

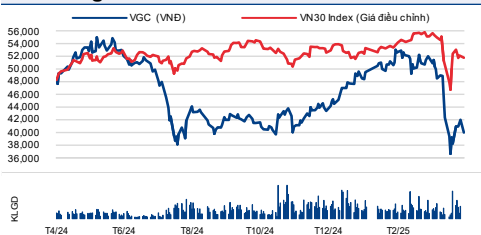
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ54,900
Tiềm năng tăng/giảm: 37.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/4/2025)	40,000
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	36,650-54,947
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,917
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	17,934
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	693
Sig CP lưu hành (tr.đv)	448
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Sig CP NN được mua (tr.đv)	17.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.00%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (50.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-23A	12-24F	12-25F
DT thuần (tỷ đồng)	13,194	12,017	13,465
EBITDA đc (tỷ đồng)	5,007	4,275	4,772
LNTT (tỷ đồng)	1,602	1,207	1,564
LNT ĐC (tỷ đồng)	1,218	932	1,177
FCF (tỷ đồng)	(866)	632	1,332
EPS ĐC (đồng)	2,717	2,078	2,626
DPS (đồng)	2,076	2,250	2,000
BVPS (đồng)	17,516	17,344	17,970
T.trưởng EBITDA (%)	2.03	(14.6)	11.6
T.trưởng EPS ĐC (%)	(29.5)	(23.5)	26.4
Tăng trưởng DPS (%)	(20.5)	8.40	(11.1)
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	37.9	35.6	35.4
Tỷ suất LNTT (%)	12.1	10.0	11.6
Tỷ suất LNT ĐC (%)	9.23	7.75	8.74
Tỷ lệ LN trả CT (%)	76.4	108	76.2
Nợ thuần/VCSH (%)	62.3	69.3	62.2
ROAE (%)	15.7	11.9	14.9
ROACE (%)	12.9	10.1	11.8
EV/doanh thu (lần)	1.61	1.80	1.57
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.24	5.05	4.44
P/E ĐC (lần)	14.7	19.2	15.2
P/B (lần)	2.28	2.31	2.23
Lợi suất cổ tức (%)	5.19	5.63	5.00

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Viglacera là một trong những chủ đầu tư phát triển KCN lớn nhất và doanh nghiệp vật liệu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Q1/2025: Lợi nhuận thuần tăng 55,8% so với cùng kỳ

- Lợi nhuận thuần Q1/2025 của VGC đạt 321 tỷ đồng, tăng 55,8% so với cùng kỳ, trên doanh thu 2,9 nghìn tỷ đồng, tăng 8,2% so với cùng kỳ. Mảng BĐS KCN ghi nhận kết quả tích cực trong khi mảng Vật liệu xây dựng phục hồi rõ rệt về tỷ suất lợi nhuận. Các kết quả này hơi cao hơn so với dự báo của HSC.
- Doanh thu và LNTT Q1/2025 lần lượt đạt 21% và 26% dự báo cả năm của chúng tôi, đồng thời hoàn thành 20% và 24% kế hoạch HKKD cả năm mà BLĐ VGC đề ra.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 21,4% trong 1 tháng qua do lo ngại về thuế, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 34,4% so với ước tính RNAV, lớn hơn mức chiết khấu bình quân 3 năm là 21,7%. HSC đang xem xét lại các dự báo của mình.

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2025

VGC ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2025 đạt 321 tỷ đồng, tăng 55,8% so với cùng kỳ, trên doanh thu thuần 2,9 nghìn tỷ đồng, tăng 8,2% so với cùng kỳ. Các kết quả này hơi cao hơn so với dự báo của HSC.

Doanh thu mảng BĐS KCN tăng 12,6% so với cùng kỳ đạt 1.221 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính VGC đã bàn giao khoảng 45–50ha với giá bình quân khoảng 110 USD/m², bao gồm một hợp đồng 30ha cho khách hàng trong ngành ô tô tại KCN Tiên Hải (Thái Bình). Chúng tôi đang tìm hiểu thêm thông tin chi tiết về tên các dự án và diện tích cụ thể đã bàn giao. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 44,7%, so với 52,7% trong Q1/2024 và 50% trong dự báo. Tỷ suất lợi nhuận gộp biến động tùy theo từng dự án KCN, dao động từ 40–65%.

Diện tích đất bàn giao và lợi nhuận vượt dự báo. Tuy nhiên, HSC cho rằng diện tích đất bàn giao trong phần còn lại của năm có thể bị ảnh hưởng do khách hàng trì hoãn quyết định đầu tư để chờ kết quả đàm phán thuế cuối cùng giữa Việt Nam và Mỹ.

Doanh thu mảng Vật liệu xây dựng đi ngang, đạt 1.359 tỷ đồng trong Q1/2025, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể lên mức 17,3% từ mức chỉ 8,3% trong Q1/2024, cao hơn kỳ vọng cả năm của HSC là 15,4%. Trong các phân khúc, Gạch ốp lát & Thiết bị vệ sinh tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực với doanh thu tăng lần lượt 7% và 73% so với cùng kỳ, cùng với sự cải thiện về tỷ suất lợi nhuận gộp lên mức 17% (so với 13,6% trong Q1/2024) đối với gạch ốp lát và 30,2% – mức bình thường – (so với 9,9% trong Q1/2024) đối với thiết bị vệ sinh.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/4.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q1/2025, VGC

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	So với cùng kỳ	% đạt dự báo HSC	% kế hoạch
Tổng doanh thu	2,639	2,855	8.2%	21.2%	19.8%
BĐS	1,098	1,258	14.6%		
Vật liệu xây dựng	1,352	1,359	0.5%		
Mảng khác	189	237	25.0%		
Lợi nhuận gộp	738	842	14.1%		
Chi phí BH&QL	299	356	19.1%		
LNTT	344	413	20.0%	26.4%	23.7%
Lợi nhuận thuần	206	321	55.8%	27.2%	N/a

Nguồn: HSC

Doanh thu kinh xây dựng giảm 34,5% so với cùng kỳ, một phần do tạm dừng nhà máy Bình Dương để nâng cấp dây chuyền sản xuất; tuy nhiên, mảng này đã ghi nhận lợi nhuận gộp 17 tỷ đồng, so với lỗ gộp 7 tỷ đồng trong Q1/2024. Doanh thu gạch xây dựng tăng 5,1% so với cùng kỳ và đạt tỷ suất lợi nhuận gộp tích cực ở mức 18,3%, cải thiện đáng kể so với mức 10,3% trong Q1/2024.

Mặc dù doanh thu thấp hơn kỳ vọng, tỷ suất lợi nhuận lại vượt kỳ vọng của HSC. Trong trung và dài hạn, sự phục hồi của thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ tiếp tục hỗ trợ mảng vật liệu xây dựng phục hồi mạnh hơn.

Tính đến Q1/2025, doanh thu và LNTT lần lượt đạt 21% và 26% dự báo cả năm của chúng tôi, tương đương hoàn thành 20% và 24% kế hoạch HKKD của BLĐ.

Nợ thuần tăng do chi tiêu đầu tư: Tính đến cuối Q1/2025, nợ thuần của VGC đã tăng 51,1% so với đầu năm, chủ yếu do chi tiêu đầu tư phát triển các KCN và dự án nhà ở, bao gồm các dự án KCN Thuận Thành (Bắc Ninh) và Sông Công II (Thái Nguyên). Tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH đạt 0,22 lần tại thời điểm cuối Q1/2025 so với mức 0,14 lần tại thời điểm cuối năm 2024. Tuy nhiên, HSC đánh giá tỷ lệ này vẫn ở ngưỡng an toàn.

Xem xét lại dự báo

Sau khi giá cổ phiếu giảm 21,4% trong 1 tháng qua do lo ngại về chính sách thuế của Mỹ, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 34,4% so với ước tính RNAV, rộng hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân 3 năm là 21,7%. HSC đang xem xét lại các dự báo của mình.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	14,592	13,194	12,017	13,465	14,769
Lợi nhuận gộp	4,238	3,519	3,120	3,599	4,091
Chi phí BH&QL	(1,848)	(1,568)	(1,530)	(1,677)	(1,742)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,390	1,951	1,589	1,921	2,349
Lãi vay thuần	(175)	(300)	(330)	(368)	(341)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	112	(36.4)	(40.7)	22.6	46.0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(21.8)	(12.1)	(12.1)	(12.1)	(12.1)
LN TT	2,305	1,602	1,207	1,564	2,042
Chi phí thuế TNDN	(392)	(440)	(241)	(308)	(399)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(185)	55.9	(33.6)	(78.1)	(180)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,728	1,218	932	1,177	1,463
Lợi nhuận thuần ĐC	1,728	1,218	932	1,177	1,463
EBITDA ĐC	4,907	5,007	4,275	4,772	5,344
EPS (đồng)	3,855	2,717	2,078	2,626	3,264
EPS ĐC (đồng)	3,855	2,717	2,078	2,626	3,264
DPS (đồng)	2,612	2,076	2,250	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,019	1,842	1,643	2,605	1,763
Đầu tư ngắn hạn	129	627	627	627	627
Phải thu khách hàng	1,183	1,116	1,450	1,610	1,567
Hàng tồn kho	4,235	4,740	4,697	4,720	4,764
Các tài sản ngắn hạn khác	542	779	779	779	779
Tổng tài sản ngắn hạn	8,108	9,104	9,197	10,341	9,500
TSCĐ hữu hình	5,217	5,225	5,193	5,081	4,940
TSCĐ vô hình	166	160	154	147	140
Bất động sản đầu tư	1,952	1,942	1,333	789	615
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	680	430	389	412	458
Tài sản dài hạn khác	6,827	7,229	7,848	8,671	9,952
Tổng tài sản dài hạn	14,851	14,996	14,925	15,108	16,113
Tổng cộng tài sản	22,959	24,099	24,122	25,448	25,613
Nợ ngắn hạn	1,959	2,897	2,979	3,069	3,069
Phải trả người bán	1,590	1,576	1,336	1,700	1,687
Nợ ngắn hạn khác	2,230	1,865	1,865	1,865	1,865
Tổng nợ ngắn hạn	8,391	8,337	8,297	8,811	8,942
Nợ dài hạn	1,657	2,237	2,334	2,770	2,032
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	144	161	161	161	161
Nợ dài hạn khác	3,273	3,414	3,424	3,441	3,466
Tổng nợ dài hạn	5,074	5,812	5,918	6,371	5,659
Tổng nợ phải trả	13,873	14,575	14,641	15,609	15,027
Vốn chủ sở hữu	7,616	7,853	7,776	8,057	8,624
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,470	1,671	1,705	1,783	1,962
Tổng vốn chủ sở hữu	9,085	9,524	9,481	9,840	10,586
Tổng nợ phải trả và VCSH	22,959	24,099	24,122	25,448	25,613
BVPS (đ)	16,986	17,516	17,344	17,970	19,234
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,598	3,293	3,670	3,234	3,339

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	2,390	1,951	1,589	1,921	2,349
Khấu hao	(2,517)	(3,056)	(2,685)	(2,851)	(2,995)
Lãi vay thuần	(175)	(300)	(330)	(368)	(341)
Thuế TNDN đã nộp	(392)	(440)	(241)	(308)	(399)
Thay đổi vốn lưu động	(1,918)	(1,783)	(404)	259	154
Khác	53.1	218	(12.1)	(12.1)	(12.1)
LCT thuần từ HKKD	2,474	2,702	3,288	4,343	4,746
Đầu tư TS dài hạn	(2,751)	(3,568)	(2,656)	(3,011)	(3,954)
Góp vốn & đầu tư	(898)	(594)	0	0	0
Thanh lý	1,004	86.0	0	0	0
Khác	122	311	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(2,523)	(3,764)	(2,656)	(3,011)	(3,954)
Cổ tức trả cho CSH	(1,171)	(931)	(1,009)	(897)	(897)
Thu từ phát hành CP	100	294	0	0	0
Tăng/giảm nợ	483	1,578	178	526	(738)
Khác	(55.2)	(59.8)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(643)	882	(831)	(370)	(1,634)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,711	2,019	1,842	1,643	2,605
LCT thuần trong kỳ	(692)	(180)	(198)	962	(843)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.09)	3.30	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,019	1,842	1,643	2,605	1,763
Dòng tiền tự do	(277)	(866)	632	1,332	792

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.0	26.7	26.0	26.7	27.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.6	37.9	35.6	35.4	36.2
Tỷ suất LNT (%)	11.8	9.23	7.75	8.74	9.91
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.0	27.4	20.0	19.7	19.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	30.4	(9.58)	(8.92)	12.0	9.69
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	37.9	2.03	(14.6)	11.6	12.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.4	24.3
Tăng trưởng EPS (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.4	24.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.4	24.3
Tăng trưởng DPS (%)	137	(20.5)	8.40	(11.1)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	67.8	76.4	108	76.2	61.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.5	15.7	11.9	14.9	17.5
ROACE (%)	17.1	12.9	10.1	11.8	14.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.65	0.56	0.50	0.54	0.58
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.04	1.39	2.07	2.26	2.02
Số ngày tồn kho	149	179	193	175	163
Số ngày phải thu	41.7	42.1	59.5	59.6	53.6
Số ngày phải trả	56.1	59.5	54.8	62.9	57.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.5	62.3	69.3	62.2	61.0
Nợ/tài sản (%)	26.2	27.9	29.1	29.9	27.4
EBIT/lãi vay (lần)	13.6	6.50	4.82	5.22	6.89
Nợ/EBITDA (lần)	1.23	1.34	1.64	1.60	1.31
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.97	1.09	1.11	1.17	1.06
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.34	1.61	1.80	1.57	1.44
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.98	4.24	5.05	4.44	3.98
P/E (lần)	10.4	14.7	19.2	15.2	12.3
P/E ĐC (lần)	10.4	14.7	19.2	15.2	12.3
P/B (lần)	2.35	2.28	2.31	2.23	2.08
Lợi suất cổ tức (%)	6.53	5.19	5.63	5.00	5.00

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn