

TỔNG CÔNG TY VIGLACERA - CTCP (HOSE: VGC)

BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

XẾP HẠNG 12 THÁNG

MUA

Giá mục tiêu 12T

51.800 đồng

Lợi nhuận kỳ vọng

23,3%

Giá đóng cửa gần nhất
(23/9/2026)

42.000 đồng/CP

Từ pha phục hồi đến chu kỳ tăng trưởng mới

Luận điểm đầu tư

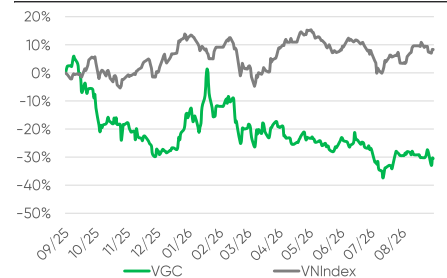
- **Làn sóng FDI mới mở ra chu kỳ tăng trưởng mới cho KCN miền Bắc, và VGC đang ở vị trí thuận lợi.** Dòng vốn FDI đang chuyển sang các dự án quy mô lớn, công nghệ cao, đặc biệt trong lĩnh vực điện tử. Trong 1H26, miền Bắc thu hút 8,63 tỷ USD FDI sản xuất mới, tương đương 80,5% cả nước, trong đó nhóm máy tính, điện tử và sản phẩm quang học chiếm khoảng 66%. Với quỹ đất tập trung tại Bắc Ninh, Thái Nguyên và Phú Thọ, VGC có vị thế thuận lợi để đón dòng vốn này. Chúng tôi dự phóng doanh thu KCN đạt 4.208/5.091/5.816 tỷ đồng trong 2026/27/28, tăng 28%/21%/14% svck, tiếp tục là động lực tăng trưởng chính.
- **VGC đang nâng cấp mô hình KCN để đón dòng vốn FDI chất lượng cao, qua đó nâng giá trị của quỹ đất.** Lợi thế KCN đang chuyển từ quỹ đất và giá thuê sang chất lượng hạ tầng, môi trường và dịch vụ. VGC đang thích ứng thông qua mô hình KCN xanh – thông minh, với Thuận Thành I là bước đi kiểm chứng đầu tiên. Trung tâm điều hành thông minh đã vận hành từ cuối 2025, trong khi THK Manufacturing Vietnam và Johnson Health Tech lựa chọn dự án với tổng vốn khoảng 280 triệu USD. Với 184ha đất thương phẩm trên tổng diện tích 250ha, chúng tôi cho rằng Thuận Thành I sẽ vừa đóng góp doanh thu 2026–27, vừa tạo cơ sở để VGC nhân rộng mô hình tại các dự án tiếp theo.
- **VLXD đang thoát khỏi giai đoạn khó khăn kéo dài, trở thành động lực tăng trưởng song hành cùng KCN.** Sau nhiều năm chịu áp lực từ nhu cầu xây dựng yếu và hàng nhập khẩu giá thấp, môi trường cạnh tranh đang thuận lợi hơn nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại. Chúng tôi kỳ vọng kinh sẽ phục hồi giá trong 2H26, sau đó tăng trưởng chuyển sang sản lượng, hiệu suất và cơ cấu sản phẩm từ 2027; trong khi gạch ốp lát và sứ vệ sinh tiếp tục phục hồi cùng thị trường xây dựng. Trong 6T26, doanh thu kinh, gạch ốp lát và sứ vệ sinh lần lượt tăng 97,3%/11,1%/24,0% svck. Cùng với hiệu quả tái cấu trúc, chúng tôi kỳ vọng VLXD sẽ cùng KCN tạo thành hai động lực tăng trưởng chính cho lợi nhuận VGC trong 2026–28.
- **Chúng tôi cho rằng P/B hiện tại 2,1x vẫn hấp dẫn so với mức sinh lời dự kiến, khi ROE đạt 14,8%/16,8% trong 2026–27F và BVPS tiếp tục tăng nhờ lợi nhuận tích lũy.** Với giá mục tiêu 51.800 đồng/cp, P/B tương ứng đạt 2,5x/2,3x trên BVPS 2026–27F, phản ánh kỳ vọng khả năng sinh lời sẽ phục hồi rõ nét hơn từ 2027F. Khi KCN tăng trưởng và VLXD đồng thời phục hồi, sự cải thiện của ROE và giá trị sổ sách sẽ giúp VGC duy trì nền tảng cho mức định giá cao hơn trong chu kỳ tăng trưởng mới.

Rủi ro đầu tư

- Tiến độ bàn giao KCN chậm hơn kỳ vọng, làm giảm doanh thu và lợi nhuận ghi nhận trong 2026–27, đặc biệt nếu các dự án trọng điểm như Thuận Thành I chậm thương mại hóa.
- Cạnh tranh và sức mua yếu tại mảng VLXD có thể hạn chế khả năng cải thiện biên lợi nhuận, trong bối cảnh công suất ngành vẫn ở mức cao và giá bán chưa phục hồi đồng đều giữa các nhóm sản phẩm.

Vốn hóa (tỷ đồng)	18.830
Số CP lưu hành (tr CP)	448
Sở hữu NN còn lại	48,1%
KLGD TB 10 phiên (tr CP)	0,351
Giá cao nhất 52 tuần	54.470
Giá thấp nhất 52 tuần	34.900
Beta (lần)	1,2

Diễn biến giá cổ phiếu



VND	2025	2026E	% svck
EPS (VND)	3.129	2.968	-5,1%
BVPS (VND)	19.338	20.760	7,4%
P/E	13,1	13,8	5,3%
P/B	2,12	1,97	-7,1%
ROA	5,5%	4,7%	-0,8 đpt
ROE	16,5%	14,8%	-1,7 đpt

Cổ đông lớn

Công ty Cổ phần Hạ tầng GELEX	50,2%
Bộ Xây dựng	38,6%
Khác	11,2%

Tổng quan doanh nghiệp

Viglacera (VGC) là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực VLXD và BĐS, với hơn 50 năm hoạt động. VGC sở hữu 31 nhà máy VLXD, tập trung vào kính, gạch ốp lát, thiết bị vệ sinh và vật liệu xây dựng xanh; sản phẩm được xuất khẩu tới hơn 40 quốc gia. Ở mảng BĐS, VGC có gần 30 năm phát triển KCN, hiện sở hữu 17 KCN với hơn 5.000ha, thu hút khoảng 20 tỷ USD FDI. Với hai trụ cột VLXD và KCN, VGC đang định hướng nâng cấp danh mục sản phẩm và phát triển KCN theo mô hình xanh – thông minh.

Chuyên viên phân tích

Đặng Huy Hoàng

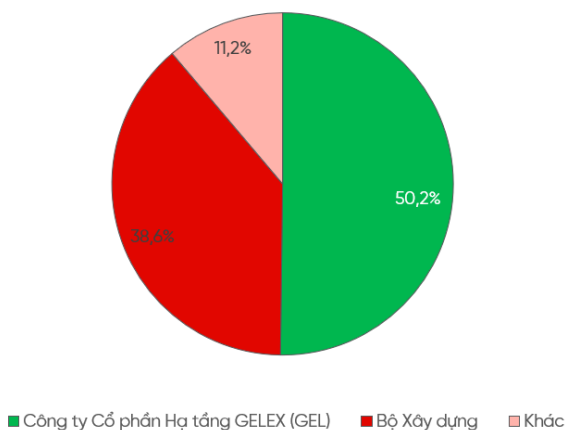
hoangdh1@vpbanks.com.vn

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Viglacera (VGC) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong hai lĩnh vực vật liệu xây dựng và đầu tư BĐS, với nền tảng hơn 50 năm hoạt động và hệ sinh thái sản xuất – KCN tương đối hoàn chỉnh. VGC hiện sở hữu 31 nhà máy VLXD với các sản phẩm chủ lực gồm kính xây dựng, kính công nghệ cao, gạch ốp lát, đá nung kết, thiết bị vệ sinh và bê tông khí chưng áp; sản phẩm được xuất khẩu tới hơn 40 quốc gia và vùng lãnh thổ. Ở mảng BĐS, VGC có gần 30 năm phát triển KCN, hiện sở hữu 17 KCN với hơn 5.000ha, thu hút khoảng 20 tỷ USD vốn FDI từ hơn 450 nhà đầu tư, trong đó có nhiều tập đoàn điện tử và công nghệ lớn. Bên cạnh KCN, VGC còn phát triển nhà ở đô thị, nhà ở xã hội và nghỉ dưỡng, qua đó hình thành hệ sinh thái BĐS gắn với hoạt động sản xuất công nghiệp.

