

CTCP Viglacera (VGC)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG +2,7%

Ngành	KCN & VLXD
Ngày báo cáo	19/08/2025
Giá hiện tại	65.700 VND
Giá mục tiêu	65.300 VND
Giá mục tiêu gần nhất	49.500 VND
TL tăng	-0,6%
Lợi suất cổ tức	+3,3%
Tổng mức sinh lời	+2,7%

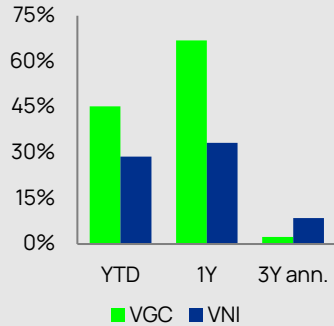
GT vốn hóa	28,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	12,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	150,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	38,6%
SL cổ phiếu lưu hành	448tr
Pha loãng	448tr

	VGC	VNI
P/E (trượt)	19,6x	15,1x
P/B (hiện tại)	2,9x	2,0x
ROA	6,1%	2,0%
ROE	16,3%	13,4%

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 kinh 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

Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	11.906	14.659	17.321	19.348
% YoY	-9,8%	23,1%	18,2%	11,7%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	-0,1%	32,6%	19,6%	17,1%
% YoY	1.105	1.494	2.069	2.574
EPS	-9,3%	35,3%	38,5%	24,4%
Biên LN gộp	-9,3%	35,3%	38,5%	24,4%
Biên LN ròng	29,5%	31,8%	32,2%	33,8%
ROE	9,3%	10,2%	11,9%	13,3%
Nợ ròng/vốn CSH	13,7%	17,5%	22,1%	24,1%
Lợi suất cổ tức	15,3%	8,1%	-4,8%	-23,7%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Doanh thu (tỷ đồng)	2.200	2.200	2.200	2.200
P/E	28,0x	20,7x	14,9x	12,0x
P/B điều chỉnh	3,2x	3,0x	2,7x	2,4x

Triển vọng KCN tích cực, thị phần kính xây dựng gia tăng

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 31% giá mục tiêu của Tổng Công ty Viglacera (VGC) lên mức 65.300 đồng/cổ phiếu nhưng hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG do giá cổ phiếu đã tăng 46% trong 50 ngày qua.
- Mức tăng đối với giá mục tiêu chủ yếu đến từ (1) mức tăng 29% của định giá mảng BĐS (nhờ được thúc đẩy bởi mức tăng 53% đối với dự báo tổng lợi nhuận gộp giai đoạn 2025–29 của mảng kinh doanh cho thuê đất & dịch vụ KCN), cùng với (2) mức tăng 25% của định giá mảng vật liệu xây dựng (VLXD) (nhờ được thúc đẩy bởi mức tăng của tốc độ tăng trưởng dài hạn mức 1% lên 3%, sau khi VGC gia tăng thị phần của mảng kính xây dựng tại Việt Nam).
- Chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–29 lên thêm 40% (với các thay đổi lần lượt là +35%/+38%/+24%/+9%/-16% cho các năm 2025/26/27/28/29). Mức điều chỉnh này được thúc đẩy bởi mức tăng 53% của lợi nhuận gộp mảng cho thuê đất & dịch vụ KCN, chủ yếu xuất phát từ giả định của chúng tôi rằng diện tích bàn giao trong giai đoạn 2025–29 sẽ tăng 32% (162 ha) và giá cho thuê trung bình sẽ tăng khoảng 5%. Trong khi đó, chúng tôi nhìn chung vẫn giữ nguyên dự báo tổng lợi nhuận gộp của chúng tôi cho mảng VLXD.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (+35% YoY), nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 43% YoY của lợi nhuận gộp mảng cho thuê đất & dịch vụ KCN cùng với (2) mức tăng 15% YoY của lợi nhuận gộp mảng VLXD.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (+38% YoY, mức kỷ lục), nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 15% YoY của lợi nhuận gộp mảng KCN (do diện tích bàn giao KCN tăng 14% YoY) và (2) mức tăng 28% YoY của lợi nhuận gộp mảng VLXD (do doanh số bán tăng 18% YoY và biên LN gộp tiếp tục ghi nhận đà phục hồi).
- Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của VGC đã phản ánh đúng hoạt động kinh doanh hiện tại, với P/E dự phóng các năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 20,7 lần và 14,9 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Nhận được phê duyệt đầu tư đối với các dự án KCN và khu đô thị (KĐT) mới (~1.000 ha).
- Rủi ro: Diện tích bàn giao KCN thấp hơn kỳ vọng.

Triển vọng tích cực của mảng KCN nhờ chính sách thuế quan tốt hơn dự kiến của Mỹ và bàn giao đất KCN tăng trưởng mạnh: Tính đến ngày 01/08/2025, các mức thuế quan được Mỹ công bố tốt hơn so với giả định cơ sở trước đây của chúng tôi (Việt Nam có khả năng phải đối mặt với các mức thuế đối ứng cao hơn 5%-10% so với các quốc gia sản xuất khác). Ngoài ra, trong quý 2/2025, VGC đã bàn giao khoảng 45 ha (gấp 3 lần YoY) với sự đóng góp từ KCN cấp 1 mới (Thuận Thành) và các KCN hiện có, trong bối cảnh còn nhiều bất định về thuế quan. Theo VGC, doanh số bán hàng từ đầu năm đến nay là 100 ha và công ty kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ tốt hơn vào năm tới. Do đó, chúng tôi nâng dự phóng bàn giao đất giai đoạn 2025-29 thêm 32% lên mức trung bình 162 ha so với các dự phóng cơ sở trước đây trong [Báo cáo lần đầu](#) của chúng tôi đối với VGC.

Vào tháng 6/2025, VGC đã tăng tỷ lệ sở hữu tại Công ty TNHH Kính nôi Việt Nam (VFG) lên 100%, nâng thị phần từ 30% lên khoảng 40% trong ngành kính xây dựng tại Việt Nam. VGC đã hoàn tất việc mua lại 64,7% cổ phần còn lại với mức định giá P/E ước tính của chúng tôi là 11 lần, điều này theo quan điểm của chúng tôi là tốt để nắm quyền cổ đông kiểm soát. VFG có doanh thu trung bình khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng, khoảng 1/3 doanh thu mảng kính xây dựng của VGC. Chúng tôi nâng tốc độ tăng trưởng cuối của mảng vật liệu xây dựng do (1) chúng tôi có quan điểm lạc quan hơn về tăng trưởng dài hạn của ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam và (2) chúng tôi tin rằng việc hợp nhất VFC giúp tăng cường thị phần/doanh thu của VGC trong mảng kính xây dựng trong ngắn hạn và lợi nhuận trong dài hạn.

Triển vọng năm 2025: Mảng cho thuê đất KCN tăng mạnh, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

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	150	16%	36%	(a & b) Chúng tôi kỳ vọng tiến độ bàn giao đất sẽ tăng tốc, được hỗ trợ bởi triển vọng thuế quan thuận lợi hơn từ Mỹ. Trong 6T 2025, VGC đã bàn giao 65 ha, tương đương 57% dự phóng trước đó của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ bàn giao nhanh hơn trong nửa cuối năm 2025.
Giá bán trung bình (USD/m2)	100	126	26%	11%	(a & b) Được thúc đẩy bởi (1) đóng góp từ việc bàn giao đất tại các KCN cấp 1 Thuận Thành và Sông Công so với mức không ghi nhận bàn giao trong năm 2024; (2) giá bán trung bình tăng nhẹ tại các KCN nhờ việc hoàn thành cơ sở hạ tầng khu vực.
Doanh thu	11.906	14.659	23%	14%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi sự phục hồi doanh thu 13% YoY của mảng VLXD và doanh thu cho thuê đất KCN cao hơn. (b) Doanh thu cho thuê đất KCN cao hơn, được thúc đẩy bởi cả diện tích đất lớn hơn và giá bán trung bình cao hơn. Doanh thu 6T 2025 đạt 6,1 nghìn tỷ đồng (+14% YoY).
Cho thuê KCN & dịch vụ KCN	3.960	5.651	43%	43%	(a & b) Được thúc đẩy bởi dự phóng của chúng tôi về mức tăng 16% YoY trong diện tích bàn giao và mức tăng 26% YoY trong giá bán trung bình.
BDS nhà ở	190	219	15%	0%	
VLXD	7.841	8.874	13%	1%	(a) Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ cải thiện sau hai năm sụt giảm, được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về đà phục hồi của thị trường BDS nhà ở, dựa theo tín hiệu phục hồi của doanh số bán hàng theo CBRE. Bên cạnh đó, việc tăng tỷ lệ sở hữu tại VFG và hợp nhất công ty này cũng đang thúc đẩy doanh thu cao hơn.
Các mảng khác	-84	-84	0%	0%	
Lợi nhuận gộp	3.517	4.665	33%	28%	(b) Lợi nhuận gộp cao hơn từ mảng cho thuê đất KCN sẽ bù đắp cho mức giảm trong lợi nhuận của mảng VLXD.
Cho thuê KCN & dịch vụ KCN	2.261	3.223	43%	60%	
BDS nhà ở	54	44	-18%	0%	
VLXD	1.325	1.521	15%	-11%	(b) Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp cho kính xây dựng sẽ giảm 13 điểm % YoY xuống còn 5%, do kết quả yếu trong 6T 2025, phản ánh nhu cầu yếu và cạnh tranh gay gắt. Điều này ảnh hưởng nhiều hơn so với dự phóng của chúng tôi về biên lợi nhuận gộp mảng thiết bị vệ sinh tăng 5 điểm % YoY lên 33% dựa theo kết quả khả quan trong 6T 2025.
Các mảng khác	-122	-122	0%	0%	
Chi phí bán hàng	-862	-1.026	19%	14%	
Chi phí quản lý	-744	-909	22%	14%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.911	2.730	43%	41%	
Thu nhập tài chính	76	101	34%	41%	
Chi phí tài chính	-310	-314	1%	0%	
Thu nhập từ các liên doanh	-75	0	N.M.	N.M.	
Thu nhập khác	29	0	N.M.	N.M.	
LNTT	1.630	2.517	54%	49%	
LNST trước lợi ích CĐTS	1.188	1.850	56%	49%	
Lợi ích CĐTS	-83	-356	329%	93%	(a & b) Lợi ích CĐTS từ các KCN Yên Mỹ và Sông Công.
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.105	1.494	35%	41%	(a) Được thúc đẩy bởi lợi nhuận gộp từ bán và dịch vụ đất KCN cao hơn 43% YoY và lợi nhuận gộp từ VLXD cao hơn 15% YoY. (b) Dự phóng lợi nhuận gộp cao hơn từ mảng KCN sẽ bù đắp cho dự phóng lợi nhuận gộp thấp hơn của chúng tôi đối với mảng VLXD.

Nguồn: VGC, Vietcap

Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng 2 chữ số ở tất cả các mảng kinh doanh

Hình 2: Triển vọng năm 2026

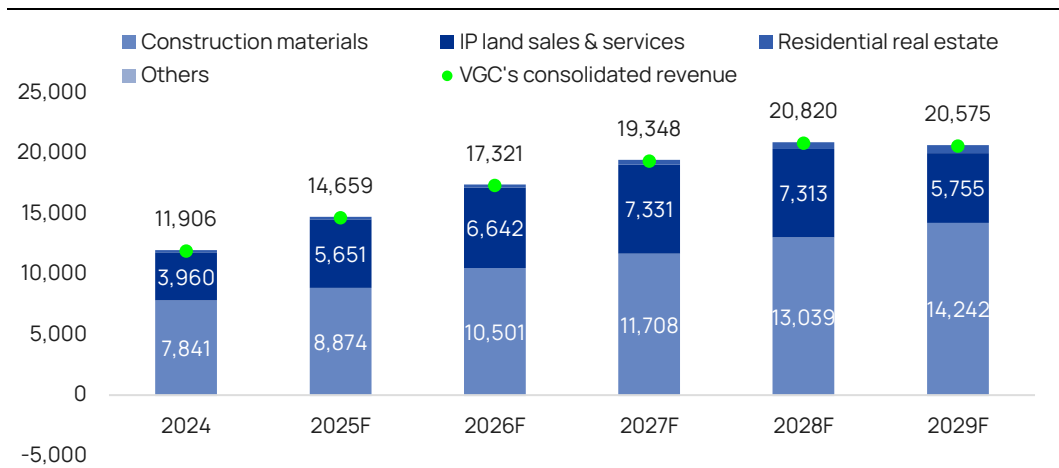
Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng YoY
Bàn giao đất KCN (ha)	150	170	14%	Theo VGC, công ty dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng việc cho thuê đất KCN.
Giá bán trung bình (USD/m2)	126	128	1%	
Doanh thu	14.659	17.321	18%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi sự phục hồi doanh thu của mảng VLXD và doanh thu cho thuê KCN cao hơn.
Cho thuê KCN & dịch vụ KCN	5.651	6.642	18%	Được thúc đẩy bởi mức tăng 14% YoY trong diện tích bàn giao và mức tăng 1% YoY trong giá bán trung bình.
BDS nhà ở	219	263	20%	Được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về sự tăng trưởng liên tục của thị trường BDS nhà ở.
VLXD	8.874	10.501	18%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng liên tục của thị trường BDS nhà ở.
Các mảng khác	-84	0	N.M.	
Lợi nhuận gộp	4.665	5.578	20%	
Cho thuê KCN & dịch vụ KCN	3.223	3.708	15%	
BDS nhà ở	44	53	20%	
VLXD	1.521	1.940	28%	Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp sẽ tăng 1,3 điểm % lên 18,5%, chủ yếu từ mức nền thấp trong những năm trước, đặc biệt là trong mảng kính xây dựng.
Các mảng khác	-122	0	N.M.	
Chi phí bán hàng	-1.026	-1.178	15%	
Chi phí quản lý	-909	-1.074	18%	
Lợi nhuận từ HĐKD	2.730	3.326	22%	
Thu nhập tài chính	101	110	8%	
Chi phí tài chính	-314	-381	21%	
Thu nhập từ các liên doanh	0	0	N.M.	
Thu nhập khác	0	0	N.M.	
LNTT	2.517	3.055	21%	
LNST trước lợi ích CĐT	1.850	2.444	32%	
Lợi ích CĐT	-356	-375	5%	
LNST sau lợi ích CĐT, báo cáo	1.494	2.069	38%	Được thúc đẩy bởi (1) lợi nhuận gộp từ mảng KCN tăng 15% YoY (diện tích bàn giao KCN tăng 14% YoY) và (2) lợi nhuận gộp từ mảng VLXD tăng 28% YoY (doanh thu +18% YoY và biên lợi nhuận gộp tiếp tục phục hồi).

Nguồn: VGC, Vietcap

Triển vọng dài hạn

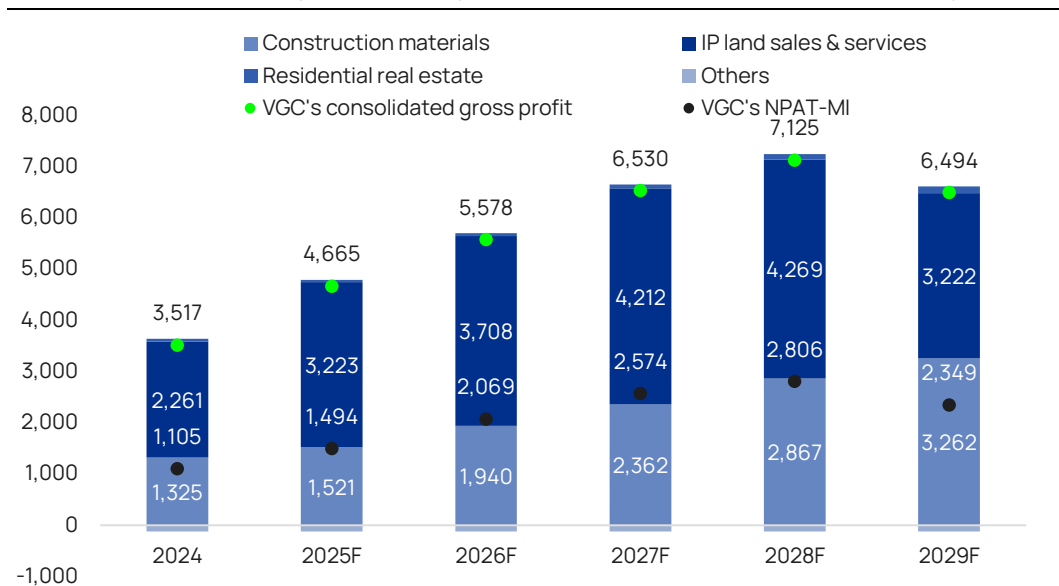
Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS lần lượt đạt 9% và 12 trong giai đoạn 2025-29

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 9%, được thúc đẩy bởi:

- Vật liệu xây dựng:** CAGR 13% trong doanh thu VLXD với CAGR lần lượt là 16%/11%/12%/10% cho kinh xây dựng/thiết bị vệ sinh/gạch ceramic/gạch xây (được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi nhu cầu BĐS).
- Cho thuê KCN:** Được thúc đẩy bởi phí dịch vụ KCN tăng trưởng bền vững, giá bán trung bình tăng khoảng 5% mỗi năm và diện tích đất KCN bàn giao dự phóng của chúng tôi ở mức trung bình khoảng 162 ha trong giai đoạn 2025-29, cao hơn 5,9% so với b3 năm qua.

Chúng tôi dự phóng CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 là 12%, chủ yếu được thúc đẩy bởi CAGR 21% trong lợi nhuận gộp từ mảng VLXD (được thúc đẩy bởi CAGR 32% trong doanh thu và sự phục hồi của biên lợi nhuận gộp về mức trung bình lịch sử là 22,9% vào năm 2029).

Định giá

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

Giá mục tiêu cao hơn 31% của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) định giá mảng BĐS cao hơn 29% (nhờ tổng lợi nhuận gộp từ cho thuê KCN và dịch vụ KCN giai đoạn 2025-29 cao hơn 53%), và (2) định giá mảng VLXD cao hơn 25% (do chúng tôi tăng tốc độ tăng trưởng cuối lên 3% từ mức 1% trong dự báo trước đó, sau khi VGC có khả năng tăng thị phần trong ngành kinh xây dựng của Việt Nam).

Chúng tôi nâng tốc độ tăng trưởng cuối của mảng VLXD do (1) chúng tôi lạc quan hơn về tăng trưởng dài hạn của ngành VLXD tại Việt Nam, và (2) chúng tôi tin rằng việc hợp nhất VFC giúp tăng cường thị phần/doanh thu của VGC trong mảng kinh doanh kính trong ngắn hạn và lợi nhuận trong dài hạn.

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				18.183
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	5.236	100%	5.236
Phú Hà – Phú Thọ	CKDT	1.651	100%	1.651
Đồng Văn IV – Hà Nam	CKDT	172	100%	172
Đồng Mai – Quảng Ninh	CKDT	84	100%	84
Hải Yên – Quảng Ninh	CKDT	944	100%	944
Yên Mỹ – Hưng Yên	CKDT	932	60%	559
Tiền Hải – Thái Bình	CKDT	1.251	100%	1.251
Phong Điền – Huế	CKDT	1.161	100%	1.161
Trần Yên – Yên Bái	CKDT	1.126	100%	1.126
Sông Công – Thái Nguyên	CKDT	2.626	51%	1.339
Dốc Đá Trắng – Khánh Hòa	CKDT	718	60%	431
KCN 1 – Hưng Yên	CKDT	1.719	51%	877
ViMarief	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%	13.212
Tổng NPV				31.395
(+) Tổng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				2.955
(-) Tổng nợ vay				-5.087
Vốn CSH ròng				29.264
<i>Trong đó, KCN</i>				16.949
<i>Trong đó, VLXD</i>				12.315
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				448
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				65.300
Tỷ lệ tăng				-0,6%
Lợi suất cổ tức				3,3%
Tổng lợi nhuận				2,7%

Nguồn: VGC, dự báo của Vietcap

Hình 6: Giả định tỷ lệ chiết khấu cho VGC

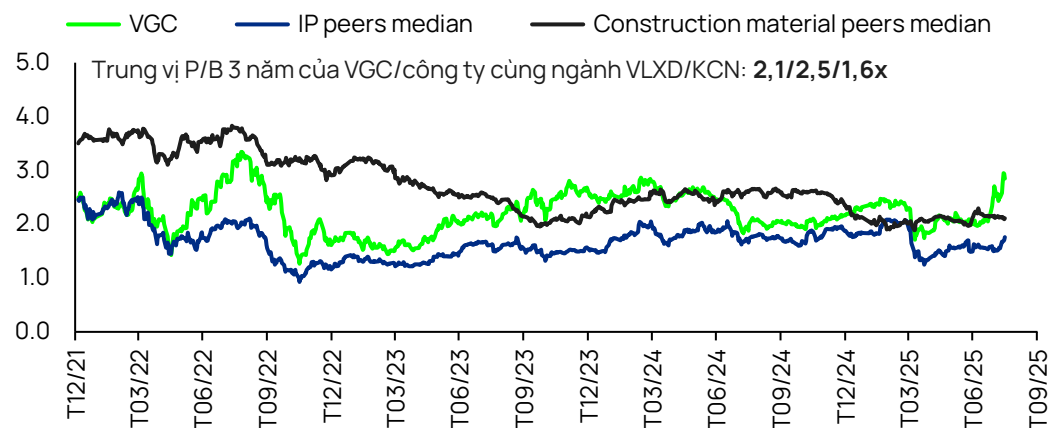
Chi phí vốn	
Beta	1,0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	8,0%
Lãi suất phi rủi ro	6,0%
Chi phí vốn sở hữu	14,0%
Chi phí nợ vay	10,0%
Tỷ lệ nợ vay	46,2%
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	53,8%
Thuế doanh nghiệp	20,0%
WACC	11,2%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Các công ty cùng ngành

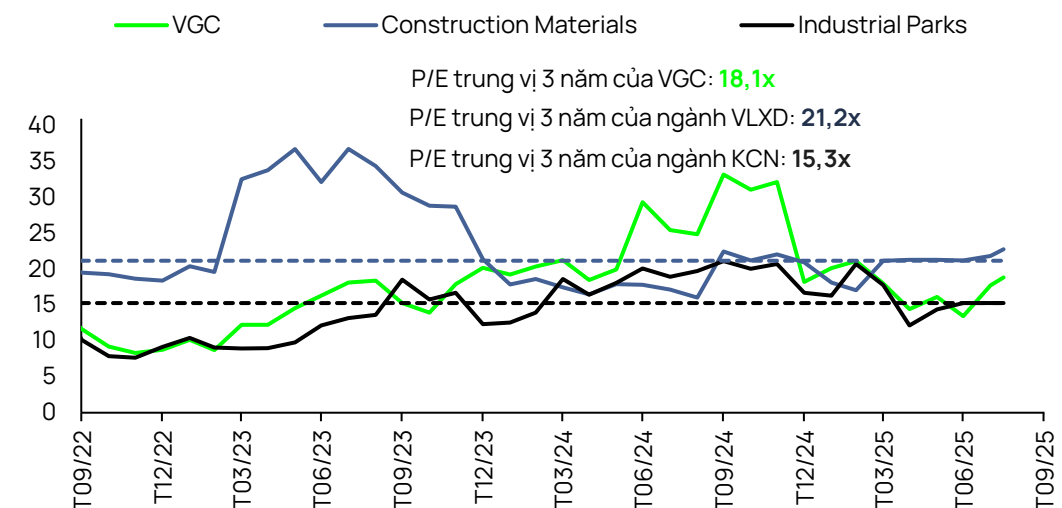
Chúng tôi bao gồm cả các công ty xây dựng trong nước và khu vực, cũng như các công ty KCN trong nước. Chúng tôi nhận thấy VGC thường giao dịch ở mức cao so với các công ty KCN khác, nhưng ở mức thấp hơn so với các công ty xây dựng. Tuy nhiên, hiện tại VGC đang giao dịch với P/B cao hơn, có thể do KQKD 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 15/08/2025).

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



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 15/08/2025)

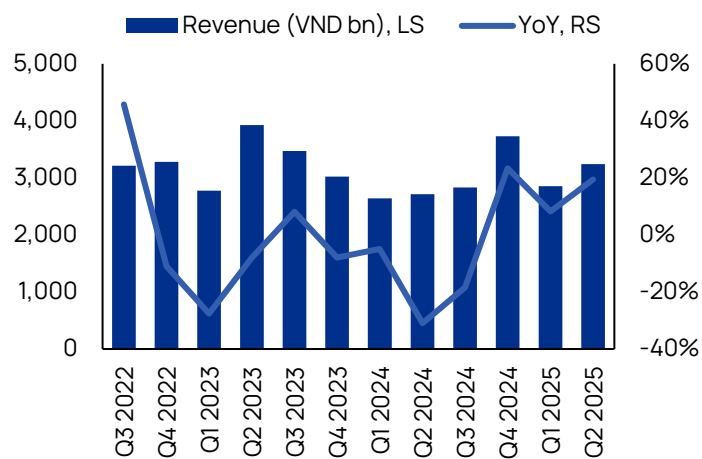
Hình 9: So sánh các công ty cùng ngành của VGC

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	619	623	-20,2	8	-79,2	29,8	1,7	1,9	81,1x	1,3x	N/A
Triumph New Energy Co Ltd	Trung Quốc	760	561	-38,7	-101	N/A	126,7	-17,1	N/A	N/A	1,8x	N/A
Arwana Citramulia Tbk PT	Indonesia	259	176	16,0	27	5,5	-15,2	25,3	7,5	9,4x	2,3x	6,3x
Dynasty Ceramic PCL	Thái Lan	403	196	-9,4	30	-14,4	29,0	14,4	6,6	13,1x	1,9x	7,8x
Kajaria Ceramics Ltd	Ấn Độ	2.304	548	1,2	35	-30,3	-11,0	11,0	0,7	59,0x	7,4x	21,5x
Somany Ceramics Ltd	Ấn Độ	239	313	2,6	7	-38,0	32,0	8,1	0,6	34,8x	2,7x	9,3x
Binh Minh Plastics JSC	Việt Nam	429	203	13,5	45	21,5	-68,8	41,8	8,7	9,9x	4,0x	5,8x
Hoa Phat Group JSC	Việt Nam	8.239	5.586	6,5	529	20,3	49,8	11,7	N/A	16,1x	1,8x	9,9x
Trung vị		524	431	1,9	28	-14,4	29,4	11,3	4,2	16,1x	2,1x	8,6x
KCN												
KBC	Việt Nam	1.188	214	157,0	57	448,6	8,2	6,9	N/A	17,6x	1,3x	15,9x
SIP	Việt Nam	613	319	9,9	51	22,6	-47,1	28,6	1,8	13,0x	3,4x	8,7x
IDC	Việt Nam	653	306	-6,2	59	-18,0	-18,3	28,8	5,8	11,4x	3,0x	4,8x
SZC	Việt Nam	265	40	8,9	14	27,9	41,6	11,7	2,58	19,1x	2,2x	14,2x
GVR	Việt Nam	4.918	1.129	24,3	208	87,8	-21,7	9,8	0,9	24,5x	2,3x	14,4x
LHG	Việt Nam	63	25	42,5	11	54,9	-50,2	17,5	5,8	5,7x	1,0x	1,9x
PHR	Việt Nam	317	68	13,8	20	24,6	-46,3	13,3	2,2	16,4x	2,2x	14,8x
BCM	Việt Nam	2.774	300	-4,2	142	37,0	102,2	18,2	1,4	20,3x	N/A	24,6x
Trung vị		633	257	11,9	54	32,5	-20,0	15,4	2,2	17,0x	2,2x	14,3x
VGC	Việt Nam	1.077	498	6,8	59	88,2	15,3	16,3	3,3	19,6x	2,9x	5,8x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 15/08/2025)

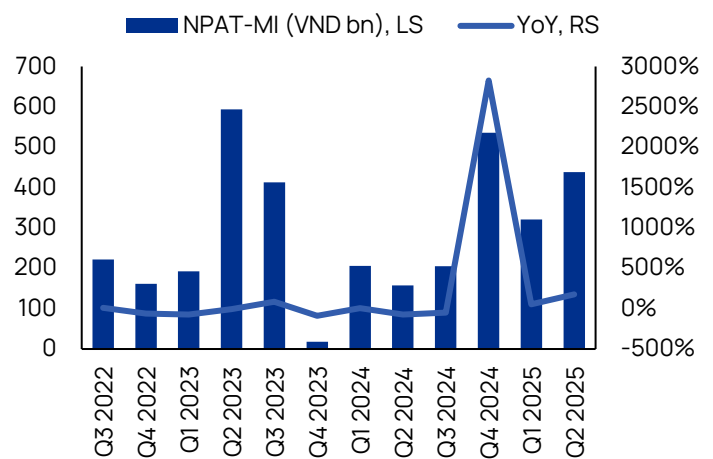
KQKD theo quý

Hình 10: Doanh thu theo quý của VGC



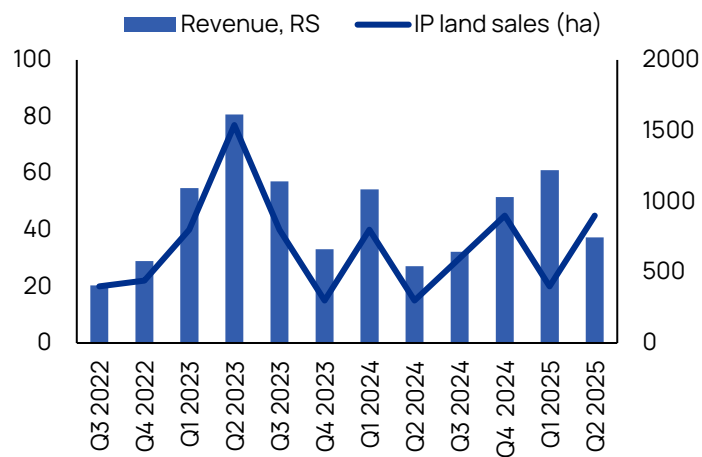
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 11: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của VGC



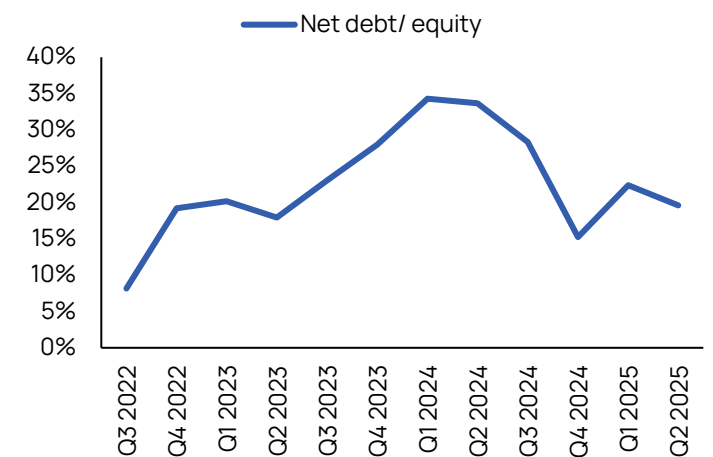
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 12: Dự báo doanh số và lợi nhuận mảng KCN



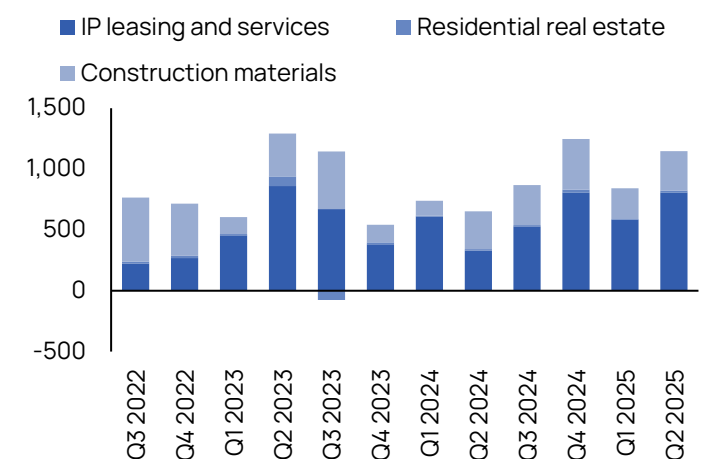
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 13: Nợ vay ròng/VCSH



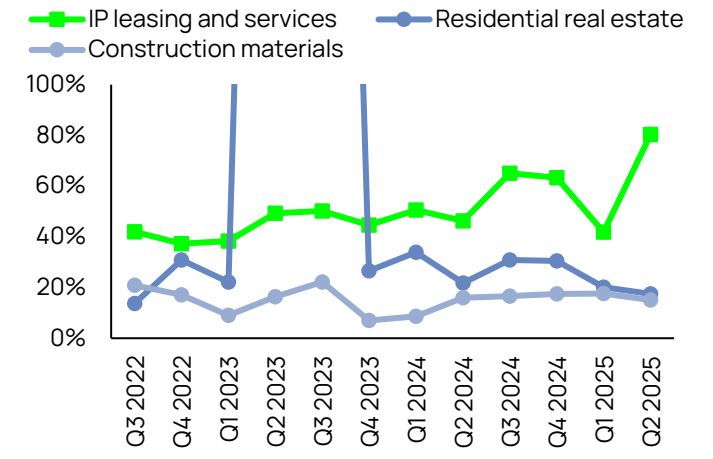
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 14: Lợi nhuận gộp theo từng mảng



Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 15: 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	14.659	17.321	19.348
Giá vốn hàng bán	-8.389	-9.994	-11.742	-12.818
Lợi nhuận gộp	3.517	4.665	5.578	6.530
Chi phí bán hàng	-862	-1.026	-1.178	-1.316
Chi phí quản lí DN	-744	-909	-1.074	-1.200
LN từ HĐKD	1.911	2.730	3.326	4.015
Doanh thu tài chính	76	101	110	159
Chi phí tài chính	-310	-314	-381	-429
Trong đó, chi phí lãi vay	-269	-290	-356	-404
Lợi nhuận từ công ty LDLK (Lỗ)/lãi khác	-75	0	0	0
29	0	0	0	
LNTT	1.630	2.517	3.055	3.745
Thuế TNDN	-443	-667	-611	-749
LNST trước CĐTS	1.188	1.850	2.444	2.996
Lợi ích CĐ thiểu số	-83	-356	-375	-422
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.105	1.494	2.069	2.574
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi (1)	1.105	1.494	2.069	2.574
EBITDA	3.862	5.374	6.467	7.145
EPS báo cáo, VND	2.350	3.179	4.402	5.475
EPS cốt lõi (1), VND	2.350	3.179	4.402	5.475
EPS pha loãng, VND	2.350	3.179	4.402	5.475
DPS báo cáo, VND	2.200	2.200	2.200	2.200
DPS/EPS báo cáo (%)	94%	69%	50%	40%
(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
TT doanh thu	-9,8%	23,1%	18,2%	11,7%
TT lợi nhuận từ HĐKD	-2,0%	42,9%	21,8%	20,7%
TT EPS báo cáo	-9,3%	35,3%	38,5%	24,4%
TT EPS cốt lõi	-9,3%	35,3%	38,5%	24,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	29,5%	31,8%	32,2%	33,8%
Biên LN từ HĐ %	16,0%	18,6%	19,2%	20,8%
Biên EBITDA	32,4%	36,7%	37,3%	36,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	9,3%	10,2%	11,9%	13,3%
ROE %	13,7%	17,5%	22,1%	24,1%
ROA %	4,5%	5,8%	7,4%	8,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	198	175	171	167
Số ngày phải thu	34	30	31	32
Số ngày phải trả	72	66	60	59
TG luân chuyển tiền	160	139	142	141
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,5	1,8
CS thanh toán nhanh	0,6	0,8	1,0	1,2
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,6	0,9
Nợ/Tài sản	19,4%	22,0%	22,8%	22,1%
Nợ/Vốn sử dụng	32,6%	35,3%	35,3%	32,9%
Nợ/Vốn CSH	15,3%	8,1%	-4,8%	-23,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	14,4	18,5	18,2	17,7

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	2.860	4.088	6.339	9.445
Đầu tư TC ngắn hạn	433	937	937	937
Các khoản phải thu	1.081	1.353	1.613	1.802
Hàng tồn kho	4.376	5.202	5.791	5.970
TS ngắn hạn khác	714	714	714	714
Tổng TS ngắn hạn	9.464	12.295	15.394	18.868
TS dài hạn (gộp)	26.955	28.917	31.290	33.748
- Khấu hao lũy kế	-19.020	-21.664	-24.805	-27.935
TS dài hạn (ròng)	7.935	7.253	6.485	5.813
Đầu tư TC dài hạn	365	217	217	217
TS dài hạn khác	7.063	7.129	7.199	6.803
Tổng TS dài hạn	15.363	14.599	13.901	12.834
Tổng Tài sản	24.827	26.893	29.295	31.702
Phải trả ngắn hạn	1.754	1.862	2.027	2.107
Nợ ngắn hạn	2.572	2.967	3.531	4.008
Nợ ngắn hạn khác	4.421	4.421	4.421	4.421
Tổng nợ ngắn hạn	8.746	9.249	9.979	10.536
Nợ dài hạn	2.240	2.939	3.154	2.994
Nợ dài hạn khác	3.888	3.888	3.888	3.888
Tổng nợ	14.874	16.076	17.021	17.418
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	1.934	3.017	4.604
Vốn khác	1.470	1.470	1.470	1.470
Lợi ích CĐTS	1.644	2.000	2.375	2.797
Vốn chủ sở hữu	9.953	10.817	12.275	14.284
Tổng cộng nguồn vốn	24.827	26.893	29.295	31.702
CP lưu hành cuối năm, tr (pha loãng)	448	448	448	448

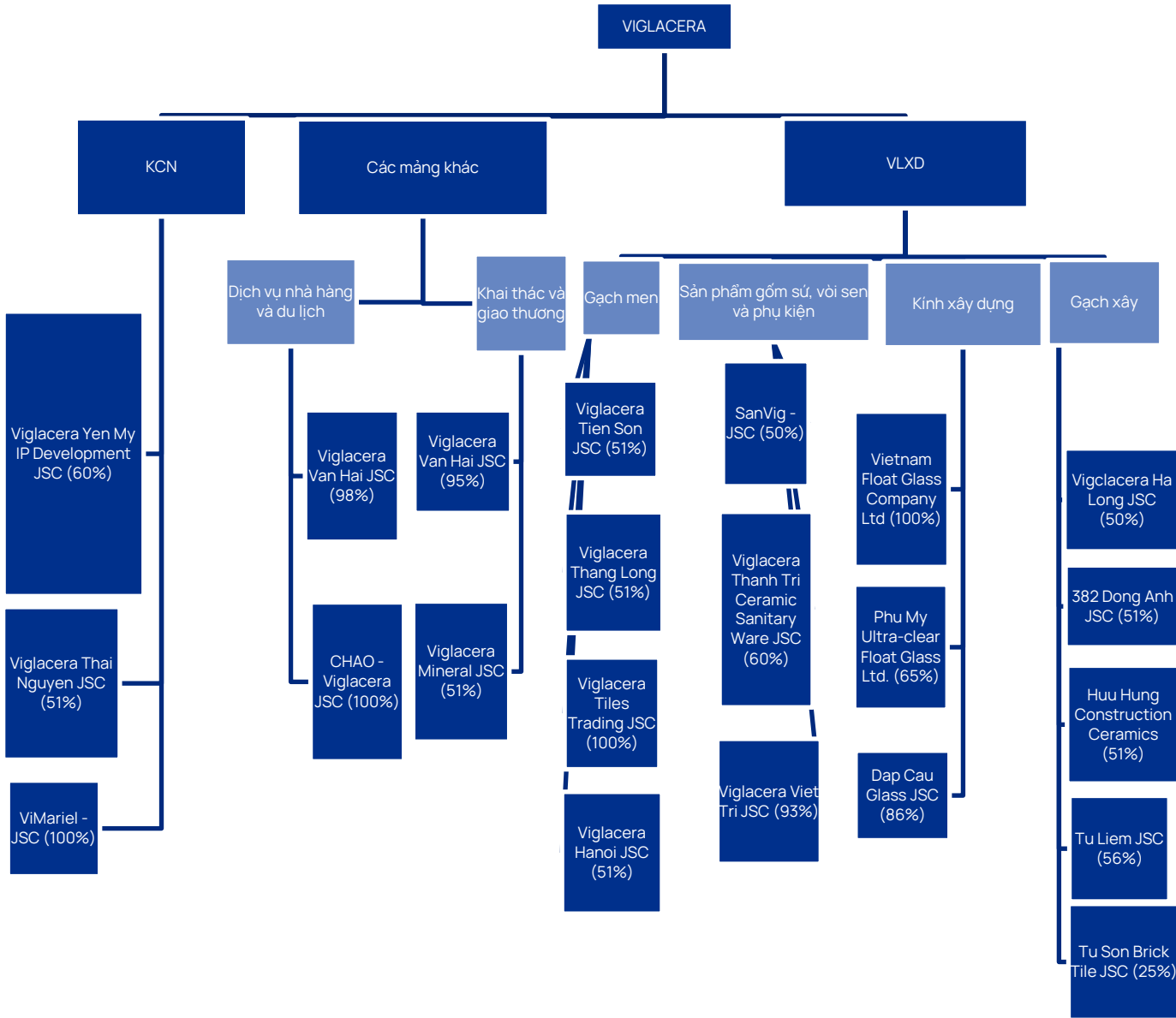
LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1.842	2.860	4.088	6.339
Lợi nhuận ròng	1.105	1.494	2.069	2.574
Khấu hao	1.951	2.644	3.140	3.130
Thay đổi vốn lưu động	1.192	-991	-684	-288
Điều chỉnh khác	48	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	4.296	3.148	4.526	5.416
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.534	-2.028	-2.442	-2.063
Đầu tư ròng	245	-355	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.289	-2.383	-2.442	-2.063
Cổ tức đã trả	-669	-986	-986	-986
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-326	395	565	477
Tăng (giảm) nợ dài hạn	3	699	215	-160
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	356	375	422
Tiền từ hoạt động TC	-992	463	168	-247
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.015	1.228	2.251	3.106
Tiền cuối năm	2.860	4.088	6.339	9.445

Nguồn: VGC, dự báo của Vietcap

Phụ lục

Cơ cấu doanh nghiệp và chiến lược

Hình 16: Cơ cấu doanh nghiệp tính đến cuối tháng 6/2025



Nguồn: VGC, Vietcap

Mảng BĐS

Hình 17: 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 & Phạm Phú Lộc, 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.