

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

- Lợi nhuận (LN) ròng Q2 tăng 8% svck nhờ biên gộp cải thiện và chi phí tài chính giảm mạnh. Lũy kế 6T24, LN ròng tăng 355% svck từ mức nền thấp năm ngoái.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2024 tăng 192% svck nhờ biên gộp mảng xây dựng cải thiện cùng đóng góp của mảng nước và chi phí tài chính giảm, tuy nhiên LN 2025 có thể giảm 10% svck do phân khúc BĐS nghỉ dưỡng vẫn còn khó khăn.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 24,100 đồng/cp.

### Biên gộp cải thiện và chi phí tài chính giảm hỗ trợ lợi nhuận Q2/24

Trong Q2/24, doanh thu giảm 39% svck do mảng BĐS giảm mạnh 98% svck trong bối cảnh thiếu dự án gối đầu. Tuy nhiên biên LN gộp cải thiện lên mức 12% (+1 điểm % svck) nhờ biên gộp mảng xây dựng tăng trở lại mức 4% (+3 điểm % svck). Hơn nữa, chi phí tài chính giảm 59% svck do doanh nghiệp giảm bớt quy mô nợ vay và mặt bằng lãi suất hạ nhiệt, nhờ đó LN ròng tăng 7% svck. Nửa đầu năm 2024, LN ròng tăng 355% svck từ mức nền thấp năm ngoái.

### LN ròng 2024 có thể tăng 192% svck nhờ biên gộp mảng xây dựng cải thiện cùng sự đóng góp của mảng nước và chi phí tài chính giảm

Backlog mảng xây dựng dự kiến đạt mức 18,736 tỷ VNĐ (+3% svck) và 19,486 tỷ VNĐ (+4% svck) trong 2024-25 nhờ chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, bên cạnh đó nguồn cung bất động sản cải thiện trong bối cảnh những vướng mắc pháp lý được giải quyết. Trong năm 2024, LN ròng của VCG có thể đạt mức 1,177 tỷ VNĐ (+192% svck), nhờ (1) biên LN gộp mảng xây dựng cải thiện lên mức 5% (so với âm 2% của năm 2023), (2) LN ròng mảng kinh doanh nước tăng trưởng 18% svck nhờ giá nước tăng và (3) chi phí tài chính giảm 40% svck trong bối cảnh lãi suất hạ nhiệt. Tuy nhiên, sang năm 2025 trong bối cảnh dự án Cát Bà Amatina có thể đạt tỷ lệ hấp thụ thấp do phân khúc BĐS nghỉ dưỡng ảm đạm, LN ròng dự kiến giảm 10% svck về mức 1,055 tỷ VNĐ.

### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 24,100 đồng/cổ phiếu

VCG được hưởng lợi đáng kể trong bối cảnh Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và ngành xây dựng dân dụng có triển vọng phục hồi tốt. Bên cạnh đó, mảng nước đang có triển vọng tăng trưởng tích cực cùng việc sức khỏe tài chính của VCG bắt đầu có sự cải thiện rõ rệt. Do đó chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho cổ phiếu VCG với giá mục tiêu theo phương pháp SOTP (WACC:11.6%). Rủi ro giảm giá gồm (1) vốn giải ngân đầu tư công không hoàn thành như kì vọng, và (2) thị trường BĐS nghỉ dưỡng ảm đạm hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	12,704	10,719	11,366	13,609
Lợi nhuận ròng	403	1,177	1,055	2,139
Tăng trưởng doanh thu	50.3%	-15.6%	6.0%	19.7%
Tăng trưởng LN ròng	-36.4%	192.5%	-10.2%	125.8%
Biên LN gộp	9.3%	19.9%	16.2%	24.2%
Biên EBITDA	14.5%	24.8%	20.7%	27.7%
ROAE	6.9%	15.4%	11.0%	23.7%
ROAA	1.6%	3.8%	2.8%	5.9%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	961	2,359	1,909	4,310
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	13,569	17,292	17,464	18,866

Nguồn: VCG, MBS Research dự phóng

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

VND 24,100

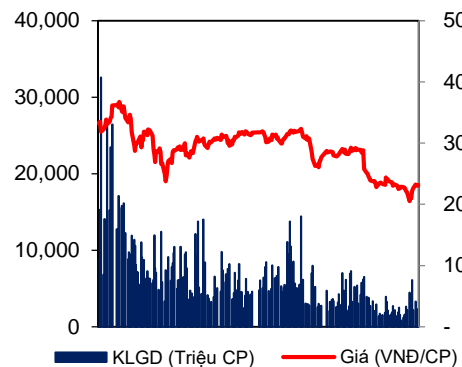
Tiềm năng tăng giá

30%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

n/a

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	18,400
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	26,200
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	17,000
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	10,015
P/E (TTM)	13.1
P/B	1.1
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	10.2%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

CTCP Pacific Holding	45.1%
Nước ngoài	10.2%
Khác	39.7%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

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

### Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- VCG được hưởng lợi nhờ trúng thầu tại các dự án đầu tư công trọng điểm, được tập trung triển khai trong giai đoạn 2024 – 2025 như cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành, giúp Backlog của doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng 3% và 4% trong 2024-25.
- Các mảng kinh doanh khác của VCG như kinh doanh nước có triển vọng tăng trưởng thuận lợi năm 2024 trong bối cảnh giá nước được điều chỉnh tăng 13% svck.
- Doanh nghiệp đang tích cực thoái vốn các khoản đầu tư không hiệu quả giúp sức khỏe tài chính đang cải thiện dần. Đến cuối Q2/2024, tỷ lệ nợ vay/TTS của VCG đạt 31% (thấp hơn mức 36% của TB ngành).
- LN ròng của VCG dự kiến tăng trưởng 192% svck trong năm 2024 với mảng kinh doanh như xây dựng, kinh doanh nước khả quan cùng chi phí tài chính giảm mạnh.

#### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu VCG. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá SOTP (WACC: 11.6%) nhằm xác định giá trị hợp lý của VCG với giá mục tiêu tại thời điểm cuối năm 2024 đạt 24,100 VND/CP (tiềm năng tăng giá 30%).

Hình 1: Định giá các mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Hệ số	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về VCSH	Nhận xét
<b>Bất động sản</b>	<b>RNAV</b>				<b>10,783</b>	
Trong đó:						
KĐT Du lịch Cái Giá Cát Bà	DCF	WACC: 11.6%	15,176	51%	7,740	Áp dụng phương pháp DCF cho những dự án đã có đầy đủ pháp lý. Dự kiến dự án sẽ đẩy mạnh mở bán kể từ 2026.
KĐT Hòa Bình (Móng Cái)	DCF	WACC: 11.6%	974	100%	974	
Dự án Phú Yên	BV		826	100%	826	Đối với các dự án chưa hoàn tất GPMB, chúng tôi thận trọng sử dụng giá trị sổ sách để định giá do chưa chắc chắn về tiến độ triển khai.
Dự án chợ Mơ	BV		640	100%	640	
KĐT Thiên Ân - Điện Ngọc	BV		253	100%	253	
Khác	BV		351	100%	351	
<b>Xây dựng</b>	<b>P/E</b>	<b>8.x</b>	<b>2,037</b>	<b>100%</b>	<b>2,037</b>	Áp dụng mức PE khoảng 8.5 bằng với trung bình của các DN xây dựng lớn
<b>Thủy điện</b>					<b>1396</b>	
Trong đó:						
Thủy điện Ngòi Phát	P/E	12.x	1,747	51%	891	Áp dụng mức P/E 12.x do các mảng này có lợi nhuận đều và bằng với trung bình ngành
Thủy điện Dakba	P/E	12.x	510	99%	505	
<b>Sản xuất nước</b>	<b>P/E</b>	<b>15.x</b>	<b>1,758</b>	<b>100%</b>	<b>1,758</b>	Áp dụng mức P/E 15.x trong bối cảnh LN ròng có triển vọng tăng trưởng và bằng với trung bình ngành
<b>Giáo dục</b>	<b>P/E</b>	<b>11.x</b>	<b>1181</b>	<b>100%</b>	<b>1181</b>	Áp dụng mức P/E trung bình của ngành giáo dục
<b>Cho thuê văn phòng và các mảng KD khác</b>	<b>P/E</b>	<b>8.x</b>	<b>168</b>	<b>100%</b>	<b>168</b>	
<b>Giá trị các mảng kinh doanh</b>					<b>17,322</b>	
Đầu tư liên doanh liên kết					424	Chúng tôi thận trọng chiết khấu giá trị đầu tư vào công ty LK giảm 40% do khoản đầu tư lớn nhất Xi măng Cẩm Phả đang ghi nhận lỗ
Tiền và tương đương tiền					3,212	
Nợ vay					8,104	Nợ vay của mảng BĐS do các mảng khác đã tính ra giá trị VCSH
Giá trị về VCSH					12,854	
Số lượng CP (CP)					534,465,514	
<b>Giá trị CP</b>					<b>24,100</b>	

**Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

Tên công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		D/E		ROE (%)	
						Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ	Triệu USD	TTM	2024	TTM	2024
<b>Ngành Xây dựng</b>													
CTCP Fecon	FCN VN Equity	12,250	NA	KKN	101	409.2	205.6	0.6	0.5	0.8	0.8	NA	2.5
CTCP ĐT Hạ tầng GT Đèo Cả	HHV VN Equity	10,900	NA	KKN	198	13.1	12.6	0.7	0.6	1.9	2.0	4.2	4.6
CTCP Đầu tư Hạ tầng KT TP.HCM	CII VN Equity	14,650	NA	KKN	190	11.2	10.5	0.5	0.4	2.3	2.1	4.2	4.5
CTCP Tập đoàn Cienco4	C4G VN Equity	9,100	NA	KKN	150	24.1	21.6	0.9	0.8	0.9	0.8	2.6	3.5
CTCP Xây dựng Coteccons	CTD VN Equity	68,500	NA	KKN	202	22.7	15.6	0.7	0.6	0.2	0.3	3.4	3.9
<b>Trung bình</b>						<b>96.1</b>	<b>53.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>3.6</b>	<b>3.8</b>
<b>Doanh nghiệp phát triển BĐS</b>													
CTCP Tập đoàn ĐT Địa ốc NoVa	NVL VN Equity	15,200	NA	KKN	1,169	49	NA	0.8	NA	1.3	NA	1.6	NA
CTCP PT BĐS Phát Đạt	PDR VN Equity	26,700	NA	KKN	778	32.2	NA	2.5	NA	0.3	NA	7.7	NA
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN Equity	16,350	25,100	Khả quan	509	77	74.9	1.4	1.3	0.4	0.5	1.6	1.6
CTCP ĐT và KD Nhà Khang Điền	KDH VN Equity	34,600	43,000	Khả quan	1,181	35.4	53.2	2.1	2.5	0.4	0.3	5.7	5.2
Tổng Cty CP ĐT PT XD	DIG VN Equity	28,300	NA	KKN	747	157.1	NA	2.6	NA	0.4	NA	2.2	NA
CTCP Vinhomes	VHM VN Equity	40,700	NA	KKN	7,555	5.3	NA	1	NA	0.3	NA	15.3	NA
<b>Trung bình</b>						<b>56.9</b>	<b>53</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>5.6</b>	<b>2.8</b>
<b>Doanh nghiệp đa ngành</b>													
CTCP Cơ điện Lạnh	REE VN Equity	68,300	76,800	Khả quan	1,420	14.0	11.1	1.5	1.3	9.8	8.5	11.5	12.4
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	26,200	33,900	Khả quan	351	9.6	6.7	1.4	1.1	5.2	7.5	12.3	16.6
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG VN Equity	48,850	NA	KKN	145	14.7	12.8	1.3	1.2	0.9	0.9	10.5	12.4
<b>Trung bình</b>					<b>639</b>	<b>12.8</b>	<b>10.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>	<b>11.4</b>	<b>13.8</b>
<b>CTCP ĐT và XNK Việt Nam</b>	<b>VCG VN Equity</b>	<b>18,500</b>	<b>24,100</b>	<b>Khả quan</b>	<b>450</b>	<b>13.1</b>	<b>12.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>6.8</b>	<b>7.2</b>

**Rủi ro đầu tư**

- (1) Vốn giải ngân đầu tư công không hoàn thành như kì vọng do các dự án tiếp tục vướng mắc về thiếu nguyên vật liệu và giải phóng mặt bằng.
- (2) Thị trường BĐS nghỉ dưỡng ảm đạm trong thời gian dài tác động tiêu cực tới việc mở bán dự án chiến lược Cát Bà Amatina.

## Tổng hợp kết quả kinh doanh Q2/2024

Quý 2/2024: Hoàn thành 70% kế hoạch LN trong nửa đầu năm

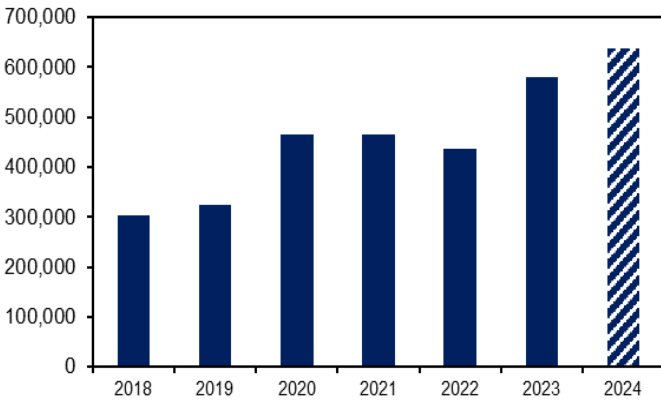
Hình 3: Tổng hợp KQKD

Các tiêu chí KQKD	Q2/24	Tăng trưởng svck	Tăng trưởng sv quý trước	6T/24	Tăng trưởng svck	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>2,805</b>	<b>-39%</b>	<b>6%</b>	<b>5,455</b>	<b>-17%</b>	
Bao gồm						
- Hoạt động xây lắp	2,123	-17%	56%	3,481	-13%	Trong Q2, DT mảng xây lắp giảm 17% svck do các dự án lớn VCG triển khai sẽ tập trung vào nửa cuối năm.
- Kinh doanh BĐS	42	-98%	-84%	312	-81%	Mảng BĐS giảm mạnh do năm 2024 chỉ bàn giao số ít sp còn lại tại dự án Green Diamond. Trong khi đó, mức nền của 2023 ở mức cao nhờ bàn giao khoảng 260 căn thuộc dự án này.
- SX công nghiệp	312	53%	65%	501	42%	Thủy điện và cung cấp điện cho các khu CN khả quan hơn. Mảng thủy điện tăng trưởng trong bối cảnh thời tiết thuận lợi.
- Khác	323	24%	-53%	1159	52%	Các mảng như sản xuất nước, cho thuê văn phòng tăng trưởng nhờ công suất cải thiện.
<b>LN gộp</b>	<b>340</b>	<b>-18%</b>	<b>-51%</b>	<b>1,094</b>	<b>24%</b>	LN gộp giảm trong Q2 svck do đóng góp ít hơn của mảng BĐS
<b>Biên LN gộp</b>	<b>12%</b>	<b>+ 1 điểm %</b>	<b>- 16 điểm %</b>	<b>20.2%</b>	<b>+ 8 điểm %</b>	Trong Q2, biên LN gộp cải thiện 1 điểm % nhờ các mảng kinh doanh cốt lõi như xây lắp cải thiện
- Hoạt động xây lắp	4%	+3 điểm %	- 1 điểm %	3.9%	+2 điểm %	Biên gộp mảng xây dựng cải thiện trong bối cảnh giá NVL như thép giảm 10% svck.
- Kinh doanh BĐS	44%	- 2 điểm %	- 0.8 điểm %	44.6%	-13 điểm%	Mảng BĐS giảm nhẹ svck do dự án Cát Bà Amalina có biên gộp thấp hơn so với Green Diamond.
- SX công nghiệp	35%	-2 điểm %	- 8 điểm %	34.1%	4 điểm %	
- Khác	55%	3 điểm %	-3 điểm %	56.3%	-22 điểm %	
Doanh thu tài chính	55	-50%	-20%	126	-33%	DT tài chính giảm mạnh svck trong bối cảnh lãi suất thấp trong năm 2024.
Chi phí tài chính	101	-59%	-25%	236	-9%	Chi phí tài chính giảm trong bối cảnh lãi vay hạ nhiệt
Trong đó: Chi phí lãi vay	103	-52%	-23%	238	-8%	Lãi vay giảm mạnh nhờ mặt bằng lãi suất thấp và DN thu hẹp quy mô nợ vay svck.
Lãi/(lỗ) từ liên doanh, liên kết	(22)	+30%	+40%	(40)	-25%	Trong Q2 lỗ từ công ty LK tăng 30% do 1 số công ty trong lĩnh vực xi măng, xây dựng, BOT hoạt động không hiệu quả.
<b>Chi phí bán hàng</b>	<b>1</b>	<b>-96%</b>	<b>-96%</b>	<b>26</b>	<b>-13%</b>	Chi phí bán hàng giảm mạnh do không còn ghi nhận chi phí từ bán BĐS
% Chi phí bán hàng/DT	0%	- 3 điểm %	- 3 điểm %	-0.5%	2%	
Chi phí QLDN	75	-25%	-1%	154	-17%	Chi phí QLDN giảm nhờ hoàn nhập dự phòng khoản trích lập khoảng 20 tỷ cho bảo hành công trình
% chi phí QKVN/DT	-3%	-2 điểm %	-0.5 điểm%	-2.8%	-1 điểm %	
Lợi nhuận trước thuế	204	7%	-64%	772	196%	
<b>LN ròng</b>	<b>116</b>	<b>7%</b>	<b>-66%</b>	<b>580</b>	<b>355%</b>	LN ròng tăng trưởng nhờ biên LN gộp mảng xây lắp cải thiện và các chi phí như tài chính, bán hàng giảm mạnh.

## Kế hoạch đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và ngành xây dựng phục hồi tác động tích cực tới triển vọng của VCG

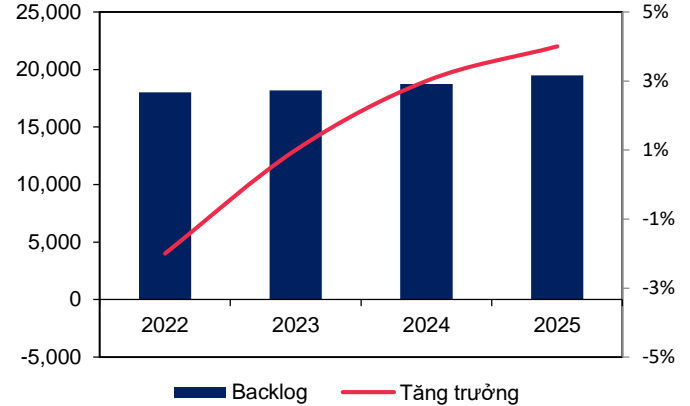
Triển vọng backlog xây dựng của VCG trong thời gian tới khá tích cực nhờ trúng thầu tại 1 số dự án trọng điểm như: nhà ga T3 sân bay Long Thành, dự án thành phần (thuộc cao tốc Bắc – Nam) như Bãi Vọt – Hàm Nghi, Nghi Sơn – Diễn Châu. Chúng tôi đánh giá, đây là các dự án quan trọng được đẩy nhanh tiến độ trong giai đoạn 2024 – 2025 và có thể đóng góp khoảng 40% giá trị backlog của doanh nghiệp.

Hình 4: Mục tiêu giải ngân đầu tư công năm 2024



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 5: Backlog mảng xây dựng của VCG



Nguồn: VCG, MBS Research

Theo kế hoạch năm 2024 của Chính phủ, giải ngân vốn đầu tư công dự kiến tăng trưởng 12% svck lên mức 638,000 tỷ VNĐ, đóng góp chính từ các dự án chiến lược như Cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành hay đường Vành đai 3 (TP.HCM). Nửa đầu năm nay, giải ngân đầu tư công hoàn thành khoảng 37% kế hoạch năm do những vướng mắc liên quan đến vấn đề giải phóng mặt bằng và thiếu nguyên vật liệu như cát, đá xây dựng. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá, giải ngân vốn có thể khả quan hơn trong nửa cuối năm và đạt 85% kế hoạch (+10% svck) nhờ những vướng mắc có thể phần nào được tháo gỡ nhờ:

- Luật Đất Đai được áp dụng kể từ tháng 08/2024 với những quy định cụ thể trong vấn đề định giá đất sẽ tạo hành lang pháp lý nhằm giải quyết vướng mắc trong quá trình đền bù, GPMB và chuyển đổi mục đích sử dụng đất của chủ đầu tư trong triển khai đầu tư công. Chúng tôi đánh giá, hoàn thành xác định giá và chuyển đổi mục đích sử dụng đất tác động tích cực đến thời gian triển khai dự án khi những khúc mắc lớn nhất được giải quyết. Chúng tôi đánh giá, những quy định này sẽ góp phần đẩy nhanh tiến độ tại 1 số dự án thành phần của cao tốc Bắc – Nam như dự án thành phần Hoài Nhơn – Quy Nhơn, Vạn Ninh - Cam Lộ,...
- Hơn nữa, vấn đề thiếu nguyên vật liệu như cát, đá xây dựng đã cản trở tiến độ xây dựng tại 1 số dự án thành phần như Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Hoài Nhơn – Quy Nhơn. Theo dự báo của Chính phủ, hiện nay dự án cao tốc Bắc – Nam đang thiếu khoảng 26 triệu m<sup>3</sup> cát khiến 1 số dự án đang bị chậm tiến độ như Vạn Ninh – Cam Lộ, Chí Thạnh – Vân Phong. Tuy nhiên, 1 số giải pháp được đưa ra như sử dụng cát biển cho 1 số dự án cũng như cấp phép mở mới hay gia tăng công suất cho các dự án đá xây dựng. Chúng tôi cho rằng, 1 số giải pháp trên có thể phần nào giải quyết vướng mắc hiện nay.

Hình 5: Các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2021 - 2025

TT	Dự án	Quy mô (km)	Tổng mức đầu tư (Tỷ VNĐ)	Thời gian triển khai				
				2022	2023	2024	2025	2026
1	Bãi Vọt - Hàm Nghi	36	7,403					
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	54	10,185					
3	Vũng Áng - Bùng	58	11,785					
4	Bùng - Vạn Ninh	51	10,526					
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	68	10,591					
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	20,898					
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	69	12,544					
8	Quy Nhơn - Chí Thạnh	62	12,298					
9	Chí Thạnh - Vân Phong	51	10,601					
10	Vân Phong - Nha Trang	83	12,906					
11	Cần Thơ - Hậu Giang	37	9,768					
12	Hậu Giang - Cà Mau	72	17,485					

Hình 6: Các dự án trúng thầu của VCG tại cao tốc Bắc – Nam

TT	Gói thầu (dự án)	Dự án	Tổng mức đầu tư (Tỷ VNĐ)	Thời gian triển khai				
				2021	2022	2023	2024	2025
1	Gói thầu số 11-XL: Thi công xây dựng công trình	Bãi Vọt - Hàm Nghi	2,289					
2	Gói thầu số XL03: Thi công xây dựng đoạn Km405+00 ÷ Km419+600	Nghi Sơn - Diên Châu	886					
3	"Gói thầu số 3.4: Thi công xây dựng công trình san nền và thoát nước & khảo sát, thiết kế bản vẽ thi công"	Sân bay Long Thành GD 1	1,235					
4	"Gói thầu số 11-XL: Thi công xây dựng công trình"	Bãi Vọt - Hàm Nghi	3034					
5	"Gói thầu XL01: Thi công xây dựng đoạn Km568+200 - Km600+700"	Vũng Áng - Bùng	1438					
6	"Gói thầu số 03-XL: Thi công xây dựng đoạn Km0+00 đến Km12+500"	Tuyên Quang - Hà Giang	898					
7	"Gói thầu số 5.10 "Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị công trình Nhà ga hành khách"	Sân bay Long Thành GD 1	3924					
8	"Gói thầu số 4.6 "Thi công xây dựng, lắp đặt thiết bị và lập thiết kế bản vẽ thi công xây dựng công trình đường cất hạ cánh."	Sân bay Long Thành GD 1	1414					

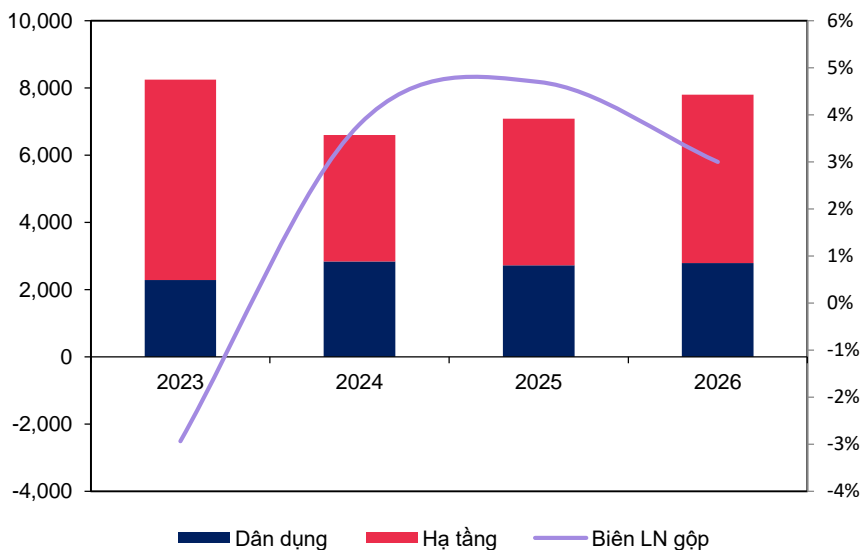
Bên cạnh đó, nguồn cung BĐS cải thiện đặc biệt tại phân khúc căn hộ khi 1 số dự án được tháo gỡ vướng mắc trong việc xác định tiền sử dụng đất, điều này dự kiến tác động tích cực tới thời gian triển khai dự án. Theo trao đổi với DN, tâm lý các chủ đầu tư đã lạc quan hơn trong bối cảnh thị trường ấm lên, qua đó thúc đẩy tiến độ dự án và mang lại nguồn cung cho thị trường. Nhờ thị trường BĐS ấm lên, chúng tôi đánh giá, các dự án xây dựng dân dụng và công nghiệp của VCG sẽ có thể đẩy mạnh triển khai trong giai đoạn 2024 – 2025.

Hình 7: Các dự án xây dựng dân dụng VCG trúng thầu

TT	Gói thầu (dự án)	Dự án	Tổng mức đầu tư (Tỷ VNĐ)	Thời gian triển khai					
				2021	2022	2023	2024	2025	2026
1	"Gói thầu: Công trình Xây dựng Cơ sở Hạ tầng Khu Công nghiệp Sạch tỉnh Hưng Yên, Việt Nam"	Hạ tầng khu công nghiệp sạch tỉnh Hưng Yên"	424						
2	Thi công xây dựng, cung cấp lắp đặt thiết bị nhà B	Xây dựng Cung Thiếu Nhi Hà Nội	337						
3	Gói thầu số 18: Thi công xây dựng, cung cấp lắp đặt thiết bị công trình	Đầu tư xây dựng bệnh viện Nhi Hà Nội - giai đoạn I"	331						
4	Giá – Cát Bà (Dự án Cát Bà Amatina)	Cát Bà Amatina	4,406						
5	"Thi công phần Hạ tầng và Kiến trúc - Gói thầu PKG B"	Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 2	503						
6	"Gói thầu: Thi công xây dựng và mua sắm, lắp đặt thiết bị các công trình nhà số 2, 3, 6 và một số hệ thống kỹ thuật"	Đầu tư xây dựng Bệnh viện Đa khoa tỉnh Nam Định	502						

Trong năm 2024 – 2025 backlog của VCG dự kiến ở mức 18,736 tỷ VNĐ (+3% svck) và 19,486 tỷ VNĐ (+4% svck) nhờ đóng góp từ dự án thành phần trọng điểm thuộc cao tốc Bắc – Nam và dự án dân dụng Cát Bà Amatina.

Hình 8: Dự phóng mảng xây dựng của VCG



Nguồn: VCG, MBS Research dự phóng

Theo dự báo của chúng tôi, doanh thu mảng xây dựng trong năm 2024 có thể đạt 6,604 tỷ VNĐ (-20% svck) do các dự án xây dựng hạ tầng của DN tập trung hoàn thành vào năm 2025 – 2026. Bên cạnh đó, biên LN gộp cải thiện lên mức 5% (so với mức âm 2% cùng kì) nhờ giá nguyên vật liệu hạ nhiệt. Sang giai đoạn 2025 – 2026, doanh thu dự kiến tăng trưởng 4%/3% svck lên mức 6,811/7,088 tỷ VNĐ nhờ các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam đưa và nghiệm thu. Biên LN gộp ở mức 5.3% (+0.3 điểm % svck) trong năm 2025 và giảm về 3% do giá thép phục hồi vào 2026.

## Mảng BĐS suy yếu khi dự án BĐS nghỉ dưỡng không có nhiều triển vọng

Sau khi bàn giao toàn bộ dự án chung cư Green Diamond, mảng bất động sản của VCG dự kiến sẽ suy giảm trong giai đoạn 2024 – 2025 do không còn dự án gối đầu. Dự án nghỉ dưỡng Cát Bà Amatina dự kiến đạt tỷ lệ hấp thụ thấp do (1) phân khúc BĐS nghỉ dưỡng chưa có sự hồi phục đáng kể trong bối cảnh vướng mắc pháp lý và nhu cầu yếu (2) vị trí dự án không thuộc phân khu trung tâm đảo Cát Bà, khó có thể kinh doanh các dịch vụ nhằm thu hút khách du lịch.

**Hình 9: Thông tin Tiến độ các dự án**



### Tên dự án: Cát Bà Amatina

- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Vị trí: Vịnh Cái Giá, đảo Cát Bà, TP. Hải Phòng
- Quy mô: 172 ha với khoảng 2,000 căn BT, liền kề
- Dòng sản phẩm chính: Nhà liền kề và BT với giá bán khoảng 10 tỷ/căn
- Tiến độ bán hàng: Đã mở bán phân khu BT Tùng Thu (160 căn BT và liền kề) vào năm 2010 và đã bàn giao từ năm 2022. Hiện nay, đang triển khai phân khu mới bao gồm liền kề và đất nền.
- Tiến độ xây dựng: Hiện tại đã hoàn tất cốt nóc tại dự án, có thể bàn giao từ Q4/2024.