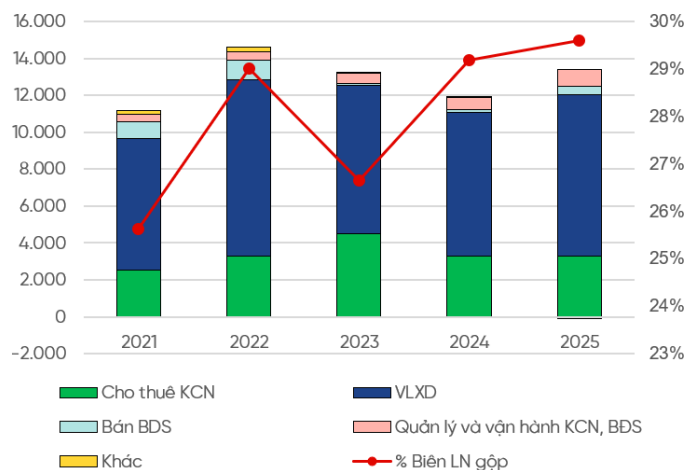
VGC từng là doanh nghiệp có vốn Nhà nước chi phối, trước khi GELEX từng bước gia tăng sở hữu từ 2019 và trở thành cổ đông lớn nhất từ 2021. Hiện CTCP Hạ tầng GELEX sở hữu 50,21% VGC, trong khi Bộ Xây dựng vẫn nắm 38,58%, tạo nên cơ cấu sở hữu đặc thù với sự hiện diện lớn của cả GELEX và Nhà nước.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: VGC, VPBankS Research

Hình 2: Cơ cấu doanh thu hàng năm (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, VPBankS Research

Hình 3: Danh mục các dự án KCN hiện tại và sắp tới của công ty

Nhóm	Dự án	Vị trí	Năm cho thuê	Tỷ lệ sở hữu VGC	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Diện tích còn lại cuối 2025 (ha)	Giá cho thuê (USD/m²/chu kỳ)
Đã gần lấp đầy	Tiên Sơn	Bắc Ninh	2000	100%	824	332	244	0	100
	Yên Phong I	Bắc Ninh	2005	100%	1.983	345	260	10	125
	Yên Phong mở rộng	Bắc Ninh	2016	100%	2.707	314	227	14	160
	Yên Phong II-C	Bắc Ninh	2020	100%	2.472	219	136	9	160
	Đồng Văn IV	Hà Nam	2016	100%	1.947	300	231	5	80
	Đồng Mai	Quảng Ninh	2008	100%	1.114	167	126	3	100
Đang khai thác	Hải Yên	Quảng Ninh	2008	100%	317	182	137	73	70
	Phú Hà	Phú Thọ	2015	100%	1.587	350	273	54	90
	Tiến Hải	Thái Bình	2016	100%	1.657	293	191	97	90
	Phong Điền	Huế	NA	100%	682	284	217	215	50
	Yên Mỹ	Hưng Yên	2018	60%	2.348	280	204	122	145
	Thuận Thành I	Bắc Ninh	2022	100%	3.396	250	184	132	155
Đang phát triển	ViMariel	Cuba	2019	100%	NA	156	119	101	NA
	Sông Công II – GD2	Thái Nguyên	2027F	51%	3.985	296	222	NA	125
	Đốc Đá Trắng	Khánh Hòa	2027F	60%	1.807	288	216	NA	90
	Trần Yên	Lào Cai	2028F	100%	2.184	255	191	NA	90
	KCN Số 1 – GD1	Hưng Yên	Chuẩn bị triển khai	51%	2.326	216	162	NA	NA
	Tây Phố Yên – GD1	Thái Nguyên	Chuẩn bị triển khai	51%	5.399	499	375	NA	90 – 95
	Phù Ninh – GD1	Phú Thọ	Chuẩn bị triển khai	51%	2.560	409	307	NA	80 – 90

Nguồn: VGC, VPBankS Research

TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/26

KQKD Q2/26 tích cực bởi mảng KCN cải thiện đáng kể

Hình 4: Tóm tắt KQKD Q2/26 và nửa đầu năm 2026

Tỷ đồng	Q2/26	Q2/25	% svck	6T26	% svck
Doanh thu	4.462	3.229	38,2%	7.737	27,2%
_ BDS	114	96	19,4%	329	147,9%
_ KCN	1.774	746	137,7%	2.490	26,6%
_ Vật liệu xây dựng	2.178	2.025	7,5%	4.284	26,6%
_ Khác	397	362	9,7%	633	5,9%
LN gộp	1.387	1.151	20,5%	2.237	12,2%
Chi phí BH&QLDN	405	429	-5,5%	797	1,6%
LN tài chính ròng	20	(18)	NA	(25)	-70,0%
LN từ liên doanh/liên kết	0	(4)	NA	2	-116,3%
LN ròng	563	438	28,4%	778	2,6%
Biên LN gộp	31,1%	35,6%	-4,6đ %	28,9%	-3,8đ %
Biên LN ròng	12,6%	13,6%	-1,0đ %	10,1%	-2,4đ %

Nguồn: VGC, VPBankS Research

KCN là động lực chính giúp KQKD Q2/26 tăng tốc

Doanh thu Q2/26 tăng mạnh nhờ tiến độ bàn giao KCN được đẩy nhanh. Doanh thu đạt 4.462 tỷ đồng (+38,2% svck), nâng 6T26 lên 7.737 tỷ đồng (+27,2% svck), chủ yếu nhờ doanh thu KCN đạt 1.774 tỷ đồng (+137,7% svck). Diện tích bàn giao đạt 55ha trong Q2, tăng từ 35ha cùng kỳ, đưa lũy kế 6T26 lên 75ha, tương đương khoảng một nửa kế hoạch 150ha cả năm. Kết quả này cho thấy tiến độ ghi nhận KCN đang tăng tốc rõ rệt từ Q2, phù hợp với kế hoạch bàn giao của VGC.

Biên LN gộp được cải thiện nhờ các mảng HĐKD cốt lõi

Biên LN gộp Q2/26 tăng lên 31,1% từ 25,9% trong Q1, chủ yếu nhờ tỷ trọng KCN trong LN gộp tăng mạnh từ 46,4% lên 63,1%. Dù biên LN gộp KCN giảm nhẹ từ 55,1% xuống 49,3% sv quý trước, lợi nhuận gộp vẫn tăng nhờ diện tích bàn giao cao hơn. Ở chiều ngược lại, VLXD ghi nhận doanh thu 2.178 tỷ đồng (+7,5% svck) và biên LN gộp cải thiện từ 16,5% lên 18,5%, cho thấy biên lợi nhuận tiếp tục phục hồi trên nền mức tăng trưởng doanh thu chậm lại sau quý I có mức nền cao ở mảng kinh.

Tái cấu trúc bắt đầu tạo hiệu quả rõ hơn ở cấp độ chi phí

Chi phí BH&QLDN đang tăng chậm hơn đáng kể so với doanh thu, cho thấy hiệu quả bước đầu của quá trình tinh gọn hệ thống. Chi phí BH&QLDN Q2 giảm 5,5% svck xuống 405 tỷ đồng, trong khi doanh thu tăng 38,2%; lũy kế 6T, khoản mục này chỉ tăng 1,6% svck, thấp hơn nhiều mức tăng 27,2% của doanh thu. Theo đó, tỷ lệ BH&QLDN/doanh thu giảm từ 12,9% trong 6T25 xuống 10,3% trong 6T26. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực đối với khả năng cải thiện hiệu quả hoạt động, dù cần thêm thời gian để đánh giá mức tiết giảm chi phí có thể duy trì trong dài hạn.

6T26 cho thấy đà cải thiện đã mở rộng từ một mảng sang toàn bộ HĐKD

Đà phục hồi của VGC đang được hỗ trợ đồng thời bởi KCN, VLXD và hiệu quả chi phí. Doanh thu tăng 27,2% svck, LN gộp tăng 12,2%, trong khi chi phí BH&QLDN gần như đi ngang, giúp LN hợp nhất đạt khoảng 1.152 tỷ đồng (+37% svck). LN ròng đạt 778 tỷ đồng (+2,6% svck), thấp hơn tốc độ tăng của lợi nhuận hợp nhất do các dự án KCN mới được triển khai qua các công ty con với tỷ lệ sở hữu khoảng 51%. Chúng tôi cho rằng xu hướng cải thiện về cơ cấu lợi nhuận và hiệu quả vận hành sẽ tạo cơ sở cho tăng trưởng rõ nét hơn trong 2H26–2027.

TRIỂN VỌNG 2026-27: Từ pha phục hồi đến chu kỳ tăng trưởng mới

Hình 5: Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2026-27

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	% svck	2026E	% svck	2027F	% svck	Nhận xét
Doanh thu	13.315	12%	14.733	11%	16.655	13%	Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026-27 tăng lần lượt 11%/13% svck bởi các mảng kinh doanh cốt lõi, bao gồm VLXD và phát triển BĐS KCN.
Cho thuê KCN	3.296	-0,2%	4.208	28%	5.091	21%	So với năm thuế quan 2025, chúng tôi kỳ vọng triển vọng mảng cho thuê KCN trong giai đoạn 2026-27 sẽ tích cực hơn. Cụ thể, chúng tôi dự phóng VGC sẽ thực hiện bàn giao lần lượt 151ha/183ha trong năm 2026-27, tăng 38%/21% svck. Chúng tôi ưa thích quỹ đất KCN của VGC bởi: 1) mô hình được chủ động nâng cấp để thuận lợi trong việc thu hút nguồn vốn FDI chất lượng cao thế hệ mới; và 2) có vị trí chiến lược trên trục dọc Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng.
VLXD	8.830	13%	9.234	5%	9.950	8%	Trong năm 2026, các ngành VLXD cốt lõi của VGC (bao gồm Kính, gương và Gạch ốp lát) được bảo hộ tại thị trường nội địa. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ cải thiện đáng kể lợi thế cạnh tranh của VGC trong giai đoạn tới.
Bán BDS & NOXH	455	139%	511	12%	779	52%	Tiếp tục bán các quỹ căn hiện hữu tại Đồng Văn, Đồng Mai và Phú Hà, đồng thời bổ sung nguồn cung từ V1-2 NOXH Yên Phong (416 căn) và CT3 Kim Chung (1.104 căn), mở bán cuối 2025 và dự kiến bàn giao từ 2026. Bên cạnh đó, KĐT Đặng Xá đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 cho 3 lô HH1, HH2 và CC1 với 504 căn, dự kiến đóng góp doanh thu chủ yếu từ sau 2026.
Khác	733	-866%	779	6%	836	7%	
LN gộp	3.999	14%	4.214	5%	5.029	19%	
Biên LN gộp (%)	30%	0,5đ%	29%	-1,4đ%	30%	2đ%	
Chi phí bán hàng&QLDN	1.705	6%	1.563	-8%	1.767	13%	Đề án tái cấu trúc, gồm thoái vốn khỏi các khoản đầu tư kém hiệu quả và tinh gọn hệ thống công ty con, kỳ vọng cải thiện hiệu quả quản lý và kiểm soát chi phí bán hàng trong 2026-27, qua đó giúp SG&A tăng chậm hơn doanh thu.
EBIT	2.294	20%	2.652	16%	3.262	23%	
Doanh thu tài chính	143	88%	265	86%	332	25%	
Chi phí tài chính	316	1,8%	429	36%	543	27%	Chi tài chính tăng lên chủ yếu do chi phí lãi vay tăng, tương ứng với nhu cầu vốn lớn cho nhiều KCN được triển khai sắp tới.
LN trước thuế	2.202	35%	2.546	16%	3.135	23%	
Biên LN trước thuế (%)	17%	2,8đ%	17%	1đ%	19%	2đ%	
Thuế thu nhập DN	607	37%	698	15%	858	23%	
LN sau thuế	1.594	34%	1.849	16%	2.277	23%	
Lợi ích CĐTS	191	131%	518	171%	626	21%	Lợi ích CĐTS tăng mạnh do VGC sở hữu 51% tại nhiều công ty con chủ chốt, khiến phần lợi nhuận phân bổ cho CĐTS tăng cùng với tăng trưởng lợi nhuận.
LN ròng	1.403	27%	1.331	-5%	1.651	24%	Tựu trung, chúng tôi dự phóng LN ròng giảm 5% và tăng 24% svck trong năm 2026-27.

Nguồn: VGC, VPBankS Research

Mảng kính, gương trở lại chu kỳ tăng trưởng mới

Ngành kính nội địa đã trải qua ba năm khó khăn

Ngành kính xây dựng chịu áp lực kép trong giai đoạn 2023-25 khi nhu cầu xây dựng suy yếu trong khi nguồn cung giá rẻ từ nước ngoài gia tăng. Đặc thù sản xuất kính nổi với tỷ trọng chi phí cố định cao và yêu cầu vận hành liên tục khiến các nhà sản xuất trong nước khó điều chỉnh chi phí tương ứng với biến động nhu cầu. Giá bán suy giảm trong khi công suất phải điều chỉnh làm gia tăng chi phí cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm, kéo biên lợi nhuận của các nhà sản xuất xuống mức thấp.

VGC cũng không nằm ngoài chu kỳ suy giảm của ngành khi một số dây chuyền phải cắt giảm công suất, thậm chí dừng hoạt động để hạn chế thua lỗ. Trong bối cảnh đó, Công ty TNHH Kính nổi Siêu trắng Phú Mỹ (PFG) và Công ty TNHH Kính nổi Việt Nam (VFG) tập trung duy trì sản lượng thông qua đẩy mạnh xuất khẩu, mở rộng kênh phân phối và tối ưu

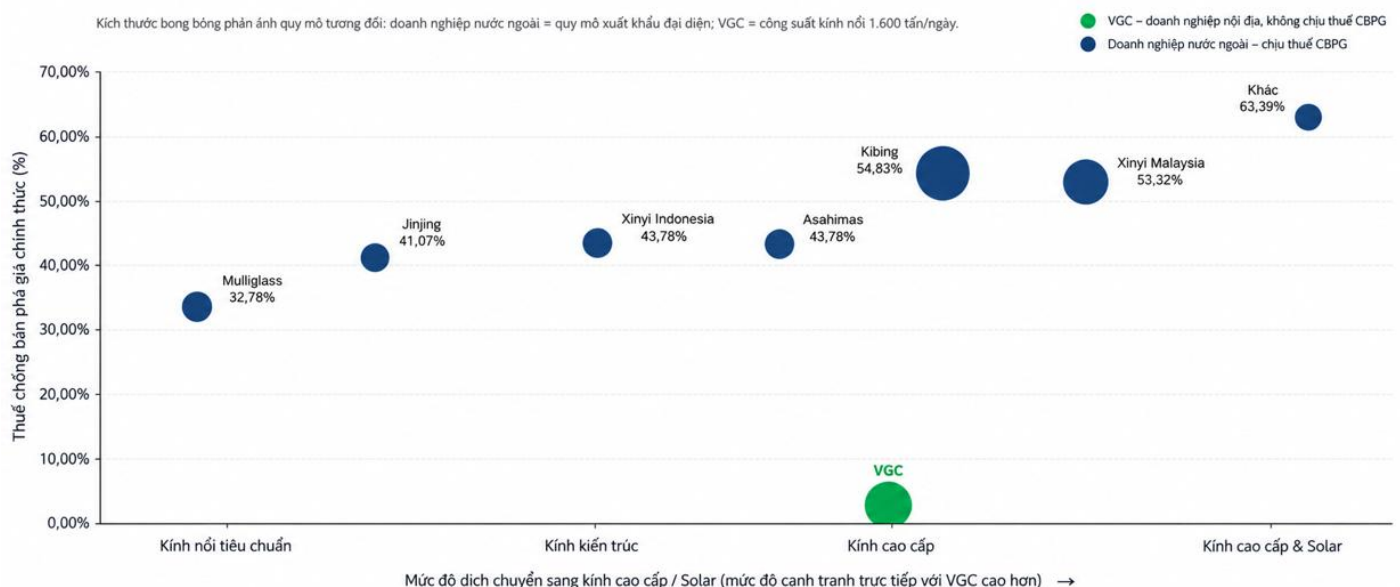
vận hành. Sau khi Công ty Kính nổi Viglacera (VIFG) dừng sản xuất từ 2023, PFG và VFG hiện là hai đơn vị sản xuất kính nổi chủ lực của VGC, đóng vai trò chính trong quá trình phục hồi của mảng kính.

QĐ 1400/QĐ-BCT đang mở lại dư địa phục hồi giá bán sau nhiều năm cạnh tranh

Từ ngày 14/06/2026, môi trường cạnh tranh của ngành kính trong nước bước sang trạng thái mới khi Quyết định 1400/QĐ-BCT chính thức áp dụng thuế chống bán phá giá đối với một số sản phẩm kính nổi không màu có xuất xứ từ Indonesia và Malaysia trong thời hạn 5 năm. Quyết định được ban hành sau khi cơ quan điều tra kết luận hàng nhập khẩu bán phá giá gây thiệt hại đáng kể cho ngành sản xuất trong nước, thể hiện qua sự suy giảm về sản lượng, doanh thu, lợi nhuận, công suất sử dụng và thị phần.

Đối với VGC, điều này giúp một bằng cạnh tranh được thiết lập lại theo hướng thuận lợi hơn cho nhà sản xuất nội địa. Khi chi phí đưa kính nhập khẩu từ Indonesia và Malaysia vào Việt Nam tăng lên, lợi thế về giá của các sản phẩm này bị thu hẹp, qua đó giảm áp lực buộc các nhà sản xuất trong nước phải điều chỉnh giá theo hàng nhập khẩu. Với vị thế là một trong những nhà sản xuất kính lớn trong nước, VGC do đó có thêm dư địa để khôi phục ASP về mức hợp lý hơn và cải thiện công suất vận hành.

Hình 6: Thuế CBPG chính thức làm thay đổi đáng kể tương quan cạnh tranh trên thị trường kính nổi Việt Nam



Nguồn: Bộ Công Thương, VPBankS Research tổng hợp

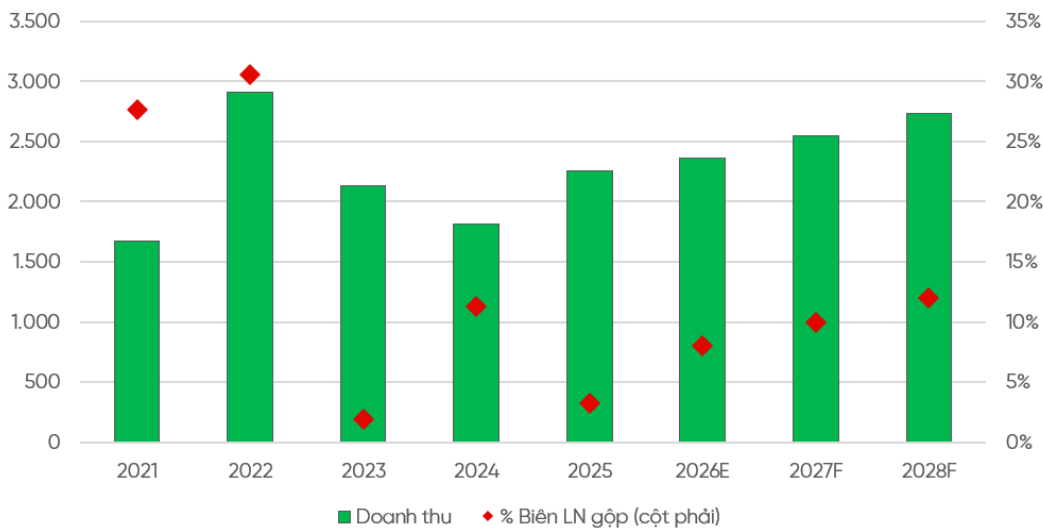
Chúng tôi kỳ vọng tác động của QĐ1400 sẽ phản ánh rõ hơn vào ASP từ 2H26, khi các đơn hàng mới được thiết lập dưới một bằng chi phí nhập khẩu cao hơn. Cùng với đó, việc áp dụng thuế trong 5 năm giúp cải thiện đáng kể khả năng dự báo về môi trường cạnh tranh trong trung hạn, nhưng không đồng nghĩa VGC có thể duy trì một mức chênh lệch giá cố định trong toàn bộ giai đoạn này, do các biện pháp phòng vệ thương mại vẫn có thể được rà soát, điều chỉnh hoặc chấm dứt theo quy định.

Sản lượng sẽ được cải thiện từ năm 2027

Từ 2027 trở đi, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng của mảng kính sẽ chuyển dần từ phục hồi giá sang sản lượng và cơ cấu sản phẩm. Sau khi một bằng giá được thiết lập lại dưới tác động của QĐ1400, dư địa tăng giá của kính phổ thông sẽ thu hẹp, trong khi việc nâng công suất vận hành tại VFG và PFG sẽ trở thành động lực chính cho tăng trưởng sản lượng. Đồng thời, tỷ trọng các dòng kính có giá trị gia tăng cao như Low-E, Solar Control và kính siêu trắng có thể tiếp tục tăng, qua đó hỗ trợ ASP và biên lợi nhuận nhờ cải thiện cơ cấu sản phẩm thay vì tăng giá đơn thuần.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng dài hạn của mảng kính sẽ bền vững hơn giai đoạn phục hồi năm 2026, khi lợi nhuận không còn phụ thuộc chủ yếu vào việc giá kính phục hồi từ vùng đáy mà được hỗ trợ đồng thời bởi sản lượng, hiệu suất vận hành và cơ cấu sản phẩm.

Hình 7: Doanh thu và biên LN gộp mảng kính của VGC, theo dự phóng của chúng tôi (Đơn vị cột trái: tỷ đồng)



Nguồn: VNCA, Mordor Intelligence, VPBankS Research

Gạch ốp lát: Sản lượng phục hồi, trong khi môi trường cạnh tranh được hỗ trợ

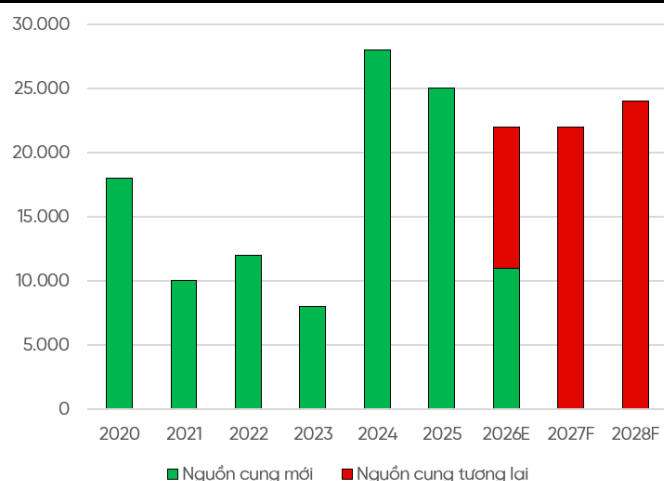
Sản lượng được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện

Sản lượng gạch ốp lát đã cải thiện từ đáy 2023, nhưng ASP vẫn chịu áp lực lớn trong bối cảnh cạnh tranh cao và dư cung kéo dài. Sau khi giảm xuống mức đáy khoảng 360 triệu m² năm 2023 cùng sự suy giảm mạnh của thị trường xây dựng, sản lượng ngành đã phục hồi trong 2024–25. Tuy nhiên, công suất thiết kế toàn ngành vẫn cao hơn đáng kể so với nhu cầu thực tế, khiến các nhà sản xuất tiếp tục cạnh tranh để duy trì sản lượng và thị phần.

Áp lực này còn đến từ gạch nhập khẩu giá thấp, đặc biệt từ Ấn Độ, dù môi trường cạnh tranh đã bắt đầu thay đổi khi Bộ Công Thương áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm gạch ceramic/porcelain có xuất xứ từ Ấn Độ. Theo QĐ 2174/QĐ-BCT ngày 7/9/2026, mức thuế CBPG dao động 5,55–45,30% tùy nhà sản xuất/xuất khẩu, áp dụng trong 5 năm. Biện pháp này giúp thu hẹp lợi thế giá của hàng nhập khẩu thuộc phạm vi áp thuế, qua đó giảm bớt áp lực cạnh tranh đối với các nhà sản xuất trong nước.

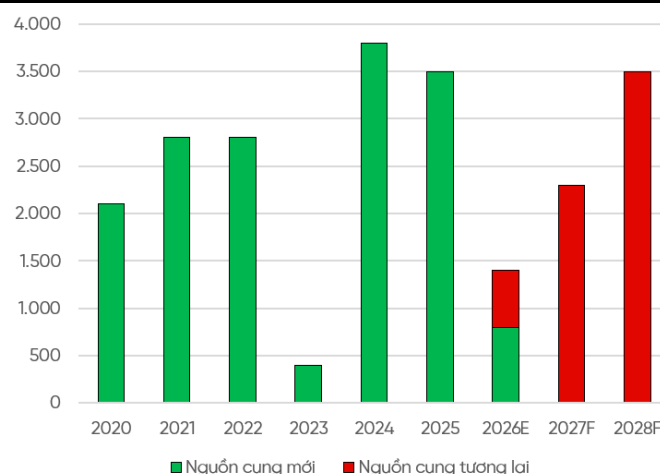
Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng và mức sử dụng công suất sẽ tiếp tục là động lực chính của tăng trưởng doanh thu trong 2026–28, trong khi ASP phục hồi từng bước khi mặt bằng cạnh tranh thuận lợi hơn. Nhu cầu xây dựng cũng được hỗ trợ khi nguồn cung nhà ở dịch chuyển dần sang các đô thị vệ tinh, trong khi các phân khúc thương mại và cải tạo tiếp tục mở rộng. Đây là cơ sở để VGC cải thiện sản lượng tiêu thụ, đặc biệt tại các thị trường phía Nam nơi Công ty có năng lực sản xuất và phân phối hiện hữu.

Hình 8: Dự phóng nguồn cung thị trường căn hộ tại Hà Nội (Đơn vị: căn)



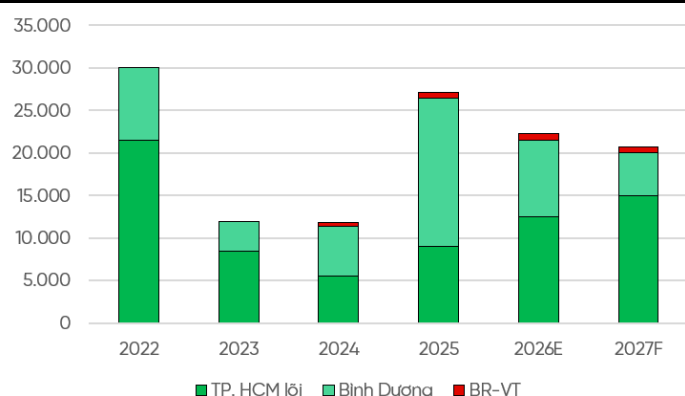
Nguồn: Cushman & Wakefield, VPBankS Research

Hình 9: Dự phóng nguồn cung thị trường nhà liền thổ tại Hà Nội (Đơn vị: căn)



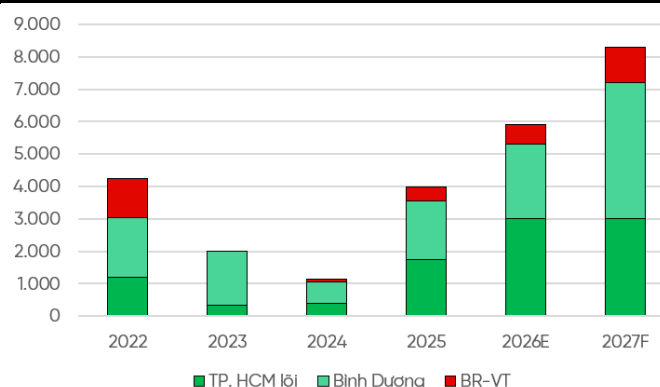
Nguồn: Cushman & Wakefield, VPBankS Research

Hình 10: Dự phóng nguồn cung thị trường căn hộ tại TP. HCM (Đơn vị: căn)



Nguồn: Cushman & Wakefield, VPBankS Research

Hình 11: Dự phóng nguồn cung thị trường nhà liền thổ tại TP. HCM (Đơn vị: căn)



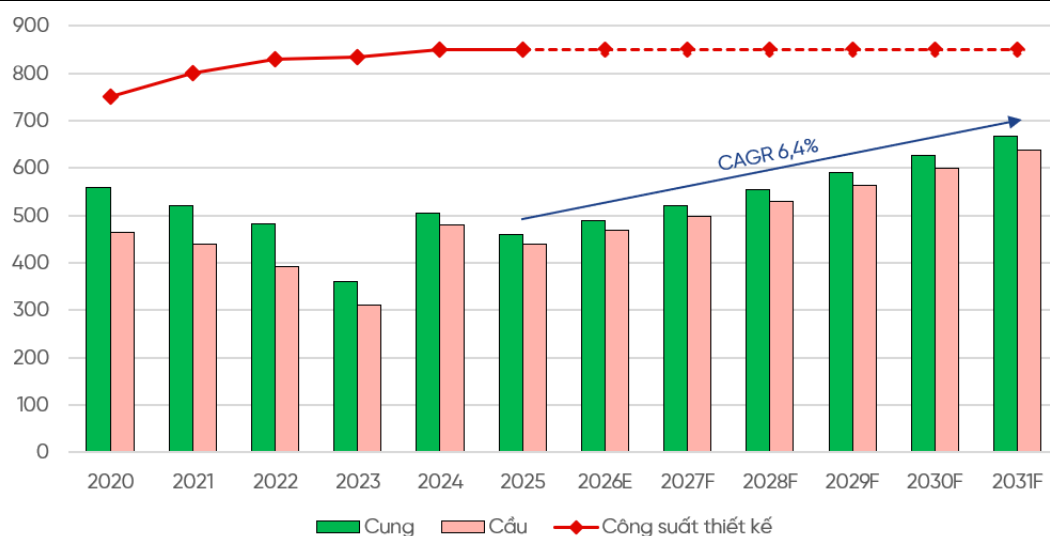
Nguồn: Cushman & Wakefield, VPBankS Research

Cơ cấu sản phẩm tiếp tục dịch chuyển về các dòng có giá trị cao hơn

Mordor Intelligence dự báo thị trường gạch Việt Nam tăng 6,4%/năm trong 2026–31, trong đó gạch phục vụ bất động sản thương mại tăng 7,4%/năm và nhu cầu cải tạo, thay thế tăng 6,8%/năm. Đáng chú ý, porcelain được dự báo tăng 8,0%/năm, nhanh hơn thị trường chung, nhờ nhu cầu từ các công trình thương mại và phân khúc nhà ở có yêu cầu cao hơn về chất lượng và thiết kế.

Xu hướng này tạo dư địa để VGC vừa tăng sản lượng, vừa cải thiện cơ cấu sản phẩm theo hướng các dòng có giá trị cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng gạch của VGC tiếp tục tăng trong 2026–28, qua đó cải thiện mức hấp thụ chi phí cố định và hỗ trợ biên lợi nhuận; trong khi ASP phục hồi với tốc độ thận trọng hơn.

Hình 12: Sản lượng cung/cầu ngành gạch ốp lát trong giai đoạn 2020–31 (Đơn vị: triệu m²)



Nguồn: VNCA, Mordor Intelligence, VPBankS Research

Mảng BĐS KCN bước vào chu kỳ nâng cấp về chất lượng

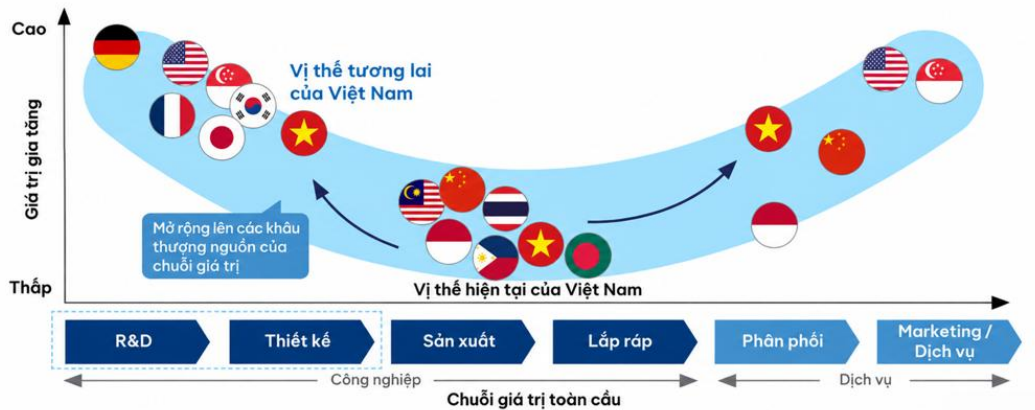
Việt Nam hướng tới thể hệ FDI có giá trị gia tăng cao hơn

Nghị quyết 10-NQ/TW có thể xem là kim chỉ nam cho giai đoạn FDI mới của Việt Nam, khi trọng tâm thu hút vốn chuyển dần từ quy mô sang chất lượng, công nghệ và mức độ tham gia vào chuỗi giá trị. Theo định hướng này, Việt Nam sẽ ưu tiên thu hút các dòng vốn có giá trị gia tăng cao hơn, tăng liên kết với doanh nghiệp trong nước và thúc đẩy sự tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu. Để hiện thực hóa mục tiêu này, theo Roland Berger, Việt Nam cần tiếp tục nâng cấp 1) chất lượng nguồn nhân lực; 2) năng lực sản xuất và mức độ tham gia của doanh nghiệp trong nước vào chuỗi cung ứng; và 3) hạ tầng công nghiệp, logistics và các tiêu chuẩn phát triển bền vững.

Đối với các doanh nghiệp BĐS KCN, sự chuyển dịch này đồng nghĩa với yêu cầu cao hơn về chất lượng hạ tầng và dịch vụ cung cấp cho khách thuê. Bên cạnh quỹ đất và hạ tầng cơ bản, các KCN thể hệ mới sẽ cần đáp ứng tốt hơn về năng lượng, xử lý môi trường, logistics, hạ tầng số và các dịch vụ hỗ trợ doanh nghiệp. **Lợi thế cạnh tranh của chủ đầu tư KCN vì vậy sẽ không còn chỉ nằm ở quỹ đất, mà ngày càng phụ thuộc vào khả năng xây dựng hệ sinh thái đủ hoàn chỉnh để khách thuê có thể triển khai và mở rộng sản xuất.** KCN đang dần chuyển từ mô hình "cho thuê đất" sang cung cấp một nền tảng sản xuất tích hợp, đặc biệt khi nhóm khách thuê mục tiêu ngày càng dịch chuyển sang công nghệ cao, điện tử, bán dẫn và các ngành có yêu cầu cao hơn về chất lượng hạ tầng và tiêu chuẩn ESG.

Hình 13: Việt Nam hướng tới mở rộng sang thượng nguồn và tham gia sâu hơn vào các công đoạn giá trị cao trong chuỗi giá trị toàn cầu

Vị thế của các quốc gia trong chuỗi giá trị toàn cầu và vị thế của Việt Nam



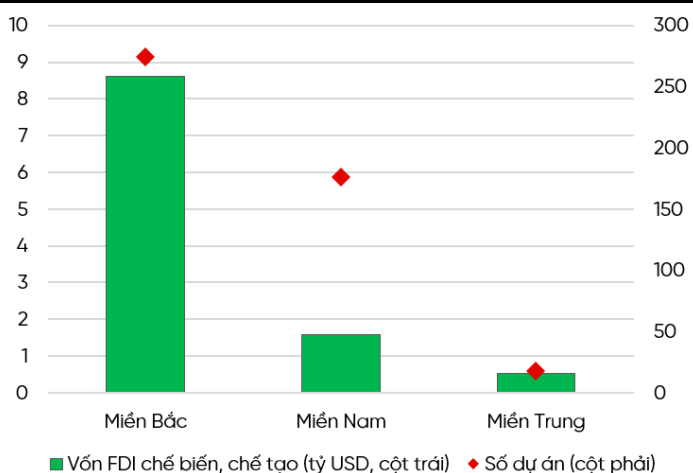
Nguồn: ADB, Roland Berger

Miền Bắc tiếp tục dẫn đầu dòng vốn FDI sản xuất mới

Dòng vốn FDI sản xuất mới tiếp tục tập trung mạnh tại miền Bắc và ngày càng nghiêng về các ngành có hàm lượng công nghệ cao. Trong 1H26, miền Bắc thu hút 8,63 tỷ USD vốn FDI sản xuất đăng ký mới, tương đương 80,5% tổng vốn FDI sản xuất mới, với 274 dự án. Trong khi đó, miền Nam và miền Trung lần lượt thu hút 1,57 tỷ USD và 0,52 tỷ USD. Đáng chú ý, tổng vốn FDI sản xuất mới tăng mạnh trong khi số dự án giảm svck, cho thấy quy mô vốn bình quân mỗi dự án đang tăng lên. Savills đánh giá đây là dấu hiệu cho thấy dòng vốn đang chuyển dịch về các dự án quy mô lớn và có hàm lượng công nghệ cao hơn.

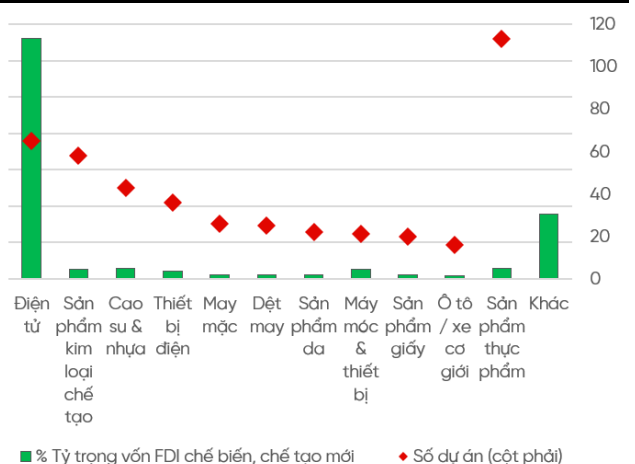
Xu hướng này tập trung rõ nhất ở điện tử và các ngành liên quan đến bán dẫn. Nhóm máy tính, điện tử và sản phẩm quang học thu hút 7,03 tỷ USD, tương đương khoảng 66% tổng vốn FDI sản xuất mới, dù chỉ ghi nhận 65 dự án. Ba dự án lớn nhất trong kỳ đạt tổng vốn khoảng 6,36 tỷ USD, nổi bật là các dự án của Samsung tại Thái Nguyên. Điều này cho thấy dòng vốn FDI mới đang tập trung hơn vào các dự án quy mô lớn trong điện tử, bán dẫn, linh kiện và sản xuất công nghệ cao.

Hình 14: Cơ cấu vốn FDI sản xuất mới theo vùng trong 1H26



Nguồn: Savills, VPBankS Research

Hình 15: Cơ cấu vốn FDI sản xuất mới theo ngành trong 1H26



Nguồn: Savills, VPBankS Research

Thái Nguyên và Bắc Ninh là hai địa bàn tiêu biểu cho sự tập trung này. Thái Nguyên thu hút khoảng 5,77 tỷ USD FDI sản xuất mới qua 17 dự án trong 1H26, đứng đầu cả nước về giá trị vốn, trong khi Bắc Ninh dẫn đầu về số lượng dự án với 111 dự án. Sự tập trung của FDI tại các cụm sản xuất điện tử đã hình thành sẽ tiếp tục tạo nhu cầu cho các KCN nằm trong và xung quanh những hệ sinh thái này, đặc biệt khi các doanh nghiệp lớn mở rộng công suất và kéo theo nhu cầu từ nhóm nhà cung cấp trong chuỗi giá trị.

Thuận Thành I là bước đi kiểm chứng cho mô hình KCN thế hệ mới của VGC

Thuận Thành I sẽ là một trong những động lực tăng trưởng KCN đáng chú ý của VGC trong giai đoạn 2026–27, khi dự án đã được đầu tư hạ tầng và bắt đầu bước vào giai đoạn thương mại hóa. Khác với mô hình phát triển KCN truyền thống chủ yếu tập trung vào đất và hạ tầng cơ bản, VGC đang triển khai tại Thuận Thành định hướng KCN xanh – thông minh, với hệ thống vận hành tập trung, số hóa quản lý, giám sát môi trường, tiết kiệm năng lượng và tái sử dụng nước. VGC đã đưa Trung tâm điều hành thông minh (IOC) vào vận hành từ cuối năm 2025 và đang tiếp tục hoàn thiện các tiêu chí xanh – thông minh tại Thuận Thành và Yên Phong II-C.

Khả năng thu hút các nhà sản xuất công nghệ cao bước đầu cho thấy mô hình này có cơ sở để thương mại hóa. THK Manufacturing Vietnam đã lựa chọn Thuận Thành I để xây dựng nhà máy sản xuất linh kiện chuyển động tuyến tính với tổng vốn khoảng 180 triệu USD, trong khi Johnson Health Tech đầu tư khoảng 100 triệu USD. Đây đều là các dự án có hàm lượng công nghệ tương đối cao, phù hợp với định hướng nâng dần chất lượng khách thuê của KCN.

Quan trọng hơn, Thuận Thành không chỉ mang ý nghĩa đóng góp doanh thu trong ngắn hạn mà còn là bước đi kiểm chứng cho khả năng nâng cấp mô hình phát triển KCN của VGC. Việc đưa các hạng mục xanh – thông minh vào vận hành thực tế sẽ giúp VGC đánh giá khả năng thu hút khách thuê, hiệu quả vận hành và mức độ phù hợp của mô hình với nhóm khách hàng FDI công nghệ cao. Nếu mô hình chứng minh được hiệu quả thương mại và vận hành, VGC có thể tiếp tục áp dụng cho các dự án phát triển sau này, qua đó duy trì sức cạnh tranh khi yêu cầu về hạ tầng, dịch vụ và tiêu chuẩn vận hành của các KCN dành cho FDI công nghệ cao ngày càng gia tăng.

Hình 16: Thông tin dự án KCN Thuận Thành I



- **Vị trí:** Bắc Ninh; gần QL17, QL38 và Vành đai 4, kết nối thuận lợi Hà Nội – Nội Bài – Hải Phòng.
- **Quy mô:** 250ha, thời hạn hoạt động 2021–2071.
- **Đất thương phẩm:** 184ha
- **Tổng mức đầu tư:** 3.396 tỷ đồng

Nguồn: VGC

VGC sở hữu quỹ đất trải dọc trục chiến lược tại miền Bắc

Bên cạnh Thuận Thành I, VGC sở hữu quỹ đất KCN trải dọc trục Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, qua các khu vực Bắc Ninh, Thái Nguyên và Phú Thọ. Các dự án hiện hữu và đang phát triển như Yên Phong II-C, Tiên Sơn, Phú Hà, cùng các dự án mới như Sông Công II GD2, Tây Phố Yên, Phù Ninh và Trấn Yên tạo nguồn cung gối đầu cho hoạt động KCN trong trung và dài hạn. Việc phân bổ quỹ đất trên nhiều cực công nghiệp cho phép VGC tiếp cận cả các cụm điện tử đã hình thành tại Bắc Ninh, Thái Nguyên và các khu vực vệ tinh còn dư địa phát triển công nghiệp tại Phú Thọ.

Hình 17: Bản đồ các KCN của VGC

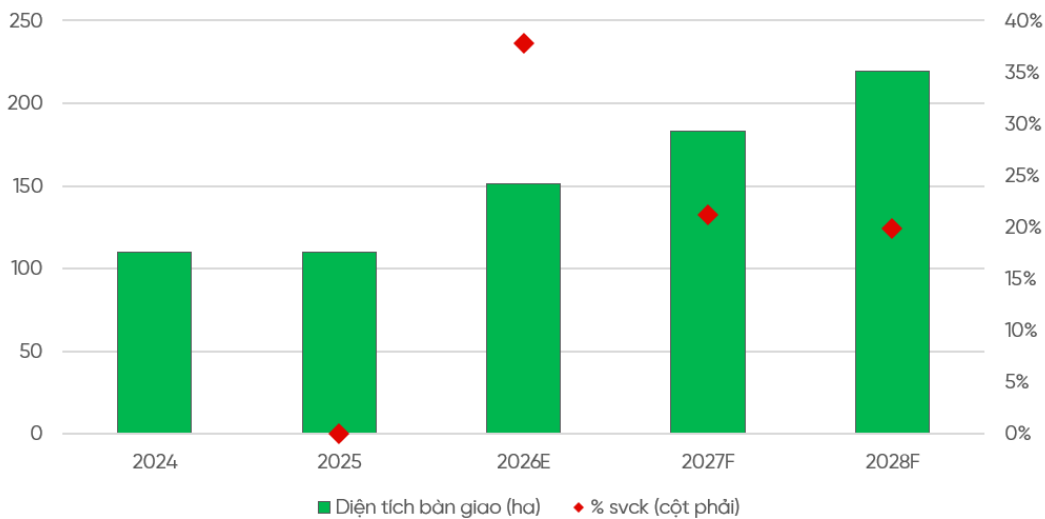


Nguồn: VGC

Chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng mảng BĐS KCN của VGC

Tựu trung, trong bối cảnh miền Bắc được kỳ vọng tiếp tục là điểm đến chính của dòng vốn FDI sản xuất, đặc biệt ở các ngành điện tử và công nghệ cao, chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng mảng BĐS KCN của VGC nhờ tiến độ thương mại hóa tại Thuận Thành I và quỹ đất gối đầu tại các cụm công nghiệp trọng điểm. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng KCN đạt lần lượt 4.208/5.091/5.816 tỷ đồng trong 2026/27/28, tăng 28%/21%/14% svck, với tăng trưởng chủ yếu đến từ diện tích bàn giao và mức giá thuê bình quân tăng khoảng 5%/năm.

Hình 18: Dự phóng diện tích bàn giao KCN của VGC



Nguồn: VPBankS Research

ĐỊNH GIÁ

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 51.800 đồng/cp

Chúng tôi cho rằng VGC đang đứng trước một giai đoạn chuyển pha khi cả hai mảng kinh doanh cốt lõi cùng cải thiện: KCN bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhờ dòng FDI chất lượng cao và quỹ đất gối đầu tại miền Bắc, trong khi VLXD thoát đáy sau nhiều năm chịu áp lực cạnh tranh.

Với định giá SOTP phản ánh riêng giá trị KCN, VLXD và danh mục BĐS, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và cho rằng đây là thời điểm phù hợp để đón đầu quá trình chuyển từ phục hồi sang tăng trưởng của VGC trong 2026–28:

- Mảng BĐS KCN được định giá theo DCF với WACC 11,6%, phản ánh đặc thù dòng tiền dài hạn và yêu cầu vốn lớn của hoạt động phát triển KCN.
- Mảng VLXD được định giá theo EV/EBITDA với mức 7x, phù hợp với đặc điểm kinh doanh sản xuất và khả năng tạo dòng tiền tương đối ổn định khi chu kỳ VLXD phục hồi.
- Đối với các dự án BĐS thương mại, chúng tôi sử dụng P/B hoặc giá trị sổ sách, tùy theo mức độ rõ ràng của tiến độ triển khai và khả năng thương mại hóa từng dự án.

Hình 19: Các giả định tính WACC

Chi phí vốn bình quân (WACC)	11,6%
Phần bù rủi ro thị trường	7,9%
Lãi suất phi rủi ro	4,5%
Beta	1,2
Chi phí VCSH	14,0%
Chi phí vay	8,0%
Tỷ trọng nợ vay	32,1%
Tỷ trọng VCSH	67,9%

Nguồn: VPBankS Research

Hình 20: Định giá công ty theo phương pháp định giá từng phần (SOTP)

Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp	Chỉ số	Hệ số	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu (%)	Giá trị theo sở hữu
Tổng giá trị ước tính các mảng				35.315		27.004
Vật liệu xây dựng	EV/EBITDA	2.497	7,0	17.480	70%	12.236
BĐS KCN	CKDT	WACC	11,6%	14.543		11.476
Hải Yên	CKDT			1.173	100%	1.173
Tiến Hải	CKDT			707	100%	707
Phủ Hà	CKDT			1.670	100%	1.670
Phong Điền	CKDT			1.145	100%	1.145
Yên Mỹ	CKDT			1.193	60%	716
Thuận Thành	CKDT			2.361	100%	2.361
Sông Công II	CKDT			2.672	51%	1.363
Trần Yên	CKDT			489	100%	489
Dốc Đá Trắng	CKDT			320	60%	192
Green One	CKDT			680	51%	347
Tây Phố Yên	CKDT			953	51%	486
Phủ Ninh	CKDT			720	51%	367
Vimariel (Cuba)	Giá trị sổ sách			461	100%	461
BĐS thương mại & NOXH	P/B	1.563	1,3	2.032	100%	2.032
Cho thuê KCN, BĐS, Khách sạn				1.260	100%	1.260
Angsana Quan Lạn	Tỷ suất vốn hóa	67	7%	963	100%	963
VGC Tower	Tỷ suất vốn hóa	24	8%	297	100%	297
(+/-) Tiến & Tương đương tiến				2.099		2.099
(+/-) Các khoản đầu tư tài chính				2.990		2.990
(-/-) Nợ vay				5.539		5.539
(-/-) Lợi ích cổ đông thiểu số				3.339		3.339
Giá trị VCSH (tỷ đồng)						23.215
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)						448
Giá trị trên mỗi cổ phần (đ/cp)						51.800

Nguồn: VPBankS Research

Hình 21: Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu với giả định WACC

WACC	9,6%	10,6%	11,6%	12,6%	13,6%
Giá mục tiêu	55.300	53.600	51.800	50.400	49.100

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Định giá P/B đang ở vùng thấp trong khi ROE dự kiến phục hồi từ 2027F

VGC hiện giao dịch quanh 2,1x P/B, thấp hơn mức trung bình 3 năm khoảng 2,4x và gần -1 độ lệch chuẩn. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng ROE lần lượt đạt 14,8%/16,8% trong 2026–27F, nhờ KCN tăng trưởng và VLXD phục hồi. Sự phân kỳ giữa P/B và ROE tạo dư địa cho định giá cải thiện nếu tăng trưởng lợi nhuận diễn ra như kỳ vọng.

Hình 22: P/B của VGC



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2024	2025	2026	2027
TÀI SẢN NGẮN HẠN	9.464	10.364	14.314	18.128
Tiền và tương đương tiền	2.860	2.425	2.449	3.465
Đầu tư ngắn hạn	433	2.160	3.888	5.832
Phải thu khách hàng	1.081	1.119	1.675	1.898
Hàng tồn kho	4.376	4.019	5.303	5.896
Các tài sản ngắn hạn khác	714	641	795	833
TÀI SẢN DÀI HẠN	15.363	16.072	16.041	16.628
Tài sản cố định	5.860	5.563	4.793	4.217
Tài sản vô hình	160	215	211	206
Xây dựng cơ bản dở dang	6.094	5.912	6.112	6.312
Đầu tư vào công ty con	1.914	2.174	2.546	3.252
Đầu tư vào công ty LD/LK	365	230	222	215
Các khoản đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	690	803	876	978
TỔNG TÀI SẢN	24.827	26.437	30.355	34.756
NỢ PHẢI TRẢ	14.874	14.866	17.628	20.398
Nợ ngắn hạn	8.746	8.358	9.778	11.065
Vay & nợ ngắn hạn	2.572	2.713	3.197	3.753
Phải trả người bán	1.754	1.674	1.881	2.150
Phải trả ngắn hạn khác	4.421	3.971	4.701	5.163
Nợ dài hạn	6.128	6.508	7.850	9.333
Vay & nợ dài hạn	2.240	2.872	3.590	4.404
Các khoản phải trả khác	3.888	3.636	4.260	4.929
VỐN CHỦ SỞ HỮU	9.953	11.571	12.727	14.358
Cổ phiếu phổ thông	4.484	4.484	4.484	4.484
Thặng dư vốn cổ phần	930	930	930	930
LNST chưa phân phối	1.426	1.609	1.954	2.618
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.644	2.900	3.418	4.044
TỔNG NGUỒN VỐN	24.827	26.437	30.355	34.756
BÁO CÁO KQKD	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	11.906	13.315	14.546	16.454
Giá vốn hàng bán	-8.389	-9.315	-10.331	-11.425
Lợi nhuận gộp	3.517	3.999	4.214	5.029
Chi phí quản lý DN	-744	-785	-882	-987
Chi phí bán hàng	-862	-920	-681	-780
EBIT	1.911	2.294	2.652	3.262
Doanh thu tài chính	76	143	265	332
Chi phí tài chính	-310	-316	-429	-543
Thu nhập ròng khác	29	89	66	92
TN từ các Cty LK & LD	-75	-8	-8	-8
LN trước thuế	1.630	2.202	2.546	3.135
Thuế TNDN	-443	-607	-698	-858
Lợi nhuận sau thuế	1.188	1.594	1.849	2.277
Lợi ích cổ đông thiểu số	-83	-191	-518	-626
Lợi nhuận ròng	1.105	1.403	1.331	1.651
BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2024	2025	2026	2027
CFO	4.296	3.339	2.968	4.288
CFI	-2.289	-4.594	-3.452	-3.996
CFF	-992	817	509	724
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.015	-439	24	1.015

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn