

Tổng Công Ty Viglacera – HSX: VGC

Chính sách hỗ trợ toàn diện

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 54,800

Upside: +24%

Ngành vật liệu xây dựng | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VGC với giá mục tiêu năm 2026 là **54,800 VND/CP, upside 24%** đã bao gồm tỷ suất cổ tức 2% (so với giá tham chiếu ngày 26/03/2026), sử dụng phương pháp định giá từng phần. Dự phóng lợi nhuận ròng năm 2026 đạt 1,458 tỷ VND (+4% YoY), tương đương PE fw 2026 đạt 13.5x, chiết khấu 15% so với trung bình 5 năm 2021-2025 (15.8x).

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026 - 2027

- Mảng vật liệu xây dựng hưởng lợi kép từ chính sách thuế chống bán phá giá kính xây dựng và hoạt động tái cấu trúc bộ máy, tối ưu hóa chi phí.
- Mảng bất động sản khu công nghiệp được hỗ trợ bởi hạ tầng phát triển và chính sách hỗ trợ, thu hút FDI chất lượng cao.
- Chính sách 1 triệu căn nhà ở xã hội được thúc đẩy mạnh mẽ sẽ tác động tích cực đến các dự án của VGC trong dài hạn. Mảng NOXH đóng góp 6% trong tổng định giá nhưng lại tác động đáng kể đến mảng BĐS KCN nhờ hoàn thiện hạ tầng dân cư và tăng thêm đầu ra cho mảng VLXD của công ty.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2026. Doanh thu đạt 14,671 tỷ VND (+10% YoY), LNST-CĐTTS đạt 1,458 tỷ VND (+4% YoY và tăng 55% so với LNST-CĐTTS cốt lõi năm 2025).

- Doanh thu mảng vật liệu xây dựng tăng trung bình 5% YoY nhờ chính sách chống bán phá giá kính xây dựng và các dự án NOXH được đẩy mạnh.
- Doanh thu BĐS nhà ở tăng 185% YoY nhờ đẩy mạnh bàn giao dự án NOXH Kim Chung trong Q4/2026.
- Doanh thu BĐS KCN tăng 11% YoY nhờ các chính sách hỗ trợ của chính phủ bắt đầu thẩm thấu trong nửa cuối năm.
- Tỷ lệ chi phí SGA/doanh thu đạt 12.1%, giảm -0.7 điểm % nhờ công ty tích cực tái cấu trúc mảng VLXD trong năm 2025.

Năm 2027. Doanh thu đạt 15,196 tỷ VND (+4% YoY) với mảng VLXD tăng 9% YoY nối tiếp đà phục hồi của thị trường bất động sản đặc biệt thị trường nhà ở xã hội.

LNST-CĐTTS đạt 1,606 tỷ VND (+10% YoY).

KQKD Q4/2025: Doanh thu đạt 3,977 tỷ VND (+7% YoY, +23% QoQ), LNST-CĐTTS đạt 552 tỷ đồng (+3% YoY, +500% QoQ). LNST-CĐTTS cốt lõi đạt 395 tỷ VND (+5% YoY). Lũy kế năm 2025: Doanh thu đạt 13,315 tỷ VND (+12% YoY), LNST-CĐTTS đạt 1,403 tỷ VND (+27% YoY). Nếu loại bỏ lợi nhuận từ điều chỉnh giảm giá vốn BĐS KCN và hoàn nhập chi phí sửa chữa nhà máy kính, LNST-CĐTTS cốt lõi đạt 941 tỷ VND (+16% YoY).

RỦI RO: Giá nhiên liệu đầu vào và lãi suất neo cao ảnh hưởng tiêu cực đến mảng VLXD.

| KQKD | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 11,913 | 13,315 | 14,671 | 15,196 |
| Lợi nhuận gộp | 3,514 | 3,998 | 4,109 | 4,247 |
| NPATMI | 1,105 | 1,402 | 1,458 | 1,606 |
| EPS | 2,464 | 3,127 | 3,252 | 3,582 |

Trung tâm phân tích BSC

Nguyễn Dân Trường

(Chuyên viên phân tích)

truongnd@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

| | |
|--------------------------|--------|
| Giá hiện tại (VND): | 44,900 |
| Cổ phiếu LH (Triệu): | 448.3 |
| Vốn hoá (Tỷ VND): | 20,130 |
| Thanh khoản 30n (Triệu): | 1.825 |
| Sở hữu nước ngoài: | 2.62% |