### Tên dự án: Khu dân cư đô thị tại km3, km4 phường Hải Yên, TP Móng Cái

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Phường Hải Yên, thành phố Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh
- Quy mô dự án: 44 ha bao gồm biệt thự và nhà liền kề
- Tiến độ triển khai: Hiện tại đang triển khai giải phóng mặt bằng tuy nhiên tiến độ chậm
- Tiến độ xây dựng: Dự kiến có thể triển khai từ năm 2025.



### Tên dự án: Dự án Khu đô thị đại lộ Hòa Bình

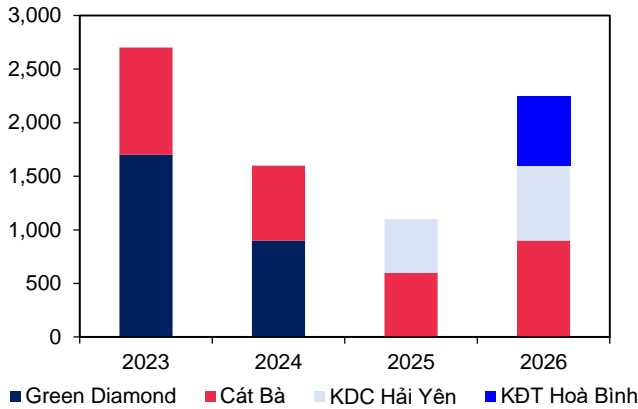
- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Phường Hải Hòa, thành phố Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh
- Quy mô: 48 ha với các sản phẩm chính là liền kề, biệt thự và Ehomes
- Tiến độ triển khai: Hiện tại đang triển khai giải phóng mặt bằng tại 1 số khu vực của dự án, đã hoàn thiện quy hoạch 1/2000.
- Tiến độ xây dựng: Dự kiến có thể triển khai từ năm 2025.

Với giả định dự án Cát Bà đạt tỷ lệ hấp thụ thấp trong bối cảnh thị trường BĐS nghỉ dưỡng chưa phục hồi và vị trí không thuận lợi, trong năm 2024, pre – sale dự kiến đạt mức 1,620 tỷ VNĐ (-40% svck) phần lớn đến từ dự án Green Diamond đã bán trong năm 2023. Sang giai đoạn 2025, chúng tôi dự báo pre



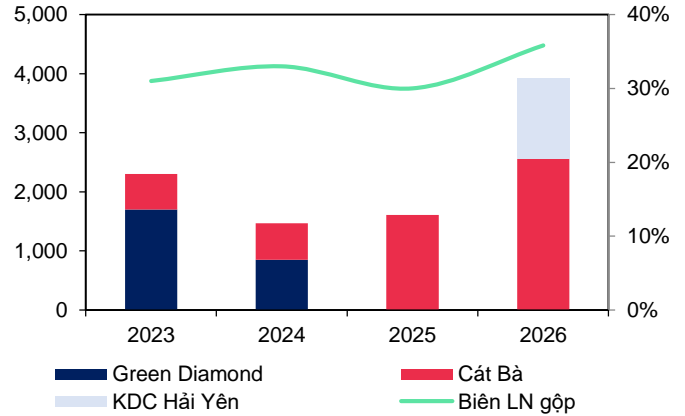
– sale có thể đạt 1,100 tỷ VNĐ (-31% svck) chủ yếu đến từ 40 căn liền kề tại dự án cát Bà và mở bán KDC Hải Yên. Pre – sale dự kiến tăng trưởng 105% svck vào năm 2026 khi thị trường BĐS nghỉ dưỡng ấm lên và mở bán dự án KĐT Hoà Bình.

Hình 10: Pre -sale mảng BĐS (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 11: Doanh thu và biên LN gộp mảng BĐS



Nguồn: VCG, MBS Research

Theo dự báo của chúng tôi, trong giai đoạn 2024 – 2025, doanh thu BĐS của DN sẽ đóng góp chủ yếu đến từ dự án Cát Bà Amatina khi bàn giao các sản phẩm còn lại thuộc phân khu Tùng Thu với khoảng 60 căn BT và liền kề (đã mở bán từ 2010). Đối với các phân khu tiếp theo đang triển khai, tình hình có thể không khả quan trong bối cảnh thị trường BĐS nghỉ dưỡng ảm đạm và vị trí dự án không được đánh giá cao tại quần đảo Cát Bà. Đối với dự án Khu dân cư đô thị tại km3 và Khu đô thị đại lộ Hòa Bình tại Móng Cái, hiện tại đang trong quá trình đền bù và GPMB, VCG có thể không đẩy nhanh tiến độ dự án trong thời điểm hiện nay trong bối cảnh các sản phẩm BĐS vùng ven chưa nhận được nhiều sự quan tâm của thị trường. Vì thế, 2 dự án này sẽ được triển khai kể từ sau năm 2025.

Doanh thu mảng BĐS 2024 có thể giảm 36% svck về 1,520 tỷ VNĐ chủ yếu đến từ dự án Green Diamond, biên LN gộp khoảng 41%. Dự án Cát Bà dự kiến sẽ đóng góp đáng kể từ năm 2025 và 2026 trong bối cảnh 2 khu dân cư tại Móng Cái chưa hoàn thiện GPMB, doanh thu dự kiến mức 1,520/1,941 tỷ VNĐ (-34%/+27% svck) và biên LN gộp ở mức 27%/36% trong giai đoạn 2025 - 2026.

### Mảng thủy điện: Triển vọng khả quan nhờ thời tiết thuận lợi

Hiện nay, công suất mảng điện của VCG đạt mức 114 MW thông qua sở hữu 2 nhà máy thủy điện Ngòi Phát (84 MW) và Dak Ba (30 MW). Kể từ nửa sau năm 2024, chúng tôi đánh giá, sản lượng điện của VCG dự kiến có thể cải thiện nhờ tác động tích cực tới từ pha La Nina kể từ Q3/24.

Theo IRI, xác suất pha La Nina quay trở lại kể từ tháng 8 và điều này dự kiến tác động tích cực tới sản lượng tiêu thụ trong nửa sau 2024. Tuy nhiên trong bối cảnh Bộ Công thương điều chỉnh tỉ trọng sản lượng Qm (sản lượng chào trên thị trường điện) xuống 2% từ mức 10% năm 2023, chúng tôi cho rằng giá bán thủy điện có thể giảm 10% do tỉ trọng huy động sản lượng trên thị trường giảm trong 2024 và sẽ tác động tới biên lợi nhuận của DN, nhìn sang 2025-26 thì kỳ vọng giá bán sẽ ở mức ổn định, tăng trung bình 1-2%/năm theo quan điểm thận trọng.

Hình 12: 2 dự án thủy điện của doanh nghiệp



**Tên dự án: Thủy điện Ngòi Phát**

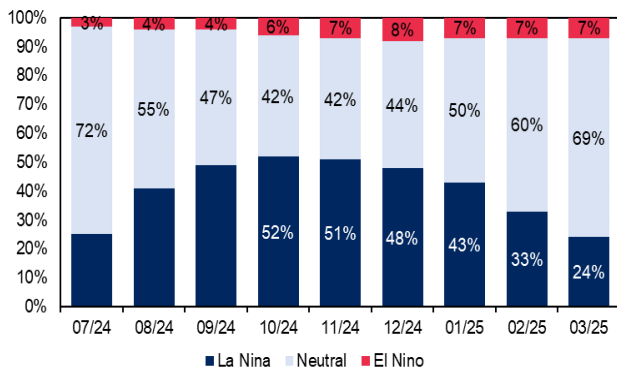
- Tỷ lệ sở hữu: 51%
- Vị trí: Lào Cai
- Công suất thiết kế: 84 MW
- Sản lượng bình quân: 314 triệu KWH
- Tổng mức đầu tư: 2,068 tỷ VNĐ
- Thời gian hoàn thành: Năm 2014



**Tên dự án: Thủy điện Dak Ba**

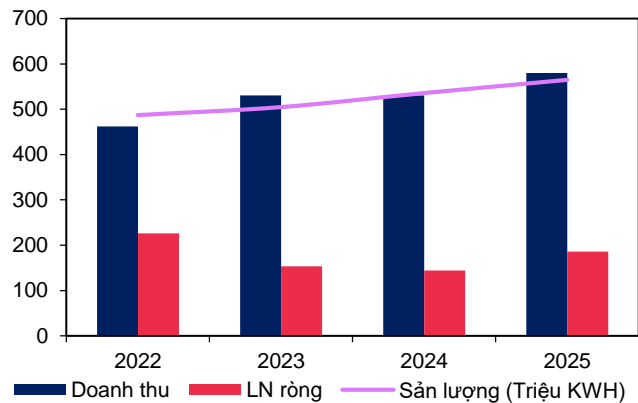
- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Quảng Ngãi
- Công suất thiết kế: 30 MW
- Sản lượng bình quân: 100 triệu KWH
- Tổng mức đầu tư: 1,000 tỷ VNĐ
- Thời gian hoàn thành: Năm 2023.

Hình 13: Xác suất cao pha La Nina sẽ quay trở lại từ T8/24



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 14: Doanh thu và biên LN gộp mảng điện



Nguồn: VCG, MBS Research

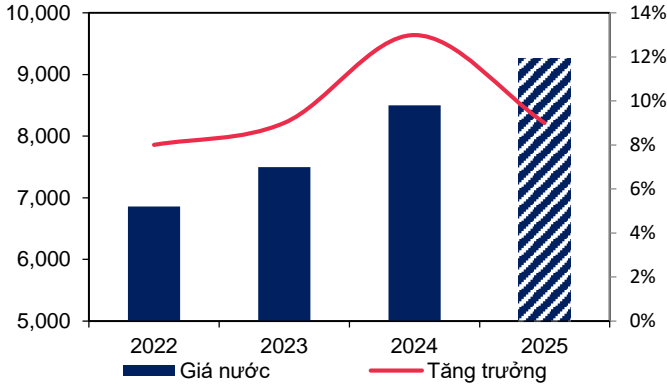
Trong năm nay, chúng tôi dự báo sản lượng điện có thể tăng trưởng 6% svck lên mức 536 triệu KWH tuy nhiên doanh thu đi ngang svck ở mức 531 tỷ VNĐ do giá bán tại thủy điện Ngòi Phát (70% sản lượng) giảm 10% svck. Biên LN gộp dự kiến giảm về mức 40% (-3 điểm % svck) do tác động từ giá bán giảm. Sang năm 2025, sản lượng và doanh thu có thể tăng trưởng 5% và 8% svck nhờ giá bán cải thiện 2% svck. Nhờ đó biên gộp tăng lên mức 42% (+2 điểm % svck).

**Kinh doanh nước sạch khả quan nhờ giá nước kỳ vọng duy trì tốc độ tăng cao**

Trong mảng kinh doanh nước, doanh thu đến từ CTCP Viwaco (VCG chiếm 51%) với việc cung cấp nước cho khu vực phía Tây Hà Nội. Theo Sở Xây dựng Hà Nội, nhu cầu nước sinh hoạt dự kiến tăng trưởng 5% yoy, nhờ đó chúng tôi đánh giá khu vực phía Tây với hạ tầng phát triển trong bối cảnh 1 số huyện như Hoài Đức, Thanh Oai có kế hoạch lên quận trong giai đoạn 2025 – 2026,

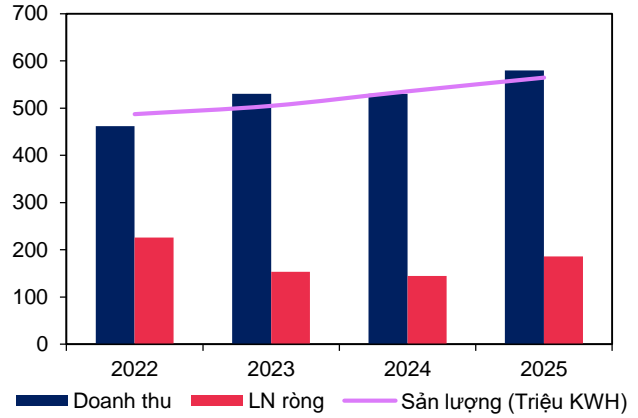
điều này dự kiến sẽ tác động tích cực tới sản lượng tiêu thụ nước của VCG. Hơn nữa, theo đợt điều chỉnh tăng giá nước của UBND TP. Hà Nội, giá nước sinh hoạt năm 2024 có mức tăng trung bình 12% svck và điều này tác động tích cực tới biên LN của doanh nghiệp. Sang năm 2025, chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng khi giá có thể tăng khoảng 8% svck (mức tăng trung bình trong 3 năm gần đây).

Hình 15: Giá nước sau thuế tại HN theo điều chỉnh của UBND TP



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 16: Doanh thu và LN ròng mảng nước



Nguồn: VCG, MBS Research

Theo dự báo của chúng tôi, sản lượng nước sẽ tăng trưởng bằng với nhu cầu tiêu thụ của Hà Nội ở mức 5% svck trong giai đoạn 2024 – 2025. Giá nước sau khi điều chỉnh tăng 13% svck vào năm 2024, được dự báo có thể tăng thận trọng hơn ở mức 8% svck (mức trung bình 3 năm gần đây). Nhờ đó, trong năm 2024 doanh thu dự kiến đạt mức 976 tỷ (+19% svck) và biên LN gộp lên mức 24% (+3 điểm % svck). Sang năm 2025, do giá bán tăng nhẹ hơn, doanh thu và biên gộp có thể đạt mức 1,047 tỷ (+12% svck) và 26% (+2 điểm % svck).

### Doanh nghiệp đang thu hẹp quy mô đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết với mục đích giảm áp lực tài chính

Hình 17: VCG đã hoàn tất thoái vốn khỏi dự án Cảng Vạn Ninh

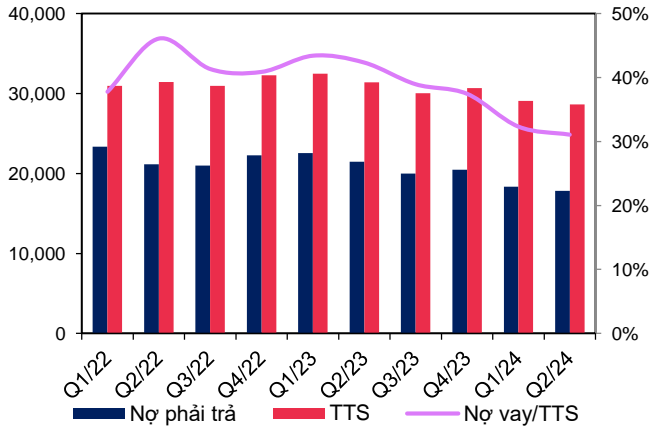
Khoản đầu tư	Q2/2024		Q4/2023	
	Giá trị đầu tư (Tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đầu tư (Tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu
CTCP Xi măng Cẩm Phả	137	30%	197	30%
CTCP Cảng Quốc tế Vạn Ninh	-	0%	198	40%
CTCP Đầu tư BOT Hà Nội - Bắc Giang	188	21%	172	21%
Công ty TNHH Đầu tư Hạ tầng Thành Công	150	49%	150	49%
Công ty Vinasico	73	43%	74	43%
Khoản đầu tư khác	125		117	
<b>Tổng</b>	<b>673</b>		<b>908</b>	

Nguồn: VCG, MBS Research dự phỏng

Trong Q2/2024, VCG đã hoàn tất thoái vốn khỏi dự án Cảng quốc tế Vạn Ninh và ghi nhận lỗ khoảng 17 tỷ VNĐ. Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh các công ty liên kết đang hoạt động không hiệu quả như hiện nay, doanh nghiệp đang thực hiện kế hoạch thoái vốn khỏi công ty con nhằm cơ cấu nguồn vốn. Bên cạnh đó, VCG đã thực hiện rút vốn 2,200 tỷ VNĐ từ công ty con VCR do chưa thực hiện triển khai xây dựng khách sạn tại dự án Cát Bà Amatina. Việc cơ cấu lại các khoản đầu tư nhằm mục đích giảm áp lực tài chính cho VCG trong bối

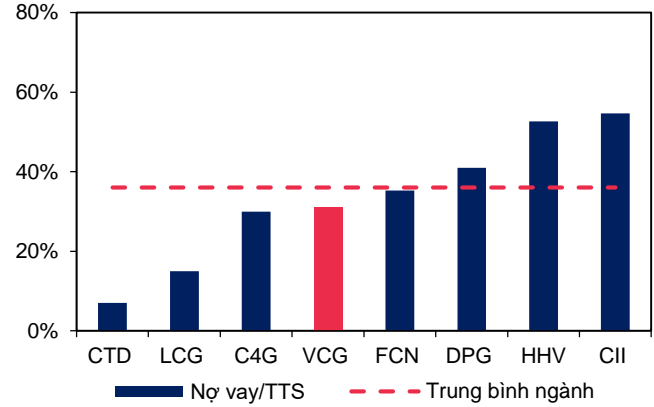
cảnh phân khúc BĐS nghỉ dưỡng chưa có dấu hiệu phục hồi và các công ty liên kết hoạt động không hiệu quả. Kể từ đầu năm, doanh nghiệp đã thu hẹp quy mô nợ vay thông qua thanh toán toàn bộ 1,500 tỷ VNĐ trái phiếu và 1,050 tỷ nợ vay ngắn hạn.

Hình 18: Cơ cấu tài chính của VCG lành mạnh hơn so với đầu năm



Nguồn: VCG, MBS Research

Hình 19: Tỷ lệ nợ vay/TTS của ngành



Nguồn: VCG, MBS Research

So với đầu năm 2024, cơ cấu nguồn vốn của VCG đã lành mạnh hơn đáng kể nhờ thu hẹp quy mô nợ vay. Trong bối cảnh thị trường BĐS nghỉ dưỡng âm ỉm như hiện nay, việc triển khai chậm lại dự án Cát Bà Amatina góp phần có thể giúp doanh nghiệp giảm thiểu gánh nặng lãi vay và phân bổ vốn cho các dự án xây lắp. Tính đến hết Q2/24, cơ cấu tài chính của VCG lành mạnh hơn đáng kể so với trung bình các doanh nghiệp xây dựng khi tỷ lệ nợ vay/TTS ở mức 31% (thấp hơn mức 36% của trung bình ngành).

## LN ròng dự báo tăng 192%/-10% svck giai đoạn 2024 – 2025

Hình 20: Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024-2025 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2023	2024	Tăng trưởng svck (%)	2025	Tăng trưởng svck (%)	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	12,709	<b>10,719</b>	<b>-16%</b>	<b>11,127</b>	<b>6%</b>	
Bao gồm						
- Hoạt động xây lắp	8,225	6,604	-20%	6,811	4%	DT mảng xây lắp có thể giảm 20% svck do nền cao của năm 2023 và các dự án chiến lược sẽ bắt đầu ghi nhận kể từ năm 2025.
- Kinh doanh BĐS	2,299	1,520	-34%	1,941	27%	Mảng BĐS tiếp tục bán giao khoảng 80 căn liền kề và đất nền đã bán trong 2024 - 2025. Do bán giao lượng sản phẩm ít hơn, mảng BĐS giảm 34% svck vào năm 2024
- Thủy điện	530	531	0%	580	8%	Doanh thu thủy điện đi ngang trong năm 2024 dù giá bán giảm 6.8% svck do sản lượng dự kiến tăng trưởng 7%. Sang năm 2025, DT tăng mạnh nhờ sản lượng và giá bán cải thiện 5% và 2% svck.
- Nước	821	976	19%	1,097	12%	DT tăng mạnh nhờ sản lượng và giá bán cải thiện theo điều chỉnh của UBND TP.Hà Nội.
- Giáo dục	260	312	20%	358	15%	DT tăng trưởng nhờ mở rộng Hệ thống giáo dục Lý Thái Tổ mở rộng và mức điều chỉnh học phí khoảng 5% svck.
- Cho thuê văn phòng và các mảng khác	574	626	+10%	599	-4%	
<b>LN gộp</b>	1,181	<b>2,135</b>	<b>80%</b>	<b>1,841</b>	<b>-13%</b>	LN gộp năm 2024 tăng trưởng mạnh nhờ đóng góp thêm từ mảng xây dựng.
<b>Biên LN gộp</b>	<b>9%</b>	<b>15%</b>	<b>+ 6 điểm %</b>	<b>14.1%</b>	<b>- 0.9 điểm %</b>	Biên gộp năm 2024 cải thiện nhờ mảng xây dựng khả quan hơn svck.
- Hoạt động xây lắp	-2%	5%	+ 7 điểm %	5.3%	+0.3 điểm %	Biên gộp mảng xây dựng cải thiện trong bối cảnh giá NVL như thép duy trì ở mức thấp và giá trị trúng thầu cải thiện nhờ các chủ đầu tư lạc quan hơn.
- Kinh doanh BĐS	32%	41%	+ 8 điểm %	26.7%	-14 điểm %	Mảng BĐS tăng trưởng nhờ bán giao dự án Green Diamond có giá bán cao trong bối cảnh nguồn cung căn hộ thiếu hụt.
- Thủy điện	43%	40%	- 3 điểm %	42%	+2 điểm %	Biên gộp giảm do giá điện huy động giảm 7% svck tuy nhiên cải thiện nhẹ trong năm 2025
- Nước	21%	24%	+ 3 điểm %	26%	+2 điểm %	Biên gộp cải thiện trong bối cảnh giá nước được điều chỉnh tăng 13% svck trong năm 2024 và dự kiến 7% trong năm 2025.
- Giáo dục	37%	37%	+ 0 điểm %	38%	+ 1 điểm %	Biên gộp đi ngang trong bối cảnh hệ thống đang trong quá trình mở rộng.
- Cho thuê văn phòng và các mảng khác	45%	46%	+ 1 điểm %	46%	+ 0 điểm %	
Chi phí tài chính	854	590	-31%	631	7%	Chi phí tài chính giảm trong bối cảnh lãi vay hạ nhiệt tuy nhiên tăng nhẹ trong 2025 do DN có kế hoạch tăng quy mô nợ vay
<b>Trong đó: Chi phí lãi vay</b>	<b>833</b>	<b>570</b>	<b>-32%</b>	<b>610</b>	<b>7%</b>	Lãi vay giảm mạnh nhờ mật bằng lãi suất thấp và DN thu hẹp quy mô nợ vay svck.
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	113	70	-40%	91	+25%	Lỗ từ công ty liên kết giảm trong năm 2024 trong bối cảnh thoái vốn từ dự án cảng Vạn Ninh. Sang năm 2025, khoản lỗ chủ yếu đến từ xi măng Cẩm Phả trong bối cảnh công ty bị áp lực nợ vay và nhu cầu yếu.
<b>Chi phí bán hàng</b>	93	<b>98</b>	<b>6%</b>	<b>104</b>	<b>6%</b>	Chi phí bán hàng giảm mạnh do không còn ghi nhận chi phí từ bán BĐS
% Chi phí bán hàng/DT	1%	1%		0.9%	2%	
Chi phí QLDN	113	70	-206%	88	6%	
% chi phí QKVN/DT	-3%	1%	-0.5 điểm %	0.7%	-1 điểm %	
Lợi nhuận trước thuế	556	1,777	128%	1,417	-20%	
<b>LN ròng</b>	<b>403</b>	<b>1,177</b>	<b>192%</b>	<b>1,055</b>	<b>-10%</b>	LN ròng năm 2024 tăng trưởng trong bối cảnh (1) biên gộp cải thiện nhờ mảng xây dựng và (2) chi phí tài chính giảm 31% svck. Sang năm 2025, LN ròng giảm do biên gộp mảng BĐS giảm mạnh.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	12,704	10,719	11,366	13,609	LN trước thuế	556	1,777	1,417	2,786
Giá vốn hàng bán	(11,523)	(8,583)	(9,525)	(10,318)	Khấu hao	338	307	323	315
Lợi nhuận gộp	1,181	2,135	1,841	3,292	CP lãi vay	843	570	610	672
Chi phí quản lý DN	79	(84)	(88)	(93)	Các khoản điều chỉnh khác	345	52	(525)	(1,908)
Chi phí bán hàng	(93)	(98)	(104)	(109)	Thay đổi VLD	2,607	63	1,074	28
LN từ HĐKD	1,167	1,954	1,649	3,089	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>3,648</b>	<b>1,416</b>	<b>1,986</b>	<b>960</b>
EBITDA thuần	1,505	2,261	1,972	3,403	Đầu tư TSCĐ	(784)	(1,121)	(953)	(1,037)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1,167</b>	<b>1,954</b>	<b>1,649</b>	<b>3,089</b>	Thu từ TL, TSCĐ và mua công cụ nợ	616	-	-	-
Thu nhập lãi	351	360	356	358	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(168)</b>	<b>(1,121)</b>	<b>(953)</b>	<b>(1,037)</b>
Chi phí tài chính	(833)	(570)	(610)	(672)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	39	-	-	-
Thu nhập ròng khác	4	52	43	35	Tiền vay ròng nhận được	(2,428)	247	878	1,023
TN từ các Cty LK & LD	(0)	(0)	(0)	(0)	Dòng tiền từ HĐTC khác	(36)	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>556</b>	<b>1,777</b>	<b>1,417</b>	<b>2,786</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(96)	-	-	(0)
Thuế TNDN	(171)	(586)	(425)	(669)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(2,521)</b>	<b>247</b>	<b>878</b>	<b>1,023</b>
Lợi nhuận sau thuế	385	1,190	992	2,117	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,710	2,670	3,212	5,123
Lợi ích cổ đông thiểu số	(7)	13	(64)	(22)	LC tiền thuần trong năm	960	542	1,911	946
<b>Lợi nhuận ròng về công ty mẹ</b>	<b>403</b>	<b>1,177</b>	<b>1,055</b>	<b>2,139</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2,670</b>	<b>3,212</b>	<b>5,123</b>	<b>6,069</b>
Chi trả cổ tức	-	-	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	403	1,177	1,055	2,139					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Tiền và tương đương tiền	2,670	3,212	5,123	6,069	Tăng trưởng doanh thu thuần	50.3%	-15.6%	6.0%	19.7%
Đầu tư ngắn hạn	1,488	1,552	1,520	1,536	Tăng trưởng EBITDA	63.9%	50.2%	-12.8%	72.6%
Phải thu khách hàng	2,483	2,618	2,761	2,911	Tăng trưởng LN từ HĐKD	181.6%	167.4%	84.4%	187.2%
Hàng tồn kho	6,888	7,633	7,212	7,244	Tăng trưởng LN trước thuế	-34.4%	165.8%	-20.3%	96.7%
Tổng tài sản ngắn hạn	18,681	19,714	20,987	21,905	Tăng trưởng LN ròng	-36.4%	145.5%	-22.9%	125.8%
Tài sản cố định	3,693	4,389	5,204	6,160	Tăng trưởng EPS	-40.9%	134.4%	-21.1%	131.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	6,652	7,069	6,861	6,965	Biên LN gộp	9.3%	19.9%	16.2%	24.2%
BDS đầu tư	240	271	305	342	Biên EBITDA	14.5%	24.8%	20.7%	27.7%
Tài sản dài hạn khác	312	203	183	183	Biên LN ròng	3.9%	11.2%	8.2%	15.4%
Đầu tư vào công ty LD, LK	940	940	940	940	ROAE	6.9%	15.4%	10.9%	23.5%
Phải thu dài hạn	6	6	5	5	ROAA	1.6%	3.8%	2.8%	5.9%
Tổng tài sản dài hạn	12,013	12,887	13,507	14,603	ROIC	2.3%	5.3%	3.9%	8.2%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>30,694</b>	<b>32,600</b>	<b>34,493</b>	<b>36,508</b>	Vòng quay tài sản	0.4	0.3	0.3	0.4
Vay & nợ ngắn hạn	6,136	6,136	6,493	6,870	Cổ tức chi trả/LN ròng	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Các khoản phải trả	3,956	4,887	5,263	5,738	Tổng nợ vay/VCSH	108%	99%	106%	109%
Phải trả ngắn hạn khác	2,090	2,018	2,054	2,039	Nợ vay ròng/VCSH	82%	71%	62%	59%
Tổng nợ ngắn hạn	14,422	15,505	16,766	17,456	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	27.5%	25.0%	20.6%	19.7%
Vay & nợ dài hạn	4,962	5,210	5,731	6,376	Khả năng thanh toán lãi vay	1.4	3.4	2.7	4.6
Các khoản phải trả khác	1,069	481	498	489	Số ngày phải thu	71.3	89.2	88.7	78.1
Tổng Nợ dài hạn	6,031	5,691	6,229	6,865	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	218.2	324.6	276.4	256.3
<b>Tổng nợ</b>	<b>20,453</b>	<b>21,196</b>	<b>22,995</b>	<b>24,321</b>	Số ngày phải trả tiền bán	70.9	104.8	113.3	99.4
Vốn điều lệ	5,345	4,859	4,859	4,859	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.3	1.3	1.3	1.3
Thặng dư vốn cổ phần	16	16	16	16	Khả năng thanh toán nhanh	0.8	0.8	0.8	0.8
Cổ phiếu quỹ	-	-	75	105	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.3	0.4
LN giữ lại	1,583	3,263	3,347	4,028					
Các quỹ thuộc VCSH	309	263	263	263	<b>Định giá</b>				
Vốn chủ sở hữu	7,252	8,402	8,560	9,271	EPS	961	2,359	1,909	4,310
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,989	3,002	2,938	2,916	BVPS	13,569	17,292	17,618	19,081
Tổng vốn chủ sở hữu	10,241	11,404	11,498	12,187	P/E	18.7	7.6	9.4	4.2
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>30,694</b>	<b>32,600</b>	<b>34,493</b>	<b>36,508</b>	P/B	1.3	1.0	1.0	0.9

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

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

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

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**  
Trần Thị Khánh Hiền

**Trưởng phòng**  
Nguyễn Tiến Dũng

**Vĩ mô & Chiến lược thị trường**  
Ngô Quốc Hưng  
Nguyễn Phú Cường

**Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính**  
Đinh Công Luyến  
Nguyễn Đức Hào

**Bất động sản – KCN - VLXD**  
Nguyễn Minh Đức  
Nguyễn Minh Trí  
Lê Hải Thành

**Công nghệ - Hóa chất**  
Nguyễn Đức Hào

**Công nghiệp – Năng lượng**  
Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền

**Dịch vụ - Tiêu dùng**  
Nguyễn Quỳnh Ly