

CTCP Viglacera (VGC)

MUA +32,6%

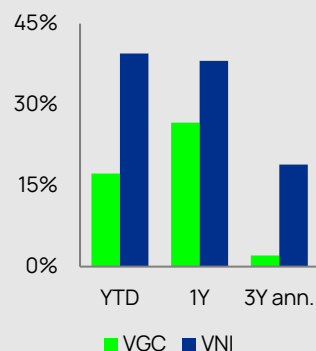
Ngành	KCN & VLXD
Ngày báo cáo	21/10/2025
Giá hiện tại	50.000 VND
Giá mục tiêu	64.100 VND
Giá mục tiêu gần nhất	65.300 VND
TL tăng	28,2%
Lợi suất cổ tức	4,4%
Tổng mức sinh lời	+32,6%
GT vốn hóa	26 nghìn tỷ đồng
Room KN	11,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	57,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	38,6%
SL cổ phiếu lưu hành	448tr
Pha loãng	448tr

	VGC	VNI
P/E (trượt)	16,2x	17,0x
P/B (hiện tại)	2,2x	2,2x
ROA	5,6%	2,0%
ROE	14,8%	13,3%

Tổng quan Công ty

VGC là doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu tại Việt Nam, chiếm ưu thế tại khu vực miền Bắc với quỹ đất cho thuê đạt 1.350 ha tính đến cuối quý 1/2025. Với hơn 50 năm hình thành và được cổ phần hóa vào năm 2014, công ty cũng hoạt động mạnh trong mảng sản xuất và kinh doanh VLXD - bao gồm kính xây dựng, thiết bị vệ sinh, gạch men và gạch xây - đồng thời tích cực phát triển các dự án nhà ở xã hội bên trong các KCN của công ty.

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	11.906	13.295	16.047	18.918
% YoY	-9,8%	11,7%	20,7%	17,9%
Lợi nhuận gộp	-0,1%	8,9%	26,0%	31,3%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.105	1.141	1.641	2.497
% YoY	-9,3%	3,3%	43,8%	52,1%
EPS	-9,3%	3,3%	43,8%	52,1%
Biên LN gộp	29,5%	28,8%	30,1%	33,5%
Biên LN ròng	9,3%	8,6%	10,2%	13,2%
ROE	13,7%	13,6%	18,7%	25,3%
Nợ ròng/vốn CSH	15,3%	9,6%	3,4%	-17,6%
Lợi suất cổ tức	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	2.200	2.200	2.200	2.200
P/E	21,3x	20,6x	14,3x	9,4x
P/B điều chỉnh	2,4x	2,4x	2,2x	1,9x

Mảng VLXD phục hồi; bắt đầu tiến trình tái cấu trúc

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 1,8% giá mục tiêu cho Tổng Công ty Viglacera (VGC) xuống 64.100 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên MUA do giá cổ phiếu đã giảm 24% trong 2 tháng qua.
- Mức giảm trong giá mục tiêu chủ yếu do định giá mảng KCN giảm 7% (do dự phóng diện tích bàn giao đất KCN trung bình trong giai đoạn 2025-29 giảm 6%), lần át mức tăng 2% trong định giá mảng VLXD (nhờ tổng lợi nhuận gộp tăng 1% và chi phí bán hàng giảm).
- Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ 1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 (thay đổi lần lượt -24%/-21%/-3%/+15%/+25%), chủ yếu phản ánh (1) lợi nhuận gộp mảng VLXD tăng 1% (dự phóng biên lợi nhuận mảng kính xây dựng phục hồi nhanh hơn sau phê duyệt chống bán phá giá dự kiến trong năm 2026) và (2) tối ưu chi phí bán hàng nhờ tái cơ cấu. Các yếu tố tích cực này lần át (3) lợi nhuận gộp mảng KCN giảm 3% (do dự phóng diện tích bàn giao trung bình giai đoạn 2025-29 giảm 6%, xuống mức 153 ha).
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng 44% YoY, được dẫn dắt bởi (1) lợi nhuận gộp mảng KCN đạt +24% YoY (bàn giao đất +19% YoY) và (2) lợi nhuận gộp mảng VLXD đạt +27% YoY (doanh thu tăng trưởng và biên lợi nhuận gộp phục hồi).
- Định giá của VGC đang ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 14,3 lần, phản ánh PEG ở mức 0,4 dựa trên CAGR LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng giai đoạn 2026-28 đạt 40%.
- Yếu tố hỗ trợ:** Phê duyệt đầu tư KCN và KĐT mới (khoảng 1.000 ha).
- Rủi ro:** Diện tích bàn giao đất KCN và biên lợi nhuận gộp thấp hơn kỳ vọng.

Diện tích bàn giao đất KCN chững lại trong 9T 2025, nhưng triển vọng năm 2026 vẫn tích cực:

VGC đã bàn giao 20 ha trong quý 3/2025 (-33% YoY), đưa tổng diện tích bàn giao 9T 2025 lên 85 ha (đi ngang so với cùng kỳ), chủ yếu do các quyết định bị trì hoãn và đàm phán lại hợp đồng của các khách thuê sau khi các chính sách thuế quan được hoàn tất. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì triển vọng tích cực cho năm 2026, dự phóng 130 ha đất KCN được bàn giao (+19% YoY), được hỗ trợ bởi 1) kết quả thuế quan cuối cùng thuận lợi, 2) tăng trưởng mạnh mẽ trong vốn FDI giải ngân/đăng ký 9T lần lượt 9%/15% YoY, và 3) lợi ích tiềm năng từ căng thẳng thương mại Mỹ-Trung leo thang.

VGC đã khởi động kế hoạch tái cấu trúc toàn tập đoàn vào tháng 8/2025 tập trung vào VLXD, nhằm tinh gọn hoạt động, giảm bớt số lượng các công ty con, và tổ chức lại thành bốn phân khúc phụ cốt lõi: gạch men, sản phẩm sứ & vòi nước, kính xây dựng, và gạch. Mỗi phân khúc sẽ được quản lý bởi một công ty cốt lõi duy nhất để cân bằng hơn nhu cầu và sản xuất, tối ưu hóa hàng tồn kho, và cắt giảm chi phí bán hàng/doanh thu từ khoảng 9% xuống 5% (tương tự như GEE), nâng cao biên lợi nhuận và khả năng cạnh tranh. Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch sẽ thành công với sự hỗ trợ từ GEX và mô hình tái cấu trúc GEE đã được chứng minh, và sẽ có tác động tích cực đến chi phí bán hàng từ năm 2027 trở đi với giả định chi phí bán hàng/doanh thu giảm từ 9,4% trong năm 2025 xuống 7,2% trong năm 2029.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận kinh xây dựng sẽ phục hồi từ năm 2026, được hỗ trợ bởi biện pháp chống bán phá giá dự kiến được phê duyệt, theo GEX. Với tuyên bố nắm giữ khoảng 60% thị phần sau khi hoàn tất mua lại VFG, VGC có vị thế tốt để tận dụng lợi thế từ chính sách thuận lợi này.

Triển vọng năm 2025: Mảng VLXD phục hồi, bù đắp cho mức giảm trong mảng cho thuê KCN sau khi áp thuế

Hình 1: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo 2025 mới/cũ
Bàn giao đất KCN (ha)	130	110	-15%	-27%	(b) Do quyết định thuê đất kéo dài của khách thuê trong nửa cuối năm 2025 trong khi chính sách thuế quan được hoàn tất thuận lợi. Kết quả bàn giao 9T 2025: 85 ha (đi ngang so với cùng kỳ).
Giá bán trung bình (USD/m2)	100	124	23%	-2%	
Doanh thu	11.906	13.295	12%	-9%	(b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu mảng KCN trong khi duy trì dự báo mảng VLXD dựa theo sự phục hồi đúng tiến độ của mảng này. Kết quả 9T 2025: 9,3 nghìn tỷ đồng (+14% YoY), khoảng 64% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
Cho thuê KCN & dịch vụ KCN	3.960	4.286	8%	-24%	(b) Do dự báo diện tích bàn giao đất KCN thấp hơn của chúng tôi.
BDS nhà ở	190	219	15%	0%	
VLXD	7.841	8.874	13%	0%	
Các mảng khác	-84	-84	0%	0%	
Lợi nhuận gộp	3.517	3.831	9%	-18%	
Cho thuê KCN & dịch vụ KCN	2.261	2.388	6%	-26%	
BDS nhà ở	54	44	-18%	0%	
VLXD	1.325	1.521	15%	0%	
Các mảng khác	-122	-122	0%	0%	
Chi phí bán hàng	-862	-970	13%	-5%	
Chi phí quản lý	-744	-824	11%	-9%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.911	2.037	7%	-25%	
Thu nhập tài chính	76	100	32%	-1%	
Chi phí tài chính	-310	-297	-4%	-6%	
Thu nhập từ các liên doanh	-75	-9	N.M.	N.M.	
Thu nhập khác	29	0	N.M.	N.M.	
LNTT	1.630	1.831	12%	-27%	
LNST trước lợi ích CĐTS	1.188	1.346	13%	-27%	
Lợi ích CĐTS	-83	-204	147%	-43%	
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.105	1.141	3%	-24%	(a) Sự phục hồi của mảng VLXD dẫn dắt sự phục hồi lợi nhuận. (b) Chủ yếu do dự báo diện tích bàn giao đất KCN thấp hơn của chúng tôi. Kết quả 9T 2025: 851 tỷ đồng (+50% YoY), khoảng 57% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.

Nguồn: VGC, Vietcap

Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng chung ở tất cả các mảng kinh doanh

Hình 2: Triển vọng năm 2026

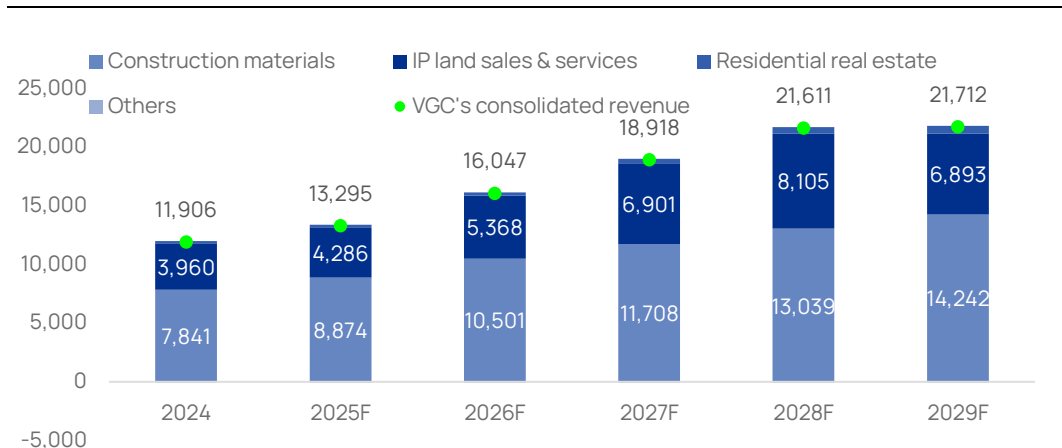
Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo 2026 mới/cũ
Bàn giao đất KCN (ha)	110	130	19%	-23%	(a) Triển vọng tăng trưởng bàn giao đất KCN năm 2026 vẫn được duy trì do (1) kết quả thuế quan cuối cùng của Mỹ đối với Việt Nam là thuận lợi, và (2) lợi ích tiềm năng từ căng thẳng thương mại Mỹ-Trung leo thang. (b) Chủ yếu do diện tích bàn giao đất năm 2025 yếu hơn kỳ vọng.
Giá bán trung bình (USD/m2)	124	130	5%	2%	
Doanh thu	13.295	16.047	21%	-7%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi đà phục hồi doanh thu mảng VLXD 13% YoY và doanh số cho thuê đất KCN cao hơn. (b) Do doanh số cho thuê đất KCN cao hơn, được thúc đẩy bởi cả diện tích đất lớn hơn và giá cho thuê trung bình cao hơn. Doanh thu 6T 2025 đạt 6,1 nghìn tỷ đồng (+14% YoY).
Cho thuê KCN & dịch vụ KCN	4.286	5.368	25%	-19%	(b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng diện tích bàn giao đất KCN.
BDS nhà ở	219	263	20%	0%	
VLXD	8.874	10.501	18%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) đà phục hồi tiếp tục duy trì và (2) sự hợp nhất cả năm của VFG (so với hợp nhất nửa năm cho 6 tháng cuối năm 2025).
Các mảng khác	-84	-84	N.M.	N.M.	
Lợi nhuận gộp	3.831	4.827	26%	-13%	(b) Lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN mạnh hơn, bù đắp cho mức giảm lợi nhuận trong mảng VLXD.
Cho thuê KCN & dịch vụ KCN	2.388	2.965	24%	-20%	
BDS nhà ở	44	53	20%	0%	
VLXD	1.521	1.931	27%	0%	(a) Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp hợp nhất sẽ cải thiện lên 18,4% (+1,3 điểm % YoY), được thúc đẩy bởi sự phục hồi biên lợi nhuận kinh xây dựng dựa theo việc dự kiến phê duyệt biện pháp chống bán phá giá vào năm 2026, theo GEX.
Các mảng khác	-122	-122	N.M.	N.M.	
Chi phí bán hàng	-970	-1.126	16%	-4%	
Chi phí quản lý	-824	-995	21%	-7%	
Lợi nhuận từ HĐKD	2.037	2.706	33%	-19%	
Thu nhập tài chính	100	93	-7%	-15%	
Chi phí tài chính	-297	-347	17%	-9%	
Thu nhập từ các liên doanh	-9	0	N.M.	N.M.	
Thu nhập khác	0	0	N.M.	N.M.	
LNTT	1.831	2.452	34%	-20%	
LNST trước lợi ích CĐTS	1.346	1.962	46%	-20%	
Lợi ích CĐTS	-204	-320	57%	-15%	
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.141	1.641	44%	-21%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng lợi nhuận gộp trong KCN/vật liệu xây dựng lần lượt là 24%/27% YoY. (b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng diện tích bàn giao đất KCN.

Nguồn: VGC, Vietcap

Triển vọng dài hạn

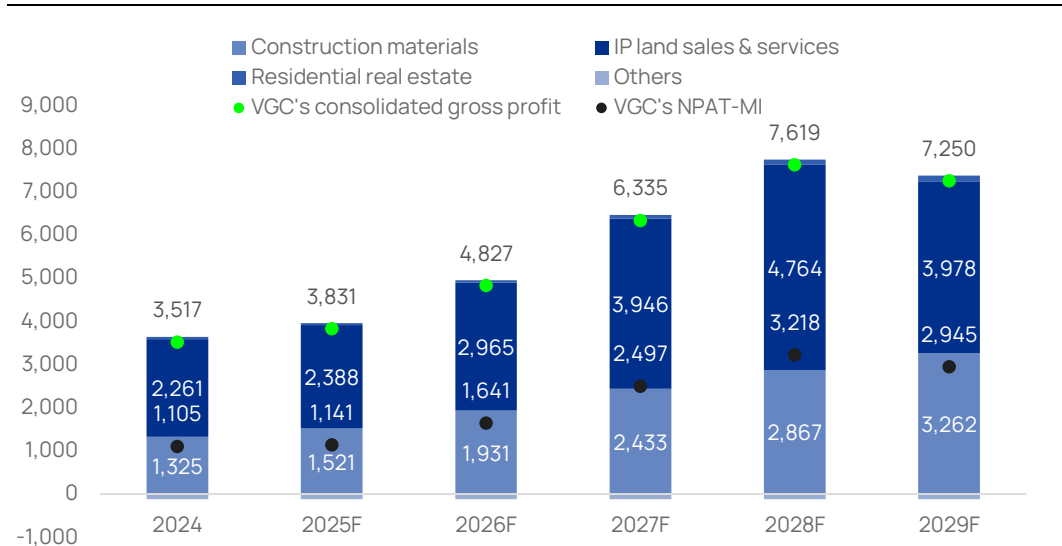
Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS lần lượt đạt 13% và 27% trong giai đoạn 2025-29

Hình 3: Cơ cấu doanh thu hợp nhất của VGC theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: VGC, Dự báo của Vietcap

Hình 4: Cơ cấu lợi nhuận gộp theo mảng và LNST sau lợi ích CĐTS của VGC (tỷ đồng)



Nguồn: VGC, dự báo của Vietcap

Chúng tôi dự phóng CAGR doanh thu giai đoạn 2025-29 là 13%, được thúc đẩy bởi:

- **Mảng VLXD:** Doanh thu dự kiến tăng trưởng với CAGR 13%, được hỗ trợ bởi tăng trưởng 16%/11%/12%/10% lần lượt trong các phân khúc kinh xây dựng/thiết bị vệ sinh/gạch men/gạch, phản ánh kỳ vọng phục hồi dẫn của chúng tôi đối với nhu cầu bất động sản.
- **Mảng cho thuê KCN:** CAGR 13% được thúc đẩy bởi phí dịch vụ KCN tăng trưởng bền vững, giá cho thuê trung bình dự kiến tăng khoảng 5% hàng năm, và dự phóng diện tích bàn giao KCN tăng từ mức đáy của năm 2025 khi những khó khăn về thuế quan giảm bớt và triển vọng tăng trưởng được củng cố.

Chúng tôi dự phóng CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 là 27%, được thúc đẩy bởi (1) lợi nhuận gộp mảng VLXD đạt CAGR 21% (CAGR doanh thu 13% và biên lợi nhuận gộp phục hồi về mức trung bình lịch sử 22,9% vào năm 2029), và (2) lợi nhuận gộp cho thuê & dịch vụ KCN đạt CAGR 14% (chủ yếu do tăng trưởng doanh thu).

Chúng tôi tăng nhẹ 1% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-29, chủ yếu phản ánh:

- (1) Mức tăng 1% trong lợi nhuận gộp mảng VLXD, được thúc đẩy bởi dự phóng phục hồi biên lợi nhuận kinh xây dựng nhanh hơn của chúng tôi sau biện pháp chống bán phá giá dự kiến được phê duyệt vào năm 2026; và
- (2) Chi phí bán hàng/doanh thu thấp hơn đối với mảng VLXD, phản ánh những nỗ lực tái cấu trúc đang thực hiện của VGC (cân bằng tốt hơn cung-cầu, tối ưu hóa quản lý hàng tồn kho và giảm thất thoát).
- Những yếu tố tích cực này lớn hơn (3) mức giảm 3% trong lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN, do diện tích bàn giao đất KCN trung bình thấp hơn 6% trong giai đoạn 2025-29 (153 ha).

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá tổng của từng phần (SOTP) để định giá VGC.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 1,8% giá mục tiêu, chủ yếu do định giá mảng cho thuê KCN thấp hơn 7% (do mức giảm 6% diện tích bàn giao đất giai đoạn 2025-29), tác động lớn hơn định giá mảng VLXD cao hơn 2% (dự phóng lợi nhuận gộp cao hơn 1% và chi phí bán hàng thấp hơn).

Phương pháp định giá

Vui lòng tham khảo Báo cáo lần đầu VGC tháng 6/2025 của chúng tôi.

Định giá VGC

Hình 5: Định giá VGC

	Phương pháp định giá	Giá trị hiện tại ròng (NPV) dự phóng (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)	NPV thực tế (tỷ đồng)
KCN và BĐS nhà ở				16.895
Tiên Sơn – Bắc Ninh	CKDT	175	100%	175
Yên Phong I – Bắc Ninh	CKDT	193	100%	193
Yên Phong mở rộng – Bắc Ninh	CKDT	173	100%	173
Yên Phong 2C – Bắc Ninh	CKDT	104	100%	104
Thuận Thành – Bắc Ninh	CKDT	4.317	100%	4.317
Phú Hà – Phú Thọ	CKDT	1.483	100%	1.483
Đồng Văn IV – Hà Nam	CKDT	180	100%	180
Đồng Mai – Quảng Ninh	CKDT	86	100%	86
Hải Yên – Quảng Ninh	CKDT	841	100%	841
Yên Mỹ – Hưng Yên	CKDT	522	60%	313
Tiền Hải – Thái Bình	CKDT	1.084	100%	1.084
Phong Điền – Huế	CKDT	1.173	100%	1.173
Trần Yên – Yên Bái	CKDT	1.306	100%	1.306
Sông Công – Thái Nguyên	CKDT	2.561	51%	1.306
Dốc Đá Trắng – Khánh Hòa	CKDT	928	60%	557
KCN 1 – Hưng Yên	CKDT	1.758	51%	897
ViMariel	GTSS	461	100%	461
Nhà ở xã hội & nhà ở thương mại tại 10x	P/E	219	100%	219
Khách sạn & resort Vân Hải, Vân Đồn, Quảng Ninh	NPV	2.030	100%	2.030
Vật liệu xây dựng	CKDT	18.882	70%	13.498
Tổng NPV				30.393
(+) Tổng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				3.269
(-) Tổng nợ vay				-4.921
Vốn CSH ròng				28.741
Trong đó, KCN				15.977
Trong đó, VLXD				12.764
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				448
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				64.100
Tỷ lệ tăng				28,2%
Lợi suất cổ tức				4,4%
Tổng mức sinh lời dự phóng				32,6%

Nguồn: VGC, dự báo của Vietcap

Hình 6: Giả định tỷ lệ chiết khấu cho VGC

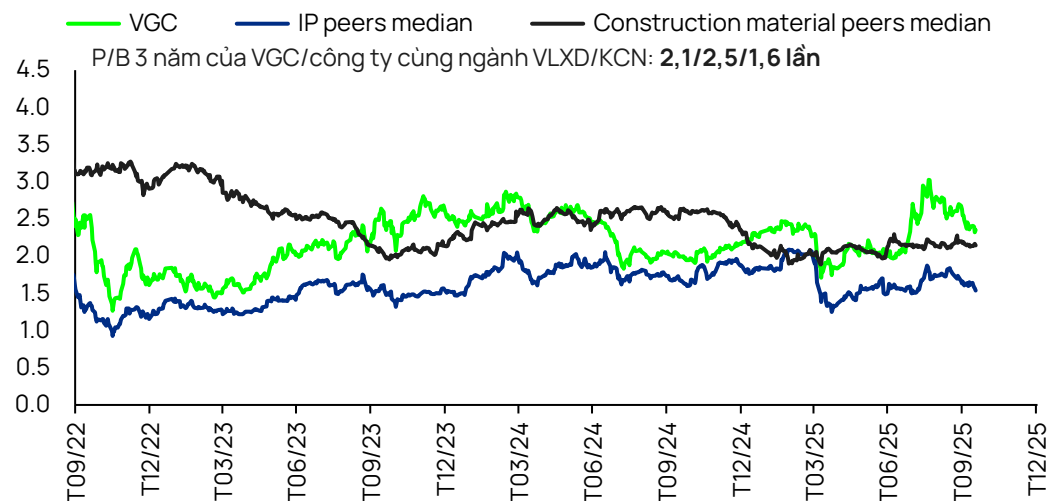
Chi phí vốn	Dự báo cũ	Dự báo mới
WACC	11,2%	11,2%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Các công ty cùng ngành

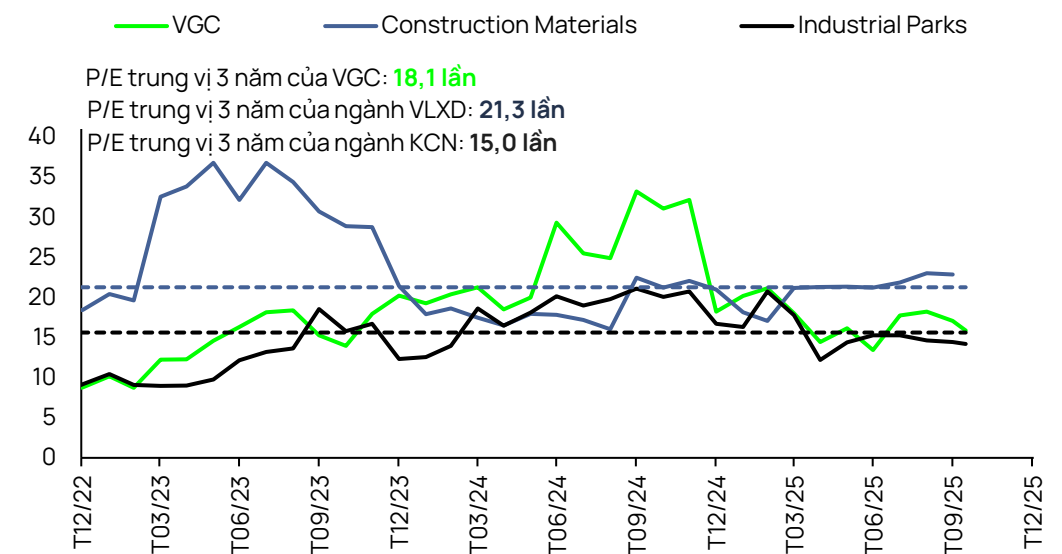
Chúng tôi bao gồm cả các công ty xây dựng trong nước và khu vực, cũng như các công ty KCN trong nước. Chúng tôi nhận thấy VGC thường giao dịch ở mức cao so với các công ty KCN khác, nhưng ở mức thấp hơn so với các công ty xây dựng. Tuy nhiên, hiện tại VGC đang giao dịch với P/B cao hơn, có thể do KQKD quý 2/2025 khả quan.

Hình 7: P/B điều chỉnh của VGC và các công ty cùng ngành KCN & VLXD



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap dự báo (Chúng tôi áp dụng P/B điều chỉnh cho VGC và các công ty cùng ngành KCN trên doanh thu chưa thực hiện từ việc cho thuê KCN và P/B báo cáo cho các công ty cùng ngành VLXD; dữ liệu tính đến ngày 17/10/2025).

Hình 8: Diễn biến P/E của các công ty cùng ngành *



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 17/10/2025)

Hình 9: So sánh các công ty cùng ngành của VGC

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT trượt 12T (triệu USD)	YoY %	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY %	Nợ vay ròng/ VCSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất	EV/ EBITDA trượt 12T
VLXD												
Monalisa Group Co Ltd	Trung Quốc	965	584	-21,2	5	-80,1	29,8	1,1	1,2	198,4x	2,1x	N/A
Triumph New Energy Co Ltd	Trung Quốc	712	456	-51,6	-139	N/A	126,7	-24,7	N/A	N/A	1,9x	N/A
Arwana Citramulia Tbk PT	Indonesia	235	176	16,0	27	5,5	-15,2	25,3	8,1	8,8x	2,2x	6,3x
Dynasty Ceramic PCL	Thái Lan	381	196	-9,4	30	-14,4	29,0	14,4	6,9	12,5x	1,8x	7,8x
Kajaria Ceramics Ltd	Ấn Độ	2.256	548	1,2	35	-30,3	-11,0	11,0	1,0	57,9x	7,2x	21,5x
Somany Ceramics Ltd	Ấn Độ	208	313	2,6	7	-38,0	32,0	8,1	0,7	30,4x	2,4x	9,3x
Binh Minh Plastics JSC	Việt Nam	500	205	5,2	47	17,9	-68,8	39,4	7,5	11,0x	4,2x	5,4x
Hoa Phat Group JSC	Việt Nam	8.158	5.586	6,5	529	20,3	49,8	11,7	N/A	16,0x	1,8x	10,0x
Trung vị		606	384	1,9	28	-14,4	29,4	11,3	4,1	16,0x	2,1x	8,6x
KCN												
KBC	Việt Nam	1.287	213	156,8	57	449,8	8,2	6,9	N/A	20,0x	1,4x	15,9x
SIP	Việt Nam	493	319	9,9	50	20,3	-47,1	28,2	2,3	10,7x	2,8x	8,7x
IDC	Việt Nam	521	306	-6,2	59	-18,0	-18,3	28,8	7,2	9,1x	2,4x	4,8x
SZC	Việt Nam	222	40	8,9	14	27,9	41,6	11,7	3,08	16,0x	1,9x	12,0x
GVR	Việt Nam	4.115	1.124	23,8	209	89,4	-21,7	9,8	1,1	20,4x	1,9x	14,2x
LHG	Việt Nam	56	26	40,1	11	47,0	-50,2	17,5	6,4	5,0x	0,9x	1,9x
PHR	Việt Nam	269	68	13,8	20	24,8	-46,3	13,4	2,58	13,9x	1,9x	14,8x
BCM	Việt Nam	2.589	315	0,7	143	37,4	102,2	18,2	1,5	18,8x	N/A	24,3x
Trung vị		507	260	11,9	54	32,6	-20,0	15,4	2,6	15,0x	1,9x	13,1x
VGC	Việt Nam	1.001	508	16,5	54	135,4	15,3	15,9	5,0	16,2x	2,2x	7,3x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 17/10/2025)

Diễn biến khuyến nghị

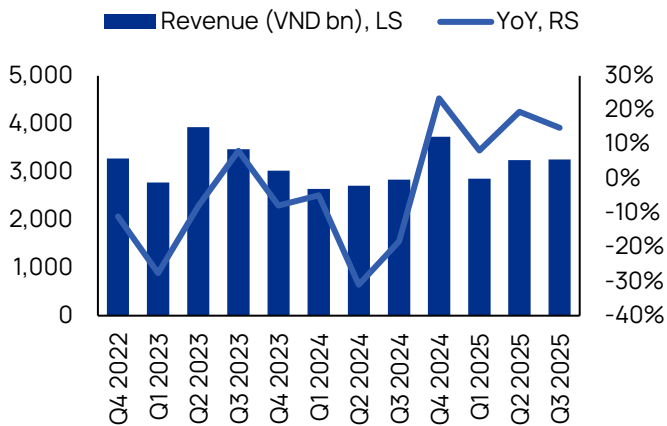
Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

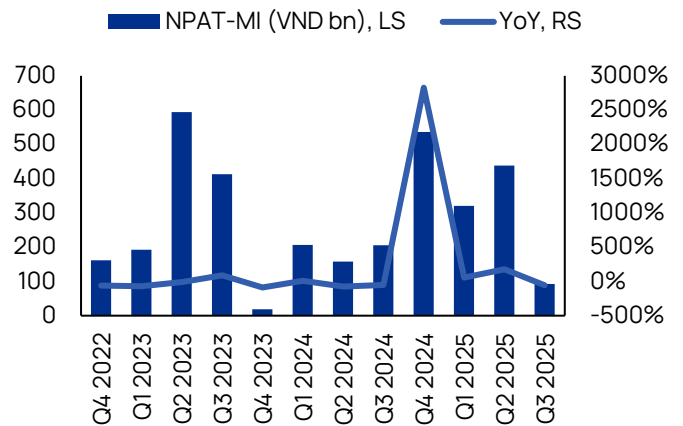
KQKD theo quý

Hình 11: Doanh thu theo quý của VGC



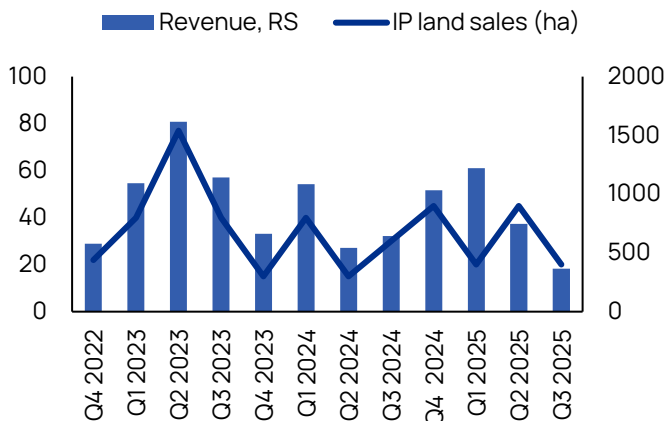
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của VGC



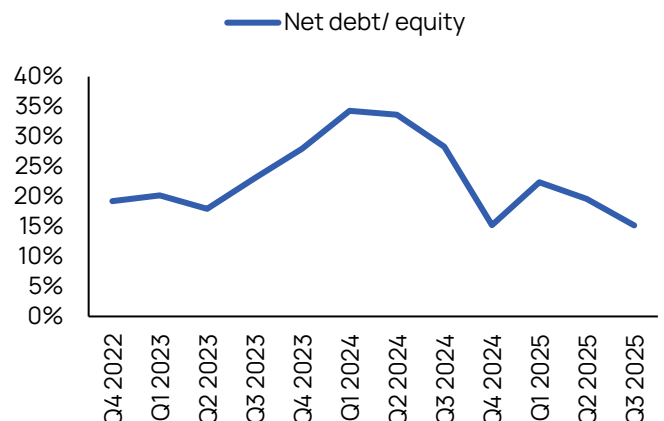
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 13: Dự báo doanh số và lợi nhuận mặng cho thuê KCN



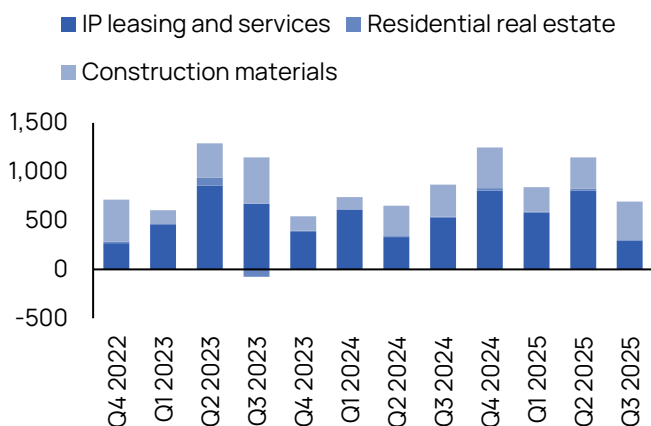
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 14: Nợ vay ròng/VCSH



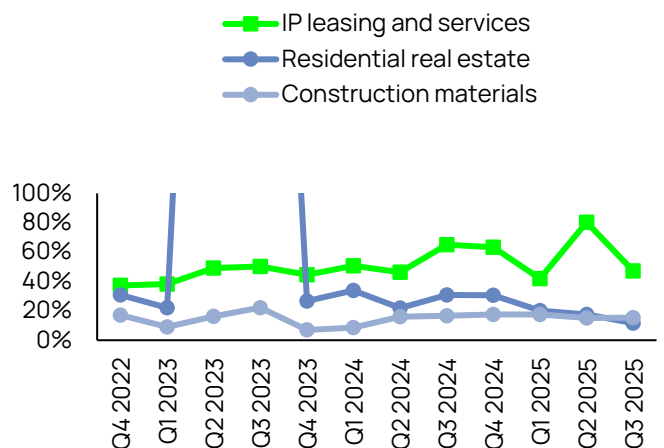
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 15: Lợi nhuận gộp theo từng mảng



Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 16: Biên lợi nhuận gộp theo từng mảng (%)



Nguồn: VGC, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	11.906	13.295	16.047	18.918
Giá vốn hàng bán	-8.389	-9.464	-11.220	-12.583
Lợi nhuận gộp	3.517	3.831	4.827	6.335
Chi phí bán hàng	-862	-970	-1.126	-1.227
Chi phí quản lí DN	-744	-824	-995	-1.173
LN từ HĐKD	1.911	2.037	2.706	3.935
Doanh thu tài chính	76	100	93	140
Chi phí tài chính	-310	-297	-347	-396
Trong đó, chi phí lãi vay	-269	-272	-323	-371
Lợi nhuận từ công ty LDLC (Lỗ)/lãi khác	-75	-9	0	0
	29	0	0	0
LNTT	1.630	1.831	2.452	3.679
Thuế TNDN	-443	-485	-490	-736
LNST trước CĐTS	1.188	1.346	1.962	2.943
Lợi ích CĐ thiếu số	-83	-204	-320	-446
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.105	1.141	1.641	2.497
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi (1)	1.105	1.141	1.641	2.497
EBITDA	3.862	5.201	5.420	7.006
EPS báo cáo, VND	2.350	2.428	3.492	5.312
EPS cốt lõi (1), VND	2.350	2.428	3.492	5.312
EPS pha loãng, VND	2.350	2.428	3.492	5.312
DPS báo cáo, VND	2.200	2.200	2.200	2.200
DPS/EPS báo cáo (%)	94%	91%	63%	41%

(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
TT doanh thu	-9,8%	11,7%	20,7%	17,9%
TT lợi nhuận từ HĐKD	-2,0%	6,6%	32,9%	45,4%
TT EPS báo cáo	-9,3%	3,3%	43,8%	52,1%
TT EPS cốt lõi	-9,3%	3,3%	43,8%	52,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	29,5%	28,8%	30,1%	33,5%
Biên LN từ HĐ %	16,0%	15,3%	16,9%	20,8%
Biên EBITDA	32,4%	39,1%	33,8%	37,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	9,3%	8,6%	10,2%	13,2%
ROE %	13,7%	13,6%	18,7%	25,3%
ROA %	4,5%	4,5%	6,2%	8,6%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	198	179	170	168
Số ngày phải thu	34	32	31	31
Số ngày phải trả	72	68	60	61
TG luân chuyển tiền	160	143	141	139
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,2	1,4	1,6
CS thanh toán nhanh	0,6	0,7	0,8	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,5	0,7
Nợ/Tài sản	19,4%	20,5%	22,2%	21,3%
Nợ/Vốn sử dụng	32,6%	33,8%	35,2%	32,7%
Nợ/Vốn CSH	15,3%	9,6%	3,4%	-17,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	14,4	19,1	16,8	18,9

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	2.860	3.337	4.817	7.813
Đầu tư TC ngắn hạn	433	937	937	937
Các khoản phải thu	1.081	1.227	1.495	1.762
Hàng tồn kho	4.376	4.926	5.533	6.033
TS ngắn hạn khác	714	714	714	714
Tổng TS ngắn hạn	9.464	11.141	13.496	17.259
TS dài hạn (gộp)	26.955	29.966	31.807	34.101
- Khấu hao lũy kế	-19.020	-22.184	-24.899	-27.970
TS dài hạn (ròng)	7.935	7.781	6.909	6.132
Đầu tư TC dài hạn	365	217	217	217
TS dài hạn khác	7.063	6.506	7.052	6.610
Tổng TS dài hạn	15.363	14.504	14.178	12.958
Tổng Tài sản	24.827	25.645	27.675	30.217
Phải trả ngắn hạn	1.754	1.763	1.937	2.241
Nợ ngắn hạn	2.572	2.992	3.554	4.026
Nợ ngắn hạn khác	4.421	4.421	4.421	4.421
Tổng nợ ngắn hạn	8.746	9.176	9.911	10.687
Nợ dài hạn	2.240	2.269	2.587	2.397
Nợ dài hạn khác	3.888	3.888	3.888	3.888
Tổng nợ	14.874	15.333	16.387	16.973
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	4.484	4.484	4.484	4.484
Thặng dư vốn cổ phần	930	930	930	930
Lợi nhuận giữ lại	1.426	1.581	2.236	3.747
Vốn khác	1.470	1.470	1.470	1.470
Lợi ích CĐTS	1.644	1.848	2.169	2.614
Vốn chủ sở hữu	9.953	10.313	11.288	13.245
Tổng cộng nguồn vốn	24.827	25.645	27.675	30.217
CPI lưu hành cuối năm, tr (pha loãng)	448	448	448	448

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1.842	2.860	3.337	4.817
Lợi nhuận ròng	1.105	1.141	1.641	2.497
Khấu hao	1.951	3.164	2.714	3.071
Thay đổi vốn lưu động	1.192	-687	-701	-463
Điều chỉnh khác	48	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	4.296	3.618	3.655	5.106
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.534	-2.453	-2.388	-1.851
Đầu tư ròng	245	-355	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.289	-2.808	-2.388	-1.851
Cổ tức đã trả	-669	-986	-986	-986
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-326	420	562	472
Tăng (giảm) nợ dài hạn	3	29	318	-190
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	204	320	446
Tiền từ hoạt động TC	-992	-333	214	-259
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.015	477	1.480	2.995
Tiền cuối năm	2.860	3.337	4.817	7.813

Nguồn: VGC, dự báo của Vietcap

Phụ lục

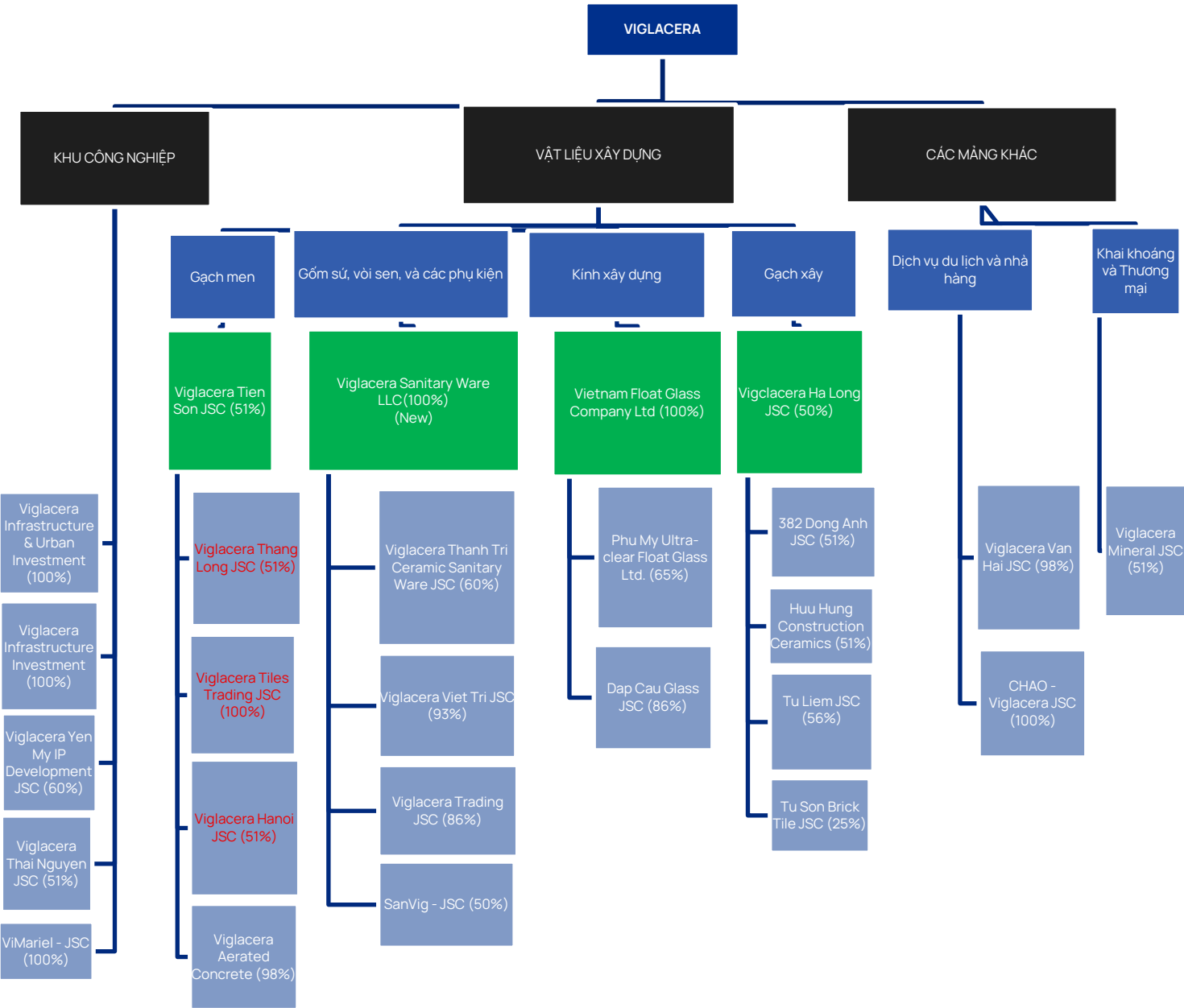
Tái cấu trúc toàn Tập đoàn nhằm củng cố biên lợi nhuận

VGC đã chính thức khởi động kế hoạch tái cấu trúc toàn Tập đoàn vào tháng 8/2025, tập trung chủ yếu vào phân mảng VLXD. Kế hoạch nhằm mục đích tinh gọn hoạt động, giảm số lượng công ty con và các tầng quản lý, đồng thời tổ chức lại mảng kinh doanh thành 4 phân khúc phụ cốt lõi: gạch men, sản phẩm gốm sứ & vòi nước, kính xây dựng, và gạch.

Theo cấu trúc mới, mỗi phân khúc phụ sẽ được quản lý bởi một công ty điều hành chủ chốt duy nhất, cho phép VGC cân bằng tốt hơn nhu cầu và sản xuất, tối ưu hóa hàng tồn kho và giảm thiểu thất thoát, và cuối cùng là giảm chi phí bán hàng/doanh thu từ khoảng 9% xuống 5% (tương đương với GEE), giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận ròng và khả năng cạnh tranh.

Chúng tôi tin rằng việc tái cấu trúc này nhiều khả năng sẽ được thực hiện thành công, được hỗ trợ bởi kinh nghiệm của GEX và thành tích đã được chứng minh từ việc tái cấu trúc GEE.

Hình 17: Cơ cấu doanh nghiệp dự kiến vào cuối quý 4/2025



Nguồn: VGC, Vietcap (Các công ty màu đỏ sẽ được sáp nhập với Viglacera Tien Son JSC)

Mảng BĐS

Hình 18: Danh mục KCN của VGC

KCN	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy vào cuối quý 1/2025	Diện tích có thể cho thuê còn lại (ha)
Các KCN đang vận hành/đang phát triển		4.572	3.274	63%	1.357
Tiên Sơn	Bắc Ninh	332	244	100%	0
Yên Phong 1	Bắc Ninh	345	259	100%	0
Yên Phong mở rộng	Bắc Ninh	314	227	100%	0
Hải Yên	Quảng Ninh	182	137	60%	55
Đông Mai	Quảng Ninh	167	126	100%	0
Đồng Văn IV	Hà Nam	300	231	100%	0
Phú Hà	Phú Thọ	350	271	71%	79
Tiền Hải	Thái Bình	293	190	57%	82
Phong Điền	Thừa Thiên Huế	284	217	41%	128
Yên Mỹ	Hưng Yên	280	207	87%	28
Yên Phong IIC	Bắc Ninh	221	136	100%	0
Thuận Thành 1	Bắc Ninh	250	184	0%	164
Sông Công 2 Giai đoạn 2	Thái Nguyên	296	192	0%	192
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	288	187	0%	187
Trần Yên	Yên Bái	254	165	0%	165
KCN số 1*	Hưng Yên	260	182	0%	182
ViMariel**	Cuba	156	119	15%	101
Dự án***		3.200	2.200	N/A	N/A
KCN dự kiến 1	Miền Bắc	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 2	Miền Bắc	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 3	Miền Bắc	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 4	Miền Bắc	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 5	Miền Bắc	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 6	Miền Bắc	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 7	Miền Bắc	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 8	Miền Bắc	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 9	Miền Trung	N/A	N/A	N/A	N/A
KCN dự kiến 10	Miền Trung	N/A	N/A	N/A	N/A

Nguồn: VGC, Vietcap (*Chúng tôi kỳ vọng sẽ được phê duyệt đầu tư trong năm 2025, chưa ghi nhận vào diện tích cho thuê tính đến cuối năm 2024; **Dự án này được định giá theo giá trị sổ sách và chưa được ghi nhận vào dự báo doanh thu; **Chúng tôi lưu ý rằng các dự án sẽ phát triển của VGC hiện đang ở giai đoạn đầu: đang hoặc chuẩn bị xin giấy phép đầu tư.)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.