Mở tài khoản



I. CẬP NHẬT KQKD Q4.2025

| (Tỷ VND) | 4Q.2024 | 4Q.2025 | % YoY | 2024 | 2025 | % YoY |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 3,728 | 3,977 | 7% | 11,912 | 13,315 | 12% |
| Ngói | 428 | 303 | -29% | 1,255 | 1,158 | -8% |
| Thiết bị vệ sinh | 282 | 299 | 6% | 829 | 1,081 | 30% |
| Gạch nung | 1,127 | 1,195 | 6% | 3,635 | 3,932 | 8% |
| Kính xây dựng | 545 | 662 | 21% | 1,719 | 2,080 | 21% |
| Bán đất KCN | 1,032 | 963 | -7% | 3,302 | 3,296 | 0% |
| Vận hành KCN | 190 | 252 | 33% | 634 | 879 | 39% |
| Lãi gộp | 1,239 | 1,587 | 28% | 3,502 | 3,997 | 14% |
| Doanh thu tài chính | 24 | 39 | 62% | 76 | 144 | 89% |
| Chi phí tài chính | 79 | 83 | 5% | 311 | 314 | 1% |
| -Lãi vay | 68 | 62 | -9% | 269 | 256 | -5% |
| Chi phí bán hàng | 293 | 257 | -12% | 858 | 919 | 7% |
| Chi phí QLDN | 219 | 197 | -10% | 744 | 781 | 5% |
| Lãi từ HӨKD | 683 | 814 | 19% | 1,665 | 2,127 | 27% |
| Lãi/(lỗ) từ LDLK | (0) | 2 | N/A | (74) | (7) | -91% |
| LNTT | 727 | 880 | 21% | 1,635 | 2,202 | 35% |
| Thuế | 179 | 241 | 34% | 445 | 607 | 36% |
| LNST | 547 | 639 | 17% | 1,189 | 1,595 | 34% |
| CĐTS | 12 | 87 | 599% | 84 | 192 | 127% |
| LNST-CĐTS | 535 | 552 | 3% | 1,105 | 1,403 | 27% |
| LNST-CĐTS cốt lõi | 375 | 395 | 5% | 812 | 941 | 16% |
| | | | Thay đổi | | | Thay đổi |
| Tỷ lệ SGA/Doanh thu | 13.7% | 11.4% | -2.3% | 13.5% | 12.8% | -0.7% |
| Biên gộp | 33% | 33% | 0% | 29% | 32% | 3% |
| Ngói | 13% | 14% | 1% | 11.0% | 16.8% | 5.8% |
| Thiết bị vệ sinh | 34% | 31.8% | -2.6% | 24.0% | 32.4% | 8.4% |
| Gạch nung | 19% | 18% | -1% | 18.1% | 18.7% | 0.6% |
| Kính xây dựng | 17% | -12% | -28.1% | 7.6% | -5.3% | -12.9% |
| Bán đất KCN | 69% | 62% | -8% | 62% | 63% | 1% |
| Vận hành KCN | 38% | 31% | -7% | 34% | 27% | -7% |

Nguồn: BSC Research, VGC. LNST-CĐTS cốt lõi loại bỏ điều chỉnh giảm giá vốn BĐS KCN và hoàn nhập chi phí sửa nhà máy.

Tóm tắt KQKD Q4/2025:

Doanh thu đạt 3,977 tỷ VND (+7% YoY, +23% QoQ), LNST-CĐTS đạt 552 tỷ đồng (+3% YoY, +500% QoQ). LNST-CĐTS cốt lõi đạt 395 tỷ VND (+5% YoY).

Lũy kế năm 2025: Doanh thu đạt 13,315 tỷ VND (+12% YoY), LNST-CĐTS đạt 1,403 tỷ VND (+27% YoY). LNST-CĐTS cốt lõi đạt 941 tỷ VND (+16% YoY).

Phân tích KQKD Q4/2025

Doanh thu mảng vật liệu xây dựng tăng 3% YoY, trong đó:

- Doanh thu kính tăng 21% YoY nhờ trong hợp nhất công ty VFG kể từ Q3/2025.
- Doanh thu thiết bị vệ sinh, gạch tăng 6% YoY bù đắp gạch ngói giảm 29% YoY.

Doanh thu cho thuê bất động sản khu công nghiệp giảm -7% YoY, như vậy, 2H2025 doanh thu mảng này giảm -32% so với cùng kỳ và so với 1H2025, cho thấy nhu cầu vẫn đang dè chừng sau tác động của thuế quan.

Biên gộp đạt 33%, không đổi so cùng kỳ nhờ nhưng có một số điểm cần chú ý:

- Mảng kính xây dựng lỗ gộp -12% trong quý 4 (-12 điểm % so với quý trước và -28 điểm % so với cùng kỳ) do nhà máy VFG vừa mới hợp nhất vận hành chưa đạt hiệu quả và cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm nhập khẩu.
- Mảng bất động sản khu công nghiệp giảm 8 điểm % so với cùng kỳ do Q4/2024 công ty có thực hiện điều chỉnh giảm giá vốn một số KCN.
- Trong kỳ, công ty hoàn nhập 275 tỷ VND chi phí sửa chữa lớn nhà máy kính nổi ở Bình Dương đã trích từ năm 2021. Nhà máy này phải di dời ra khỏi thành phố và có thể phát sinh khoản tiền xây dựng và ước tính giá đoạn khoảng 10% sản lượng mảng kính của VGC trong năm 2026 - 2027.

Tỷ lệ SGA/doanh thu giảm 2.3 điểm % so với cùng kỳ, đây là kết quả của việc tích cực tái cấu trúc lại mảng VLXD kể từ tháng 11/2025 của công ty.

Đánh giá của BSC

Doanh thu và lợi nhuận trước thuế cả năm 2025 lần lượt hoàn thành 92% và 126% kế hoạch của công ty. Trong đó, mảng vật liệu xây dựng phục hồi rõ nét nhờ thị trường bất động sản sôi động trở lại và hoạt động tái cấu trúc, tối ưu chi phí.

Kết quả kinh doanh các mảng chính của VGC. Biên gộp mảng VLXD giảm trong Q4/2025 do thị trường kính xây dựng cạnh tranh gay gắt.

Tỷ VND



Nguồn: BSC Research, VGC

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026 - 2027

1. Mảng vật liệu xây dựng hưởng lợi kép từ chính sách thuế chống bán phá giá kính xây dựng và hoạt động tái cấu trúc bộ máy, tối ưu hóa chi phí.

a) Chính sách thuế chống bán phá giá giúp cải thiện biên lợi nhuận mảng kính xây dựng.

Ngày 03/02/2026, theo Quyết định 228/QĐ-BCT, Việt Nam áp dụng thuế chống bán phá giá tạm thời đối với sản phẩm kính nổi trắng nhập khẩu từ Indonesia và Malaysia với mức thuế từ 15–63%. Biện pháp này có hiệu lực trong 120 ngày và có thể được gia hạn thêm 180 ngày trước khi Bộ Công Thương đưa ra kết luận cuối cùng. Trong trường hợp kết luận xác nhận hành vi bán phá giá, thuế chống bán phá giá chính thức có thể được áp dụng trong thời gian dài, thông thường kéo dài nhiều năm.

Việc áp thuế dự kiến **tạo tác động tích cực** đối với các nhà sản xuất kính trong nước, bao gồm VGC. Trước đây, kính nhập khẩu từ Indonesia và Malaysia – phần lớn có nguồn gốc từ các doanh nghiệp FDI Trung Quốc – thường có mức giá thấp hơn khoảng 10–30% so với sản phẩm nội địa, gây áp lực lớn lên thị phần và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong nước.

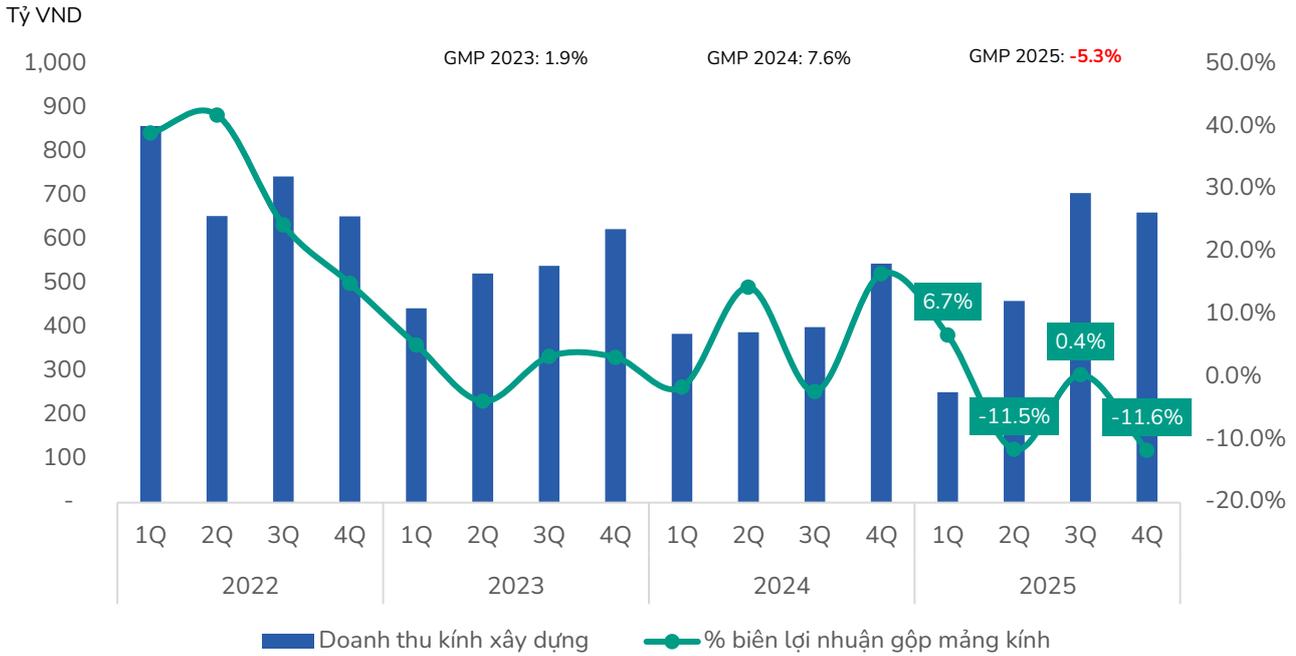
Theo ước tính của BSC, với việc áp dụng thuế chống bán phá giá, biên lợi nhuận gộp của mảng kính VGC có thể phục hồi từ mức -5,3% trong năm 2025 lên khoảng dương 8%, 10% và 12% lần lượt trong các năm 2026, 2027 và 2028. Trong ngắn hạn, đặc biệt trong nửa đầu năm 2026, biên lợi nhuận có thể vẫn ở mức thấp hơn 8% do thị trường cần thời gian hấp thụ lượng hàng tồn kho nhập khẩu trước đó và kỳ vọng phục hồi kể từ 2H2026.

b) Hoạt động tái cấu trúc bộ máy, tối ưu hóa chi phí.

Sau ba quý kinh doanh gặp nhiều khó khăn, VGC đã chủ động triển khai kế hoạch tái cấu trúc hoạt động nhằm tối ưu chi phí và tinh gọn bộ máy vận hành. Cụ thể, công ty đã quyết định đóng cửa 7 chi nhánh và địa điểm kinh doanh vào tháng 11/2025. Đồng thời, VGC đang tiến hành tái cơ cấu mảng gạch ngói theo hướng nâng cao hiệu quả vận hành, rà soát để giảm cấp quản lý.

Nhìn chung, các động thái trên cho thấy VGC đang chủ động tái cấu trúc danh mục hoạt động và hệ thống vận hành nhằm nâng cao hiệu quả chi phí và tập trung vào các lĩnh vực có lợi thế cạnh tranh. Theo đánh giá của BSC, quá trình này có thể giúp tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu trong năm 2026 giảm 0,7 điểm % so với năm trước và duy trì xu hướng cải thiện trong các năm tiếp theo.

Biên gộp của mảng kính chạm đáy trong năm 2025 và có thể tăng lên mức +8% trong năm 2026.



Nguồn: BSC Research, VGC

2. Mảng bất động sản khu công nghiệp được hỗ trợ bởi hạ tầng phát triển và chính sách hỗ trợ, thu hút FDI chất lượng cao.

Hiện tại, VGC đang vận hành 11 KCN tập trung ở phía Bắc với diện tích thương phẩm còn lại ước tính đạt 707 ha và đang xây dựng thêm 6 KCN mới - bổ sung khoảng 1,474 ha đất thương phẩm trong tương lai.

Ngày 19/12/2025, chính phủ đồng loạt khánh thành và khởi công hơn 234 đại dự án trên cả nước, góp phần giảm chi phí logistics trong tương lai, nâng cao năng lực cạnh tranh của Việt Nam và tiếp tục thu hút dòng vốn FDI. Bên cạnh các chính sách trước đó, chính phủ cũng đang nghiên cứu nghị quyết về kinh tế vốn đầu tư nước ngoài nhằm tăng cường thu hút FDI trong chu kỳ mới.

Mảng thuê đất KCN của VGC đã chậm lại trong nửa cuối năm 2025 nhưng các chính sách hỗ trợ nêu trên cùng với định giá cổ phiếu ngành BĐS KCN nói chung và VGC nói riêng đã chiết khấu 8-25% so định giá P/B trung bình 5 năm gần nhất, tạo cơ hội cho nhà đầu tư dài hạn xem xét tham gia.

VGC đang phát triển 6 KCN mới, bổ sung khoảng 1,474 ha đất thương phẩm trong tương lai.

| Khu công nghiệp | Vị trí hành chính cũ | Tổng diện tích (ha) | Diện tích thương phẩm (ha) | Diện tích thương phẩm còn lại (ha) | Tỷ lệ diện tích còn lại | Tỷ lệ lợi ích của VGC |
|--|----------------------|---------------------|----------------------------|------------------------------------|-------------------------|-----------------------|
| Các khu công nghiệp đang vận hành | | | | | | |
| Yên Mỹ | Hưng yên | 280 | 204 | 122 | 40% | 60% |
| Yên Phong II C | Bắc Ninh | 219 | 148 | 59 | 40% | 100% |
| Thuận Thành I | Bắc Ninh | 250 | 214 | 200 | ~95% | 100% |
| Phú Hà I | Phú Thọ | 350 | 273 | 54 | 20% | 100% |
| Tiền Hải | Thái Bình | 293 | 191 | 19 | 10% | 100% |
| Phong Điền | Huế | 284 | 217 | 173 | 80% | 100% |
| Hải Yên | Quảng Ninh | 182 | 137 | 77 | 56% | 100% |
| Đông Mai | Quảng Ninh | 167 | 126 | 3 | 2% | 100% |
| Yên Phong MR | Bắc Ninh | 314 | 227 | - | 100% | 100% |
| Tiên Sơn | Bắc Ninh | 332 | 255 | - | 0% | 100% |
| Yên Phong | Bắc Ninh | 345 | 259 | - | 0% | 100% |
| Tổng | | 3,016 | 2,251 | 707 | 31% | |
| Các khu công nghiệp đang phát triển mới | | | | | | |
| Dốc đá trắng | Khánh Hòa | 288 | 216 | Đang xây dựng | N/A | 60% |
| Sông Công II GĐ 2 | Thái Bình | 296 | 222 | Đang xây dựng | N/A | 51% |
| Trần Yên | Yên Bái | 255 | 191 | Đang xây dựng | N/A | 100% |
| Tây Phổ Yên GĐ 1 | Thái Nguyên | 500 | 375 | Được chấp thuận chủ trương đầu tư | N/A | 51% |
| KCN số 1 GĐ 1 | Hưng Yên | 216 | 162 | Được chấp thuận chủ trương đầu tư | N/A | 51% |
| Phù Ninh | Phú Thọ | 409 | 307 | Được chấp thuận chủ trương đầu tư | N/A | 51% |
| Tổng | | 1,964 | 1,474 | | N/A | |

Nguồn: VGC, BSC Research ước tính. Diện tích thương phẩm còn lại ước tính cuối năm 2025.

Các hạ tầng đang phát triển gần KCN của VGC

MIỀN BẮC

Đang vận hành (tỷ lệ lấp đầy > 20%)

| | | |
|----------------------------------|--|--|
| Yên Mỹ Hưng Yên – còn 122 ha | Yên Phong II C Bắc Ninh – còn 59 ha | Thuận Thành I Bắc Ninh – còn 200 ha |
| Hải Yên Quảng Ninh – còn 77ha | Phú Hà I Phú Thọ – còn 54 ha | |

Đang phát triển

| | | |
|--|-----------------------------------|---|
| Sông Công II GD2 Thái Nguyên – 296 ha | Trấn Yên Yên Bái – 255 ha | Tây Phố Yên GD1 Thái Nguyên – 500 ha |
| Phù Ninh Phú Thọ – 409 ha | KCN số 1 GD1 Hưng Yên – 216 ha | |

Hạ tầng giao thông đang triển khai hoặc sắp vận hành gần KCN VGC

| | | |
|---|-----------------------------------|-----------------------------|
| Vành đai 4 Hà Nội | Sân bay quốc tế Gia Bình | Cảng Lạch Huyện bến 7-12 |
| Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng | Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam | |

MIỀN TRUNG

| | |
|--------------------------------|------------------------------------|
| Đang vận hành | Đang phát triển |
| Phong Điền Huế – còn 173 ha | Dốc Đá Trắng Khánh Hòa – 288 ha |

Hạ tầng giao thông đang triển khai hoặc sắp vận hành gần KCN VGC

| | |
|----------------------------------|--|
| Cao tốc Vân Phong – Nha Trang | Mở rộng 4 làn cao tốc Cam Lộ - La Sơn |
|----------------------------------|--|

Nguồn: BSC Research tổng hợp

3. Chính sách 1 triệu căn nhà ở xã hội được thúc đẩy mạnh mẽ sẽ tác động tích cực đến mảng BĐS KCN và VLXD của công ty.

Hiện tại, VGC đang triển khai dự án nhà ở xã hội Kim Chung, đã mở bán trong Q3/2025 và dự kiến bàn giao vào Q4/2026. Với dự án Kim Chung và bốn dự án hiện hữu khác, chúng tôi ước tính mảng BĐS NOXH có thể đóng góp khoảng 90 tỷ đồng lợi nhuận ròng cho công ty trong năm 2026 và 2027, tương đương khoảng 6% tổng lợi nhuận.

Tiếp nối các chính sách hỗ trợ phát triển nhà ở xã hội trước đó, ngày 10/10/2025 Chính phủ đã ban hành Nghị định 261/2025 giúp đơn giản hóa các thủ tục hành chính, góp phần đẩy nhanh tiến độ chương trình phát triển 1 triệu căn nhà ở xã hội đến năm 2030, vốn đang triển khai chậm so với kế hoạch ban đầu.

Trong trung và dài hạn, BSC cho rằng công ty sẽ được hưởng lợi từ chính sách trên, đẩy nhanh thực hiện nhiều dự án NOXH khác và kỳ vọng mảng này mang lại nguồn lợi nhuận ổn định khoảng 110-130 tỷ đồng mỗi năm. Bên cạnh đóng góp trực tiếp vào lợi nhuận, việc phát triển NOXH còn giúp gia tăng giá trị các khu công nghiệp của VGC, đồng thời tạo thêm đầu ra cho các sản phẩm vật liệu xây dựng do chính công ty sản xuất.

Các dự án nhà ở xã hội của VGC đều gắn các KCN của công ty

| Dự án NOXH | Vị trí hành chính cũ | Số lượng căn hộ | Tiến độ |
|-------------|----------------------|-----------------|--|
| Kim Chung | Đông Anh, Hà Nội | 1.104 | Mở bán tháng Q3/2025. Dự kiến bàn giao trong Q4/2026 |
| Đông Văn IV | Hà Nam | N/A | Đang bàn giao, HTK còn 103 tỷ đồng |
| Đông Tiến | Đông Anh, Hà Nội | 3.530 | Đang bàn giao, HTK còn 183 tỷ đồng |
| Đặng Xá | Hà Nội | 1.500 | Đang bàn giao, HTK còn 207 tỷ đồng |
| Đông Mai | Quảng Ninh | 1.070 | Đang bàn giao, HTK còn 189 tỷ đồng |
| Trần Yên | Yên Bái | N/A | Triển khai tiếp |
| Tiền Hải | Thái Bình | N/A | Triển khai tiếp |
| Phú Hà | Phú Thọ | N/A | Triển khai tiếp |

Nguồn: VGC, BSC Research tổng hợp

III. RỦI RO

Giá nhiên liệu đầu vào và lãi suất mua nhà neo cao ảnh hưởng tiêu cực đến mảng VLXD.

Các sản phẩm VLXD của VGC cần sử dụng nhiều nhiên liệu đốt như dầu FO, than đá, ... Ngoài ra, tình hình lãi suất cho vay mua nhà đang ở mức cao trong 2 tháng đầu năm 2026 do chính phủ tăng cường kiểm soát tín dụng. Với tình hình chiến sự Trung Đông diễn biến phức tạp và giá dầu neo cao cùng với lãi suất ở mức cao sẽ ảnh hưởng hoạt động bán hàng của các công ty VLXD.

IV. DỰ PHÓNG KQKD 2026 – 2027

Dự báo năm 2026

Doanh thu đạt 14,671 tỷ VND (+10% YoY):

- Doanh thu mảng vật liệu xây dựng tăng trung bình 5% YoY. Mặc dù mảng kính xây dựng được hưởng lợi từ thuế chống bán phá giá nhưng doanh thu chỉ tăng 8% YoY do chúng tôi giả định nhà máy VIFG (chiếm 20% tổng công suất kính của VGC) di dời khỏi trung tâm thành phố sẽ ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất và bán hàng.
- Doanh thu BĐS KCN tăng 11% YoY nhờ các chính sách hỗ trợ của chính phủ bắt đầu thẩm thấu trong nửa cuối năm và các KCN mới Dốc Đá Trắng, Trấn Yên, Sông Công II Giai đoạn 2 đi vào hoạt động.
- Doanh thu BĐS nhà ở tăng 185% YoY nhờ đẩy mạnh bàn giao dự án NOXH Kim Chung trong Q4/2026.

Biên lợi nhuận gộp đạt 28%, giảm -2.0 điểm % so với cùng kỳ do:

- Năm 2025, công ty đã điều chỉnh giảm giá vốn 5 KCN (Tiền Hải, Yên Mỹ, Phú Hà, Đông Mai và Thuận Thành. Ngoài ra, hoàn nhập chi phí sửa chữa lớn nhà máy VIFG. Chúng tôi giả định năm 2026 sẽ không có các khoản lợi nhuận này.
- Biên gộp mảng kính xây dựng đạt 8%, tăng 13.3 điểm % nhờ thuế chống bán phá giá.
- Bù đắp biên gộp mảng BĐS KCN giảm -5.2 điểm% do không điều chỉnh giá vốn như năm 2025.

Tỷ lệ chi phí SGA/doanh thu đạt 12.1%, giảm -0.7 điểm % nhờ công ty tích cực tái cấu trúc mảng VLXD trong năm 2025.

LNST-CĐTS đạt 1,458 tỷ VND (+4% YoY và tăng 55% YoY so với LNST-CĐTS cốt lõi năm 2025).

Tham khảo kế hoạch sơ bộ của VGC: doanh thu đạt 15,300 tỷ VND, LNNTT đạt 1,820 tỷ VND, tương đương 105% và 86% dự phóng của BSC.

Dự báo năm 2027

Doanh thu đạt 15,196 tỷ VND (+4% YoY) trong đó doanh thu mảng VLXD tăng 9% YoY nối tiếp đà phục hồi của thị trường bất động sản đặc biệt thị trường nhà ở xã hội.

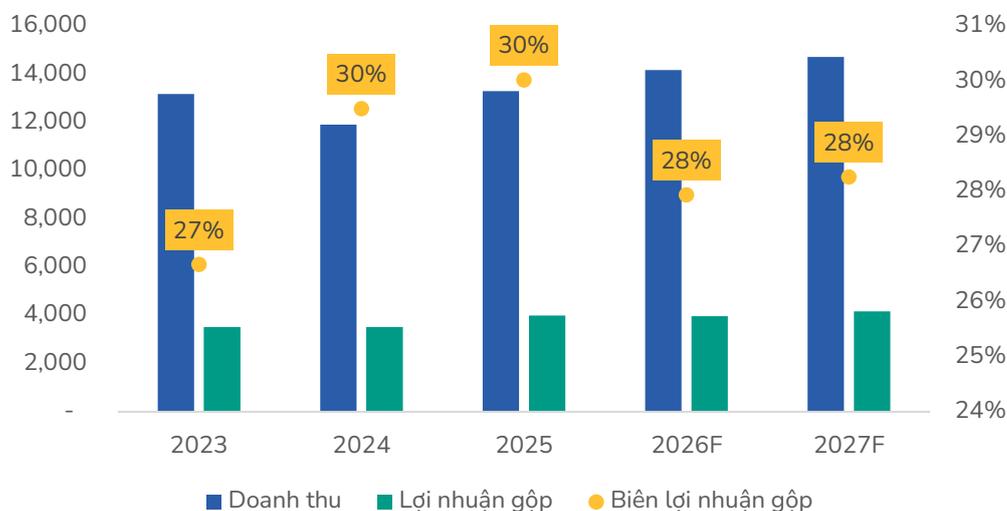
LNST-CĐTS đạt 1,606 tỷ VND (+10% YoY).

| (Tỷ VND) | 2025 | %YoY | 2026F | %YoY | 2027F | %YoY |
|------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 13,315 | 19% | 14,671 | 10% | 15,196 | 4% |
| Ngói | 1,158 | -3% | 1,219 | 5% | 1,333 | 9% |
| Thiết bị vệ sinh | 1,081 | 39% | 1,149 | 6% | 1,225 | 7% |
| Gạch nung | 3,932 | 10% | 4,012 | 2% | 4,265 | 6% |
| Kính xây dựng | 2,080 | 31% | 2,249 | 8% | 2,597 | 16% |
| Bán đất KCN | 3,296 | 8% | 3,661 | 11% | 3,643 | -1% |
| Vận hành KCN | 879 | 15% | 712 | -19% | 769 | 8% |
| NOXH | 463 | 144% | 712 | 54% | 769 | 8% |
| Lãi gộp | 3,998 | 11% | 4,109 | 3% | 4,247 | 3% |
| Doanh thu tài chính | 143 | 78% | 124 | -13% | 194 | 56% |
| Chi phí tài chính | 314 | 7% | 342 | 9% | 338 | -1% |
| -Lãi vay | 256 | 5% | 290 | 13% | 281 | -3% |
| Chi phí bán hàng | 920 | 9% | 968 | 5% | 1,003 | 4% |
| Chi phí QLDN | 786 | 8% | 804 | 2% | 788 | -2% |
| Lãi từ HĐKD | 2,121 | 18% | 2,119 | 0% | 2,311 | 9% |
| LNTT | 2,208 | 18% | 2,129 | -4% | 2,321 | 9% |
| LNST | 1,594 | 36% | 1,705 | 7% | 1,872 | 10% |
| LNST-CĐTS | 1,402 | 27% | 1,458 | 4% | 1,606 | 10% |
| LNST-CĐTS cốt lõi | 941 | 16% | 1,458 | 55% | 1,606 | 10% |
| | | Thay đổi | | Thay đổi | | Thay đổi |
| Tỷ lệ SGA/DT | 12.8% | -1.2% | 12.1% | -0.7% | 11.8% | -0.3% |
| Biên gộp | 30% | -1.9% | 28% | -2.0% | 28% | -0.1% |
| Ngói | 17% | 4.0% | 17% | -0.3% | 17% | 0.0% |
| Thiết bị vệ sinh | 32% | 4.0% | 31% | -1.4% | 31% | 0.0% |
| Gạch nung | 19% | -0.1% | 18% | -0.7% | 19% | 1.0% |
| Kính xây dựng | -5% | 2.4% | 8% | 13.3% | 10% | 2.0% |
| Bán đất KCN | 63% | -3.8% | 60% | -5.2% | 59% | 0.3% |
| Vận hành KCN | 27% | -9.1% | 25.0% | -1.8% | 25.0% | 0.0% |

Nguồn: VGC, BSC Research ước tính. LNST-CĐTS cốt lõi loại bỏ việc điều chỉnh giảm giá vốn BĐS KCN và hoàn nhập chi phí sửa nhà máy.

Dự báo kết quả kinh doanh VGC

Tỷ VND



Nguồn: BSC Research dự phóng, VGC

V. ĐỊNH GIÁ

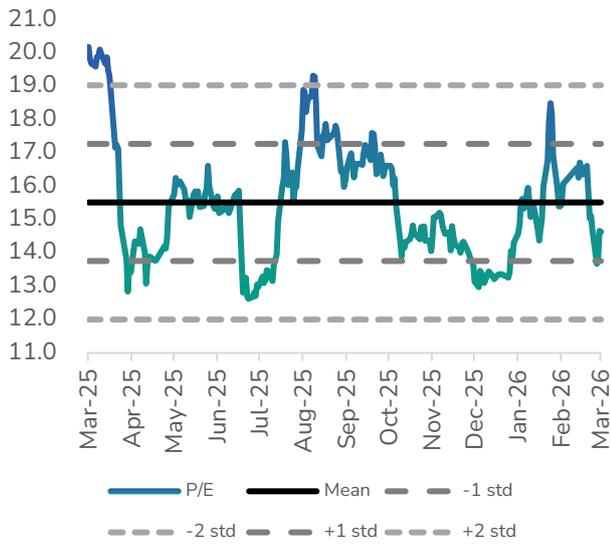
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VGC với giá mục tiêu năm 2026 là **54,800 VND/CP**, upside 24% đã bao gồm tỷ suất cổ tức 2% (so với giá tham chiếu ngày 26/03/2026), sử dụng phương pháp định giá từng phần. Dự phóng lợi nhuận ròng năm 2026 đạt 1,458 tỷ VND (+4% YoY), tương đương PE fw 2026 đạt 13.5x, chiết khấu 15% so với trung bình 5 năm 2021-2025 (15.8x).

Bảng định giá VGC

| Tỷ VND | Phương pháp | NAV | Tỷ lệ lợi ích | Định giá |
|---------------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|
| Khu công nghiệp | RNAV | 12,714 | | 11,760 |
| Yên Mỹ | | 1,654 | 60% | 992 |
| Yên Phong II C | | 524 | 100% | 524 |
| Thuận Thành I | | 3,657 | 100% | 3,657 |
| Phú Hà I | | 1,631 | 100% | 1,631 |
| Tiền Hải - Thái Bình | | 1,726 | 100% | 1,726 |
| Phong Điền Huế | | 468 | 100% | 468 |
| Hải Yên | | 830 | 100% | 830 |
| Yên Phong MR | | 507 | 100% | 507 |
| Đông Mai | | 28 | 100% | 28 |
| Dốc Đá Trắng | | 290 | 60% | 174 |
| Sông Công 2 | | 360 | 51% | 184 |
| Trần Yên | | 148 | 100% | 148 |
| Mariel | Book Value | 490 | 100% | 490 |
| Các KCN khác | Book Value | 402 | 100% | 402 |
| BĐS đầu tư | | 3,240 | | 3,240 |
| Angsana Vân Hải | Cap rate | 1,067 | 100% | 1,067 |
| Khác | Book Value | 2,173 | 100% | 2,173 |
| VLXD | DCF | 13,643 | ~ 70% | 9,531 |
| NOXH | | 1,561 | | 1,561 |
| Kim Chung | RNAV | 532 | 100% | 532 |
| Các dự án khác | Book Value | 1,029 | 100% | 1,029 |
| Công ty liên kết | Book Value | 172 | 100% | 172 |
| (+) Tiền công ty mẹ | | | | 405 |
| (-) Nợ vay công ty mẹ | | | | 2,107 |
| Tổng giá trị VCSH | | | | 24,562 |
| Số lượng cổ phiếu (triệu) | | | | 448 |
| Giá mục tiêu | | | | 54,800 |
| Giá hiện tại | | | | 44,000 |
| Tỷ suất cổ tức | | | | 2.3% |
| Upside | | | | 24% |

Nguồn: BSC Research

Hình 14: Stock PE



Hình 15: Stock PB



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

PHỤ LỤC

| KQKD (tỷ đồng) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu | 11,913 | 13,315 | 14,671 | 15,196 |
| Giá vốn hàng bán | 8,398 | 9,317 | 10,562 | 10,949 |
| Lợi nhuận gộp | 3,514 | 3,998 | 4,109 | 4,247 |
| Chi phí bán hàng | 858 | 920 | 968 | 1,003 |
| Chi phí QLDN | 744 | 786 | 804 | 788 |
| Lãi/lỗ HDKD | 1,912 | 2,292 | 2,337 | 2,456 |
| Doanh thu tài chính | 76 | 143 | 124 | 194 |
| Chi phí tài chính | 311 | 314 | 342 | 338 |
| Chi phí lãi vay | 269 | 256 | 290 | 281 |
| Lợi nhuận từ CTLD/LK | - | - | - | - |
| Lãi/lỗ khác | 34 | 87 | 10 | 10 |
| LN trước thuế | 1,711 | 2,208 | 2,129 | 2,321 |
| Thuế thu nhập DN | 522 | 614 | 424 | 448 |
| LN sau thuế | 1,189 | 1,594 | 1,705 | 1,872 |
| CĐTS | 84 | 192 | 247 | 266 |
| LNST-CĐTS | 1,105 | 1,402 | 1,458 | 1,606 |
| EBITDA | 3,870 | 4,199 | 3,535 | 3,676 |
| EPS | 2,464 | 3,127 | 3,252 | 3,582 |

| LCTT (tỷ đồng) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (lỗ)/LNST | 1,189 | 1,594 | 1,779 | 1,917 |
| Khấu hao và phân bổ | 1,958 | 1,907 | 1,189 | 1,211 |
| Thay đổi vốn lưu động | 1,368 | 411 | 1,761 | 3,309 |
| Điều chỉnh khác | (32) | (573) | - | - |
| LCTT từ HĐ KD | 4,483 | 3,339 | 4,730 | 6,437 |
| Tiền chi mua TSCĐ | (2,554) | (2,789) | (1,987) | (1,008) |
| Đầu tư khác | 246 | (1,819) | - | - |
| LCTT từ HĐ đầu tư | (2,308) | (4,594) | (1,987) | (1,008) |
| Tiền chi trả cổ tức | (834) | (1,150) | - | - |
| Tiền từ vay ròng | (253) | 819 | - | - |
| Tiền thu khác | (69) | 1,147 | - | - |
| LCTT từ HĐ tài chính | (1,156) | 817 | - | - |
| Dòng tiền đầu kỳ | 1,019 | (439) | 2,425 | 5,167 |
| Tiền trong kỳ | 1,842 | 2,860 | 2,742 | 5,429 |
| Dòng tiền cuối kỳ | 2,861 | 2,425 | 5,167 | 10,596 |

| CĐKT (Tỷ đồng) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tài sản ngắn hạn | 9,472 | 10,364 | 13,709 | 19,334 |
| Tiền, tương đương tiền | 2,861 | 2,425 | 5,167 | 10,596 |
| Đầu tư ngắn hạn | 433 | 2,160 | 2,160 | 2,160 |
| Phải thu ngắn hạn | 1,092 | 1,119 | 1,204 | 1,236 |
| Hàng tồn kho | 4,372 | 4,019 | 4,537 | 4,701 |
| TS ngắn hạn khác | 714 | 641 | 641 | 641 |
| Tài sản dài hạn | 15,370 | 16,072 | 14,517 | 10,877 |
| Tài sản hữu hình | 6,021 | 5,778 | 5,555 | 5,553 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 6,101 | 5,912 | 4,780 | 1,342 |
| Đầu tư dài hạn | 365 | 230 | 230 | 230 |
| Tài sản dài hạn khác | 2,883 | 4,152 | 3,952 | 3,752 |
| Tổng Tài sản | 24,842 | 26,437 | 28,226 | 30,211 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 8,758 | 8,358 | 8,573 | 8,642 |
| Nợ phải trả | 1,751 | 1,674 | 1,890 | 1,958 |
| Vay ngắn hạn | 2,572 | 2,713 | 2,713 | 2,713 |
| Nợ ngắn hạn khác | 4,435 | 3,971 | 3,971 | 3,971 |
| Tổng nợ dài hạn | 6,129 | 6,508 | 6,508 | 6,508 |
| Vay dài hạn | 2,240 | 2,872 | 2,872 | 2,872 |
| Doanh thu chưa thực hiện | 2,539 | 2,532 | 2,532 | 2,532 |
| Nợ dài hạn khác | 1,349 | 1,103 | 1,103 | 1,103 |
| Tổng nợ phải trả | 14,887 | 14,866 | 15,081 | 15,149 |
| Vốn góp | 4,484 | 4,484 | 4,484 | 4,484 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 930 | 930 | 930 | 930 |
| LN chưa phân phối | 1,426 | 1,609 | 4,348 | 5,985 |
| Vốn chủ khác | 1,470 | 1,648 | 1,648 | 1,648 |
| Cổ đông thiểu số | 1,646 | 2,900 | 2,095 | 2,375 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 9,955 | 11,571 | 13,505 | 15,422 |
| Tổng nguồn vốn | 24,842 | 26,437 | 28,586 | 30,571 |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu) | 448 | 448 | 448 | 448 |

| Chỉ số (%) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|----------------------------|------|------|-------|-------|
| Khả năng thanh toán | | | | |
| Hệ số TT ngắn hạn | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 2.2 |
| Hệ số TT nhanh | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 1.6 |
| Cơ cấu vốn | | | | |
| Hệ số Nợ/TTS | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Hệ số Nợ/Nguồn vốn | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| Năng lực hoạt động | | | | |
| Số ngày HTK | 1.8 | 2.2 | 2.5 | 2.4 |
| Số ngày phải thu | 12.8 | 15.2 | 16.9 | 16.4 |
| Số ngày phải trả | 5.0 | 5.4 | 5.9 | 5.7 |
| CCC | 9.6 | 11.9 | 13.4 | 13.1 |
| Tỉ suất lợi nhuận | | | | |
| Biên Lợi nhuận gộp | 30% | 30% | 28% | 28% |
| Biên Lợi nhuận ròng | 9% | 11% | 10% | 11% |
| ROE | 11% | 13% | 12% | 11% |
| ROA | 5% | 5% | 6% | 6% |
| Định giá | | | | |
| PE | 18.3 | 14.6 | 13.0 | 12.0 |
| PB | 2.4 | 2.3 | 1.7 | 1.5 |
| Tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng DTT | -10% | 12% | 10% | 4% |
| Tăng trưởng EBIT | -2% | 20% | 4% | 5% |
| Tăng trưởng LNNT | 4% | 29% | 0% | 7% |
| Tăng trưởng EPS | -9% | 27% | 8% | 8% |

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Phường Hoàn Kiếm,
Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn,
Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510



<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

| Xếp hạng khuyến nghị | Định nghĩa |
|----------------------|---|
| MUA MẠNH | Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên |
| MUA | Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30% |
| NẮM GIỮ | Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15% |
| BÁN | Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10% |

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thùy Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyrch@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn