

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

16/05/2025

VINACONEX (VCG)

Thiên thời địa lợi nhân hòa

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên
(+84) 24-7303-5333 nguyendn1@kbsec.com.vn

Mua

Giá mục tiêu	VND 25,000
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	18,500 – 19,500
Lợi nhuận kỳ vọng 1	28%+
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	17,000 – 18,000
Lợi nhuận kỳ vọng 2	39%+

Lưu ý:

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng điểm mua cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

Hoạt động kinh doanh

Vinaconex (VCG) là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực xây dựng. Hoạt động kinh doanh của VCG có 3 lĩnh vực chính, bao gồm (1) Xây dựng, (2) Bất động sản (Dân dụng, Khu công nghiệp, Văn phòng cho thuê), (3) Đầu tư tài chính (Cung cấp nước, Thủy điện, Giáo dục, Sản xuất công nghiệp).

Tương quan mặt bằng giá

PBR của VCG hiện tại đang ở mức 1.6x, tương ứng với vùng -0.8 STD so với đường trung bình 5 năm. Trong giai đoạn 2025-2026, trong trường hợp dự án Cát Bà Amatina được chuyển nhượng thành công, chúng tôi kỳ vọng ROE của VCG có thể được cải thiện lên mức 15% (ROE TTM hiện tại đạt 12%).

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

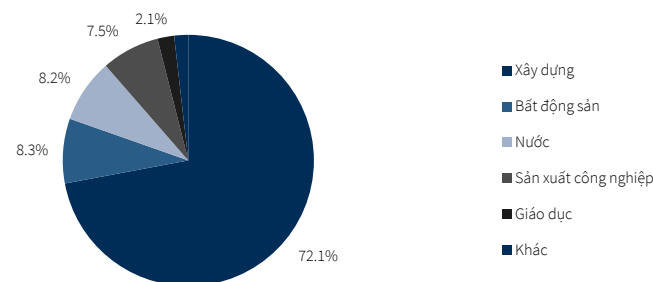
Hưởng lợi từ kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công kỷ lục

VCG là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư công với năng lực xây dựng đã được kiểm chứng và tỷ lệ đấu thầu thành công vượt trội so với các đối thủ trong ngành.

Động lực tăng trưởng trong trung hạn từ các dự án Bất động sản

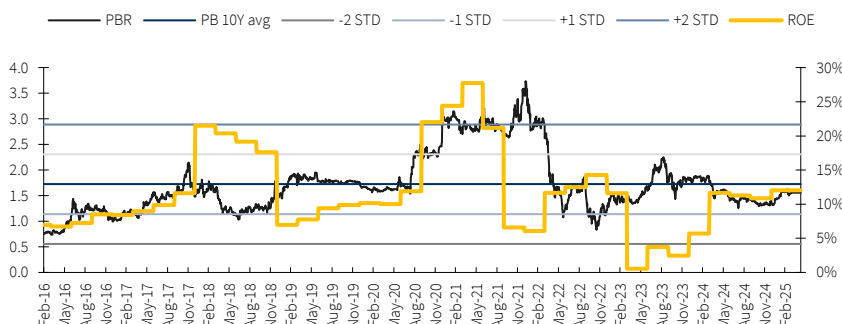
VCG có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc chuyển nhượng dự án Cát Bà Amatina trong 2025. Cùng với đó, theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, Vinaconex Diamond Tower và KĐT Đại lộ Hòa Bình dự kiến sẽ đóng góp 200/500 tỷ VND lợi nhuận cho VCG trong kỳ.

Cơ cấu doanh thu 2024



Nguồn: VCG, KBSV

Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



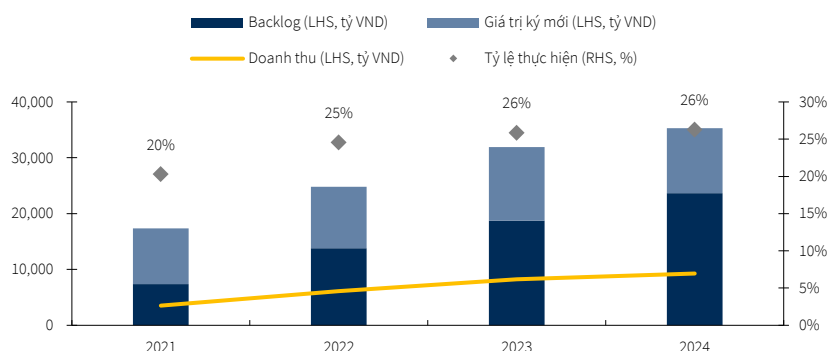
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ước tính backlog xây dựng từ các hợp đồng cuối 2024 đạt hơn 26,000 tỷ VND

1. VCG hưởng lợi từ kế hoạch thúc đẩy đầu tư công cao kỷ lục

Trong đó, giá trị các gói thầu từ mảng đầu tư công chiếm 97% giá trị công việc của Vinaconex. Backlog trên tương đương với 2.8x doanh thu xây dựng của VCG trong 2024, khẳng định tiềm năng tăng trưởng doanh thu xây lắp trong giai đoạn 2025-2026. KBSV dự phóng doanh thu xây dựng của VCG đạt 10,220 tỷ VND trong 2025 (+10% YoY) khi 45% các gói thầu thi công của Vinaconex sẽ tới thời hạn hoàn thành và bàn giao trong năm.

Biểu đồ 1. Backlog xây dựng, doanh thu và tỷ lệ thực hiện của VCG



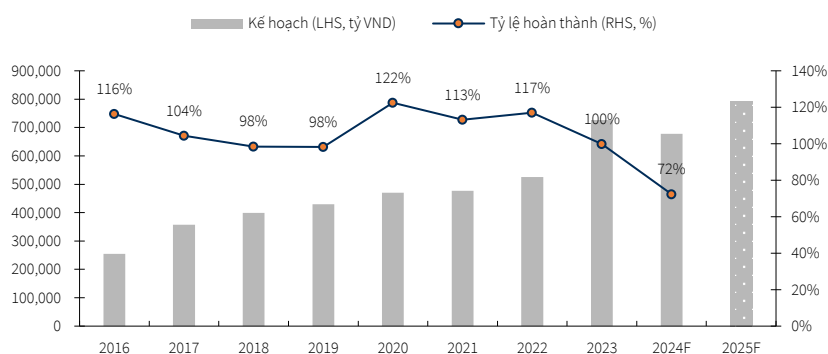
Nguồn: VCG, KBSV

Kỳ vọng đầu tư công là một trong những động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong thời gian tới

Từ đầu năm, Chính phủ đặt kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công 2025 đạt hơn 790.7 nghìn tỷ VND (tăng 17% YoY nhằm hỗ trợ mục tiêu 8% tăng trưởng GDP trong kỳ. Tuy nhiên, theo công bố của Bộ Tài chính, giá trị giải ngân đầu tư công 4M2025 đạt 129 nghìn tỷ VND, hoàn thành 14% kế hoạch (cùng kỳ đạt hơn 15%). So sánh MoM, tốc độ giải ngân vốn đã có sự cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng tiến độ giải ngân vốn đầu tư công sẽ khởi sắc hơn từ 2Q2025 trở đi khi hơn 93% nguồn vốn giải ngân đã được phân bổ chi tiết từ cuối tháng 03/2025. Bên cạnh đó, luật Đầu tư công sửa được kỳ vọng sẽ rút ngắn thời gian lập hồ sơ, đẩy nhanh quá trình giải phóng mặt bằng, thu xếp vốn trong thời gian tới (chi tiết tại [Bảng 09 - Báo cáo ngành Xây dựng 2025](#))

Trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng kinh tế chịu tác động tiêu cực từ chính sách áp thuế đối ứng của Mỹ, chúng tôi cho rằng đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công là một trong những giải pháp kích thích kinh tế khả thi và hiệu quả nhất trong 2025-2026.

Biểu đồ 2. Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân đầu tư công 2025 tăng 17% YoY



Nguồn: MOF, KBSV

Thành tích đấu thầu ấn tượng tại các dự án lớn là một điểm cộng khi so sánh với các đối thủ trong ngành

Nhìn lại lịch sử, chúng tôi nhận thấy tần suất tham gia các gói thầu trọng điểm của VCG tương đối cao, trong đó, gần đây nhất là tại siêu dự án Sân bay Long Thành khi Liên danh của VCG đã dành thắng lợi tại gói thầu lớn nhất của dự án (gói thầu 5.10). Năng lực đấu thầu ấn tượng trong lĩnh vực đầu tư công, bên cạnh hồ sơ năng lực ấn tượng tại các dự án lớn và cơ cấu tài chính an toàn.

Bảng 3. Một số dự án trọng điểm có sự tham gia của VCG

Dự án	Gói thầu	Loại hình	Vốn đầu tư	Backlog	Tỷ trọng	Thời gian thực hiện
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 1	3.4	Sân bay	4,412	1,235	28%	27/01/2022 - 31/03/2025
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 1	4.6	Sân bay	7,244	1,415	20%	28/08/2023 - 31/07/2025
Sân bay Nội Bài - mở rộng T2	12	Sân bay	4,601	2,687	58%	24/04/2024 - 10/03/2026
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 1	4.7	Sân bay	6,268	1,166	19%	15/09/2024 - 11/08/2026
Sân bay Long Thành - Giai đoạn 1	5.10	Sân bay	27,800	3,924	14%	28/08/2023 - 30/11/2026
Vân Phong - Nha Trang	XL02	Cao tốc	3,314	1,036	31%	26/12/2022 - 11/10/2025
Bãi Vọt - Hàm Nghi	11-XL	Cao tốc	6,044	3,035	50%	26/12/2022 - 11/10/2025
Vũng Áng - Bùng	XL01	Cao tốc	4,766	1,439	30%	12/02/2023 - 28/11/2025
Vành đai 4 - Hà Nội	09/TP2-XL	Cao tốc	1,816	1,816	100%	16/06/2023 - 09/06/2026
Vành đai 3.5 - Đại lộ Thăng Long	28	Cao tốc	1,620	1,364	84%	24/12/2024 - 20/09/2027

Nguồn: KBSV

2. Tín hiệu tích cực tại các dự án Bất động sản

VCG công bố kế hoạch bán một phần dự án Cát Bà Amatina

Tại Đại hội Cổ đông, Ban lãnh đạo chia sẻ rằng Vinaconex - ITC (UPCOM: VCR, VCG sở hữu 51%) đang đàm phán với đối tác để thực hiện bán buôn một phần dự án bất động sản nghỉ dưỡng Cát Bà Amatina (vốn đầu tư 10.9 nghìn tỷ VND) nhằm đảm bảo dòng tiền và nguồn vốn cho các dự án trong tương lai. Chúng tôi cho rằng đây là quyết định hợp lý trong bối cảnh thị trường bất động sản nghỉ dưỡng chưa có dấu hiệu hồi phục rõ ràng. Tuy nhiên, VCG sẽ cần thêm thời gian để có thể thống nhất được giá bán cũng như đối tác chuyển nhượng phù hợp, kỳ vọng có thể hoàn thành trong 2025 và đem lại một khoản lợi nhuận đột biến trong kỳ. Tại 1Q2025, giá trị sổ sách của Cát Bà Amatina đạt 5,587 tỷ VND (chiếm 19% tổng tài sản của VCG).

Biểu đồ 4. Dự án Cát Bà Amatina



Nguồn: VCG, KBSV

Các dự án Bất động sản gối đầu tạo dư địa duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn

Trong 2025, Ban lãnh đạo VCG ước tính 70% lợi nhuận sẽ tới từ mảng Bất động sản. Trong đó, dự án Green Diamond đã hạch toán 80% doanh thu trong 2024, 20% còn lại sẽ được ghi nhận trong 2025. Trong năm nay, lợi nhuận chủ yếu sẽ tập trung từ hai dự án là Vinaconex Diamond Tower và KĐT Đại lộ Hòa Bình, ước tính đóng góp lần lượt 200/500 tỷ VND (thông tin chi tiết vui lòng xem tại Bảng 5 báo cáo này).

Bảng 5. Danh mục các dự án Bất động sản của VCG

Dự án	Diện tích đất (ha)	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Sản phẩm	Ghi chú
Dân dụng				
Green Diamond	0.5	1,861	- Thương mại, văn phòng: 11 ha - Căn hộ mở bán: 224 căn	Ghi nhận 20% doanh thu còn lại trong 2025
KĐT Đại lộ Hòa Bình	48.8	2,256	- Biệt thự: 84 căn - Nhà liền kề: 69 căn - Shophouse: 105 căn	Đã hoàn thành xây dựng hạ tầng, chưa mở bán
KĐT Hải Yên	43.8	1,154	- Biệt thự: 35 căn - Nhà liền kề: 375 căn - Shophouse: 372 căn	Đã hoàn thành xây dựng hạ tầng, chưa mở bán
KĐT Thiên Ân	35.5	589	- 792 lô đất	Gia hạn thời gian đầu tư tới tháng 04/2026
KĐT Ngân Cầu	32.7	594	- Chưa có thông tin	Chưa có thông tin
Nghỉ dưỡng				
Cát Bà Amatina	172.4	10,942	- Chưa có thông tin	Đã hoàn thiện hạ tầng, VCG muốn bán buôn 1 phần trong 2025
Tam Kỳ - Quảng Nam	9.4	2,000	- Chưa có thông tin cụ thể	Đang hoàn thiện pháp lý
Tuy Hòa - Phú Yên	2.0	N/A	- Chưa có thông tin cụ thể	Đang hoàn thiện pháp lý
Văn phòng cho thuê				
Vinaconex Diamond Tower	1.1	1,507	- Văn phòng cho thuê: 36 ha - Cho thuê thương mại: 31 ha	Đang mở bán 13/20 sàn, đã bán được 9 sàn
Capital One	1.3	3,900	- Văn phòng cho thuê: 52.5 ha - Khách sạn: 400 phòng	Đang thi công
Khu công nghiệp				
KCN Hòa Lạc 2	277	1,317	- Diện tích cho thuê: 188 ha	Đã cho thuê 40%, đang xây dựng hạ tầng phần còn lại
KCN Đông Anh	299.5	6,338	- Chưa có thông tin	Đang đợi phê duyệt quy hoạch 1/2000
KCN Sơn Đồng	72.5	1,268	- Diện tích cho thuê: 40 ha	Đang xây dựng

Nguồn: VCG, KBSV

Yếu tố rủi ro

Thi công chậm trễ so với kế hoạch ảnh hưởng tới khả năng ghi nhận doanh thu

Với việc thường xuyên góp mặt tại các gói thầu lớn, VCG có thể gặp rủi ro chậm triển khai, dẫn tới việc nghiệm thu, bàn giao và ghi nhận doanh thu trễ trong bối cảnh các dự án đầu tư công đều bị thúc tiến độ và nguồn lực phân tán tại nhiều dự án cùng một thời điểm

Chậm chuyển nhượng Cát Bà Amatina

Với việc chiếm 19% tổng tài sản của VCG, việc chuyển nhượng Cát Bà Amatina sẽ giải phóng nguồn vốn và tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng tại các dự án khác cho Vinaconex. Trong trường hợp dự án không kịp chuyển nhượng theo kế hoạch ban đầu, giá cổ phiếu sẽ gặp áp lực điều chỉnh do chúng tôi cho rằng thông tin về việc chuyển nhượng đã được phản ánh một phần vào diễn biến giao dịch trong thời gian vừa qua

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng**Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Nguyên vật liệu**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp**

nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ**Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích**

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711
Email: info@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)**

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)**

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.