

Tổng Công ty Viglacera (HSX: VGC)

Chạy đà cho pha tăng trưởng mạnh mẽ

- LN ròng Q4/25 tăng 3% svck trong bối cảnh hoạt động kinh doanh cốt lõi không khả quan, VGC kết thúc 2025 với tăng trưởng LN ròng 27% svck với nhiều đóng góp từ các khoản lợi nhuận tài chính.
- LN ròng 2026-27 tăng 12%/37% svck, tăng trưởng thực chất hơn nhờ tốc độ bàn giao KCN tích cực, cùng với lộ trình tái cấu trúc mảng VLXD, kéo theo hiệu quả hoạt động và biên LN cải thiện.
- Khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu 61,200đ/cp.

KQKD Q4/25: Tăng trưởng có đóng góp lớn từ các khoản LN một lần

Doanh thu Q4/25 tăng 7% svck, trong đó mảng VLXD tăng trưởng bù đắp cho đà giảm của BDS KCN từ nền cao năm ngoái. Q4/25 ghi nhận đóng góp tích cực hơn từ hoạt động bán NOXH, góp phần nhỏ cho tăng trưởng doanh thu. LN gộp tăng 5% svck tuy nhiên, hai mảng kinh doanh cốt lõi là BDS KCN và VLXD đều cho thấy đà giảm mạnh. Mức tăng trưởng chủ yếu từ hoàn nhập chi phí sửa chữa lớn 274 tỷ đồng. Chi phí bán hàng & QLDN ghi nhận giảm 12% svck, quá trình tái cấu trúc công ty diễn ra từ Q3/25 đã cho thấy những hiệu quả ban đầu. Doanh thu tài chính tăng 63% svck nhờ tăng doanh thu tiền gửi, trong khi chi phí tài chính cơ bản đi ngang svck. Theo đó, LN ròng Q4/25 tăng 3% svck mặt dù hoạt động cốt lõi kém khả quan, hỗ trợ LN ròng cả năm tăng 27% svck đạt 1,403 tỷ đồng.

Triển vọng 2026-27: Bước vào pha tăng trưởng thực chất hơn

Triển vọng LN 2026-27 đạt 12%/37% svck với nhiều điểm tích cực ở hai mảng chính trong đó (1) BDS KCN: Kỳ vọng diện tích bàn giao cải thiện đạt 150ha (+22% svck) sau giai đoạn chững lại do rủi ro thuế quan. Việt Nam vẫn có nhiều lợi thế thu hút FDI, đặc biệt mong chờ thông tin từ Nghị Quyết về cơ chế thu hút FDI thế hệ mới đang được hoàn thiện. Trong đó, VGC với quỹ đất lớn (~2.100ha) bao gồm 3KCN (587ha) vừa khởi công trong 2025 và 1100ha 3 KCN mới được phê duyệt đầu năm là bàn đảm vững chắc để đón đầu chu kỳ phát triển mới; (2) Kỳ vọng mảng VLXD có sự cải thiện rõ rệt về biên LN gộp sau quá trình tái cấu trúc, tinh gọn hệ thống nhiều tầng công ty con. VGC nhiều khả năng sẽ chứng kiến sự thay đổi tích cực tương tự câu chuyện tái cấu trúc GEE GD2023-25.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 61,200đ/cp

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu dựa trên phương pháp SOTP là 61,200đ/cp (tiềm năng tăng giá 23% bao gồm tỷ suất cổ tức 5%). Hiện tại, VGC đang giao dịch ở mức P/B 2.5x và P/E chỉ ~15.0x, thấp hơn sv mức trung bình 2 năm, chưa tương xứng với chất lượng tài sản doanh nghiệp đang sở hữu, cho thấy rằng đây là một cơ hội đầu tư phù hợp trong bối cảnh triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp có sự cải thiện tốt, thực chất hơn trong GD 2026-27.

| Chỉ tiêu tài chính          | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần             | 12,051 | 13,507 | 14,972 | 17,181 |
| Lợi nhuận ròng              | 1,105  | 1,403  | 1,577  | 2,154  |
| Tăng trưởng doanh thu thuần | -8.7%  | 12.1%  | 10.9%  | 14.8%  |
| Tăng trưởng LN ròng         | -9.3%  | 27.0%  | 12.4%  | 36.6%  |
| Biên LN gộp                 | 29.2%  | 29.6%  | 29.4%  | 31.5%  |
| Biên EBITDA                 | 32.0%  | 30.8%  | 31.5%  | 32.8%  |
| ROAE                        | 14.6%  | 15.6%  | 16.1%  | 19.1%  |
| ROAA                        | 4.5%   | 5.5%   | 5.5%   | 6.6%   |
| EPS (VND/cổ phiếu)          | 2,464  | 3,130  | 3,517  | 4,804  |
| BVPS (VND/cổ phiếu)         | 16,848 | 20,059 | 21,851 | 25,136 |

Nguồn: VGC, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND61,200

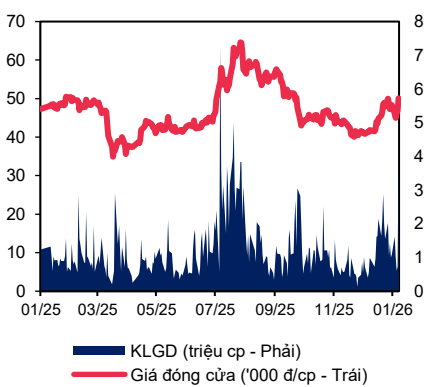
Tiềm năng tăng giá

23%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

na

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Giá thị trường (VND)    | 51,100 |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 64,600 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 34,920 |
| Vốn hóa (tỷ VND)        | 22,462 |
| P/E (TTM)               | 16.0   |
| P/B                     | 2.6    |
| Thị suất cổ tức (%)     | 5.1%   |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 2.7%   |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

|             |     |
|-------------|-----|
| Gelex       | 50% |
| Bộ xây dựng | 39% |
| Khác        | 11% |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

[Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn](mailto:Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn)

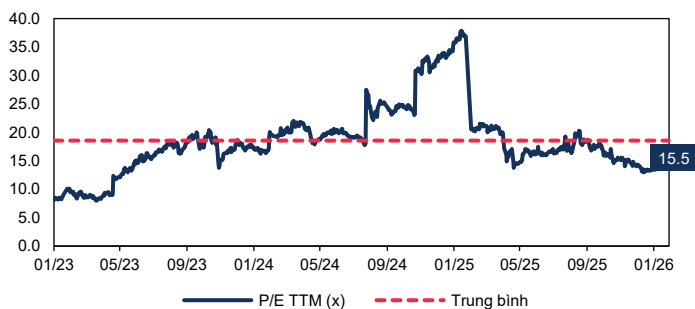
## Tổng Công ty Viglacera (HSX: VGC)

### Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

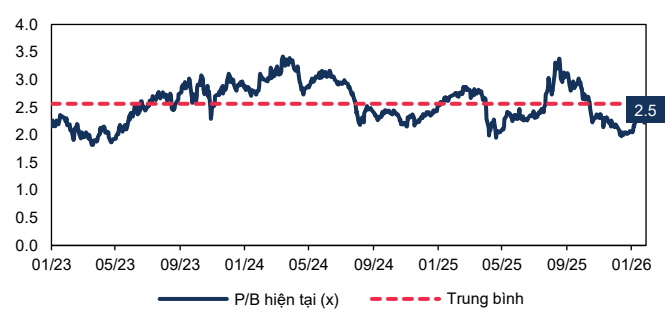
- Vị thế dẫn đầu thị trường ở nhiều phân khúc VLXD, mảng kỳ vọng sẽ là trụ đỡ cho VGC với tăng trưởng doanh thu ổn định 8% CAGR từ nay đến 2030, với triển vọng từ thị trường BDS phục hồi. Dòng tiền tốt của nhóm hỗ trợ tốt cho các kế hoạch thúc đẩy dự án BDS KCN trong giai đoạn tới. Chúng tôi nhấn mạnh vào đề án tái cấu trúc trong Q3/25, theo đó, với thể mạnh quản trị công ty theo mô hình tập đoàn của Gelex, VGC kỳ vọng cũng sẽ chứng kiến sự cải thiện rõ rệt về hiệu quả quản lý cũng như tối ưu chi phí trong thời gian tới, có thể nhìn thấy rõ ràng như lộ trình tái cấu trúc của GEE giai đoạn 2023-25.
- Động lực tăng trưởng chính vẫn đến từ mảng BDS KCN với quỹ đất còn lại ~1,251ha, trong đó bao gồm 3 dự án vừa khởi công trong 2025. Hơn nữa, VGC đón nhận tin vui đầu 2026 với tiếp tục 3 KCN được chấp thuận đầu tư như Green One 259ha (Hưng Yên); Tây Phổ Yên 499ha (Thái Nguyên); Phù Ninh 278ha (Phú Thọ), đảm bảo được quỹ đất gởi đầu lớn (~2,100ha) trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ bàn giao cải thiện trong 2026 sau khi các rủi ro về thuế quan cơ bản được giải quyết, đặc biệt ngành có động lực lớn từ đòn chờ Nghị Quyết thu hút FDI thể hệ mới, hỗ trợ kích cầu nhóm KCN nói chung và VGC nói riêng.
- BXD có kế hoạch thoái toàn bộ 38.6% vốn cổ phần tại VGC trong cuối 2025, tuy nhiên hiện tại đang gặp nhiều khó khăn trong công tác định giá và tìm đối tác. Chúng tôi cho rằng kế hoạch thoái vốn Vgc vẫn được duy trì trong giai đoạn tới với kỳ vọng nhiều điểm hỗ trợ từ các chính sách mới về thoái vốn Nn được ban hành theo sau NQ79. Về mặt quản trị, kế hoạch thoái vốn nếu thành công sẽ là điểm tích cực nhờ 1) Tăng không gian quản trị, các chiến lược về phát triển, tăng vốn nhanh và linh hoạt hơn sau khi không còn rào cản doanh nghiệp nhà nước; 2) Mở cửa cho nhà đầu tư chiến lược có khả năng đóng góp thêm cho hệ sinh thái. Về mặt đầu tư, kỳ vọng mức giá thoái vốn cao là cơ sở để tái định giá, tạo đà tâm lý tích cực hơn cho diễn biến giá cổ phiếu.
- Sở hữu tài sản chất lượng cùng triển vọng kinh doanh phục hồi (tăng trưởng LN ròng 2026/27/28 lần lượt 12%/37%/32% svck), VGC hiện đang được trả mức định giá chưa tương xứng với vị thế với P/E hiện tại đạt 15.5x và P/B đạt 2.5x, thấp hơn mức trung bình 2 năm. Theo đó, chúng tôi cho rằng 2026 là giai đoạn phù hợp để nắm giữ cổ phiếu.

Hình 1: Diễn biến định giá P/E 2023-25



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Hình 2: Diễn biến định giá P/B 2023-25



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 61,200đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 61,200đ/cp, tương đương P/B mục tiêu 2026-27 đạt ~2.6x, ngang P/B trung bình 2 năm của doanh nghiệp. Tổng hợp định giá SOTP: Đối với mảng VLXD, chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA (Hệ số 9.0x, tương đương trung bình ngành xây dựng), phù hợp với tính chất ngành thâm dụng vốn của mảng. Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) (WACC: 12%) cho mảng BDS KCN. Đối với các dự án NOXH và thương mại, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách (BV) điều chỉnh theo hệ số 1.5x, thấp hơn mức P/B trung bình ngành BDS nhà ở, phản ánh quan điểm thận trọng về triển vọng LN các dự án NOXH. Đối với các dự án cho thuê văn phòng & Khách sạn, chúng tôi áp dụng tỷ suất vốn hóa (7-8%).

Hình 3: Tổng hợp định giá SOTP

| Đơn vị: Tỷ đồng                            | Phương pháp     | Chỉ số | Hệ số | Giá trị | Nhận xét                                                                                            |
|--------------------------------------------|-----------------|--------|-------|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tổng giá trị ước tính các mảng             |                 |        |       | 30,305  |                                                                                                     |
| Vật liệu xây dựng                          | EV/EBITDA       | 1,030  | 9.0   | 9,267   | EV/EBITDA 2026 9.0x tương đương trung bình ngành                                                    |
| BDS KCN                                    | CKDT            | WACC   | 11%   | 17,433  | WACC: 11% phản ánh quan điểm thận trọng                                                             |
| Hải Yên                                    | CKDT            |        |       | 816     |                                                                                                     |
| Tiền Hải                                   | CKDT            |        |       | 2,163   |                                                                                                     |
| Phủ Hà                                     | CKDT            |        |       | 2,047   |                                                                                                     |
| Phong Điền                                 | CKDT            |        |       | 804     |                                                                                                     |
| Yên Mỹ                                     | CKDT            |        |       | 1,459   |                                                                                                     |
| Thuận Thành                                | CKDT            |        |       | 3,079   |                                                                                                     |
| Sông Công II                               | CKDT            |        |       | 628     |                                                                                                     |
| Trần Yên                                   | CKDT            |        |       | 729     |                                                                                                     |
| Dốc Đá Trắng                               | CKDT            |        |       | 363     |                                                                                                     |
| Green One                                  | CKDT            |        |       | 1,765   |                                                                                                     |
| Tây Phố Yên                                | CKDT            |        |       | 1,216   |                                                                                                     |
| Phủ Ninh                                   | CKDT            |        |       | 1,902   |                                                                                                     |
| Vimariel (Cuba)                            | Giá trị sổ sách |        |       | 461     |                                                                                                     |
| BDS thương mại & NOXH                      | P/B             | 1,563  | 1.5   | 2,345   | Giá trị sổ sách điều chỉnh 1.5x, mức P/B thận trọng hơn trung bình ngành BDS đối với các dự án NOXH |
| Cho thuê KCN, BDS, Khách sạn               |                 |        |       | 1,260   |                                                                                                     |
| Angsana Quan Lạn                           | Tỷ suất vốn hóa | 67     | 7%    | 963     | Tỷ suất vốn hóa 7% cho resort 5 sao ven biển do rủi ro tính mùa vụ                                  |
| VGC Tower                                  | Tỷ suất vốn hóa | 24     | 8%    | 297     | Tỷ suất vốn hóa 8% cho tòa nhà cho thuê hạng C tại Hà Nội                                           |
|                                            |                 |        |       |         |                                                                                                     |
| (+ ) Tiền & Tương đương tiền               |                 |        |       | 7,013   |                                                                                                     |
| (+ ) Các khoản đầu tư tài chính            |                 |        |       | 224     |                                                                                                     |
| (- ) Nợ vay                                |                 |        |       | 7,000   |                                                                                                     |
| (- ) Lợi ích cổ đông thiểu số              |                 |        |       | 3,114   |                                                                                                     |
| Giá trị VCSH hợp lý (tỷ đồng)              |                 |        |       | 27,429  |                                                                                                     |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) |                 |        |       | 448     |                                                                                                     |
| Giá trị trên mỗi cổ phần (đ/cp)            |                 |        |       | 61,200  | Tiềm năng tăng bao gồm tỷ suất cổ tức 23%                                                           |

Nguồn: MBS Research

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Tên doanh nghiệp  | Mã cp      | Vốn hóa | P/E(x) |      | P/BV(x)  |      | EV/EBITDA (x) |      | ROA (%) |      | ROE (%) |      | D/E (%)  |
|-------------------|------------|---------|--------|------|----------|------|---------------|------|---------|------|---------|------|----------|
|                   | Bloomberg  | tr USD  | TTM    | 2025 | Hiện tại | 2026 | TTM           | 2026 | TTM     | 2026 | TTM     | 2026 | Hiện tại |
| Vật liệu xây dựng |            |         |        |      |          |      |               |      |         |      |         |      |          |
| Monalisa Group    | 0002918 CH | 931.1   | 102.8  | 31.5 | 1.9      | 1.8  | 13.6          | 11.8 | 0.8     | 2.9  | 1.9     | 5.6  | 60.7     |
| Arwana Citramuli  | ARNA IJ    | 225.2   | 8.8    | 7.8  | 2.0      | 1.7  | 7.5           | 7.0  | 16.1    | 23.4 | 23.1    | 23.4 | 4.9      |
| HPG               | HPG VN     | 7,831.8 | 13.1   | 8.8  | 1.6      | 1.4  | 10.7          | 6.9  | 6.3     | 8.8  | 12.1    | 16.1 | 75.9     |
| BMP               | BMP VN     | 506.5   | 10.7   | 9.5  | 4.5      | 4.3  | 6.3           | 6.2  | 37.3    | 38.4 | 44.0    | 46.0 | 1.9      |
| HT1               | HT1 VN     | 217.0   | 27.6   | 19.2 | 1.1      | 1.0  | 6.3           | 5.9  | 2.5     | 3.4  | 4.1     | 5.5  | 22.0     |
| ACG               | ACG VN     | 206.0   | 12.0   | na   | 1.2      | na   | 7.9           | na   | 7.8     | na   | 10.4    | na   | 14.6     |
| Trung bình        |            |         | 29.2   | 15.4 | 2.1      | 2.0  | 8.7           | 7.6  | 11.8    | 15.4 | 15.9    | 19.3 | 30.0     |
| Trung vị          |            |         | 12.6   | 9.5  | 1.8      | 1.7  | 7.7           | 6.9  | 7.1     | 8.8  | 11.3    | 16.1 | 18.3     |
| BDS KCN           |            |         |        |      |          |      |               |      |         |      |         |      |          |
| KBC               | KBC VN     | 1,283.0 | 17.6   | 11.8 | 1.4      | 1.2  | 21.0          | 11.0 | 2.9     | 5.2  | 7.3     | 10.2 | 103.6    |
| BCM               | BCM VN     | 2,820.1 | 20.0   | 29.1 | 3.4      | 3.2  | 29.1          | 27.9 | 6.6     | 3.9  | 18.2    | 10.9 | 100.6    |
| IDC               | IDC VN     | 707.3   | 9.5    | 9.0  | 2.9      | 2.3  | 5.1           | 4.4  | 9.2     | 9.8  | 32.0    | 28.3 | 71.1     |
| SIP               | SIP VN     | 567.6   | 11.2   | 11.3 | 2.9      | 2.6  | 9.0           | 9.0  | 5.0     | 5.3  | 27.4    | 23.8 | 80.5     |
| PHR               | PHR VN     | 330.7   | 12.8   | 9.5  | 2.1      | 1.8  | 13.5          | 18.1 | 10.9    | 19.9 | 16.8    | 24.8 | 1.0      |
| VGC               | VGC VN     | 904.0   | 15.9   | 15.0 | 2.6      | 2.4  | 6.6           | 5.3  | 5.5     | 5.9  | 16.5    | 16.0 | 48.2     |
| Trung bình        |            |         | 14.5   | 14.3 | 2.6      | 2.3  | 14.1          | 12.6 | 6.7     | 8.3  | 19.7    | 19.0 | 67.5     |
| Trung vị          |            |         | 14.4   | 11.6 | 2.8      | 2.4  | 11.3          | 10.0 | 6.1     | 5.6  | 17.5    | 19.9 | 75.8     |

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Tiềm năng tăng giá:**

- Tiến độ bàn giao KCN nhanh hơn dự tính.
- Thị trường BDS sôi động hơn dự tính.

**Rủi ro giảm giá:**

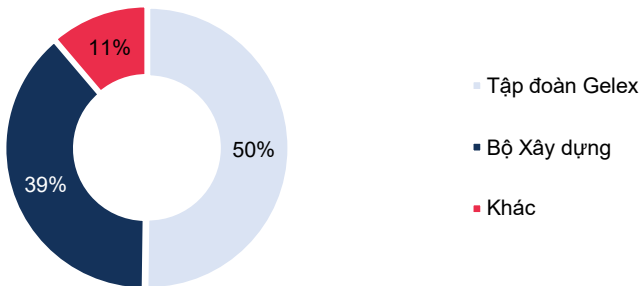
- Tiến độ bàn giao KCN chậm hơn dự tính.
- Khả năng bán hàng mảng VLXD kém hơn dự tính do cạnh tranh cao.

**Tổng quan doanh nghiệp**

Viglacera tiền thân là các đơn vị sản xuất vật liệu xây dựng thuộc Bộ Xây dựng, được hình thành từ năm 1974. Trải qua nhiều giai đoạn tái cơ cấu và sắp xếp doanh nghiệp nhà nước, Viglacera chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2016.

Về cơ cấu cổ đông: Bên cạnh Bộ Xây dựng (39%) hiện đang có kế hoạch thoái vốn, chủ sở hữu còn lại của VGC là Tập đoàn Gelex (50.2%), nhóm cổ đông khác hiện chỉ chiếm 11%, cho thấy cơ cấu khá cô đặc.

Hình 5: Cơ cấu cổ đông của VGC (tính đến hết 2025)



Nguồn: VGC, MBS Research

Về hoạt động kinh doanh: VGC tập trung vào hai trụ cột cốt lõi, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu và LN gộp hàng năm của doanh nghiệp:

**(1) Bất động sản khu công nghiệp và đô thị:** Hơn 25 năm đầu tư phát triển KCN, sở hữu tới 17 KCN, quy mô 5,500+ ha, Viglacera là một trong những nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam, với hệ thống KCN trải rộng tại nhiều địa phương trọng điểm như Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng, Quảng Ninh, Thái Nguyên, Yên Bái... Lợi thế doanh nghiệp nhà nước với quỹ đất có sẵn, chi phí GPMB rẻ, năng lực đấu thầu tốt hỗ trợ VGC trong việc liên tục được phê duyệt và triển khai các dự án mới.

Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng tham gia phát triển khu đô thị, nhà ở xã hội và nhà ở công nhân phục vụ trực tiếp cho hệ sinh thái KCN. Hưởng ứng Chương trình Đầu tư xây dựng ít nhất 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội cho đối tượng thu nhập thấp, công nhân KCN của Chính phủ, Viglacera lên kế hoạch đầu tư 50.000 căn nhà ở xã hội trong giai đoạn 2022-2030 được Bộ Xây dựng giao nhiệm vụ. Với lợi thế đất xướng lớn, các nhà máy cũ của VGC nằm trong danh sách thí điểm chuyển đổi sử dụng đất theo Nghị Quyết 171, doanh nghiệp kỳ vọng sẽ triển khai từ 7-8 dự án chuyển đổi từ nay đến 2030. Mặc dù lợi nhuận không cao, các dự án NOXH là yếu tố đem lại lợi thế cạnh tranh toàn diện chuỗi giá trị KCN của VGC, góp phần thúc đẩy giá thuê. Bên cạnh BDS thương mại, doanh nghiệp hiện cũng triển khai đầu tư và vận hành một số dự án khác như khách sạn – resort 5 sao Angsana Quan Lạn, tòa nhà văn phòng Viglacera Tower.

Hình 6: Quy mô các KCN nằm trong nhóm đầu các doanh nghiệp cùng ngành tập trung chủ yếu tại khu vực miền Bắc



Nguồn: VGC, MBS Research

Hình 7: Các dự án NOXH cho công nhân giúp kiện toàn hệ sinh thái KCN, tiến đến tiêu chuẩn cao hơn nhằm thu hút khách hàng



Nguồn: VGC, MBS Research

Hình 8: Resort 5 sao Angsana Quan Lạn vận hành từ 2024



Nguồn: VGC, MBS Research

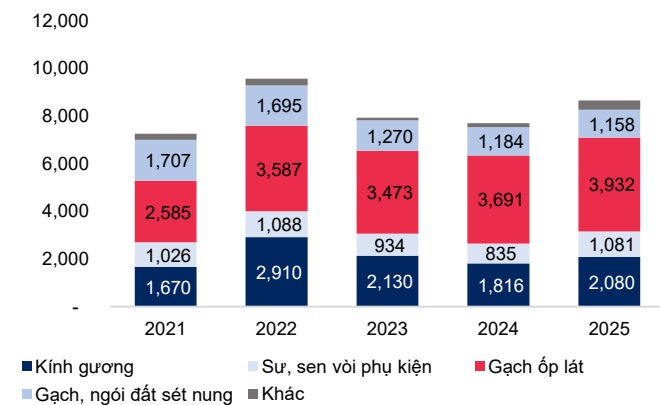
Hình 9: Thông tin dự án

- Diện tích: 175ha (GD 1 đã hoàn thành 75ha)
- Số phòng: 156 phòng nghỉ KS; 40 biệt thự biển
- Giá thuê (tr VND/đêm): 2-2.5tr cho Khách sạn; 4-7tr cho Villa
- Chứng chỉ EDGE Advance công trình xanh: Có nhiều giải pháp tiết kiệm năng lượng đến 40%.
- Quản lý và vận hành: Banyan Group (Singapore)

Nguồn: VGC, MBS Research

**Mảng vật liệu xây dựng (VLXD):** Là nền tảng lịch sử lâu đời, hình thành từ những năm 1970 với vai trò là doanh nghiệp nòng cốt của Nhà nước trong sản xuất vật liệu phục vụ xây dựng và đô thị hóa. Hiện nay, VGC sở hữu hệ thống hàng chục nhà máy toàn quốc, tập trung ở các phân khúc chủ lực gồm gạch ốp lát, sứ vệ sinh và kính xây dựng. Về thị phần, Viglacera giữ vị trí dẫn đầu trong mảng sứ vệ sinh với khoảng 35-40% thị phần nội địa, thuộc top 2-3 doanh nghiệp lớn nhất thị trường gạch ốp lát với thị phần khoảng 10-12%, và nằm trong nhóm dẫn đầu mảng kính xây dựng với thị phần xấp xỉ 30%. Nhờ quy mô lớn, thương hiệu mạnh, mạng lưới phân phối rộng khắp và năng lực sản xuất đồng bộ, mảng VLXD của Viglacera đóng vai trò là trụ cột dòng tiền ổn định, giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro chu kỳ bất động sản, đồng thời tạo nền tảng tài chính bền vững để mở rộng sang các lĩnh vực tăng trưởng dài hạn hơn như bất động sản KCN và đô thị.

**Hình 10: Danh tiếng lâu năm và sở hữu vị thế đầu ngành trong mảng gạch ốp lát, sứ vệ sinh và kính xây dựng**



Nguồn: VGC, MBS Research

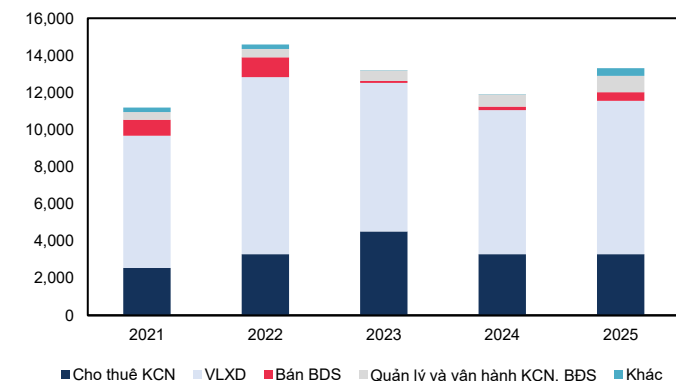
**Hình 11: Quy mô nhà máy hàng đầu, năng lực sản xuất vượt trội trong nước và có vị thế nhất định trên thị trường quốc tế**

- (1) 5 nhà máy sản xuất thiết bị vệ sinh và sen vòi, công suất 2.5 triệu sản phẩm/năm (**Thị phần ~25-30%**)
- (2) 7 nhà máy sản xuất gạch ốp lát, công suất 43 triệu m2/năm (**Thị phần 15-20%**)
- (3) 4 nhà máy sản xuất kính xây dựng, công suất 92 triệu m2/năm (**Thị phần số 1 từ 35-40%**)
- (4) 1 Nhà máy sản xuất bê tông khí, công suất 200 nghìn m3/năm
- (5) 13 nhà máy sản xuất gạch ngói, công suất 850 triệu viên/năm và 12 triệu m2 gạchotto/năm (**Thị phần 15%**)

Nguồn: VGC, MBS Research

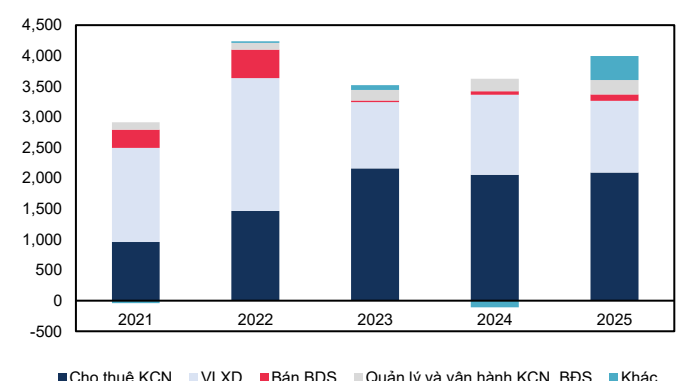
Từ 2021 đến nay, cơ cấu doanh thu chính vẫn đến từ mảng cho thuê KCN và VLXD, các mảng kinh doanh còn lại bao gồm 1) Bán các dự án BDS thương mại + NOXH; 2) Quản lý và vận hành KCN, BDS, bao gồm hạ tầng dịch vụ tại các KCN sẵn có cũng như vận hành cho thuê các dự án BDS của công ty như cho thuê tại các dự án NOXH; Khách sạn nghỉ dưỡng Angsana Quan Lạn. Tuy nhiên, đóng góp của các mảng này không quá lớn. Về cơ cấu LN gộp, thấy rõ đóng góp ngày càng lớn của mảng KCN nhờ biên LN gộp cao hơn cũng như kế hoạch triển khai dự án nhanh và mạnh.

**Hình 12: Doanh thu 2021-25 chủ yếu đến từ hai mảng kinh doanh cốt lõi VLXD và KCN, các mảng còn lại có đóng góp nhỏ**



Nguồn: VGC, MBS Research

**Hình 13: Tỷ trọng đóng góp cho LN gộp mảng KCN tăng dần qua các năm nhờ liên tục triển khai dự án, biên LN của mảng cũng cao hơn nhóm VLXD có đặc thù cạnh tranh hơn.**



Nguồn: VGC, MBS Research

KQKD Q4/25 & 2025: Tăng trưởng có đóng góp lớn từ các khoản LN bất thường

Hình 14: Tổng hợp KQKD Q4/25 & 2025

| Tỷ đồng                    | Q4/25 | %svck | 2025   | %svck | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu                  | 3,978 | 7%    | 13,315 | 12%   | Doanh thu Q4/25 tăng 7% svck, hỗ trợ chính từ mảng VLXD và mảng BĐS nhà ở                                                                                                                                                                                                                                   |
| Cho thuê đất KCN & dịch vụ | 1,186 | -7%   | 4,211  | 9%    | Q4/25 ghi nhận bàn giao ~35ha, theo đó cả năm bàn giao ~120ha, tập trung bàn giao các KCN như Hải Yên, Tiền Hải, Phú Mỹ, Thuận Thành. Trong 2025 doanh nghiệp khởi công 3 dự án mới quy mô 587ha, tiếp tục nâng quỹ đất còn lại lên ~1251ha đến cuối 2025 theo ước tính                                     |
| BDS nhà ở                  | 226   | 169%  | 463    | 144%  | Mảng BDS nhà ở tăng trưởng mạnh chủ yếu từ bàn giao tốt các dự án NOXH tại các KCN như Đồng Văn, Đông Mai, Phú Hà. Trong cuối 2025, doanh nghiệp mở bán tòa CT3 (~1,000 căn cả bán và cho thuê) KĐT Kim Chung, và đang lên kế hoạch tiếp tục triển khai KĐT Đặng Xá, củng cố triển vọng quỹ căn trong 2026. |
| Vật liệu xây dựng          | 2,566 | 8%    | 8,642  | 10%   | Mảng VLXD cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực nhờ thị trường BDS ấm lên. Trong đó, tăng trưởng mảng kính đạt 22% svck do hợp nhất công ty kính nổi VFG.                                                                                                                                                      |
| Khác                       | -     | -100% | -      | na    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Lợi nhuận gộp              | 1,313 | 5%    | 3,995  | 14%   | Tăng trưởng LN gộp có đóng góp lớn từ các khoản LN tài chính                                                                                                                                                                                                                                                |
| Cho thuê đất KCN & dịch vụ | 669   | -17%  | 2,355  | 10%   | LN gộp Q4/25 giảm từ mức nền khá cao của Q4/24, tuy nhiên, nhận thấy tốc độ bàn giao và biên LN gộp đã cải thiện rõ rệt so với Q3/25.                                                                                                                                                                       |
| BDS nhà ở                  | 67    | 158%  | 103    | 91%   | Mảng tăng trưởng tốt, tuy nhiên đóng góp không quá đáng kể với biên LN gộp ở mức 25%.                                                                                                                                                                                                                       |
| Vật liệu xây dựng          | 304   | -27%  | 1,266  | -4%   | Mảng VLXD vẫn ghi nhận lỗ ở mảng kính, doanh nghiệp chia sẻ hoạt động bán hàng bị cạnh tranh khốc liệt từ các đối thủ nước ngoài, hiện tại đang điều tra chống bán phá giá và chờ đợi quyết định cuối cùng. Các mảng kinh doanh còn lại đều cho thấy biên LN gộp cải thiện theo quy mô.                     |
| Khác                       | 274   | 9033% | 271    | na    | Trong Q4/25, doanh nghiệp ghi nhận nhập 274 tỷ đồng tiền sửa chữa nhà máy kính. Là yếu tố chính giúp tăng trưởng LN gộp trong bối cảnh các mảng chính đều ghi nhận mức giảm lớn.                                                                                                                            |
| Chi phí bán hàng           | (257) | -12%  | (920)  | 7%    | Chi phí bán hàng và QLDN ghi nhận giảm đáng kể trong Q4/25 mặc dù doanh thu tăng, doanh nghiệp bắt đầu thực hiện tái cấu trúc bao gồm thoái các công ty con không hiệu quả và hợp nhất nhiều tăng công ty cùng mảng trong nhóm VLXD, bước đầu cho thấy hiệu quả tốt.                                        |
| Chi phí quản lý            | (197) | -10%  | (782)  | 5%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Lợi nhuận từ HĐKD          | 859   | 16%   | 2,292  | 20%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Thu nhập tài chính         | 39    | 63%   | 143    | 88%   | Doanh thu tài chính tăng mạnh 89% svck chủ yếu do lãi tiền gửi, tính đến cuối 2025 doanh nghiệp ghi nhận lượng tiền và đầu tư ngắn hạn ~4,500 tỷ đồng, tăng 43% svck                                                                                                                                        |
| Chi phí tài chính          | (83)  | 5%    | (314)  | 1%    | Chi phí tài chính cơ bản đi ngang và giảm nhẹ, nợ vay tăng ~400 tỷ so với đầu năm.                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí lãi vay            | (62)  | -9%   | (256)  | -5%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| LNTT                       | 880   | 21%   | 2,201  | 35%   | VGC vừa đặt kế hoạch LNTT cho 2026 là 1,820 tỷ đồng, giảm 17% svck nhưng cao hơn 4.4% sv KH 2025.                                                                                                                                                                                                           |
| LNST                       | 639   | 17%   | 1,595  | 34%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Lợi ích CĐTS               | (87)  | 625%  | (192)  | 131%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| LN ròng                    | 552   | 3%    | 1,403  | 27%   | Theo đó, LN ròng Q4/25 tăng 3% svck (thực tế LN cốt lõi không tăng trưởng), hỗ trợ LN ròng cả năm tăng 27% svck đạt 1,403 tỷ đồng.                                                                                                                                                                          |

Nguồn: VGC, MBS Research

Triển vọng 2026-27: Bước vào pha tăng trưởng mạnh mẽ

Hình 15: Tổng hợp dự phóng KQKD 2026-2027

| Đơn vị: Tỷ đồng                      | 2025   | % svck | 2026   | % svck | 2027   | % svck | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu                            | 13,315 | 12%    | 14,972 | 12%    | 17,181 | 15%    | Doanh thu 2026-27 tăng 11%/14% svck, hỗ trợ bởi doanh thu các mảng cốt lõi bao gồm VLXD và BDS KCN                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Cho thuê KCN                         | 3,296  | -0.2%  | 4,106  | 25%    | 5,230  | 27%    | Trong Q4/25, tốc độ bàn giao cải thiện rõ rệt đạt ~35ha, cho thấy niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường Việt Nam sau giai đoạn thuế quan. Theo đó, ước tính doanh thu 2026 tăng 25% svck chủ yếu do ước tính diện tích bàn giao đạt 147ha (+22% svck), trong khi giá bán chỉ tăng nhẹ 2% svck. Nhìn sang 2027, doanh nghiệp bắt đầu bàn giao thêm các khu mới như Sông Công II, Dốc Đá Trắng, Phú Ninh, nâng diện tích cho thuê ước tính đạt 187ha (+26% svck), giá bán về cơ bản ko tăng do các khu mới chủ yếu là KCN Hạng 2 có giá thuê thấp hơn.                                                                   |
| VLXD                                 | 8,642  | 10%    | 9,412  | 9%     | 10,159 | 8%     | Ước tính doanh thu VLXD tiếp tục tăng trưởng ổn định trong 2026-27 với điểm tựa từ sự phát triển của thị trường BDS. Mức 8-9% tăng trưởng/năm là mức cơ sở chúng tôi áp dụng cho giai đoạn 2026-30.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Bán BDS & NOXH                       | 463    | 143%   | 511    | 10%    | 779    | 52%    | Tiếp tục bán hàng các dự án cũ như Đồng Văn, Đồng Mai, Phú Hà, đồng thời phát triển thêm quỹ căn từ các dự án mới được mở bán cuối 2025 như (1) Tòa V1-2 NOXH Yên Phong (416 căn, trong đó 278 căn bán, 138 căn cho thuê); (2) Tòa CT3 Kim Chung (1,104 căn, bao gồm 764 căn bán, 340 căn cho thuê và thuê mua). Cả hai dự án đều đã mở bán trong cuối 2025, kỳ vọng bắt đầu bàn giao từ 2026. Bên cạnh đó KĐT Đặng Xá vừa được phê duyệt 1/500 3 lô HH1, HH2, CC1 (504 căn) trong T9/25, kỳ vọng đóng góp doanh thu phần lớn từ sau 2026.                                                                              |
| Quản lý vận hành KCN, BDS, Khách sạn | 879    | 34%    | 903    | 3%     | 974    | 8%     | Hoạt động bao gồm (1) Quản lý vận hành các KCN hiện tại; (2) Cho thuê NOXH tại các KCN; (3) Cho thuê tòa nhà văn phòng như VGC Tower và Resort Angsana Quan Lạn. Chúng tôi kỳ vọng mảng tăng trưởng đều theo quy mô mở rộng KCN và NOXH.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Khác                                 | 35     | -137%  | 40     | 13%    | 39     | -1%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| LN gộp                               | 3,998  | 14%    | 4,535  | 13%    | 5,622  | 24%    | LN gộp 2026-27 tăng trưởng 13%/24% svck, đóng góp lớn từ hai mảng cốt lõi, các mảng kinh doanh phụ cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực góp một phần vào tăng trưởng LN gộp.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Biên LN gộp (%)                      | 30%    | 0.5đ%  | 30%    | 0.3đ%  | 33%    | 2đ%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Cho thuê KCN                         | 2,093  | 2%     | 2,540  | 21%    | 3,242  | 28%    | Tăng trưởng LN gộp về cơ bản khá tương xứng với doanh thu.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| VLXD                                 | 1,266  | -4%    | 1,610  | 27%    | 1,885  | 17%    | Kỳ vọng đề án tái cấu trúc tinh gọn tập đoàn các mảng VLXD sẽ giúp doanh nghiệp tối ưu hàng tồn kho, tăng hiệu quả và giảm chi phí bán hàng, từ đó nâng cao biên LN tương tự câu chuyện thấy rõ ở GEE giai đoạn 2023-25.<br>Đối với mảng kinh doanh hiện đang lỗ như mảng kính. Hiện doanh nghiệp đang bị cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ nước ngoài như Malaysia, Indonesia, Trung Quốc, T7/2025 Bộ Công Thương quyết định điều tra chống bán phá giá các mặt hàng kính xây dựng và hiện tại đang chờ kết luận. Nếu được áp thuế chống bán phá giá, đây sẽ là cơ hội để VGC cải thiện hoạt động kinh doanh mảng này. |
| Bán BDS & NOXH                       | 103    | 92%    | 124    | 21%    | 183    | 47%    | Về cơ bản biên LN gộp bán NOXH khá mỏng chỉ ~25-28%, mảng được cho đóng vai trò toàn diện tiêu chuẩn KCN của VGC, giúp tạo giá trị gia tăng và nâng giá thuê các KCN.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Cho thuê KCN, BDS nhà ở, Khách sạn   | 236    | 15%    | 242    | 2%     | 291    | 20%    | (1) Hoạt động cho thuê KCN tăng tương ứng theo quy mô mở rộng KCN. (2) Các dự án khách sạn như Angsana Quan Lạn hiện đã vận hành ổn định và đóng góp LN đều hàng năm.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Khác                                 | 35     | 52%    | 18     | -48%   | 21     | 13%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Chi phí bán hàng&QLDN                | 1,706  | 6%     | 1,813  | 6%     | 1,991  | 10%    | Chúng tôi cho rằng đề án tái cấu trúc, bao gồm thoái các khoản đầu tư không hiệu quả, tinh gọn hợp nhất nhiều nhóm công ty con trong mảng VLXD, BDS sẽ giúp cải thiện đáng kể hiệu quả quản lý cũng như chi phí bán hàng trong 2026-27. Theo đó, tăng trưởng SG&A kỳ vọng sẽ thấp hơn tăng trưởng doanh thu.                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| EBIT                                 | 2,292  | 20%    | 2,586  | 13%    | 3,430  | 33%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|                                      |        |        | na     |        | na     |        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Doanh thu tài chính                  | 143    | 89%    | 251    | 76%    | 350    | 39%    | Tăng trưởng doanh thu tài chính liên tục cải thiện trong 2026-27 chủ yếu do doanh thu tiền gửi tăng mạnh qua các năm. Doanh nghiệp luôn giữ được dòng tiền từ HĐKD (CFO) khá dồi dào, đảm bảo dòng tiền trả cổ tức tối thiểu 2,000đ/cp (20%) mặc dù tiền chi cho Capex trung bình ~2,000-2,500 tỷ mỗi năm.                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Chi phí tài chính                    | 314    | 1.1%   | 431    | 37%    | 480    | 11%    | 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                        | 2,201  | 35%    | 2,465  | 12%    | 3,386  | 37%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Biên LN trước thuế (%)               | 17%    | 2.8đ%  | 16%    | 0đ%    | 20%    | 3đ%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Thuế thu nhập DN                     | 606    | 37%    | 675    | 11%    | 926    | 37%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| LN sau thuế                          | 1,595  | 34%    | 1,790  | 12%    | 2,459  | 37%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Lợi ích CDTs                         | 192    | 131%   | 213    | 11%    | 305    | 43%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| LN ròng                              | 1,403  | 27%    | 1,577  | 12%    | 2,154  | 37%    | Theo đó, LN ròng 2026-27 kỳ vọng tăng trưởng lần lượt 12%/37% svck.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

Nguồn: VGC, MBS Research

Mảng BDS KCN: Quỹ đất sạch lớn cùng việc liên tục được chấp thuận đầu tư các dự án mới, sẵn sàng đóng góp phục hồi từ 2026

Hình 16: VGC tiếp tục được phê duyệt thêm 3 KCN mới trong cuối 2025, đầu 2026

|                          |             | Sở hữu (%) | Giá thuê khu vực | Giá thuê ước tính (USD/m2) | Tổng mức đầu tư (tỷ đồng) | Diện tích dự án (ha) | Diện tích thương phẩm (ha) | Note                                                 |
|--------------------------|-------------|------------|------------------|----------------------------|---------------------------|----------------------|----------------------------|------------------------------------------------------|
| Vị trí                   |             |            |                  |                            |                           |                      |                            |                                                      |
| Đang vận hành            |             |            |                  |                            |                           |                      |                            |                                                      |
| Yên Phong mở rộng        | Bắc Ninh    | 100%       | 160-180          | 159                        | 2,511                     | 314                  |                            |                                                      |
| Đồng Mai                 | Quảng Ninh  | 100%       | 100-115          | 110                        | 1,247                     | 168                  |                            |                                                      |
| Đồng Văn IV GD1          | Ninh Bình   | 100%       | 60-80            | 128                        | 515                       | 89                   |                            |                                                      |
| Đồng Văn IV GD2          | Ninh Bình   | 100%       | 60-80            | 128                        | 1,432                     | 211                  |                            |                                                      |
| Yên Phong IIC            | Bắc Ninh    | 100%       | 160-180          | 165                        | 2,472                     | 219                  |                            |                                                      |
| Tiên Sơn GD1&2           | Bắc Ninh    | 100%       | 160-180          | 90                         | 834                       | 350                  |                            |                                                      |
| Đang triển khai cho thuê |             |            |                  |                            |                           |                      |                            |                                                      |
| Vimariel                 | Cuba        | 100%       |                  |                            | 851                       | 256                  |                            |                                                      |
| Hải Yên                  | Quảng Ninh  | 100%       | 100-115          | 90                         | 1,209                     | 182                  | 137                        |                                                      |
| Tiền Hải                 | Thái Bình   | 100%       | 100              | 90                         | 2,055                     | 466                  | 191                        |                                                      |
| Phú Hà                   | Phú Thọ     | 100%       | 80-90            | 85                         | 2,188                     | 356                  | 273                        |                                                      |
| Phong Điền               | Huế         | 100%       |                  | 30                         | 682                       | 284                  | 217                        |                                                      |
| Yên Mỹ                   | Hưng Yên    | 60%        | 125-145          | 135                        | 2,348                     | 280                  | 204                        | Hoàn thành GD1 (70ha); GD2 (50ha); GD3 (60ha)        |
| Thuận Thành              | Bắc Ninh    | 100%       | 160-180          | 160                        | 3,396                     | 250                  | 181                        |                                                      |
| Sông Công II GD2         | Thái Nguyên | 51%        | 90-95            | 95                         | 3,958                     | 296                  | 207                        | Khởi công T3/2025; GD1: 175ha, GD2: 120ha            |
| Trần Yên                 | Lào Cai     | 100%       |                  | 80                         | 2,137                     | 254                  | 178                        | Khởi công T8/2025                                    |
| Dốc Đá Trắng             | Khánh Hòa   | 60%        |                  | 50                         | 1,807                     | 288                  | 202                        | Khởi công T8/2025                                    |
| Green One                | Hưng Yên    | 51%        | 125-145          | 130                        | 2,352                     | 259                  | 179                        | Chấp thuận chủ trương đầu tư T10/25                  |
| Tây Phố Yên              | Thái Nguyên | 51%        | 90-95            | 95                         | 5,400                     | 499                  | 334                        | Chấp thuận chủ trương đầu tư T1/2026                 |
| Phù Ninh                 | Phú Thọ     | 51%        | 80-90            | 90                         | 2,556                     | 409                  | 278                        | Chấp thuận nhà đầu tư T1/26, dự kiến khởi công Q2/26 |

Nguồn: VGC, MBS Research

Hình 17: Quỹ đất gởi đầu lớn đảm bảo kế hoạch bàn giao đến sau 2030

|                         | Tổng cộng | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
|-------------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|
| Diện tích bàn giao (ha) | 2,173     | 130  | 147  | 187  | 271  | 278  | 238  | 213  |
| Hải Yên                 | 50.00     | 13   | 13   | 13   | 13   | 13   | -    | -    |
| Tiền Hải                | 109.00    | 27   | 27   | 27   | 27   | 27   | -    | -    |
| Phu Ha                  | 127.00    | 24   | 25   | 25   | 25   | 25   | 25   | -    |
| Phong Dien              | 155.00    | 25   | 26   | 26   | 26   | 26   | 26   | 26   |
| Yen My                  | 57.00     | 27   | 29   | 29   | -    | -    | -    | -    |
| Thuan Thanh             | 166.00    | 15   | 28   | 28   | 28   | 28   | 28   | 28   |
| Song Cong II            | 207.00    | -    | -    | 6    | 23   | 23   | 23   | 23   |
| Tran Yen                | 177.80    | -    | -    | -    | 19   | 25   | 25   | 25   |
| Doc Da Trang            | 202.00    | -    | -    | 11   | 22   | 22   | 22   | 22   |
| Green One               | 179.00    | -    | -    | -    | 24   | 24   | 24   | 24   |
| Tay Pho Yen             | 334.33    | -    | -    | -    | 33   | 33   | 33   | 33   |
| Phu Ninh                | 278.07    | -    | -    | 23   | 31   | 31   | 31   | 31   |

| Tỷ lệ hấp thụ (%) | Tỉnh/TP     | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
|-------------------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Hải Yên           | Quảng Ninh  | 64%  | 73%  | 82%  | 91%  | 100% | 100% | 100% |
| Tiền Hải          | Thái Bình   | 43%  | 57%  | 71%  | 86%  | 100% | 100% | 100% |
| Phu Ha            | Phú Thọ     | 53%  | 63%  | 72%  | 81%  | 91%  | 100% | 100% |
| Phong Dien        | Huế         | 29%  | 40%  | 52%  | 64%  | 76%  | 88%  | 100% |
| Yen My            | Hưng Yên    | 72%  | 86%  | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Thuan Thanh       | Bắc Ninh    | 8%   | 24%  | 39%  | 54%  | 69%  | 85%  | 100% |
| Song Cong II      | Thái Nguyên | 0%   | 0%   | 3%   | 14%  | 25%  | 36%  | 47%  |
| Tran Yen          | Lào Cai     | 0%   | 0%   | 0%   | 11%  | 25%  | 39%  | 54%  |
| Doc Da Trang      | Khánh Hòa   | 0%   | 0%   | 6%   | 17%  | 28%  | 39%  | 50%  |
| Green One         | Hưng Yên    | 0%   | 0%   | 0%   | 13%  | 27%  | 40%  | 53%  |
| Tay Pho Yen       | Thái Nguyên | 0%   | 0%   | 0%   | 10%  | 20%  | 30%  | 40%  |
| Phu Ninh          | Phú Thọ     | 0%   | 0%   | 8%   | 19%  | 31%  | 42%  | 53%  |

Nguồn: VGC, MBS Research

Đến hết 2025, tổng quỹ đất gởi đầu đạt ~2,173ha, trong đó, ~1,000+ha là đất sạch, bao gồm 3 dự án mới triển khai trong 2025 như Sông Công II, Trần Yên,

Dốc Đá Trắng. Hơn nữa, ngay đầu 2026, doanh nghiệp tiếp tục được chấp thuận chủ trương đầu tư cho 3 dự án mới quy mô (~1,150ha) đảm bảo nguồn việc trong trung hạn. Trái với các dự án cũ, nhóm dự án mới chủ yếu đầu tư theo liên danh, trong đó, VGC sở hữu ~51%. Về triển vọng, chúng tôi kỳ vọng sau giai đoạn thuế quan 2025, 2026 sẽ có sự phục hồi về tốc độ bàn giao dự án, các đối tác đang cho thấy thái độ tích cực hơn rõ rệt, thể hiện rõ ở diện tích bàn giao cải thiện trong Q4/25 (~35ha) từ mức trung bình ~28ha/quý trong 9 tháng đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu 2026-27 của mảng đạt lần lượt 4,106 (+23% svck) và 5,230 tỷ đồng (+27% svck), với sự đóng góp chính của các dự án Hạng 1 tại Yên Mỹ, Thuận Thành, và nhóm dự án tại KCN Hạng 2 như Tiên Hải, Phú Hà.

Về chính sách, Nghị Định 20 và gần đây là thông tin xây dựng Nghị Quyết thu hút FDI thể hệ mới gợi mở nhiều cơ chế hỗ trợ về tiền thuê đất, phí thuế, cho nhóm khách hàng công nghệ, kích cầu trực tiếp cho KCN. VGC có những lợi thế nhất định với các KCN nằm tại thủ phủ bán dẫn, linh kiện Hạng 1 như Bắc Ninh, Hưng Yên, cũng như các khu vực vệ tinh Hạng 2 như Thái Nguyên, Phú Thọ. Nhóm khách truyền thống là các tập đoàn công nghệ lớn như Samsung, Canon, Foxconn,... phù hợp với định hướng thu hút dòng vốn FDI từ công nghệ mới. Về tiêu chuẩn KCN, trong bối cảnh khách hàng ngày càng yêu cầu cao về ESG, VGC có lợi thế về KCN xanh, tiêu biểu như Thuận Thành Ecosmart (là KCN xanh – thông minh đầu tiên); Danh mục dự án NOXH cho công nhân nằm ngay cạnh KCN; Và hệ sinh thái VLXD – Hạ tầng phù hợp, những yếu tố được cho là quan trọng không kém gì giá thuê đối với các khách hàng lớn. Nhìn về trung hạn, sau khi bàn giao xong Yên Mỹ, Thuận Thành, quỹ đất sắp tới của VGC chủ yếu nằm tại các khu vực Hạng thấp hơn như Thái Nguyên, Lào Cai, Phú Thọ, kỳ vọng biên LN gộp và giá bán sẽ không cao hơn như giai đoạn trước, chỉ còn một dự án vừa được phê duyệt nằm tại Hưng Yên đó là KCN số 1 (Green One).

Hình 18: Kế hoạch doanh thu và LN ròng 5 năm tới giai đoạn 2026-31

| Tổng cộng           |        | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031  |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) |        | 3,329 | 4,106 | 5,230 | 7,641 | 8,188 | 7,287 | 6,772 |
| Hải Yên             | 1,554  | 281   | 295   | 310   | 326   | 342   | -     | -     |
| Tiên Hải            | 4,118  | 745   | 783   | 822   | 863   | 906   | -     | -     |
| Phu Hà              | 4,430  | 623   | 689   | 723   | 759   | 797   | 837   | -     |
| Phong Dien          | 1,568  | 184   | 203   | 214   | 224   | 236   | 247   | 260   |
| Yên Mỹ              | 2,984  | 914   | 1,010 | 1,060 | -     | -     | -     | -     |
| Thuận Thành         | 8,238  | 581   | 1,126 | 1,182 | 1,241 | 1,303 | 1,368 | 1,437 |
| Sông Công II        | 7,978  | -     | -     | 174   | 732   | 769   | 807   | 848   |
| Trần Yên            | 5,151  | -     | -     | -     | 469   | 656   | 689   | 723   |
| Độc Đà Trang        | 3,846  | -     | -     | 170   | 357   | 375   | 394   | 414   |
| Green One           | 7,943  | -     | -     | -     | 898   | 943   | 990   | 1,039 |
| Tây Phố Yên         | 12,170 | -     | -     | -     | 968   | 1,016 | 1,067 | 1,120 |
| Phu Ninh            | 8,557  | -     | -     | 575   | 805   | 845   | 887   | 932   |

| LN ròng            |       | 1,341 | 1,696 | 2,018 | 2,567 | 2,855 | 2,418 | 2,096 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hải Yên (100%)     | 740   | 125   | 136   | 147   | 159   | 172   | -     | -     |
| Tiên Hải (100%)    | 1,956 | 331   | 360   | 390   | 421   | 454   | -     | -     |
| Phu Hà (100%)      | 2,411 | 320   | 362   | 389   | 417   | 446   | 476   | -     |
| Phong Dien (100%)  | 724   | 76    | 87    | 95    | 103   | 112   | 121   | 130   |
| Yên Mỹ (60%)       | 907   | 270   | 307   | 330   | -     | -     | -     | -     |
| Thuận Thành (100%) | 3,564 | 218   | 444   | 475   | 533   | 580   | 630   | 683   |
| Sông Công II (51%) | 1,497 | -     | -     | 23    | 106   | 120   | 135   | 151   |
| Trần Yên (100%)    | 2,229 | -     | -     | -     | 175   | 257   | 282   | 309   |
| Độc Đà Trang (60%) | 897   | -     | -     | 30    | 68    | 76    | 80    | 94    |
| Green One (51%)    | 2,169 | -     | -     | -     | 226   | 244   | 262   | 282   |
| Tây Phố Yên (51%)  | 2,552 | -     | -     | -     | 159   | 178   | 198   | 205   |
| Phu Ninh (51%)     | 2,311 | -     | -     | 139   | 200   | 216   | 233   | 243   |

Nguồn: VGC, MBS Research

## Mảng VLXD: Đón chờ bộ mặt mới từ 2026

*Kỳ vọng hiệu quả kinh doanh sẽ cải thiện rõ rệt sau khi tái cấu trúc*

VGC đã chính thức triển khai kế hoạch tái cấu trúc toàn Tập đoàn từ tháng 8/2025, với trọng tâm đặt vào mảng vật liệu xây dựng (VLXD). Mục tiêu của chương trình là tinh giản bộ máy vận hành, thu hẹp số lượng công ty con và tăng năng quản lý, đồng thời tái tổ chức hoạt động kinh doanh theo bốn nhóm sản phẩm chính gồm: gạch men, gốm sứ & thiết bị vệ sinh, kính xây dựng và gạch xây dựng. Theo mô hình tổ chức mới, mỗi nhóm sản phẩm sẽ được quản lý tập trung bởi một pháp nhân điều hành chủ lực duy nhất. Cách tiếp cận này giúp VGC nâng cao mức độ phối hợp giữa khâu sản xuất và tiêu thụ, chủ động cân đối cung – cầu, tối ưu hóa quản trị tồn kho và các chi phí quản lý, bán hàng. Nếu thành công, chúng ta sẽ thấy sự cải thiện rõ rệt về biên LN gộp cũng như tối ưu chi phí bán hàng và QLDN, tương tự lộ trình của GEE giai đoạn 2023-25.

*Thị trường BDS phục hồi cùng hoạt động XNK cải thiện là động lực chính*

**Về đầu vào:** Trong mảng vật liệu xây dựng, chi phí đầu vào của Viglacera tập trung chủ yếu vào nguyên vật liệu khoáng sản, năng lượng và logistics, với mức độ ảnh hưởng khác nhau giữa các nhóm sản phẩm. Đối với gạch ốp lát và sứ vệ sinh, các đầu vào chính bao gồm đất sét, cao lanh, tràng thạch, cát, men màu và phụ gia, trong đó chi phí năng lượng (khí, than, điện) chiếm tỷ trọng lớn do đặc thù quy trình nung ở nhiệt độ cao. Với kính xây dựng, nguyên liệu chủ yếu là cát silica, soda ash và dolomite, bên cạnh đó chi phí nhiên liệu cho lò nấu kính đóng vai trò then chốt trong cơ cấu giá thành. Ngoài ra, chi phí vận chuyển và logistics cũng ảnh hưởng đáng kể, do đặc thù sản phẩm nặng, giá trị trên đơn vị khối lượng thấp. VGC có lợi thế cạnh tranh cơ bản của một doanh nghiệp lớn như 1) Sở hữu và khai thác nhiều mỏ nguyên liệu trong nước như cát, đất sét, cao lanh, giúp giảm phụ thuộc vào nhập khẩu; 2) Hệ thống nhà máy phân bố rộng khắp cả nước cho phép tối ưu chi phí vận chuyển và linh hoạt điều phối sản xuất.

**Về đầu ra:** Ngành có tính cạnh tranh khốc liệt về giá, độ uy tín và năng lực quy mô lớn là yếu tố quan trọng giúp VGC giữ vững vị thế trên thị trường. Trong các năm tới, thị trường nội địa vẫn chiếm tỷ trọng lớn cơ cấu doanh thu mảng VLXD, trong đó, thị trường xây dựng dân dụng đóng vai trò quan trọng quyết định triển vọng bán hàng của doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu ở mức thận trọng 9%/năm cho trung hạn GĐ2026-30. Về LN gộp, chúng tôi tin tưởng vào bước chuyển mình mạnh mẽ về hiệu quả hoạt động của các nhóm kinh doanh, tăng trưởng lần lượt 27%/17% trong 2026-27. Trong đó, bước đầu thấy rõ những bước tăng trưởng rõ rệt của nhóm thiết bị vệ sinh và gạch trong 2025. Đối với mảng kính, hiệu quả hoạt động sẽ dần cải thiện khi nhu cầu cải thiện, cùng các kết luận cuối cùng về thuế chống bán phá giá đối với các đối thủ từ nước ngoài có lợi, đây kỳ vọng sẽ là cú hích lớn cho mảng trong bối cảnh cạnh tranh rất gay gắt.

Hình 19: Kỳ vọng mảng VLXD tiếp tục đóng góp tích cực cho tăng trưởng của tập đoàn trong 2026-27

| Doanh thu               | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027   |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Kính gương              | 1,670 | 2,910 | 2,130 | 1,816 | 2,080 | 2,265 | 2,445  |
| Sư, sen vòi phụ kiện    | 1,026 | 1,088 | 934   | 835   | 1,081 | 1,178 | 1,273  |
| Gạch ốp lát             | 2,585 | 3,587 | 3,473 | 3,691 | 3,932 | 4,286 | 4,628  |
| Gạch, ngói đất sét nung | 1,707 | 1,695 | 1,270 | 1,184 | 1,158 | 1,263 | 1,364  |
| Khác                    | 255   | 279   | 109   | 170   | 391   | 420   | 449    |
| Tổng cộng               | 7,243 | 9,559 | 7,915 | 7,696 | 8,642 | 9,412 | 10,159 |
| % svck                  |       | 32%   | -17%  | -3%   | 12%   | 9%    | 8%     |

| LN góp                  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kính gương              | 461   | 889   | 41    | 205   | (110) | 113   | 245   |
| Sư, sen vòi phụ kiện    | 285   | 376   | 267   | 204   | 350   | 381   | 420   |
| Gạch ốp lát             | 492   | 676   | 600   | 724   | 736   | 794   | 903   |
| Gạch, ngói đất sét nung | 268   | 197   | 122   | 131   | 195   | 212   | 203   |
| Khác                    | 55    | 44    | 68    | 61    | 96    | 109   | 115   |
| Tổng cộng               | 1,560 | 2,181 | 1,098 | 1,325 | 1,266 | 1,610 | 1,885 |

| Biên LN góp             | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Kính gương              | 28%  | 31%  | 2%   | 11%  | -5%  | 5%   | 10%  |
| Sư, sen vòi phụ kiện    | 28%  | 35%  | 29%  | 24%  | 32%  | 32%  | 33%  |
| Gạch ốp lát             | 19%  | 19%  | 17%  | 20%  | 19%  | 19%  | 20%  |
| Gạch, ngói đất sét nung | 16%  | 12%  | 10%  | 11%  | 17%  | 17%  | 15%  |
| Khác                    | 21%  | 16%  | 63%  | 36%  | 24%  | 26%  | 26%  |
| Tổng cộng               | 22%  | 23%  | 14%  | 17%  | 15%  | 17%  | 19%  |

Nguồn: VGC, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| Báo cáo kết quả HĐKD               |              |              |              |              | Báo cáo lưu chuyển tiền tệ                 |                |                |                |                |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                    | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F        |                                            | 2024           | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
| Doanh thu thuần                    | 12,051       | 13,507       | 14,972       | 17,181       | LN trước thuế                              | 1,630          | 2,201          | 2,465          | 3,386          |
| Giá vốn hàng bán                   | (8,389)      | (9,317)      | (10,438)     | (11,559)     | Khấu hao                                   | 1,951          | 1,862          | 2,125          | 2,203          |
| Lợi nhuận gộp                      | 3,517        | 3,998        | 4,399        | 5,420        | Thuế đã nộp                                | (427)          | (375)          | (675)          | (926)          |
| Chi phí quản lý DN                 | (744)        | (786)        | (897)        | (1,018)      | Các khoản điều chỉnh khác                  | 266            | (34)           | 140            | 90             |
| Chi phí bán hàng                   | (862)        | (920)        | -            | -            | Thay đổi VLB                               | 1,150          | 1,111          | (1,056)        | (157)          |
| LN từ HĐKD                         | 1,911        | 2,292        | 2,586        | 3,430        | <b>LCTT từ HĐKD</b>                        | <b>4,296</b>   | <b>4,508</b>   | <b>3,072</b>   | <b>4,720</b>   |
| EBITDA thuần                       | 3,862        | 4,154        | 4,711        | 5,632        | Đầu tư TSCĐ                                | (2,534)        | (2,752)        | (3,821)        | (5,495)        |
| <b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>1,911</b> | <b>2,292</b> | <b>2,586</b> | <b>3,430</b> | Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ                 | 0              | 1              | -              | -              |
| Thu nhập lãi                       | 76           | 143          | 251          | 350          | <b>LCTT từ đầu tư</b>                      | <b>(2,289)</b> | <b>(4,568)</b> | <b>(3,141)</b> | <b>(3,979)</b> |
| Chi phí tài chính                  | (310)        | (314)        | (431)        | (480)        | Thu từ PH CP, nhận góp VCSH                | -              | -              | -              | -              |
| Thu nhập ròng khác                 | 29           | 87           | 66           | 93           | Tiền vay ròng nhận được                    | (253)          | 849            | 1,414          | 407            |
| TN từ các Cty LK & LD              | (75)         | (7)          | (7)          | (7)          | Dòng tiền từ HĐTC khác                     | (69)           | (76)           | -              | -              |
| <b>LN trước thuế</b>               | <b>1,630</b> | <b>2,201</b> | <b>2,465</b> | <b>3,386</b> | Cổ tức, LN đã trả cho CSH                  | (669)          | (1,151)        | (986)          | (986)          |
| Thuế TNDN                          | (443)        | (606)        | (675)        | (926)        | <b>LCTT từ hoạt động TC</b>                | <b>(992)</b>   | <b>(378)</b>   | <b>769</b>     | <b>(184)</b>   |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 1,188        | 1,595        | 1,790        | 2,459        | Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 1,842          | 2,860          | 2,425          | 3,125          |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | (83)         | (192)        | (213)        | (305)        | LC tiền thuần trong năm                    | 1,015          | (437)          | 700            | 558            |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>              | <b>1,105</b> | <b>1,403</b> | <b>1,577</b> | <b>2,154</b> | <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>2,860</b>   | <b>2,425</b>   | <b>3,125</b>   | <b>3,683</b>   |
| Chi trả cổ tức                     | (669)        | (1,151)      | (986)        | (986)        |                                            |                |                |                |                |
| Lợi nhuận giữ lại                  | 435          | 252          | 591          | 1,168        |                                            |                |                |                |                |

| Bảng cân đối kế toán     |               |               |               |               | Các chỉ số cơ bản            |        |        |        |        |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                          | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F         |                              | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| Tiền và tương đương tiền | 2,860         | 2,425         | 3,125         | 3,683         | Tăng trưởng doanh thu thuần  | -8.7%  | 12.1%  | 10.9%  | 14.8%  |
| Đầu tư ngắn hạn          | 433           | 2,160         | 3,888         | 5,832         | Tăng trưởng EBITDA           | -22.9% | 7.6%   | 13.4%  | 19.6%  |
| Phải thu khách hàng      | 1,081         | 1,112         | 1,700         | 1,955         | Tăng trưởng LN từ HĐKD       | -2.0%  | 20.0%  | 12.8%  | 32.6%  |
| Hàng tồn kho             | 4,376         | 4,017         | 5,357         | 5,965         | Tăng trưởng LN trước thuế    | 1.8%   | 35.0%  | 12.0%  | 37.3%  |
| Tài sản ngắn hạn khác    | 714           | 642           | 804           | 843           | Tăng trưởng LN ròng          | -9.3%  | 27.0%  | 12.4%  | 36.6%  |
| Tổng tài sản ngắn hạn    | 9,464         | 10,355        | 14,850        | 18,254        | Tăng trưởng EPS              | -9.3%  | 27.0%  | 12.4%  | 36.6%  |
| Tài sản cố định          | 5,860         | 5,563         | 4,795         | 4,220         | Biên LN gộp                  | 29.2%  | 29.6%  | 29.4%  | 31.5%  |
| Tài sản vô hình          | 160           | 215           | 211           | 206           | Biên EBITDA                  | 32.0%  | 30.8%  | 31.5%  | 32.8%  |
| Xây dựng cơ bản dở dang  | 6,094         | 5,924         | 6,494         | 6,694         | Biên LN ròng                 | 9.2%   | 10.4%  | 10.5%  | 12.5%  |
| Đầu tư vào công ty con   | 1,914         | 2,174         | 1,928         | 2,478         | ROAE                         | 15.6%  | 16.1%  | 19.1%  | 21.0%  |
| Đầu tư vào công ty LDLK  | 365           | 231           | 224           | 218           | ROAA                         | 5.5%   | 5.5%   | 6.6%   | 7.4%   |
| Đầu tư dài hạn khác      | -             | -             | -             | -             | ROIC                         |        |        |        |        |
| Tài sản dài hạn khác     | 690           | 1,033         | 1,145         | 1,204         | Vòng quay tài sản            | 52.7%  | 52.4%  | 52.7%  | 59.0%  |
| Tổng tài sản dài hạn     | 15,363        | 16,086        | 15,846        | 16,223        | Cổ tức chi trả/LN ròng       | 60.6%  | 82.0%  | 62.6%  | 45.8%  |
| <b>Tổng tài sản</b>      | <b>24,827</b> | <b>26,441</b> | <b>30,696</b> | <b>34,477</b> | Tổng nợ vay/VCSH             | 128.5% | 141.4% | 136.4% | 133.9% |
| Vay & nợ ngắn hạn        | 2,572         | 2,713         | 3,326         | 3,844         | Nợ vay ròng/VCSH             | 19.6%  | 27.3%  | 30.5%  | 25.5%  |
| Phải trả người bán       | 1,754         | 1,666         | 1,898         | 2,173         | Nợ vay ròng/Tổng tài sản     | 6.1%   | 3.8%   | 0.0%   | -6.1%  |
| Phải trả ngắn hạn khác   | 4,421         | 3,937         | 4,739         | 5,210         | Khả năng thanh toán lãi vay  | 9      | 7      | 8      | 10     |
| Tổng nợ ngắn hạn         | 8,746         | 8,316         | 9,964         | 11,227        | Số ngày phải thu             | 30     | 41     | 42     | 51     |
| Vay & nợ dài hạn         | 2,240         | 2,872         | 3,673         | 3,562         | Số ngày nắm giữ hàng tồn kho | 164    | 187    | 188    | 190    |
| Các khoản phải trả khác  | 3,888         | 3,681         | 4,342         | 5,104         | Số ngày phải trả tiền bán    | 67     | 66     | 69     | 67     |
| Tổng nợ dài hạn          | 6,128         | 6,554         | 8,015         | 8,666         | Khả năng thanh toán ngắn hạn | 1.1    | 1.2    | 1.5    | 1.6    |
| <b>Tổng nợ</b>           | <b>14,874</b> | <b>14,870</b> | <b>17,980</b> | <b>19,893</b> | Khả năng thanh toán nhanh    | 0.6    | 0.8    | 1.0    | 1.1    |
| Vốn điều lệ              | 4,484         | 4,484         | 4,484         | 4,484         | Khả năng thanh toán tiền mặt | 0.4    | 0.6    | 0.7    | 0.8    |
| Thặng dư vốn cổ phần     | -             | -             | -             | -             | <b>Định giá</b>              |        |        |        |        |
| Cổ phiếu quỹ             | -             | -             | -             | -             | EPS (đồng/cp)                | 3,130  | 3,517  | 4,804  | 6,342  |
| LN giữ lại               | 1,426         | 1,609         | 2,200         | 3,367         | BVPS (đồng/cp)               | 20,059 | 21,851 | 25,136 | 30,218 |
| Các quỹ thuộc VCSH       | -             | -             | -             | -             | P/E (lần)                    | 16.0   | 14.2   | 10.4   | 7.9    |
| Chênh lệch tỷ giá        | -             | -             | -             | -             | P/B (lần)                    | 2.5    | 2.3    | 2.0    | 1.7    |
| Vốn chủ sở hữu           | 7,554         | 8,993         | 9,797         | 11,270        |                              |        |        |        |        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1,644         | 2,901         | 3,114         | 3,419         |                              |        |        |        |        |
| Tổng vốn chủ sở hữu      | 9,953         | 11,571        | 12,716        | 14,584        |                              |        |        |        |        |
| <b>Tổng nợ và VCSH</b>   | <b>24,827</b> | <b>26,441</b> | <b>30,696</b> | <b>34,477</b> |                              |        |        |        |        |

Nguồn: VGC, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

|         |                                                                 |
|---------|-----------------------------------------------------------------|
| MUA     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| NẮM GIỮ | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% |
| BÁN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%                     |

Khuyến nghị đầu tư ngành

|              |                                                                                               |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| KHẢ QUAN     | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền      |
| TRUNG LẬP    | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| KÉM KHẢ QUAN | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền     |

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:  
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Phường Ô Chợ Dừa, Hà Nội  
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601  
Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

|                                                                                                                                        |                                                                                               |                                                                                                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Giám đốc Khối Nghiên cứu</b><br><i>Trần Thị Khánh Hiền</i>                                                                          | <b>Trưởng phòng</b><br><i>Nguyễn Tiến Dũng</i>                                                |                                                                                                     |
| <b>Vĩ mô &amp; Chiến lược thị trường</b><br><i>Ngô Quốc Hưng</i><br><i>Đinh Hà Anh</i><br><i>Võ Đức Anh</i><br><i>Nghiêm Phú Cường</i> | <b>Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính</b><br><i>Đinh Công Luyến</i><br><i>Phạm Thị Thanh Hường</i> | <b>Bất động sản</b><br><i>Nguyễn Minh Đức</i><br><i>Lê Hải Thành</i><br><i>Phạm Thị Thanh Huyền</i> |
|                                                                                                                                        | <b>Công nghiệp – Năng lượng</b><br><i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i><br><i>Mai Duy Anh</i>            | <b>Dịch vụ - Tiêu dùng</b><br><i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>                                                |