

MUA

Giá mục tiêu 2025: **26.200 VND**
% tăng giá: **16%**
Cập nhật: **5/6/2025**

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: Xu hướng đẩy mạnh đầu tư công thúc đẩy mảng xây lắp.

Tiêu cực: Biên lợi nhuận gộp mỏng cốt lõi thấp.

Rủi ro: (1) Tiến độ thi công chậm hơn kì vọng (2) Giá nguyên vật liệu tăng cao.

	Q1/2024	Q1/2025	2025F
DTT	2.650	2.596	15.156
% YoY	35%	-2%	18%
LNST sau CĐTS	463	128	978
% YoY	2782%	-72%	6%

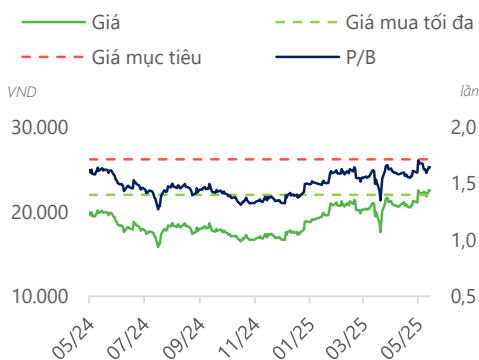
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

VCG là doanh nghiệp xây dựng hàng đầu Việt Nam với quy mô tài sản lớn nhất ngành và nằm trong top 4 nhà thầu xây dựng uy tín nhất Việt Nam. Ngoài lĩnh vực xây dựng hạ tầng và công nghiệp, VCG đang mở rộng sang các lĩnh vực khác như Kinh doanh bất động sản, Giáo dục và Đầu tư.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Xây dựng
Giá hiện tại:	22.500 VND
Vốn hóa:	13.468 tỷ VND
Số lượng CPLH:	598,6 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	988 VND
P/E:	22,8 lần
Cổ tức tiền mặt 2025:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2025:	0,0%



Nguồn: Fünpro, DSC tổng hợp

VCG

**Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng
Việt Nam**

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu năm 2025 của VCG đạt 15.156 tỷ (+18% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 1.111 tỷ, đi ngang so với cùng kỳ.

Động lực chính thúc đẩy kết quả kinh doanh của VCG trong năm tới sẽ tiếp tục đến từ các mảng kinh doanh cốt lõi xây lắp và bất động sản trong bối cảnh đầu tư công đang được đẩy mạnh và các dự án bất động sản trọng tâm được mở bán và bàn giao.

DSC sử dụng 2 phương pháp định giá DCF và P/B với tỷ trọng tương đương xác định mức giá mục tiêu năm 2025 cho cổ phiếu là 26.200 VND. DSC khuyến nghị nhà đầu tư có thể giải ngân cổ phiếu ở vùng giá khoảng 20.000 - 21.500 VND.

LƯẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vị thế đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp

VCG khẳng định vị thế đầu ngành xây dựng hạ tầng với hơn 30 năm kinh nghiệm và dấu ấn tại nhiều công trình mang tầm quốc gia. Uy tín thương hiệu cùng năng lực thi công vượt trội giúp doanh nghiệp liên tục trúng thầu các dự án hạ tầng, giao thông và sân bay quy mô lớn. Backlog hơn 20.000 tỷ đồng đóng vai trò "bệ phóng" cho tăng trưởng doanh thu bền vững trong những năm tới. Bên cạnh đó, nền tảng tài chính vững chắc cho phép VCG triển khai đồng thời nhiều dự án, tối ưu hiệu quả sử dụng nguồn lực. Giai đoạn 2026–2030, doanh nghiệp được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ hưởng lợi từ định hướng đầu tư công mới.

Triển vọng tươi sáng từ các dự án bất động sản

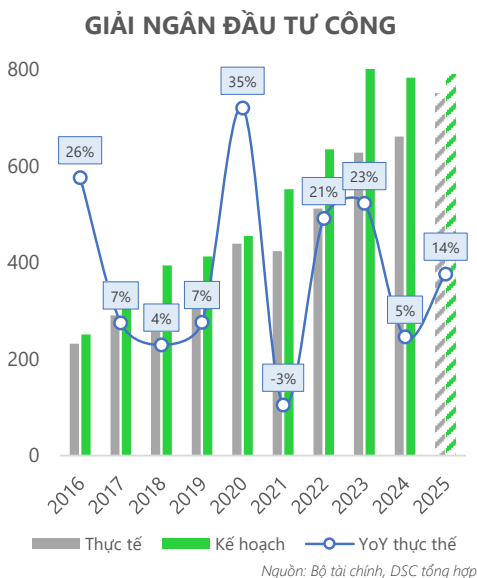
VCG sở hữu hơn 2.000 ha đất với danh mục dự án đa dạng, tập trung tại các đô thị tăng trưởng nhanh như Hà Nội, Quảng Ninh, Hải Phòng. Các dự án đều nằm ở vị trí chiến lược, đón đầu nhu cầu nhà ở và hạ tầng gia tăng. Nhờ lợi thế này, cùng với xu hướng phục hồi của thị trường, mảng bất động sản kỳ vọng sẽ trở thành một trong những động lực chính thúc đẩy KQKD tăng trưởng mạnh mẽ.

Dòng tiền đều đặn từ đầu tư tài chính

Bên cạnh hai mảng kinh doanh cốt lõi, VCG còn sở hữu dòng tiền ổn định từ đầu tư tài chính vào các lĩnh vực thiết yếu như điện, nước và giáo dục. DSC kỳ vọng nguồn thu này sẽ tiếp tục duy trì bền vững, góp phần củng cố nền tảng tài chính cho doanh nghiệp.

QUAN ĐIỂM NGÀNH:

Đẩy mạnh đầu tư công tạo động lực cho ngành xây dựng



VCG

Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng
Việt Nam

DSC

Năm cuối cùng trong chu kỳ 2021–2025

Trong bối cảnh thế giới và khu vực tiềm ẩn nhiều biến động khó lường, nguy cơ chiến tranh thương mại toàn cầu và triển vọng tăng trưởng suy yếu đang tạo áp lực lớn lên mục tiêu phát triển kinh tế của Việt Nam. Trước thách thức đó, đầu tư công được kỳ vọng sẽ trở thành một trong những động lực chủ chốt thúc đẩy GDP cả nước tăng trưởng 8% trong năm 2025.

Năm 2025 được xem là năm bản lề, có vai trò quan trọng trong việc hoàn tất chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021–2025 và tạo nền tảng cho giai đoạn tiếp theo. Chúng tôi kỳ vọng vốn đầu tư công sẽ được đẩy mạnh trong năm 2025, (ước đạt 95% kế hoạch) tương tự như 2 chu kỳ trước với sự bứt tốc mạnh mẽ diễn ra vào năm cuối chu kỳ: giai đoạn 2016–2020 ghi nhận giải ngân năm 2020 tăng trưởng mạnh 35% YoY, đạt 91% kế hoạch đề ra.

Trợ lực từ luật mới

Năm 2024, giải ngân vốn đầu tư công gặp ba rào cản lớn: chậm giải phóng mặt bằng, thủ tục hành chính phức tạp, và thiếu hụt nguồn cung nguyên vật liệu, gây đình trệ nhiều dự án hạ tầng. Luật Đầu tư công 2024, có hiệu lực từ tháng 1/2025 kỳ vọng sẽ tháo gỡ các nút thắt này, tạo động lực quan trọng để khơi thông dòng vốn, cải thiện một số vấn đề còn tồn đọng, thúc đẩy triển khai các dự án hạ tầng trên cả nước.

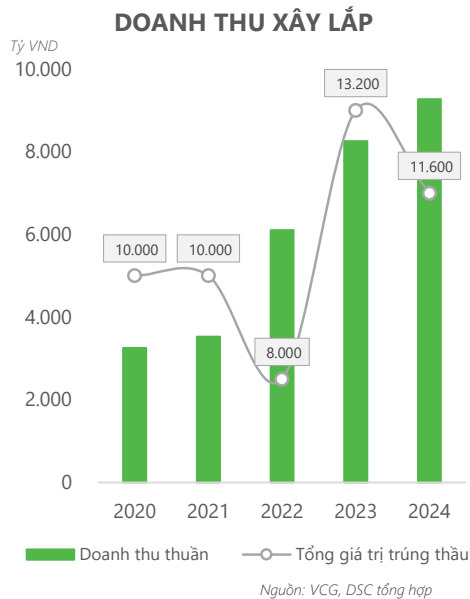
Bảng: Một số thay đổi quan trọng trong luật đầu tư công 2024

Nội dung thay đổi	Tác động
Nâng mức vốn đầu tư của dự án trọng điểm quốc gia từ 10.000 tỷ VND lên 30.000 tỷ VND	Tỉnh có thể phê duyệt chủ trương đầu tư của dự án có mức phát triển vốn dưới 10.000 tỷ VND.
UBND cấp tỉnh quyết định chủ trương đầu tư dự án nhóm B, C (trước đây thuộc HĐND).	Giảm thủ tục hành chính, đẩy nhanh phê duyệt dự án, tăng tính chủ động cho địa phương.
Cho phép thực hiện BT với quy định chặt chẽ về thanh toán (quỹ đất, tài sản công) và cơ chế đấu thầu công khai.	Giảm áp lực ngân sách nhà nước bằng cách huy động vốn tư nhân, thúc đẩy các dự án hạ tầng (cao tốc, đô thị), nhưng cần kiểm soát để tránh thất thoát tài sản công.
Cho phép tách bồi thường, tái định cư thành dự án độc lập cho tất cả nhóm dự án (A, B, C).	Giải quyết nút thắt giải phóng mặt bằng, đảm bảo mặt bằng sẵn sàng trước thi công, rút ngắn thời gian thực hiện dự án.
Quy định thời gian thẩm định dự án nhóm B, C không quá 20 ngày; nhóm A không quá 30 ngày.	Rút ngắn thời gian phê duyệt, đảm bảo tiến độ và tính khả thi của dự án.

Nguồn: DSC tổng hợp

LUẬN ĐIỂM 1:

Vị thế đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp



VCG

Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng
Việt Nam

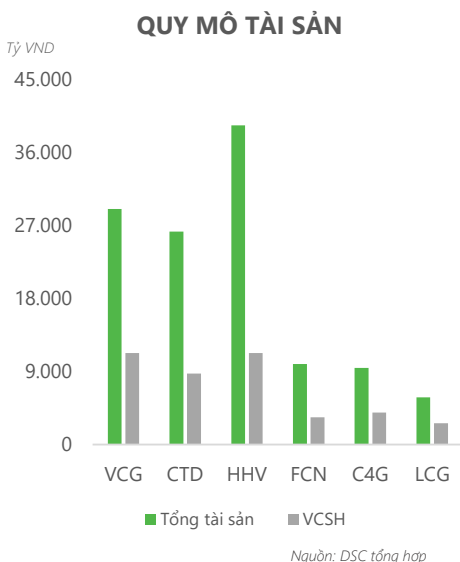
DSC

Vị thế được khẳng định qua thời gian

Thành lập từ năm 1988, VCG đã từng bước khẳng định vị thế của một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng tại Việt Nam. Trải qua hơn ba thập kỷ phát triển, công ty đã ghi dấu ấn bằng hàng loạt công trình quy mô lớn, mang tính biểu tượng như cầu Nhật Tân, đại lộ Thăng Long, nhà ga T2 – Cảng Hàng không Quốc tế Nội Bài, dự án bảo tàng Hà Nội, Trung tâm Hội nghị Quốc gia, cùng nhiều đoạn tuyến trọng yếu thuộc cao tốc Bắc – Nam.

Uy tín thương hiệu, năng lực thi công và bề dày kinh nghiệm là những nền tảng cốt lõi tạo nên lợi thế cạnh tranh vượt trội của VCG, đặc biệt trong việc tham gia và trúng thầu các dự án quy mô lớn. Giai đoạn 2020–2024 ghi nhận giá trị trúng thầu tích cực, duy trì mức trên 10.000 tỷ đồng trong nhiều năm với phần lớn là các dự án hạ tầng giao thông và sân bay, vốn là thế mạnh của doanh nghiệp. Nhờ đó, VCG luôn sở hữu lượng backlog, dồi dào đóng vai trò như “bệ phóng” vững chắc, đảm bảo nguồn việc ổn định và tạo nền tảng cho tăng trưởng bền vững trong những năm tới.

Hiện tại, với lượng backlog lớn vào khoảng trên 20.000 tỷ, DSC kỳ vọng doanh thu xây lắp duy trì mức tăng trưởng tích cực lần lượt đạt 10.711 tỷ (+15% YoY), 12.158 tỷ (+13% YoY) trong năm 2025 và 2026.



Hưởng lợi từ xu hướng thúc đẩy đầu tư công

Không chỉ sở hữu kinh nghiệm dày dặn và uy tín được hun đúc qua thời gian, VCG còn khẳng định vị thế đầu ngành với quy mô tổng tài sản, vốn chủ sở hữu và doanh thu thuộc nhóm dẫn đầu thị trường. Năng lực tài chính vững mạnh cho phép doanh nghiệp triển khai đồng thời nhiều dự án quy mô lớn, đồng thời tối ưu hiệu quả phân bổ nguồn lực.

DSC cho rằng nguồn lực lớn của VCG sẽ là lợi thế cạnh tranh vượt trội trong giai đoạn tới khi đầu tư công giai đoạn 2026–2030 được định hướng tập trung, giảm số lượng dự án sử dụng vốn ngân sách trung ương để dồn lực cho các công trình trọng điểm, quy mô lớn, mang tính lan tỏa.

