

Tổng quan doanh nghiệp:

Tổng công ty Viglacera – CTCP (VGC: HOSE) là một trong những doanh nghiệp đầu ngành vật liệu xây dựng với thị trường tiêu thụ rộng khắp trong và ngoài nước. Mặt khác, VGC cũng là một trong những nhà phát triển KCN sở hữu 15 KCN, chủ yếu nằm tại miền Bắc. Song song với đó, công ty đẩy mạnh phát triển các dự án nhà ở xã hội, nhà ở công nhân để hoàn thiện hệ sinh thái KCN. VGC là doanh nghiệp thuộc hệ sinh thái của tập đoàn Gelex, được niêm yết trên sàn HSX từ năm 2019 và hiện có 22, 6 công ty liên kết công ty con hoạt động trong lĩnh vực BĐS - VLXD.

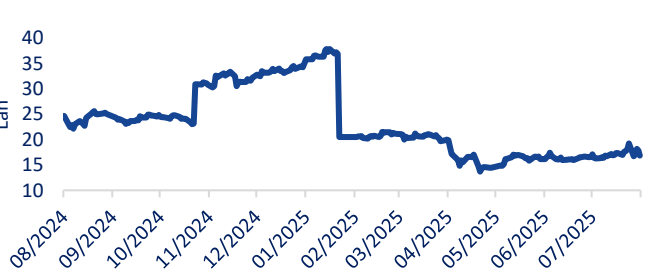
Định giá:

Định giá	66.000
Giá hiện tại	54.070

Thông tin cổ phiếu:

Số lượng CP lưu hành	572,78 triệu cổ
KLGD bình quân 1 tháng (Triệu cổ)	3,12
Biến động giá 1 tuần	-4,04%
Biến động giá 1 tháng	+23,48%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	25.825

Diễn biến P/E:



Cập nhật kết quả kinh doanh quý 2/2025:

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	Q2.2024	Q2.2025	%yoy	Lũy kế 2024	Lũy kế 2025	%yoy	Ghi chú
Doanh thu thuần	2711,7	3240,1	19,50%	5350,9	6094,8	13,90%	Doanh thu quý 2 tăng 19,5% svck nhờ: + VLXD là mảng kinh doanh chủ lực của VGC, chiếm 66% trong cơ cấu doanh thu. Trong Q2, mảng này ghi nhận doanh thu tăng 10,5% svck, chủ yếu đến từ sản phẩm gạch ốp lát, đạt 973 tỷ đồng, tăng nhẹ 2,9% svck và chiếm 45,4% doanh thu VLXD. Ngoài ra, các sản phẩm khác như sứ, sen vòi, gạch ngói cũng tăng nhẹ svck. + Doanh thu KCN tăng 37,1% svck. Ước tính VGC đã bàn giao khoảng 22 ha tại một số KCN như Thuận Thành, Tiền Hải và Yên Mỹ, giá cho thuê trung bình là 120 USD/m2 (+15% svck). Lũy kế 6T2025, diện tích đất đã bàn giao khoảng 60 ha, tăng nhẹ so với 56 ha cùng kỳ. + Doanh thu dịch vụ KCN cũng tăng trưởng mạnh 52,4% svck nhờ hưởng lợi từ việc tăng diện tích bàn giao đất KCN. + Doanh thu bất động sản tăng 64,3% svck nhờ đẩy mạnh bàn giao căn hộ tại các dự án NOXH như Đông Mai, Phú Hà. Ước tính VGC đã bàn giao khoảng 100 căn hộ trong Q2 (+69% svck). Lũy kế từ đầu năm, VGC đã bàn giao 132 căn hộ thuộc các dự án này.
- Vật liệu xây dựng	1934,8	2138,8	10,50%	3351,4	3564,5	6,40%	
- KCN	544,3	746,2	37,10%	1628,6	1967,3	20,80%	
- Dịch vụ KCN	170,1	259,3	52,40%	294,6	429,9	45,90%	
- BĐS	58,2	95,6	64,30%	71,8	132,8	85,00%	
Lợi nhuận gộp	654,1	1147,3	75,40%	1392,3	1989,1	42,90%	Lợi nhuận gộp tăng mạnh 75,4% svck nhờ giá vốn tăng nhẹ 1,7%, thấp hơn nhiều so với mức tăng doanh thu. LNG được thúc đẩy bởi mảng KCN khi biên lãi gộp mảng này đạt 102% nhờ việc điều chỉnh chi phí giá vốn.
Doanh thu tài chính	17,3	53,8	210,50%	40,1	77,6	93,80%	Doanh thu tài chính tăng 2 lần svck nhờ ghi nhận khoản lãi phát sinh từ giao dịch hợp nhất do mua lại phần vốn góp tại công ty Kính Nổi Việt Nam
Chi phí tài chính	70,6	71,6	1,50%	156,1	159,9	2,40%	
Chi phí SG&A	360,2	425,2	18,00%	655,6	781,6	19,20%	
Lợi nhuận từ HĐKD	224,2	700,5	212,50%	578,9	1115,9	92,80%	
LNST	171	540	215,70%	408,4	838,5	105,30%	Nhờ việc cải thiện giá vốn, đặc biệt mảng KCN ghi nhận giá vốn thấp ở các dự án như Thuận Thành, Phú Hà, Tiền Hải..., lợi nhuận sau thuế của VGC tăng trưởng ấn tượng 215,7% svck dù chi phí SG&A tăng 18%. Kéo theo đó, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng cũng cải thiện đáng kể.
Biên lãi gộp	24,10%	35,40%		26,02%	32,64%		
Biên lãi ròng	6,30%	16,70%		7,63%	13,76%		
% Kế hoạch DT năm	20,30%	23,10%		40%	43,50%		

Điểm nhấn doanh nghiệp:

1. Doanh thu mảng vật liệu xây dựng 1H2025 duy trì tăng trưởng

Trong 1H2025, doanh thu bán VLXD đạt 3.564,5 tỷ đồng (+6,4%) svck. Trong đó, 2 sản phẩm chủ lực là gạch ốp lát và sen vòi, sử tăng lần lượt 4,5% và 51,7% svck. Nhìn chung, doanh thu VLXD của VGC có xu hướng tăng trưởng ổn định trở lại kể từ năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu là do VGC chiếm khoảng 30% thị phần các sản phẩm gạch ốp lát và sứ, sen vòi trong nước. Bên cạnh đó, công ty cũng liên tục mở rộng thị trường xuất khẩu sang các quốc gia có yêu cầu cao như Mỹ, Anh, EU... Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong thời gian tới nhờ sự khởi sắc của ngành BĐS, làm tăng nhu cầu sử dụng VLXD. Ước tính cả năm 2025, doanh thu bán VLXD đạt 8.342,8 tỷ đồng (+6,4% svck).

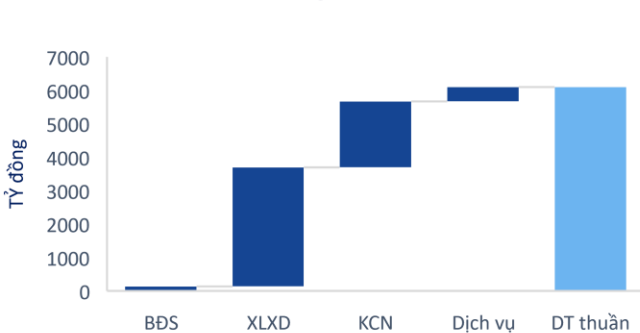
2. Doanh thu cho thuê đất KCN ít chịu tác động từ chính sách thuế quan

VGC hiện đang vận hành 15 KCN, chủ yếu tập trung tại các khu vực kinh tế trọng điểm miền Bắc như Bắc Ninh, Hà Nam, Hưng Yên, Quảng Ninh... với tổng diện tích 4.600 ha, lớn thứ 2 tại miền Bắc và đứng thứ 3 cả nước, chỉ sau liên doanh VSIP (11.000 ha) và KBC (7000 ha). Diện tích đất thương phẩm còn lại khoảng 1.100 ha. Bên cạnh đó, VGC cũng tập trung thu hút các ngành có giá trị cao như công nghệ, viễn thông, dược phẩm và năng lượng mới - những ngành nghề ít chịu ảnh hưởng của thuế quan. Mặt khác, một số khách hàng lớn gồm Foxconn, BYD, Ankor... chưa có tín hiệu dịch chuyển sản xuất khỏi Việt Nam. thậm chí nhiều DN vẫn có nhu cầu tiếp tục mở rộng sản xuất. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chính sách thuế quan mới sẽ không tạo ra nhiều ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của VGC trong trung hạn.

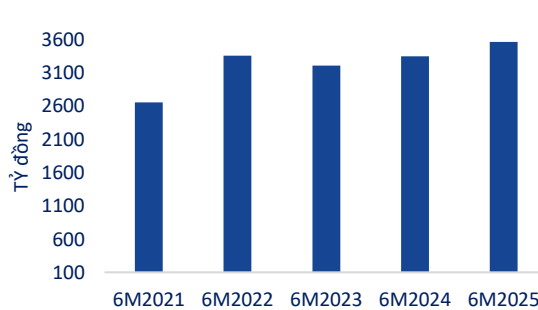
3. Câu chuyện thoái vốn nhà nước

Bộ xây dựng hiện đang trong quá trình thẩm định và hỗ trợ quá trình thoái vốn tại VGC với tỷ lệ cổ phần là 38,6%. Trong khi Gelex không có kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu. Do đó, nếu kế hoạch thoái vốn được thực hiện trong năm nay, VGC có thể tìm kiếm các nhà đầu tư chiến lược. Từ đó, huy động thêm nguồn lực tài chính để phát triển các dự án KCN mới.

Doanh thu các mảng kinh doanh 1H2025



Doanh thu gạch ốp lát so với cùng kỳ các năm



TỔNG CÔNG TY VIGLACERA (VGC – HSX)

Khuyến nghị của VFS:

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và LNST năm 2025 của VGC lần lượt là 12.654 tỷ đồng (+6,2% svck) và 1.265 tỷ đồng (+6,6% svck) nhờ (1) doanh thu VLXD đạt 8.843 tỷ đồng (+7% svck) do hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng dự án BĐS; (2) doanh thu cho thuê KCN đạt 3.147,6 tỷ đồng (-21,3%) do ước tính thận trọng VGC sẽ bàn giao khoảng 100 ha đất, thấp hơn so với 150 ha của năm trước với giá cho thuê 120 USD/m2 (+15% svck); (3) doanh thu BĐS đạt 531,2 tỷ đồng (+179% svck) nhờ đẩy mạnh bàn giao các sản phẩm NOXH.

Chúng tôi định giá theo 2 phương pháp P/B và DCF và đưa ra mức định giá hợp lý với VGC là **66.000 VND/cổ phiếu**.

Biến động của VGC và VN-Index trong vòng 1 năm



© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	Ngoc.le@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.