

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

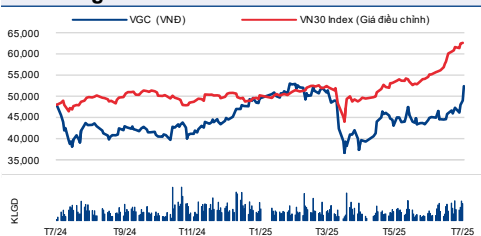
Giá mục tiêu: VNĐ60,300 (từ VNĐ45,550)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/7/2025)	52,400
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	36,650-53,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,760
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	23,494
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	899
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg 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



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	16.4	32.2	9.26
So với chỉ số	2.22	4.28	(16.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,037	2,289	32.7
2026F	3,101	2,809	10.4
2027F	3,693	3,398	8.7

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, CFA

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

Lợi nhuận Q2/2025 tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VGC nhưng tăng 32% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 60.300đ (tiềm năng tăng giá 15%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới ít thận trọng hơn.
- Chúng tôi tăng 12-31% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 chủ yếu do giả định ít thận trọng hơn về diện tích đất bàn giao và tỷ suất lợi nhuận. Tuy nhiên, nhờ đóng góp của dự báo năm 2027, các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14,4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16,4% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index 4,4%, VGC đang giao dịch với chiết khấu 22% so với ước tính RNAV, tương đương bình quân 3 năm.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q2/2025

HSC xem xét lại dự báo và định giá đối với VGC sau khi đánh giá KQKD Q2/2025 tích cực bất ngờ, với lợi nhuận thuần đạt 438 tỷ đồng (tăng 176,1% so với cùng kỳ) trên doanh thu 3,2 nghìn tỷ đồng (tăng 19,5% so với cùng kỳ). KQKD tích cực trong Q2/2025 vượt xa dự báo của chúng tôi, tuy nhiên phần lớn được thúc đẩy bởi điều chỉnh giá vốn tại các dự án KCN. HSC cũng ghi nhận rủi ro liên quan đến thuế đối ứng đã giảm, khi mức thuế hiện tại là 20% (40% đối với hàng trung chuyển), thấp hơn đáng kể so với mức đề xuất ban đầu là 46%.

Tác động: Tăng 12-31% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 12-31% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhờ diện tích bàn giao đất KCN tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 cao hơn so với dự báo năm 2026-2027, phản ánh tác động từ việc điều chỉnh giá vốn trong Q2/2025. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1.361 tỷ đồng (tăng trưởng 23,2%); năm 2026 đạt 1.390 tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%); năm 2027 đạt 1.656 tỷ đồng (tăng trưởng 19,1%). Mức tăng trưởng 19% trong năm 2027 được hỗ trợ bởi sự mở rộng của mảng vật liệu xây dựng và đóng góp lớn hơn từ các KCN mới như Sông Công 2, Dốc Đá Trắng và Trấn Yên. Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% giả định diện tích đất KCN bàn giao của VGC cho năm 2025-2026 lên khoảng 137-145 ha/năm. Nhìn chung, theo dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2027 – hơi cao hơn so với bình quân dự báo của thị trường – lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14,4%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16,4% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index 4,4%, VGC đang giao dịch với chiết khấu 22% so với ước tính RNAV, tương đương chiết khấu bình quân 3 năm. HSC tăng 18% giá mục tiêu theo phương pháp RNAV lên 67.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh định giá các dự án trong danh mục đầu tư. Để tính toán ra giá mục tiêu 60.300đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% (giảm từ mức 20% trước đó) so với ước tính RNAV nhằm phản ánh rủi ro liên quan đến thuế đối ứng đã giảm, so với mức chiết khấu bình quân quá khứ là 21,7%. Tóm lại, với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VGC.

Với quỹ đất KCN lớn (khoảng 1.250 ha còn khả năng cho thuê) và có vị trí thuận lợi, VGC có vị thế tốt để đón dòng vốn FDI vào Việt Nam. Trong khi đó, trong trung và dài hạn, sự phục hồi của mảng VLXD cùng với đà tăng trưởng ổn định của mảng BĐS KCN sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy lợi nhuận và dòng tiền cho Công ty.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 28/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,007	3,869	4,543 ▲	5,013 ▲	5,426 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,218	1,105	1,361 ▲	1,390 ▲	1,656 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,717	2,464	3,037 ▲	3,101 ▲	3,693 ▲
DPS (đồng)	2,076	1,859	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	17,516	18,533	19,569	20,670 ▲	22,363 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.35	6.58	5.76	5.23	4.81
P/E ĐC (lần)	19.3	21.3	17.3	16.9	14.2
Lợi suất cổ tức (%)	3.96	3.55	3.82	3.82	3.82
P/B (lần)	2.99	2.83	2.68	2.54	2.34
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	23.2	2.12	19.1
ROAE (%)	15.7	13.7	15.9	15.4	17.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nâng giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận; duy trì khuyến nghị với tiềm năng tăng giá 15%

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VGC và nâng 32% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 60.300đ, phản ánh việc tăng 12–31% dự báo lợi nhuận năm 2025–2026 nhờ giả định tích cực hơn về diện tích đất bàn giao và tỷ suất lợi nhuận. Với sự hỗ trợ từ dự báo năm 2027, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần của VGC sẽ tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14,4%. Trong khi đó, giá cổ phiếu đã tăng 16,4% trong 1 tháng qua, diễn biến tích cực hơn VN Index 4,4%, VGC đang giao dịch với chiết khấu 22% so với ước tính RNAV, sát với chiết khấu bình quân 3 năm.

Lợi nhuận Q2/2025 vượt dự báo nhờ điều chỉnh giá vốn

VGC vừa công bố lợi nhuận thuần Q2/2025 đạt 438 tỷ đồng, tăng bất ngờ 176,1% so với cùng kỳ, trên doanh thu 3,2 nghìn tỷ đồng (tăng 19,5% so với cùng kỳ). KQKD tích cực trong Q2/2025 vượt xa dự báo của HSC, tuy nhiên chủ yếu đến từ việc điều chỉnh giá vốn tại các KCN Thuận Thành (250 ha, Bắc Ninh), Tiên Hải (294 ha, Thái Bình), Đông Mai (168 ha, Quảng Ninh), và Phú Hà (350 ha, Phú Thọ). Việc điều chỉnh giá vốn như vậy đã từng xảy ra trước đây (ví dụ trong Q3/2024) và không nằm trong các dự báo trước đó của chúng tôi.

Bảng 1: KQKD Q2/2025 mạnh mẽ, VGC

KQKD tích cực nhờ giá vốn hàng bán điều chỉnh mảng KCN

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	So với cùng kỳ	6T24	6T/25	So với cùng kỳ
Tổng doanh thu	2,712	3,240	19.5%	5,351	6,095	13.9%
Lợi nhuận gộp	654	1,147	75.4%	1,392	1,989	42.9%
Chi phí BH&QL	360	425	18.1%	660	782	18.5%
LNTT	230	729	216.2%	575	1,142	98.7%
Lợi nhuận thuần	159	438	176.1%	365	759	108.2%

Nguồn: VGC, HSC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh qua các quý

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/2025 của mảng BĐS KCN tăng mạnh nhờ điều chỉnh giá vốn hàng bán, trong khi đó tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vật liệu xây dựng ở mức trung bình

Tỷ đồng	Q1/24	Q2/24	6T24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	So với quý trước	So với cùng kỳ	6T25	So với cùng kỳ
Doanh thu											
BDS	14	58	72	35	84	37	96	159.5%	65.0%	133	85.2%
Cho thuê KCN	1,084	542	1,627	643	1,032	1,221	746	-38.9%	37.5%	1,967	20.9%
Vật liệu xây dựng	1,352	1,839	3,191	1,865	2,382	1,359	2,026	49.0%	10.1%	3,385	6.1%
Mảng khác	189	272	461	291	231	237	372	57.4%	36.9%	609	32.0%
Tổng doanh thu	2,639	2,712	5,351	2,834	3,728	2,854	3,240	13.5%	19.5%	6,094	13.9%
Lợi nhuận gộp											
BDS	5	13	17	11	25	7	17	128.8%	31.7%	24	38.7%
Cho thuê KCN	571	275	847	488	716	546	759	38.9%	175.7%	1,305	54.1%
Vật liệu xây dựng	112	291	403	268	456	236	298	26.6%	2.7%	534	32.6%
Mảng khác	50	76	125	106	53	52	74	41.6%	-2.7%	125	-0.1%
Tổng lợi nhuận gộp	738	654	1,392	873	1,250	841	1,147	36.4%	75.4%	1,988	42.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp											
BDS	33.9%	21.8%	24.1%	30.8%	30.4%	19.7%	17.4%			18.0%	
Cho thuê KCN	52.7%	50.7%	52.0%	75.9%	69.4%	44.7%	101.7%			66.3%	
Vật liệu xây dựng	8.3%	15.8%	12.6%	14.4%	19.1%	17.3%	14.7%			15.8%	
Mảng khác	26.4%	27.8%	27.2%	36.5%	22.9%	21.9%	19.7%			20.6%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.0%	24.1%	26.0%	30.8%	33.5%	29.5%	35.4%			32.6%	

Nguồn: VGC, HSC

Việc điều chỉnh giá vốn hàng bán không phải là điều hiếm gặp trong phát triển BĐS KCN. Thông thường, khi một doanh nghiệp triển khai dự án KCN, tổng mức đầu tư dự kiến được xác lập và được dùng làm cơ sở ghi nhận giá vốn khi bàn giao đất và hạch toán doanh thu tương ứng. Tuy nhiên, do các dự án KCN thường được phát

triển theo từng giai đoạn nên chi phí thực tế phát sinh trong quá trình triển khai có thể khác so với dự kiến ban đầu – có thể cao hơn hoặc thấp hơn tùy tình huống. Điều này dẫn đến các đợt điều chỉnh định kỳ đối với tổng mức đầu tư của dự án, và việc điều chỉnh sẽ được ghi nhận tại thời điểm doanh nghiệp thực hiện quyết toán và cập nhật lại tổng mức đầu tư theo chi phí thực tế phát sinh. Đây là yếu tố tiềm ẩn tiềm năng/rủi ro KQKD thực hiện cao hơn/thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

Trong Q2/2025, doanh thu cho thuê BĐS KCN đạt 746 tỷ đồng, giảm 39% so với quý trước nhưng tăng 38% so với cùng kỳ. VGC đã bàn giao 27,8 ha trong Q2/2025, so với 40,2 ha trong Q1/2025 và khoảng 20 ha trong Q2/2024, cao hơn kỳ vọng của HSC. Chúng tôi đánh giá mức bàn giao 25 ha là một kết quả tích cực, đặc biệt trong bối cảnh có nhiều lo ngại về thuế đối ứng trong Q2/2025. Tính chung nửa đầu năm 2025, VGC đã bàn giao 68 ha đất KCN, chủ yếu tại Thuận Thành (250 ha, Bắc Ninh), Yên Mỹ (280 ha, Hưng Yên), và Tiên Hải (294 ha, Thái Bình). Nhờ điều chỉnh giá vốn, tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2/2025 đạt 102%, so với mức bình thường khoảng 45–55%.

Doanh thu mảng vật liệu xây dựng đạt 2.046 tỷ đồng, tăng 49% so với quý trước nhờ yếu tố mùa vụ và tăng 10,1% so với cùng kỳ. Kết quả này phù hợp với đà phục hồi của thị trường BĐS trong năm 2025. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 14,7%, so với 17,3% trong Q1/2025 và 15,8% trong Q2/2024, thấp hơn nhẹ so với kỳ vọng của chúng tôi.

Xét theo phân khúc, tất cả các phân khúc đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ (bao gồm kính xây dựng tăng 18,3%, thiết bị vệ sinh tăng 39,1%, gạch ốp lát tăng 3% và gạch xây tăng 2%). Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng kính xây dựng suy yếu, đạt 11,6%, so với 14,4% trong Q2/2024 và 6,8% trong Q1/2025, chủ yếu do cạnh tranh giá bán gia tăng. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận gộp các phân khúc thiết bị vệ sinh, gạch ốp lát và gạch xây đều cải thiện trong Q2/2025, lần lượt đạt 34% (so với 18,7% trong Q2/2024 và 30,2% trong Q1/2025), 20,4% (so với 17,7% trong Q2/2024 và 17% trong Q1/2025), và 18,2% (so với 9,7% trong Q2/2024 và 18,3% trong Q1/2025).

Tổng thể, trong Q2/2025, mảng BĐS KCN có kết quả tích cực hơn kỳ vọng của chúng tôi, nhờ việc điều chỉnh giảm tổng mức đầu tư tại một số dự án trọng điểm, qua đó giúp tỷ suất lợi nhuận đạt mức rất cao. Yếu tố này cũng sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận ở một mức độ nhất định trong tương lai, khi VGC tiếp tục bàn giao phần diện tích còn lại tại các dự án này. Trong khi đó, mảng vật liệu xây dựng nhìn chung diễn biến sát với kỳ vọng của HSC.

Dự báo lợi nhuận mới: Tăng 12-31% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 12–31% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhờ tăng giả định diện tích bàn giao đất KCN và tỷ suất lợi nhuận. Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 mạnh hơn so với dự báo các năm 2026–2027 nhằm phản ánh tác động từ việc điều chỉnh giá vốn trong Q2/2025.

Hiện tại, mức thuế đối ứng áp dụng với Việt Nam là 20% (và 40% đối với hàng trung chuyển), so với 19% đối với Indonesia và Philippines. Lưu ý, Chính phủ vẫn đang theo đuổi mục tiêu giảm thêm thuế suất trong thời gian tới. Với mức thuế hiện tại là 20%, HSC cho rằng rủi ro thuế đã giảm đáng kể so với mức đề xuất ban đầu là 46%. Tuy nhiên, VGC vẫn có thể đối mặt với một số rủi ro liên quan đến hàng trung chuyển, do các KCN của Công ty chủ yếu nằm tại miền Bắc.

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1.361 tỷ đồng (tăng trưởng 23,2%); năm 2026 đạt 1.390 tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%); năm 2027 đạt 1.656 tỷ đồng (tăng trưởng 19,1%). Mức tăng trưởng 19% trong năm 2027 được hỗ trợ bởi sự mở rộng của mảng vật liệu xây dựng và đóng góp lớn hơn từ các KCN mới như Sông Công 2, Dốc Đá Trắng và Trấn Yên. Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% giả định diện tích đất KCN bàn giao của VGC cho năm 2025-2026 lên khoảng 137-145ha/năm.

Nói chung, dự báo cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14,4%.

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận mới, VGC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR là 14,4%

(Tỷ đồng)	2024	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	11,913	13,121	3.4%	10.1%	14,334	3.6%	9.2%	15,388	3.8%	7.4%
Lợi nhuận gộp	3,514	3,831	13.9%	9.0%	4,073	10.0%	6.3%	4,598	9.6%	12.9%
Chi phí BH&QL	(1,603)	(1,707)	2.9%	6.5%	(1,806)	4.8%	5.8%	(1,949)	4.9%	8.0%
Lợi nhuận HĐ	1,912	2,124	24.6%	11.1%	2,268	14.5%	6.8%	2,649	13.4%	16.8%
LNTT	1,636	1,845	33.1%	12.8%	1,967	16.4%	6.6%	2,370	12.7%	20.5%
Lợi nhuận thuần	1,105	1,361	30.8%	23.2%	1,390	15.8%	2.1%	1,656	12.0%	19.1%

Nguồn: HSC

Tăng 32% giá mục tiêu lên 60.300đ, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 18% giá mục tiêu theo phương pháp RNAV lên 67.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh định giá các dự án trong danh mục đầu tư. Để tính toán ra giá mục tiêu 60.300đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% (giảm từ mức 20% trước đó) so với ước tính RNAV nhằm phản ánh rủi ro liên quan đến thuế đối ứng đã giảm, so với mức chiết khấu bình quân quá khứ là 21,7%. Tóm lại, với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VGC.

Với quỹ đất KCN vững chắc bao gồm khoảng 1.250 ha đất còn lại có thể cho thuê (trong đó khoảng 800 ha nằm tại các địa phương chiến lược, dẫn đầu về thu hút vốn FDI tại Việt Nam như Bắc Ninh, Hưng Yên, Quảng Ninh), VGC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam. Trong khi đó, trong trung và dài hạn, sự phục hồi của mảng VLXD và mảng BĐS KCN tiếp tục vững chắc sẽ thúc đẩy lợi nhuận và dòng tiền cho Công ty. VGC cũng có bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền mạnh. Đây là nền tảng vững chắc để Công ty chi trả cổ tức tiền mặt ổn định trong nhiều năm tới (lợi suất cổ tức là 3,8%).

Chi tiết các giả định định giá của HSC như sau:

- Sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ ViMariel (ở Cuba) – đối với KCN này chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách – và sử dụng giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác, bao gồm một số dự án khu dân cư và các khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết.
- Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng vật liệu xây dựng. Áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% (không đổi) để chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF).
- Các tài sản hoạt động khác, chủ yếu bao gồm BĐS dân dụng và các khoản đầu tư dài hạn, được định giá theo giá trị sổ sách.
- Trong mô hình DCF, chúng tôi sử dụng giả định WACC là 12,2% (từ 12,5%). Tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% nhưng điều chỉnh tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 10,25% (từ 9%) sau khi tăng 125 điểm cơ bản cho phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% (từ 7,5%) và tiếp tục áp dụng 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội cho các cổ phiếu BĐS/KCN – đồng thời giảm beta xuống 1,05 (từ 1,15), theo dữ liệu từ Bloomberg.

Bảng 4: Định giá SOTP, VGC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của VGC	NPV giữa năm 2026
BDS KCN	DCF, BV	51-100%	19,840
Vật liệu xây dựng	DCF	25-100%	8,794
Tài sản khác, điều chỉnh	BV		2,552
Tổng giá trị tài sản			31,186
(-) Nợ/tiền mặt thuần			(1,374)
Giá trị của vốn CSH			29,812
Tổng Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			448.4
RNAV của cổ phiếu			67,000
Chiết khấu giả định			10%
Giá mục tiêu (đồng)			60,300

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VGC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	61,200	62,100	63,000	63,900	65,700
	3.5%	59,400	60,300	61,200	62,100	63,900
	4.0%	58,500	59,400	60,300	61,200	62,100
	4.5%	57,600	58,500	59,400	60,300	61,200
	5.0%	55,800	56,700	57,600	58,500	59,400

Nguồn: HSC

Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV:	-10%	0%	10%	20%	30%
Giá mục tiêu	73,700	67,000	60,300	53,600	46,900
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại		27.9%	15.1%	2.3%	-10.5%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, VGC

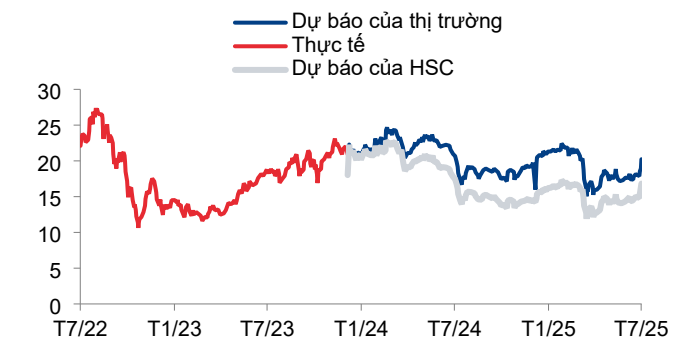
VGC đang giao dịch sát với bình quân chiết khấu 3 năm tại mức 22%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, VGC

P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,8 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 17,3 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16,4% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index 4,4%, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 22% so với ước tính RNAV, sát với chiết khấu bình quân 3 năm qua. VGC cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,8 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 17,3 lần.

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Rủi ro dự báo và định giá thấp hơn dự báo xảy ra khi (i) sự suy thoái thị trường BĐS dẫn dụng mạnh hơn dự kiến, ảnh hưởng đến hoạt động của mảng VLXD; và (ii) rủi ro thương mại toàn cầu tăng chậm lại, tác động đến quyết định mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp FDI. Điều này sẽ ảnh hưởng đến tiến độ cho thuê đất KCN, cũng như tác động đến định giá và lợi nhuận của Công ty.

Tiềm năng dự báo và định giá cao hơn dự báo liên quan đến (i) việc khởi công xây dựng nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2: Việc phát triển nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2 sẽ giúp tăng đáng kể quy mô sản xuất kính xây dựng. Theo đó, khi dự án này bắt đầu hoạt động, sẽ có tiềm năng KQKD và định giá cao hơn dự báo của HSC; (ii) quỹ đất mới: VGC đã và đang phát triển một lượng quỹ đất lớn (tại Yên Bái, Hưng Yên, Phú Thọ, v.v.) để mở rộng mảng KCN, nhưng HSC chưa phản ánh điều này vào mô hình dự báo và định giá do thiếu thông tin chi tiết về tiến độ phát triển. Nếu Công ty tiến hành phát triển quỹ đất này, sẽ có tiềm năng KQKD vượt đáng kể dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	13,194	11,913	13,121	14,334	15,388
Lợi nhuận gộp	3,519	3,514	3,831	4,073	4,598
Chi phí BH&QL	(1,568)	(1,603)	(1,707)	(1,806)	(1,949)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,951	1,912	2,124	2,268	2,649
Lãi vay thuần	(300)	(215)	(264)	(286)	(273)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(36.4)	(74.8)	(21.4)	4.36	13.3
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(12.1)	14.0	6.30	(19.4)	(19.4)
LN TT	1,602	1,636	1,845	1,967	2,370
Chi phí thuế TNDN	(440)	(446)	(369)	(392)	(471)
Lợi ích cổ đông thiểu số	55.9	(84.8)	(115)	(184)	(243)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,218	1,105	1,361	1,390	1,656
Lợi nhuận thuần ĐC	1,218	1,105	1,361	1,390	1,656
EBITDA ĐC	5,007	3,869	4,543	5,013	5,426
EPS (đồng)	2,717	2,464	3,037	3,101	3,693
EPS ĐC (đồng)	2,717	2,464	3,037	3,101	3,693
DPS (đồng)	2,076	1,859	2,000	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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,842	2,861	3,152	3,180	3,537
Đầu tư ngắn hạn	627	433	433	433	433
Phải thu khách hàng	1,116	1,092	1,697	1,435	1,934
Hàng tồn kho	4,740	4,372	4,669	4,627	4,508
Các tài sản ngắn hạn khác	779	714	714	714	714
Tổng tài sản ngắn hạn	9,104	9,472	10,666	10,389	11,126
TSCĐ hữu hình	5,225	5,860	5,761	5,613	5,466
TSCĐ vô hình	160	160	158	156	153
Bất động sản đầu tư	1,942	1,914	1,747	1,766	1,584
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	430	357	335	340	353
Tài sản dài hạn khác	7,229	7,070	7,913	9,224	10,364
Tổng tài sản dài hạn	14,996	15,370	15,923	17,107	17,928
Tổng cộng tài sản	24,099	24,842	26,588	27,496	29,054
Nợ ngắn hạn	2,897	2,572	3,069	3,069	3,067
Phải trả người bán	1,576	1,751	1,965	2,120	2,186
Nợ ngắn hạn khác	1,865	2,149	2,149	2,149	2,149
Tổng nợ ngắn hạn	8,337	8,758	9,401	9,568	9,855
Nợ dài hạn	2,237	2,240	2,770	2,832	3,097
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	161	187	187	187	187
Nợ dài hạn khác	3,414	3,265	3,260	3,260	3,266
Tổng nợ dài hạn	5,812	5,693	6,218	6,280	6,550
Tổng nợ phải trả	14,575	14,887	16,054	16,284	16,841
Vốn chủ sở hữu	7,853	8,309	8,774	9,267	10,026
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,671	1,646	1,761	1,945	2,187
Tổng vốn chủ sở hữu	9,524	9,955	10,534	11,212	12,214
Tổng nợ phải trả và VCSH	24,099	24,842	26,588	27,496	29,054
BVPS (đ)	17,516	18,533	19,569	20,670	22,363
Nợ thuần*/(tiền mặt)	3,293	1,952	2,687	2,722	2,626

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,951	1,912	2,124	2,268	2,649
Khấu hao	(3,056)	(1,958)	(2,419)	(2,745)	(2,777)
Lãi vay thuần	(300)	(215)	(264)	(286)	(273)
Thuế TNDN đã nộp	(440)	(446)	(369)	(392)	(471)
Thay đổi vốn lưu động	(1,783)	1,432	(762)	472	(85.4)
Khác	218	(157)	6.30	(19.4)	(19.4)
LCT thuần từ HKKD	2,702	4,483	3,154	4,787	4,577
Đầu tư TS dài hạn	(3,568)	(2,554)	(2,993)	(3,925)	(3,585)
Góp vốn & đầu tư	(594)	(938)	0	0	0
Thanh lý	86.0	1,132	0	0	0
Khác	311	52.5	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,764)	(2,308)	(2,993)	(3,925)	(3,585)
Cổ tức trả cho CSH	(931)	(834)	(897)	(897)	(897)
Thu từ phát hành CP	294	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,578	(253)	1,027	62.3	262
Khác	(59.8)	(69.5)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	882	(1,156)	130	(834)	(634)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,019	1,842	2,861	3,152	3,180
LCT thuần trong kỳ	(180)	1,019	292	27.6	358
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.30	0.35	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,842	2,861	3,152	3,180	3,537
Dòng tiền tự do	(866)	1,929	161	862	992

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	26.7	29.5	29.2	28.4	29.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	37.9	32.5	34.6	35.0	35.3
Tỷ suất LNT (%)	9.23	9.27	10.4	9.70	10.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	27.4	27.3	20.0	20.0	19.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(9.58)	(9.71)	10.1	9.24	7.36
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	2.03	(22.7)	17.4	10.3	8.25
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	23.2	2.12	19.1
Tăng trưởng EPS (%)	(29.5)	(9.29)	23.2	2.12	19.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	23.2	2.12	19.1
Tăng trưởng DPS (%)	(20.5)	(10.4)	7.57	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	76.4	75.4	65.9	64.5	54.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.7	13.7	15.9	15.4	17.2
ROACE (%)	12.9	12.0	12.8	12.9	14.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.56	0.49	0.51	0.53	0.54
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.39	2.34	1.49	2.11	1.73
Số ngày tồn kho	179	190	183	165	152
Số ngày phải thu	42.1	47.5	66.7	51.0	65.4
Số ngày phải trả	59.5	76.1	77.2	75.4	73.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	62.3	46.6	51.7	49.5	47.0
Nợ/tài sản (%)	27.9	27.1	28.9	28.2	28.4
EBIT/lãi vay (lần)	6.50	8.89	8.05	7.93	9.70
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	1.74	1.69	1.55	1.52
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.09	1.08	1.13	1.09	1.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.03	2.14	2.00	1.83	1.70
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.35	6.58	5.76	5.23	4.81
P/E (lần)	19.3	21.3	17.3	16.9	14.2
P/E ĐC (lần)	19.3	21.3	17.3	16.9	14.2
P/B (lần)	2.99	2.83	2.68	2.54	2.34
Lợi suất cổ tức (%)	3.96	3.55	3.82	3.82	3.82

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