LUẬN ĐIỂM 2:

Triển vọng tươi sáng từ các dự án bất động sản

VCG**Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng
Việt Nam****DSC**

Vị trí đặc địa của các dự án bất động sản

VCG đang đẩy mạnh phát triển mảng bất động sản với danh mục dự án đa dạng trên quỹ đất hơn 2.000 ha. Các dự án thương mại và nhà ở dân dụng của doanh nghiệp đều nằm tại những vị trí đặc địa, thuộc các đô thị có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao như Hà Nội, Quảng Ninh, Hải Phòng, Quảng Nam và Phú Yên – nơi nhu cầu về hạ tầng và nhà ở đang ngày càng gia tăng.

Năm 2025, DSC kỳ vọng hai dự án KĐT Vinaconex Móng Cái và KĐT Đại lộ Hòa Bình cùng với TTTM chợ Mơ sẽ là động lực thúc đẩy kết quả kinh doanh mảng bất động sản của VCG trong những năm tới. Đặc biệt, hai dự án khu đô thị tại thành phố Móng Cái, tỉnh Quảng Ninh sẽ hưởng lợi lớn nhờ vào hệ thống hạ tầng giao thông ngày càng hoàn thiện. Cụ thể, tuyến cao tốc Hà Nội – Vân Đồn – Móng Cái và Quốc lộ 18 giúp tăng cường kết nối liên vùng; cầu Bắc Luân II tạo điều kiện thuận lợi cho giao thương Việt – Trung. Bên cạnh đó, khu vực còn được hỗ trợ bởi các phương thức giao thông khác như đường biển (cảng Vạn Ninh), đường hàng không (sân bay Vân Đồn), và đặc biệt là điểm đầu của tuyến đường sắt liên vận quốc tế – tất cả đều góp phần nâng cao tiềm năng khai thác và gia tăng giá trị bất động sản tại khu vực này.

Hiện tại, dự án Cát Bà Amatina đã hoàn thiện 150 căn biệt thự song lập, đồng thời tiếp tục triển khai các giai đoạn tiếp theo. Tuy nhiên, DSC đánh giá rằng nhu cầu đối với bất động sản nghỉ dưỡng vẫn chưa phục hồi rõ nét, điều này có thể khiến doanh nghiệp trì hoãn kế hoạch mở bán. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng dự án Cát Bà Amatina sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu cho VCG từ năm 2026, nhưng với tiến độ đóng góp tương đối chậm.

Bảng: Danh sách các dự án của VCG

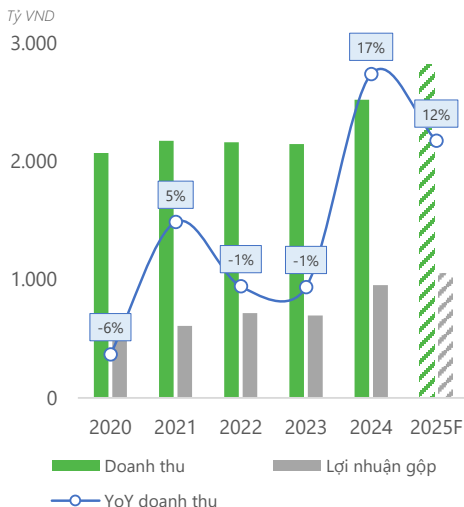
Dự án	Địa điểm	Quy mô (ha)	Tổn mức đầu tư (tỷ VND)	Doanh thu dự kiến					
				2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cát Bà Amatina	Hải Phòng	172,4	10.942						
KĐT Vinaconex Móng Cái	Quảng Ninh	43,0	1.154						
KĐT Đại lộ Hòa Bình	Quảng Ninh	48,8	2.256						
TTTM Chợ Mơ	Hà Nội	1,5	1.507						
Capital One	Hà Nội	1,2	3.900						
KĐT Thiên Ân	Quảng Nam	19,1	589						
KĐT Ngân Cầu	Quảng Nam	32,7	594						
Tam Kỳ resort	Quảng Nam	2,0	N/A						
Tuy Hòa resort	Phú Yên	9,4	2.000						

Nguồn: DSC tổng hợp và dự phòng

LUẬN ĐIỂM 3:

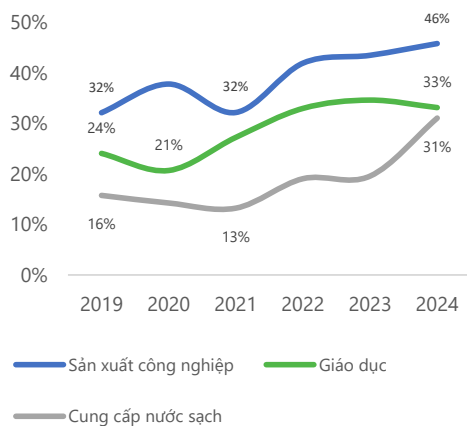
Dòng tiền đều đặn từ đầu tư tài chính

DOANH THU ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH



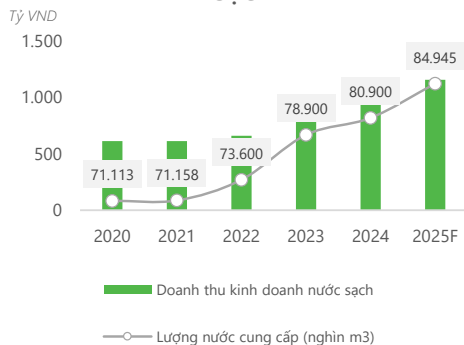
Nguồn: VCG, DSC tổng hợp

BIÊN LỢI NHUẬN GỘP ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH



Nguồn: VCG, DSC tổng hợp

DOANH THU KINH DOANH NƯỚC SẠCH



Nguồn: VCG, VAV, DSC tổng hợp

VCG

Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng
Việt Nam

DSC

Dòng tiền đều đặn từ đầu tư tài chính

Bên cạnh hai lĩnh vực cốt lõi là xây lắp và bất động sản với dòng tiền mang tính chu kỳ, mảng đầu tư tài chính đang trở thành điểm tựa vững chắc cho VCG nhờ khả năng tạo ra dòng tiền ổn định và bền vững qua các năm. Doanh nghiệp chủ yếu rót vốn vào các ngành thiết yếu như giáo dục, điện, nước sạch và sản xuất công nghiệp – những lĩnh vực có tính ổn định cao, ít rủi ro và sở hữu biên lợi nhuận hấp dẫn. Nhờ đó, trong bối cảnh thị trường biến động hay kinh tế khó khăn, nguồn thu từ hoạt động đầu tư tài chính vẫn duy trì ổn định.

Cũng chính nhờ biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao nên dù chỉ đóng góp khoảng 20% vào tổng doanh thu hợp nhất, nhưng mảng này lại tạo ra hơn 40% lợi nhuận gộp.

Triển vọng tích cực từ mảng kinh doanh nước sạch

Mảng kinh doanh nước sạch đóng góp khoảng 6-8% trong cơ cấu doanh thu và 20% lợi nhuận gộp của doanh nghiệp với động lực chính đến từ Công ty Cổ phần Viwaco (HSX: VAV), hoạt động sản xuất và kinh doanh nước sạch tại khu vực Tây Nam thành phố Hà Nội với công suất 240.000 m3/ngày đêm.

Năm 2025, DSC dự báo sản lượng nước tiêu thụ sẽ tiếp tục tăng trưởng đều đặn với tốc độ trung bình khoảng 5%/năm, nhờ nhu cầu cải thiện theo đà phục hồi và mở rộng của nền kinh tế. Trong khi đó, giá bán dự kiến duy trì ổn định trong năm 2025 và có thể điều chỉnh tăng nhẹ vào năm 2026.

Giả định

DSC ước tính kết quả kinh doanh của VCG sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực trong hai năm tới, chủ yếu nhờ đóng góp từ mảng xây lắp – lĩnh vực cốt lõi của doanh nghiệp. Cụ thể, doanh thu xây lắp được dự phóng đạt lần lượt 10.711 tỷ đồng (+15% YoY) trong năm 2025 và 12.158 tỷ đồng (+13% YoY) trong năm 2026, được hỗ trợ bởi (1) xu hướng đẩy mạnh đầu tư công giúp gia tăng giá trị hợp đồng ký mới (backlog), và (2) vị thế đầu ngành cùng năng lực thi công vượt trội của VCG.

Dù vậy, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của mảng xây lắp sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp, khoảng 4%, trong bối cảnh giá vật liệu xây dựng biến động và áp lực cạnh tranh thầu ngày càng gay gắt.

Ở mảng bất động sản, các dự án khu dân cư tại Móng Cái (Quảng Ninh) được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn tới nhờ lợi thế vượt trội về vị trí và hạ tầng. Qua đó, doanh thu bất động sản dự báo đạt 1.600 tỷ đồng trong năm 2025 (+49% YoY) và 1.746 tỷ đồng trong năm 2026 (+9% YoY).

	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	8.453	12.704	12.870	15.156	16.984
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	917	1.181	1.981	2.090	2.314
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	985	556	1.373	1.388	1.592
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	931	396	1.108	1.111	1.274
LNST sau CĐTS (tỷ VND)	782	404	927	978	1.122
EPS (VND)	1.607	752	1.548	1.634	1.874
Biên lợi nhuận gộp	11%	9%	15%	14%	14%
Biên LNTT	12%	4%	11%	9%	9%
% DTT (YoY)	47%	50%	1%	18%	12%
% LNTT (YoY)	37%	-44%	147%	1%	15%
% LNST (YoY)	79%	-57%	180%	0%	15%
% LNST sau CĐTS (YoY)	98%	-48%	130%	6%	15%

Multiple method

P/B trung bình 5 năm	1,97
P/B trung bình ngành	1
P/B dự phóng 2025	1,6
P/B mục tiêu	1,8
Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu dự phóng 2025	14.304
Giá trị cổ phiếu	25.748

FCFE

Giá trị hiện tại dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	16.202
(+) Tiền & tương đương tiền	2.910
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	3.089
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	16.023
Số lượng cổ phiếu (tỷ cổ)	0,6
Giá trị cổ phiếu	26.768

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
FCFE	50%	26.768 VND
P/B	50%	25.748 VND
Giá mục tiêu	26.200 VND	
Upside (30/05/2024)	16%	
Khuyến nghị	MUA	

Phương pháp P/B

DSC xác định mức P/B phù hợp cho năm 2025 là 1,8, thấp hơn một chút mức trung bình 5 năm là 1,97 lần, nhưng cao hơn so với trung bình ngành nhằm phản ánh triển vọng kinh doanh tích cực của doanh nghiệp trong thời gian tới. Từ đó, mức định giá thu được từ phương pháp P/B là 25.700 VND/cp.

Phương pháp DCF

Đối với phương pháp DCF, chúng tôi sử dụng mô hình dự phóng 6 năm với động lực tăng trưởng chính từ hai mảng kinh doanh cốt lõi xây lắp và bất động sản. Cùng với đó, hệ số chiết khấu là 13,4%. Tương ứng, mức định giá phù hợp dựa theo DCF là 26.800 VND/cp.

Khuyến nghị dựa trên định giá và giá hiện tại

Dựa trên 2 phương pháp trên với tỷ trọng bằng nhau, và triển vọng trong 1 năm tới, DSC xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu VCG là 26.200 VND/cp.

Hiện tại, cổ phiếu VCG đang giao dịch ở mức P/B là 1,6 lần và P/B dự phóng 2025 là 1,6 lần, thấp hơn so với mức trình bình 5 năm là 1,97 lần nhưng cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 1 lần.

Tuy nhiên, do triển vọng kinh doanh tích cực trong giai đoạn tới, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu VCG.



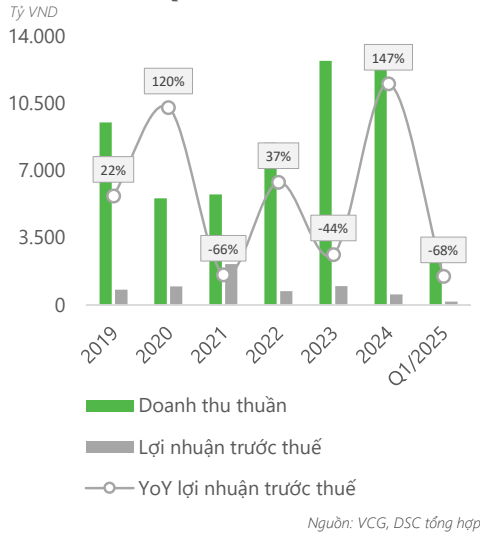
Nguồn: Fünpro, DSC tổng hợp

PHỤ LỤC:

Cập nhật kết quả kinh doanh & Điểm nhấn tài chính

VCG**Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng
Việt Nam****DSC**

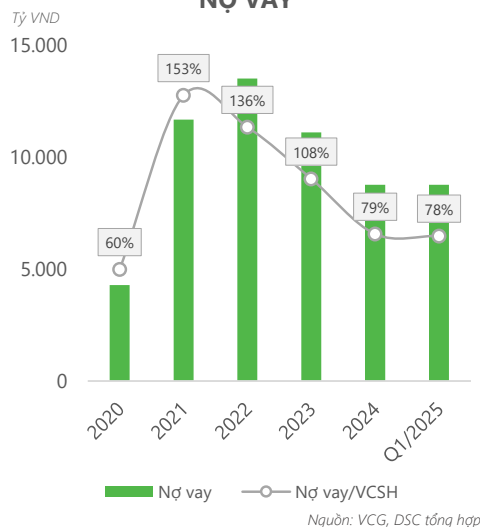
KẾT QUẢ KINH DOANH



Kết quả kinh doanh tăng trưởng âm

Trước đây, VCG là doanh nghiệp nhà nước, từng đảm nhận nhiều dự án hạ tầng trọng điểm, giúp ghi nhận doanh thu vượt 15.000 tỷ đồng ngay từ năm 2010. Tuy nhiên, sau giai đoạn khó khăn toàn ngành cùng với việc Bộ Xây dựng thoái vốn và những tranh chấp kéo dài giữa các nhóm cổ đông, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp đã suy giảm liên tục trong nhiều năm, chạm đáy vào năm 2020. Kể từ đó, VCG đã có sự phục hồi mạnh mẽ và tăng trưởng ấn tượng trở lại trong những năm gần đây. Kết thúc Q1/2025, mặc dù doanh thu chỉ giảm nhẹ 2% YoY, đạt 2.596 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế giảm mạnh 68% YoY, đạt 168 tỷ. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự sụt giảm đáng kể của mảng bất động sản, với doanh thu chỉ đạt 77 tỷ đồng – thấp hơn nhiều so với mức hơn 270 tỷ đồng cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm này chủ yếu do VCG chỉ ghi nhận doanh thu từ số ít căn hộ còn lại của dự án Green Diamond trong khi phần lớn sản phẩm đã được bán và hạch toán trong năm 2024. Ở chiều ngược lại, mảng xây lắp – hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp – ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ 47% YoY, đạt 1.991 tỷ đồng. DSC cho rằng triển vọng mảng xây lắp vẫn duy trì tích cực trong năm 2025–2026, nhờ vào bối cảnh đầu tư công được đẩy mạnh và nguồn backlog lớn đang dần được triển khai. Qua đó, mảng xây lắp được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho kết quả kinh doanh của VCG trong những năm tới.

NỢ VAY



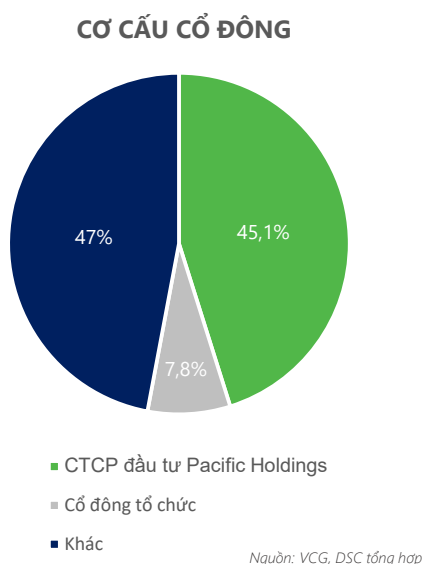
Tỷ lệ đòn bẩy giảm dần

Trong giai đoạn 2021–2022, VCG tăng cường vay nợ nhằm bổ sung nguồn lực tài chính cho siêu dự án Cát Bà Amatina, đồng thời chuẩn bị vốn cho loạt dự án xây lắp quy mô lớn giai đoạn tiếp theo. Mặc dù vậy, bối cảnh dịch bệnh kéo dài, thị trường bất động sản trầm lắng và mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao đã tạo áp lực lớn lên hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

Dù vậy, nhờ cải thiện hiệu quả kinh doanh trong thời gian gần đây, VCG đã từng bước giảm mức đòn bẩy tài chính, đưa tỷ lệ này về mức 79% vào năm 2024 — thấp hơn đáng kể so với mức bình quân ngành là 85%.

PHỤ LỤC:

Đánh giá Cơ cấu Cổ đông & Ban lãnh đạo

**VCG****Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng
Việt Nam****DSC**

Cơ cấu cổ đông ổn định sau nhiều biến động

Năm 2018, thương vụ thoái toàn bộ vốn nhà nước tại VCG được thực hiện với 57,71% cổ phần thuộc về Công ty TNHH An Quý Hưng và 21,28% thuộc về Công ty TNHH Bất động sản Cường Vũ. Tuy nhiên, giai đoạn sau đó ghi nhận sự mâu thuẫn và tranh chấp kéo dài giữa hai nhóm cổ đông lớn này đến cuối năm 2020 tới khi cả Cường Vũ và Star Invest cùng thoái toàn bộ gần 29% cổ phần. Từ đó đến nay, An Quý Hưng trở thành nhóm cổ đông lớn duy nhất và nắm vai trò chi phối.

Cuối năm 2021, An Quý Hưng không còn trực tiếp là công ty mẹ của VCG sau khi chuyển nhượng toàn bộ cổ phần cho CTCP Đầu tư Pacific Holdings – một pháp nhân mà An Quý Hưng sở hữu 99,92% vốn điều lệ. Qua đó, việc sở hữu tại VCG được duy trì theo hình thức gián tiếp thông qua Pacific Holdings. Tính đến hiện tại, các vị trí lãnh đạo chủ chốt tại VCG như chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc đều gắn bó chặt chẽ với nhóm cổ đông này.

Ban lãnh đạo VCG có bề dày kinh nghiệm trên 30 năm trong ngành và gắn bó lâu năm với công ty. Họ đều có trình độ học vấn cao, am hiểu sâu sắc các lĩnh vực cốt lõi như xây lắp, bất động sản và đầu tư tài chính.

Công ty con & liên kết

Hiện tại, sau quá trình tái cấu trúc mạnh mẽ và thoái vốn tại nhiều đơn vị không cốt lõi, VCG đang sở hữu 20 công ty con và 14 công ty liên doanh, liên kết, hoạt động trong nhiều lĩnh vực như điện, giáo dục, kinh doanh nước sạch... Mặc dù chỉ đóng góp khoảng 20% vào tổng doanh thu hợp nhất, nhưng các đơn vị này lại tạo ra hơn 40% lợi nhuận gộp nhờ hoạt động ổn định, ít biến động và duy trì biên lợi nhuận cao.

Công ty con	Tỷ lệ lợi ích	Tỷ lệ biểu quyết
Công ty CP VINACONEX 25	71%	65%
Công ty TNHH VINACONEX Đầu tư	100%	73%
CTCP Phước Tượng Phú Gia BOT	99%	99%
Công ty CP Đầu tư và Phát triển Điện Miền Bắc 2	51%	51%
Công ty TNHH Giáo dục Lý Thái Tổ	100%	100%
CTCP VIWACO (VAV)	51%	51%
CTCP Đầu tư và Phát triển Điện miền Bắc 2 (ND2)	51%	51%
CTCP Bạch Thiên Lộc	100%	100%

PHỤ LỤC:

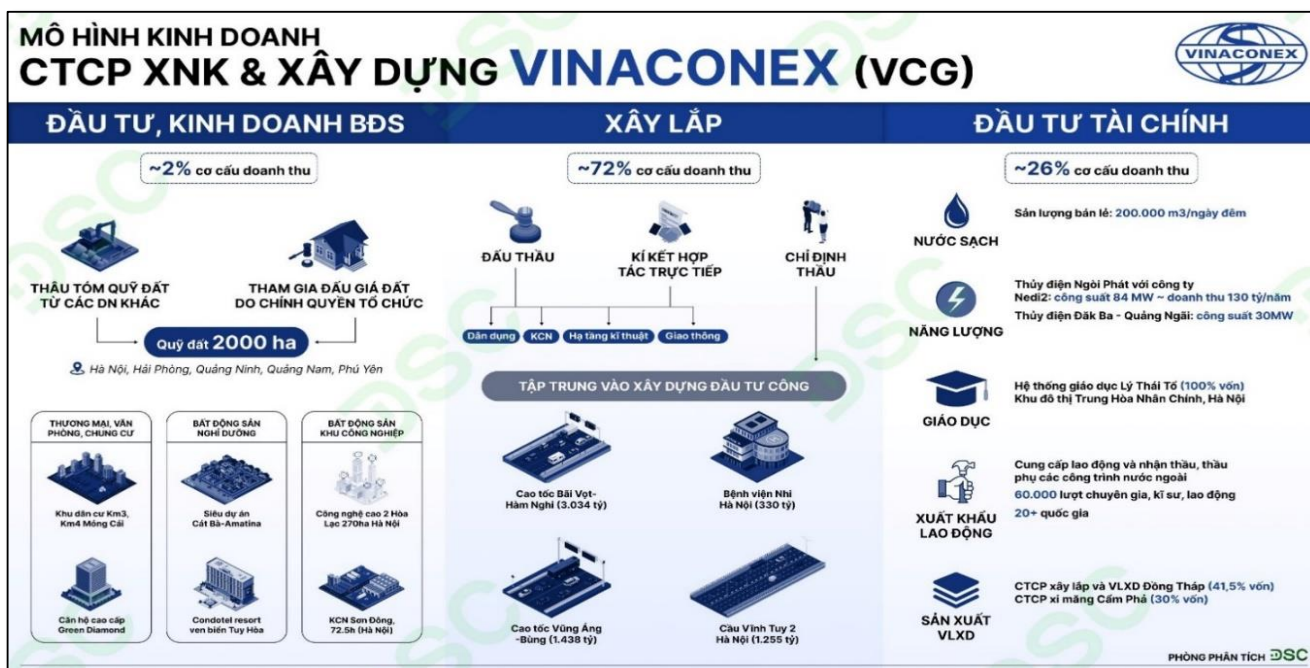
Lịch sử khuyến nghị & Mô hình kinh doanh

VCG**Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam****DSC**

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



MÔ HÌNH KINH DOANH



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHẼNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỖI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Đào Đức Anh,

Chuyên viên Phân tích
anh.dd@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn