điểm hiện tại là một điểm cần lưu ý.

C. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Khả năng chi trả lãi vay

Biểu đồ 34: VCG có tỷ lệ EBIT/lãi vay ổn định



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTIS tổng hợp và ước tính

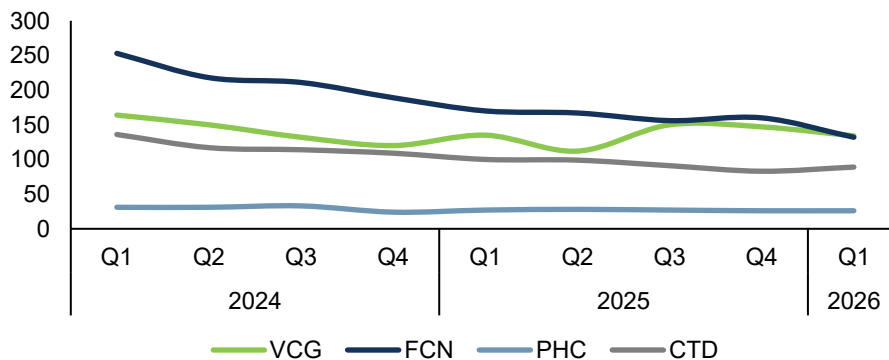
Việc duy trì mô hình kinh doanh song song giữa xây lắp hạ tầng và đầu tư bất động sản giúp VCG ổn định khả năng chi trả lãi vay trước những biến động của thị trường. Cấu trúc này cho phép doanh nghiệp tận dụng lợi thế đặc thù của từng mảng để bù đắp rủi ro cho nhau trong các chu kỳ kinh tế khác nhau:

- Trong giai đoạn thị trường bình thường: Chỉ số EBIT/lãi vay của VCG nằm giữa trung bình hai nhóm ngành xây dựng và BĐS khi kết hợp giữa biên lợi nhuận cao từ bất động sản và biên lợi nhuận thấp của xây lắp. Trong khi các doanh nghiệp thuần xây dựng thường xuyên phải đối mặt với áp lực lãi vay chiếm lớn với EBIT/Lãi vay ~2,0 do thâm dụng vốn lưu động cao, thì sự góp mặt của lợi nhuận từ mảng bất động sản giúp VCG gia tăng EBIT, đưa hệ số này về mức an toàn hơn.
- Đồng thời, nếu thị trường bước vào giai đoạn siết chặt tín dụng BĐS như hiện nay: Khi các doanh nghiệp thuần bất động sản rơi vào tình trạng chi phí vốn tăng cao do các chính sách siết chặt tín dụng BĐS, và sụt giảm EBIT do không có sản phẩm bán, VCG vẫn duy trì được dòng tiền hoạt động ổn định từ mảng xây dựng hạ tầng. Đặc thù của đầu tư công là không bị ảnh hưởng bởi chu kỳ thị trường tiêu dùng và thường có nguồn vốn giải ngân đảm bảo từ ngân sách nhà nước. Lợi nhuận từ hoạt động thi công các dự án trọng điểm giúp doanh nghiệp duy trì khả năng thanh toán lãi vay mà không bị cuốn vào đà suy thoái chung của nhóm bất động sản.

Nhìn chung, khả năng đa dạng hóa nguồn thu giúp VCG giảm thiểu sự nhạy cảm trước biến động của ngành, từ đó duy trì sức khỏe tài chính bền vững hơn so với các nhà thầu chỉ hoạt động đơn ngành.

2. Khoản phải thu cao so với nhóm nhà thầu xây lắp

Biểu đồ 35: So sánh số ngày phải thu của các doanh nghiệp xây dựng



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTIS tổng hợp và ước tính

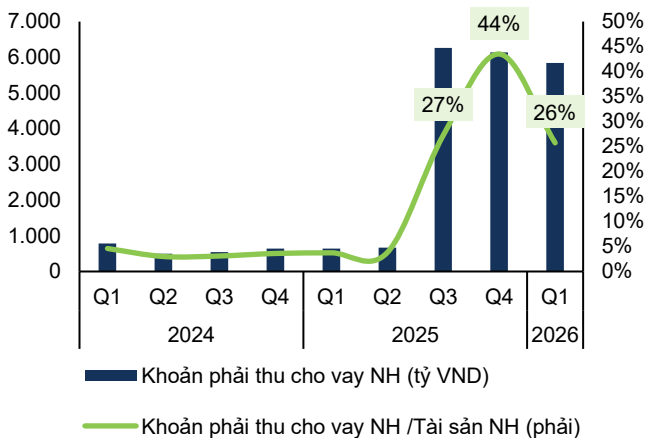
(*) Chỉ số của VCG bóc tách riêng mảng xây dựng; các doanh nghiệp còn lại là nhà thầu thuần xây dựng.

Số ngày phải thu của VCG duy trì ở mức cao, xuất phát từ tính chất của công trình hạ tầng và mô hình hoạt động đa ngành. Nguyên nhân đầu tiên nằm ở thời gian bảo hành của công trình bắt buộc tại các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm của VCG có thời gian bảo hành kéo dài từ 24 đến 60 tháng. Đồng thời, quy trình phê duyệt giải tỏa khoản tiền trích giữ lại bảo hành (3% đến 5% giá trị hợp đồng) tại các dự án đầu tư công bị ràng buộc bởi các thủ tục quyết toán vốn nhà nước không thể giải tỏa nhanh bằng bảo lãnh ngân hàng như phân khúc dân dụng tư nhân. Ngoài ra, doanh nghiệp này còn có hoạt động đầu tư, thoái vốn và các khoản cho vay ngắn hạn, làm cơ cấu phải thu phình to hơn so với các nhà thầu xây lắp.

D. CÁC YẾU TỐ THEO DÕI

1. Khoản phải thu về cho vay ngắn hạn tăng đột biến và có nhiều rủi ro [\(Quay lại\)](#)

Biểu đồ 36: Khoản phải thu về cho vay ngắn hạn tăng đột biến tại Q3/2025



Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

Khoản mục phải thu về cho vay ngắn hạn tăng đột biến tại Q3/2025, làm gia tăng rủi ro thu hồi tài sản.

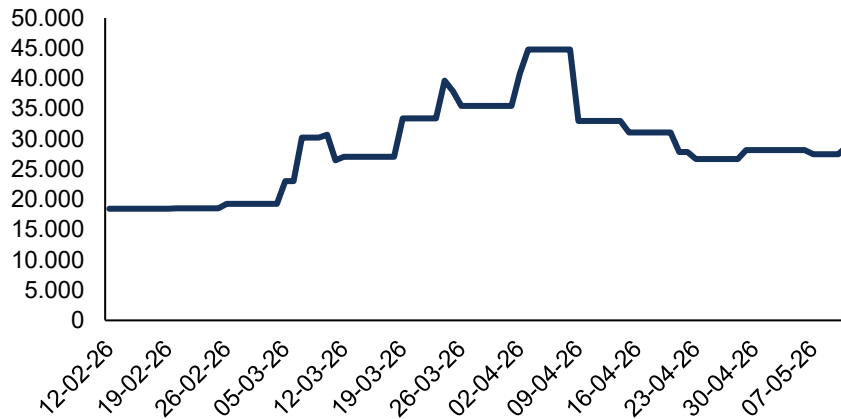
Tại quý 3/2025, khoản mục phải thu về cho vay ngắn hạn của VCG tăng mạnh, đạt mức xấp xỉ 6.139 tỷ VND. Các khoản cho vay này có lãi suất tương đối cao, từ 9,6% đến 12,5%/năm. Đáng chú ý, khoản cho vay lớn này diễn ra ngay sau khi doanh nghiệp thu về dòng tiền từ thương vụ thoái vốn toàn bộ 51% cổ phần tại Vinaconex ITC (VCR) - chủ đầu tư dự án Cát Bà Amatina với giá trị khoảng 5.312 tỷ VND. Trong tổng quy mô cho vay, hơn 5.460 tỷ VND được tập trung cho ba pháp nhân, và các bên này đã lập tức sử dụng nguồn vốn từ VCG để mua lại trước hạn các lô trái phiếu vào cuối tháng 8/2025.

Mặc dù các khoản cho vay trên được đảm bảo bằng cổ phiếu của một ngân hàng niêm yết thuộc sở hữu của bên thứ ba, chúng tôi nhận thấy việc thu hồi khoản cho vay trên vẫn đang tiềm ẩn nhiều rủi ro. Các khoản cho vay trên có giá trị lớn, tương đương 40% vốn hóa của VCG, do đó khả năng thu hồi lại khoản cho vay cũng tác động lớn tới dòng tiền và giá trị doanh nghiệp. Theo BCTC năm 2025, các khoản cho vay này có thời gian đáo hạn lần lượt vào các quý 2, 3, 4 năm 2026, chúng tôi sẽ cập nhật thông tin về khoản cho vay này khi các BCTC được công bố.

2. Biến động giá nguyên vật liệu mảng xây dựng

Tương tự với các doanh nghiệp trong ngành hạ tầng, VCG đang đối mặt với áp lực chi phí lớn do biến động giá nguyên vật liệu. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp của VCG chịu rủi ro cao hơn đáng kể trước xu hướng tăng của giá dầu thô do đặc thù cơ cấu danh mục dự án.

- (1) **VCG thực hiện nhiều dự án cao tốc sử dụng nhựa đường** - là sản phẩm hạ nguồn trực tiếp của quá trình lọc dầu thô và chiếm tỷ trọng chi phí cấu thành lớn (thường từ 20% đến 30%) trong giai đoạn hoàn thiện lớp mặt của các dự án đường cao tốc. Khi giá dầu thô leo thang, giá nhựa đường thương phẩm tăng theo tỷ lệ thuận gần như ngay lập tức, đẩy giá vốn phân đoạn này vượt mạnh khỏi dự toán ban đầu tại các gói thầu lớn như Cao tốc đoạn Vũng Áng - Bùng hay Hàm Nghi - Vũng Áng. Bên cạnh đó, giá dầu diesel tăng cũng làm gia tăng chi phí nhiên liệu đầu vào cho hệ thống máy đào, máy ủi và xe vận chuyển hoạt động liên tục tại công trường, tạo thành áp lực tăng chi phí kìm nén ép tỷ suất lợi nhuận gộp của tổng công ty.

Biểu đồ 37: Giá dầu diesel duy trì neo cao tại T5/2026


- (2) **Đặc thù danh mục backlog tập trung vào các dự án trọng điểm quốc gia khiến VCG không có dư địa đàm phán điều chỉnh tiến độ thi công để chờ bình ổn giá.** Việc backlog có nhiều dự án trọng điểm khiến VCG không có khả năng thi công cầm chừng để đợi giá nguyên vật liệu bình ổn. Đối với các gói thầu hạ tầng quy mô lớn như Gói thầu 5.10 Sân bay Long Thành hay đường Vành đai 4 vùng Thủ đô, các mốc thời gian hoàn thành mang tính bắt buộc cao hơn và chịu sự giám sát chặt chẽ. VCG không có nhiều dư địa để đàm phán chiến lược thi công cầm chừng để chờ đợi giá nguyên vật liệu hạ nhiệt khi thực hiện các dự án này. VCG phải chịu rủi ro mua nguyên vật liệu ở vùng giá cao để đảm bảo tiến độ, dẫn đến rủi ro hiện lỗ gộp nếu tình trạng giá cao diễn ra trong dài hạn.

E. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ (Quay lại)

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu VCG với giá mục tiêu **19.800 VNĐ/cổ phiếu**, thấp hơn **5,1%** so với giá đóng cửa ngày 30/06/2026. Giá mục tiêu của Tổng Công ty Xuất nhập khẩu và Xây dựng được xác định bằng phương pháp tổng giá trị thành phần (SOTP), với phương pháp chiết khấu dòng tiền được áp dụng cho các mảng kinh doanh: (1) Mảng xây dựng và mảng đầu tư tài chính; (2) Mảng BĐS dân dụng gồm 4 dự án; và (3) Mảng BĐS công nghiệp.

STT	Tổng hợp định giá từng phần	Giá trị (tỷ VND)	Phương pháp	Tỷ trọng
I	Mảng xây dựng và mảng đầu tư tài chính	6.637	DCF	51,8%
II	Mảng Bất động sản dân dụng	3,648		28,5%
	Vera Diamond	1.467	DCF	11,1%
	Capital One	1.229	DCF	9,6%
	Chợ Mơ	479	DCF	3,7%
	Green Valley	473	DCF	3,7%
III	Mảng Bất động sản công nghiệp	2.528		19,7%
	Khu công nghiệp Đông Anh	1.935	DCF	15,2%
	Khu công nghệ cao 2 Hòa Lạc	486	DCF	3,8%
	Cụm công nghiệp Sơn Đông	89	DCF	0,7%
	Tổng giá trị các thành phần	12.813		
	Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	646,47		
	Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	19.821		

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2026	10,82%	Phần bù rủi ro thị trường	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	2,1%	Beta không đòn bẩy	0,76
Chi phí sử dụng VCSH	14,38%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro	4,1%	Thời gian dự phóng	5 năm

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

KQHĐKD	2024A	2025A	2026F	2027F	Bảng cân đối kế toán	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	12.870	16.071	16.203	16.494	TÀI SẢN				
Giá vốn hàng bán	(10.889)	(13.801)	(13.558)	(13.783)	Tài sản ngắn hạn	17.689	23.627	22.388	24.746
Lợi nhuận gộp	1.981	2.271	2.644	2.711	Tiền, ĐTT và ĐTTC	4.252	5.229	2.915	5.064
Chi phí bán hàng	(58)	(158)	(137)	(146)	Các khoản phải thu ngắn hạn	5.858	12.293	12.042	11.699
Chi phí QLDN	(380)	(518)	(315)	(311)	Hàng tồn kho	7.090	5.657	6.843	7.292
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.543	1.595	2.192	2.254	Tài sản ngắn hạn khác	489	449	588	691
Doanh thu tài chính	333	3.766	549	727	Tài sản dài hạn	11.752	7.641	11.498	12.722
Chi phí tài chính	(446)	(440)	(400)	(610)	Các khoản phải thu dài hạn	59	20	73	248
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>(434)</i>	<i>(376)</i>	<i>(338)</i>	<i>(543)</i>	Tài sản cố định	10.225	5.650	4.635	4.028
Lãi/lỗ khác và lãi/lỗ công ty liên kết	(58)	(45)	(37)	(37)	Tài sản cố định hữu hình	3.363	3.757	3.482	2.893
LNTT	1.373	4.876	1.966	1.790	Tài sản cố định vô hình	9	40	38	37
Thuế TNDN	(264)	(1.011)	(297)	(293)	Tài sản dở dang dài hạn	6.746	1.758	1.037	1.037
LNST	1.108	3.865	1.669	1.497	Bất động sản đầu tư	484	997	2.367	3.805
<i>Lợi ích cổ đông thiểu số</i>	<i>182</i>	<i>200</i>	<i>167</i>	<i>150</i>	Đầu tư dài hạn	675	708	708	708
LNST công ty mẹ	927	3.665	1.502	1.347	Tài sản dài hạn khác	238	216	3.675	3.892
EPS (VND)	1.548	5.670	2.509	2.251	TỔNG TÀI SẢN	29.441	31.269	33.886	37.467
					NGUỒN VỐN				
Khả năng sinh lời	2024A	2025A	2026F	2027F	NỢ PHẢI TRẢ	18.325	18.787	18.558	21.559
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15%	14%	16%	16%	Nợ ngắn hạn	12.912	16.137	13.012	13.521
Tỷ suất LNST	7%	23%	10%	9%	Vay nợ ngắn hạn	4.452	5.527	3.050	3.683
ROE DuPont	12%	38%	7,6%	9,82%	Các khoản phải trả ngắn hạn	8.398	10.549	9.907	9.783
ROA DuPont	3%	12%	2,9%	4,0%	Quỹ khen thưởng, phúc lợi	63	61	55	55
Tỷ suất EBIT/doanh thu	14%	33%	12,1%	10,8%	Nợ dài hạn	5.413	2.650	5.546	8.038
LNTT / EBIT	76%	93%	85,4%	76,7%	Các khoản vay nợ dài hạn	4.307	1.893	3.947	3.075
LNST/LNTT	68%	75%	84,9%	83,6%	Các khoản phải trả dài hạn	1.105	757	1.599	4.962
Vòng quay TTS	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x	VỐN CHỦ SỞ HỮU	11.116	12.482	15.328	15.909
Đòn bẩy tài chính	3,9x	3,1x	2,4x	2,3x	Vốn góp của chủ sở hữu	5.986	6.465	6.982	7.540
Hiệu quả hoạt động	2024A	2025A	2026F	2027F	Thặng dư vốn cổ phần	16	16	16	17
Thời gian luân chuyển tiền	139	124	140	158	Lợi nhuận chưa phân phối	1.869	4.495	4.139	4.135
Số ngày phải thu	183	206	274	263	Quỹ đầu tư phát triển	40	40	36	36
Số ngày tồn kho	234	169	141	156	Các khoản vốn chủ sở hữu khác	249	320	320	320
Số ngày phải trả	279	251	275	261	Lợi ích cổ đông thiểu số	2.965	1.146	1.168	1.197
COGS / Hàng tồn kho	1,6x	1,9x	2,0x	1,9x	TỔNG NGUỒN VỐN	29.441	31.269	33.886	37.467
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025A	2026F	2027F	Lưu chuyển tiền tệ	2024A	2025A	2026F	2027F
CS thanh toán hiện hành	1,4x	1,5x	1,7x	1,8x	Tiền đầu năm	4.157	4.252	5.229	2.915
CS thanh toán nhanh	0,8x	1,1x	1,2x	1,3x	Lợi nhuận trước thuế	1.204	4.676	1.966	1.790
CS thanh toán tiền mặt	0,3x	0,3x	0,2x	0,4x	Khấu hao	359	332	402	452
Nợ/Tài sản	0,6x	0,6x	0,5x	0,6x	Dự phòng	(87)	78	10	21
Nợ/Vốn CSH	1,6x	1,5x	1,2x	1,4x	Thay đổi VLD và điều chỉnh khác	170	(2.248)	242	2.769
Nợ ngắn hạn/VCSH	1,2x	1,3x	0,8x	0,8x	Tiền từ HĐKD	1.647	2.839	2.282	4.488
Nợ dài hạn/VCSH	0,5x	0,2x	0,4x	0,5x	Thanh lý tài sản cố định	9	7	-	-
					Chi mua sắm TSCĐ	(564)	(629)	(548)	(1.208)
					Các HĐ đầu tư khác	556	(2.088)	(3.107)	(282)
					Tiền từ hoạt động đầu tư	2	(2.710)	(3.655)	(1.490)
					Thay đổi nợ	(1.777)	294	(423)	(291)
					Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
					Cổ tức đã trả	(71)	(563)	(517)	(559)
					Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					Tiền từ hoạt động TC	(1.847)	(269)	(940)	(850)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	(199)	(141)	(2.313)	2.148
					Chênh lệch tỷ giá	0	0	-	-
					Tiền cuối năm	4.252	5.229	2.915	5.064

F. PHỤ LỤC

1. Các công ty con thuộc VCG: ([Quay lại](#))

STT	Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Hoạt động chính
• Sở hữu trực tiếp:			
1	Công ty TNHH Một thành viên Vinaconex Đầu tư ("Công ty Vinaconex Invest")	100	Đầu tư và kinh doanh bất động sản
2	Tổng công ty Đầu tư nước và Môi trường Việt Nam – CTCP (Viwaseen)	98,16	Khai thác, xử lý, cung cấp nước, thi công xây lắp
3	Công ty TNHH Một thành viên Vinaconex Xây dựng ("Vinaconex CM")	100	Thi công xây lắp
4	Công ty Cổ phần Bạch Thiên Lộc	99,99	Đầu tư xây dựng và vận hành công trình thủy điện
5	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển điện Miền Bắc 2 (Nedi2)	51,1	Đầu tư và phát triển năng lượng
6	Công ty Cổ phần Vinaconex 25	71,12	Thi công xây lắp
7	Công ty TNHH Một thành viên Giáo dục Lý Thái Tổ	100	Kinh doanh giáo dục
8	Công ty Cổ phần Xây dựng số 1 (Vinaconex 1)	55,14	Thi công xây lắp và kinh doanh bất động sản
9	Công ty Cổ phần BOO Nước sạch Sapa	99	Kinh doanh nước sạch
10	Công ty Cổ phần Vinaconex Sài Gòn	76,25	Thi công xây lắp
11	Công ty Cổ phần Vivaco	51	Kinh doanh nước sạch
12	Công ty Cổ phần Vinaconex Dung Quất	95,87	Sản xuất và kinh doanh nước sạch
13	Công ty Cổ phần Xây dựng số 17 Vinaconex	82,09	Thi công xây lắp và kinh doanh bất động sản
14	Công ty TNHH Vinaconex Capital One	100	Kinh doanh bất động sản
15	Công ty Cổ phần Vinaconex 27	57,33	Thi công xây lắp
16	Công ty Cổ phần Xây dựng 16 – Vinaconex 16	51,93	Thi công xây lắp
17	Công ty Xây dựng số 4 – Vinaconex 4	100	Đã dừng hoạt động
18	Công ty Cổ phần Đầu tư Vinaconex Việt Trì	51	Đầu tư và kinh doanh bất động sản
• Sở hữu gián tiếp			
19	Công ty Cổ phần Bất động sản Vinaconex	100	Đầu tư và kinh doanh bất động sản
20	Công ty TNHH Thủy tinh Pha lê Bohemia Hà Nội	100	Đầu tư và kinh doanh bất động sản
21	Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Cấp thoát nước – Waseco	98,16	Đầu tư xây dựng cấp thoát nước
22	Công ty Cổ phần Xây dựng Cấp thoát nước số 1 – Viwaseen.1	58,9	Đã ngừng hoạt động
23	Công ty Cổ phần Cơ khí Xây dựng Cấp thoát nước – Viwaseen.2	52,4	Xây dựng, cấp thoát nước
24	Công ty Cổ phần Viwaseen.3	52,52	Xây dựng, cấp thoát nước
25	Công ty Cổ phần Điện nước Lắp máy và Xây dựng – Viwaseen.4	50,06	Đã dừng hoạt động
26	Công ty Cổ phần Viwaseen 6	55,45	Xây dựng, cấp thoát nước
27	Công ty Cổ phần Khoan và Xây lắp Cấp thoát nước (Viwaseen 11)	52,12	Xây dựng, cấp thoát nước
28	Công ty Cổ phần Xây dựng Cấp thoát nước số 12 (Viwaseen 12)	57,63	Xây dựng, cấp thoát nước
29	Công ty Cổ phần Xây lắp và Sản xuất thiết bị ngành nước (Viwaseen 14)	61,61	Sản xuất thiết bị ngành nước, xây dựng
30	Công ty Cổ phần Xây dựng Cấp thoát nước số 15 (Viwaseen 15)	56,93	Xây dựng, cấp thoát nước
31	Công ty Cổ phần Phát triển Nhân lực, Thương mại và Du lịch Viwaseen (Viwaseen TMC)	55,36	Du lịch, kinh doanh thương mại
32	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Môi trường Viwaseen – Phương Hường	50,06	Xử lý ô nhiễm, quản lý chất thải

Nguồn: VCG, FPTS tổng hợp

2. Sự khác biệt giữa ghi nhận doanh thu một lần và doanh thu phân bổ ngành BĐS công nghiệp ([Quay lại](#))

Trong ngành BĐS công nghiệp, doanh nghiệp thường cho thuê đất trong thời hạn dài, có thể khoảng 30-50 năm. Doanh thu kế toán có thể được ghi nhận theo hai cách. Ghi nhận một lần là ghi nhận phần lớn giá trị hợp đồng khi bàn giao đất/hạ tầng và thỏa mãn điều kiện kế toán. Ghi nhận phân bổ là ghi nhận doanh thu dần theo thời hạn thuê, phần tiền thu trước được hạch toán vào doanh thu chờ phân bổ (trước đây là doanh thu chưa thực hiện) rồi phân bổ từng kỳ.

Khác biệt chính nằm ở thời điểm doanh thu và lợi nhuận đi vào báo cáo kết quả kinh doanh. Ghi nhận một lần làm doanh thu, lợi nhuận tăng mạnh tại năm bàn giao; trong khi ghi nhận phân bổ giúp kết quả kinh doanh ổn định hơn.

Dòng tiền thực nhận phụ thuộc vào tiến độ thanh toán, không phụ thuộc hoàn toàn vào cách ghi nhận doanh thu. Nếu khách hàng trả tiền trước, doanh nghiệp có thể thu dòng tiền lớn ngay từ đầu, dù doanh thu kế toán được ghi nhận ngay hoặc phân bổ.

Điểm cần lưu ý thêm là tiền nộp thuế có thể khiến dòng tiền theo hai phương pháp ghi nhận doanh thu khác nhau. Trường hợp doanh thu tính thuế được xác định theo số tiền trả trước, doanh nghiệp phải nộp thuế sớm hơn, khiến dòng tiền thực giữ lại thấp hơn lợi nhuận kế toán. Ngược lại, nếu doanh thu tính thuế được phân bổ theo từng năm, áp lực nộp thuế sẽ trải đều hơn theo thời gian. Theo quy định về thuế thu nhập doanh nghiệp, trường hợp bên thuê trả tiền trước cho nhiều năm, doanh nghiệp có thể xác định doanh thu tính thuế theo từng năm hoặc theo toàn bộ số tiền trả trước, tùy điều kiện kế toán, hóa đơn chứng từ và chi phí thực tế (Điều 17, Nghị định 320/2025/NĐ-CP).

Ví dụ giả định: Hợp đồng cho thuê đất có tổng giá trị 100 tỷ VND, tương ứng với doanh thu toàn bộ hợp đồng; lợi nhuận trước thuế ước tính 50 tỷ VND; thời hạn thuê đất là 10 năm. Khách hàng thanh toán trong toàn bộ số tiền trong năm đầu tiên. Thuế thu nhập doanh nghiệp giả định là 20% với lợi nhuận trước thuế 50 tỷ cho toàn bộ hợp đồng

Bảng 9: Sự khác biệt trong cách thức ghi nhận doanh thu và thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp

Đơn vị: tỷ VND	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Năm 8	Năm 9	Năm 10
Tiền nhận được từ khách hàng										
Doanh thu một lần	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Doanh thu phân bổ	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Doanh thu ghi nhận trong năm										
Doanh thu một lần	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Doanh thu phân bổ	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp										
Thu nhập chịu thuế theo doanh thu trả tiền một lần	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Thu nhập chịu thuế theo doanh thu phân bổ	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Nguồn: FPT Research

3. Điều chỉnh khung pháp lý liên quan tới phương thức đối tác công tư (PPP): [\(Quay lại\)](#)

Khung pháp lý về đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) tại Việt Nam năm 2026 ghi nhận những điều chỉnh quan trọng nhằm thu hút nguồn vốn xã hội hóa vào hệ thống hạ tầng chiến lược. Các nội dung sửa đổi trọng tâm bao gồm:

- Mở rộng phạm vi và loại hình đầu tư:** Chính sách mới dỡ bỏ giới hạn về lĩnh vực và quy mô vốn tối thiểu, cho phép áp dụng mô hình PPP rộng rãi từ hạ tầng giao thông đến khoa học công nghệ. Việc khôi phục loại hình hợp đồng BT (Xây dựng - Chuyển giao) và áp dụng ưu đãi miễn chia sẻ tăng doanh thu trong 3 năm đầu cho các dự án công nghệ cao là những điểm mới nhằm đa dạng hóa lựa chọn cho nhà đầu tư.
- Điều chỉnh cơ cấu tài chính và hạn mức vốn:** Tỷ lệ vốn nhà nước tham gia được nâng lên mức tối đa 70% đối với các dự án đường bộ có thu phí, thay vì mức 50% như trước đây. Sự thay đổi này nhằm tăng tính khả thi tài chính cho phương án hoàn vốn của doanh nghiệp, đồng thời cho phép vận dụng linh hoạt vốn đầu tư công thông qua các tiêu dự án thành phần.
- Cải cách thủ tục và cơ chế quản trị rủi ro:** Quy trình chuẩn bị đầu tư và lựa chọn nhà thầu được tinh gọn thông qua việc đẩy mạnh phân cấp quản lý cho các bộ ngành và địa phương. Cơ chế chia sẻ rủi ro được cụ thể hóa bằng việc minh bạch hóa quy trình thanh toán vốn nhà nước, xử lý dứt điểm các trường hợp chấm dứt hợp đồng sớm và rút ngắn chu kỳ điều chỉnh đơn giá để bảo vệ lợi ích của các bên liên quan.

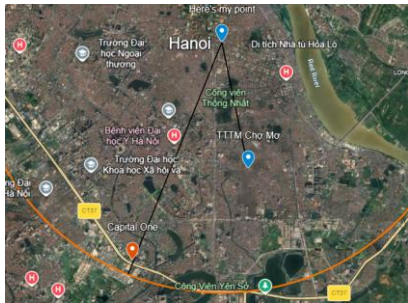


4. Các dự án hạ tầng theo phương thức PPP tạo ra nguồn việc cho doanh nghiệp xây dựng nằm trong hệ sinh thái

Tên dự án	Chủ đầu tư	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)
Đường sắt tốc độ cao Hà Nội - Quảng Ninh	CTCP Đầu tư và Phát triển đường sắt Vinspeed	147.000
Cảng hàng không Gia Bình	CTCP Tập đoàn Masterise	196.000
Cảng hàng không Phan Thiết	Tập đoàn Sun Group	75.378
Trục đại lộ cảnh quan sông Hồng	Đề xuất: Liên danh CTCP Địa ốc Đại Quang Minh, CTCP Tập đoàn Trường Hải, CTCP Tập đoàn Hòa Phát	85.813
Mở rộng cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận	Liên danh Tập đoàn Đèo Cả, CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật (CII, Tasco, TCT Đầu tư Xây dựng Hoàng Long)	36.000

5. Danh mục các gói thầu xây dựng dân dụng tiêu biểu của VCG: [\(Quay lại\)](#)

Nhóm công trình	Công trình tiêu biểu	Chủ đầu tư
Bệnh viện	Bệnh viện Nhi Trung ương (Cơ sở 2) Bệnh viện Phụ sản Trung ương (Cơ sở 2) Bệnh viện K (Cơ sở Tân Triều)	Ban QLDA chuyên ngành Xây dựng công trình Y tế
	Bệnh viện Đa khoa tỉnh Tiền Giang	Ban QLDA đầu tư xây dựng công trình dân dụng và công nghiệp tỉnh Tiền Giang
Trường học	Các dự án thành phần tại Đại học Quốc gia Hà Nội (Hòa Lạc) Các gói thầu xây lắp thuộc trường Đại học Phenikaa (Giai đoạn 1)	Ban QLDA đầu tư xây dựng Đại học Quốc gia Hà Nội Tập đoàn Phenikaa (Đối với các gói thầu vốn đầu tư dự án)
	Hệ thống trường học công lập tại các khu đô thị (Trung Hòa - Nhân Chính, Bắc An Khánh) Tòa nhà Quốc hội (Tham gia gói thầu hoàn thiện và thiết bị)	Ban QLDA đầu tư xây dựng các quận/huyện sở tại Ban QLDA đầu tư xây dựng Nhà Quốc hội và Hội trường Ba Đình (mới)
Trụ sở làm việc	Trụ sở Bộ Công an (Phạm Văn Đồng) Trụ sở Viện Kiểm sát Nhân dân Tối cao Trụ sở Tổng cục Thuế	Bộ Công an Viện Kiểm sát Nhân dân Tối cao Tổng cục Thuế
	Khác (công trình văn hóa, lịch sử,...)	Bảo tàng Lịch sử Quân sự Việt Nam Cung Thành thiếu nhi Hà Nội (Cơ sở mới)

6. Tiến độ các dự án BĐS trọng điểm giai đoạn 2026 - 2030

Dự án	Capital One	Vera Diamond	Green Valley
Vị trí			
Tiến độ thực tế	Dự án đang thi công phần ngầm công trình.	Dự án đã hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật, đã mở bán và bàn giao sổ hồng cho những cư dân đầu tiên.	Dự án đã hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật và 135 căn shophouse



Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu VCG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.	100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058	Fax: (84.28) 6 291 0607	Fax: (84.236) 3553 888