

# TCT Viglacera (VGC)

## Chu kỳ mới

25/02/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang  
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

**VGC nắm giữ vị thế dẫn đầu trong các mảng kinh doanh**

Viglacera giữ vị thế dẫn đầu ngành VLXD (nội thất) tại Việt Nam với một số ngành nghề chính là gạch ốp lát, kính xây dựng, sứ - thiết bị vệ sinh. Trong mảng BĐS KCN, VGC sở hữu quỹ đất KCN lớn nhất khu vực phía Bắc với tổng diện tích hơn 5,966ha, đây là tiềm năng phát triển trong dài hạn của doanh nghiệp.

**Mảng BĐS KCN - kỳ vọng tăng trưởng nhờ làn sóng đầu tư mạnh mẽ từ FDI ngành công nghệ**

Nhu cầu thuê đất KCN giai đoạn 2026–2027 dự kiến tăng nhờ làn sóng FDI công nghệ cao, khi chu kỳ đầu tư công nghệ toàn cầu bước vào pha tăng tốc; VGC với quỹ đất lớn phía Bắc và vị trí hạ tầng thuận lợi có lợi thế đón đầu xu hướng này. Năm 2026/2027, KBSV dự báo doanh số bàn giao đất KCN của VGC đạt 130/142ha, tại KCN Phú Hà, Yên Phong IIC, Sông Công II.... Theo đó, doanh số cho thuê đất của VGC năm 2026/2027 đạt 3,919/4,342 tỷ đồng, tương đương 18.9%/+10.8%YoY.

**Mảng kinh doanh VLXD - tái cơ cấu cải thiện biên lợi nhuận**

KBSV ước tính doanh thu mảng VLXD 2026/2027 đạt VLXD 2025/2026 đạt 10,103/10,726 tỷ VND (+11%/+6.2%YoY), biên lợi nhuận gộp đạt 17% (+2.4pps), được đóng góp chính từ: (1) Mảng kính hưởng lợi khi Việt Nam đã áp dụng thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm kính từ Malaysia và Indonesia (từ 15.17% - 63.39%) và tăng sản lượng từ nhà máy VFG; (2) Mảng gạch ốp lát và mảng sứ sen vôi, thiết bị vệ sinh khác tăng trưởng ổn định nhờ thị trường BĐS hồi phục, đặc biệt gia tăng phân khúc NOXH giúp gia tăng nhu cầu VLXD phân khúc trung bình - phân khúc chính của VGC.

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 65,700 VND/cổ phiếu**

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VGC với giá mục tiêu là 65,700VND/cổ phiếu, tương đương với tiềm năng tăng giá 25.5% với giá đóng cửa ngày 25/02/2026.

## Mua lần đầu

Giá mục tiêu	VND 65,700
Tăng/giảm (%)	25.5%
Giá hiện tại (25/02/2026)	VND 52,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 59,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	22.8/0.8

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	11.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	22.8/0.8
Sở hữu nước ngoài (%)	5.7%
Cổ đông lớn	GEX (50.2%)

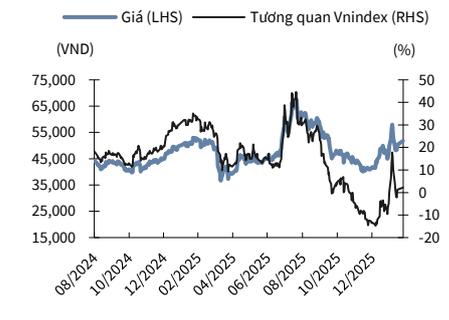
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	21.6	1.6	21.6	0.0
Tương đối	-2.1	-1.3	19.6	-2.0

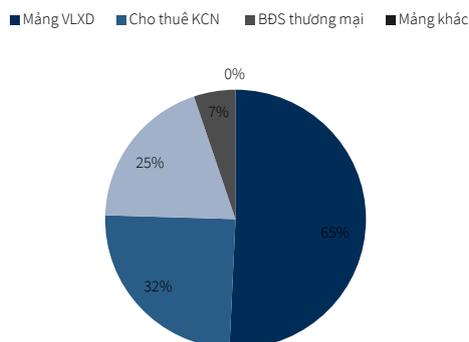
### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	11,906	13,315	14,931	16,053
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,602	2,115	2,370	2,786
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,105	1,403	1,622	1,907
EPS (VND)	2,649	3,557	4,112	4,835
Tăng trưởng EPS (%)	2.2	34.3	15.6	17.6
P/E (x)	17.0	12.6	12.7	10.8
P/B (x)	2.1	1.8	1.9	1.8
ROE (%)	12.2%	14.8%	15.3%	16.6%
Tỷ suất cổ tức (%)	3.5	5.7	4.0	4.6

Nguồn: Fiinpro, KBSV



## Cơ cấu doanh thu 2025



## Hoạt động kinh doanh

Tổng Công ty Viglacera (VGC) hoạt động trong hai lĩnh vực chính là sản xuất vật liệu xây dựng và bất động sản. Viglacera giữ vị thế dẫn đầu ngành VLXD tại Việt Nam và đạt kim ngạch xuất khẩu khoảng 30 triệu USD mỗi năm, hiện diện tại hơn 40 quốc gia và vùng lãnh thổ. Trong mảng bất động sản, VGC đang sở hữu 20 khu công nghiệp với tổng diện tích hơn 5,966 ha và phát triển 18 dự án khu đô thị, nhà ở trên gần 300 ha.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

## Chú thích

VGC sở hữu quỹ đất KCN lớn nhất khu vực phía bắc với tổng diện tích hơn 5,966ha, đón đầu làn sóng FDI ngành công nghệ cao

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Mảng kinh doanh VLXD tích cực nhờ biên LNG cải thiện và thị trường BĐS hồi phục

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Tiếp tục tái cơ cấu doanh nghiệp, cải thiện hoạt động kinh doanh trong dài hạn

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

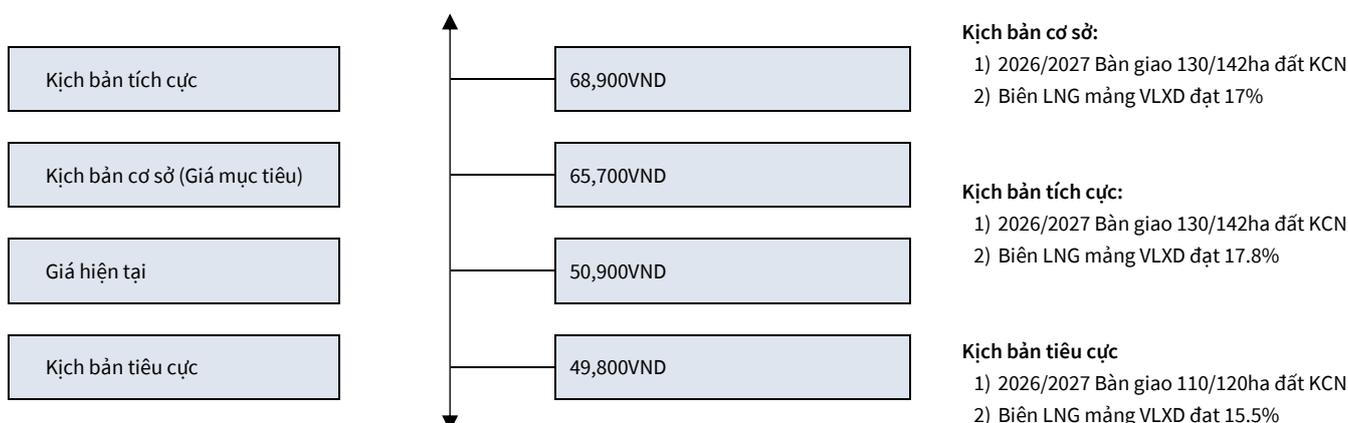
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	14,998	16,439	-	-	14,155	16,251	+5%	-1%
EBIT	2,552	3,027	-	-	2,493	3,285	+2%	-11%
LNST công ty mẹ	1,623	1,983	-	-	1,482	2,008	+9%	-5%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá

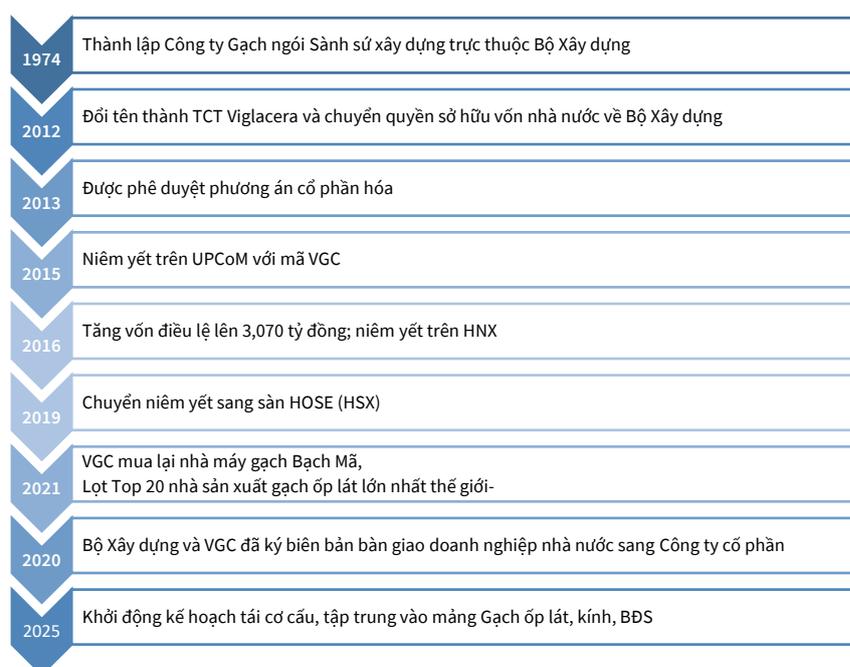


## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty Viglacera (HSX: VGC) – CTCP hoạt động sản xuất kinh doanh trong 2 lĩnh vực cốt lõi là Sản xuất Vật liệu xây dựng (VLXD) và lĩnh vực BĐS. Viglacera là doanh nghiệp nội địa hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh VLXD ở Việt Nam; đối với thị trường quốc tế, các sản phẩm của VGC hiện diện trên 40 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới như Mỹ, EU, Úc..., kim ngạch xuất khẩu hàng hóa hàng năm đạt khoảng 30 triệu USD. Ở lĩnh vực bất động sản, Công ty hiện đang sở hữu và vận hành 20 KCN với tổng quy mô trên 5,966 ha và phát triển 18 dự án khu đô thị, nhà ở với tổng diện tích hơn 300 ha trên toàn quốc.

Bên cạnh đó, năm 2025 ghi nhận dấu mốc quan trọng khi doanh nghiệp khởi động kế hoạch tái cơ cấu, theo đó công ty sẽ tập trung vào các mảng kinh doanh như Kính chất lượng cao, Gạch ốp lát và BĐS KCN.

**Biểu đồ 1. Lịch sử hình thành và phát triển**



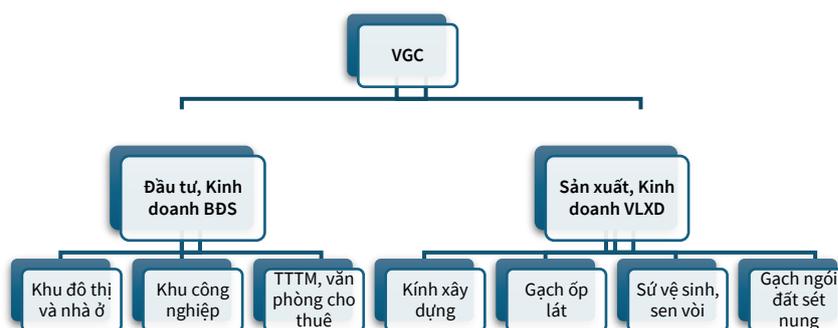
Nguồn: VGC, KBSV

### Cấu trúc doanh nghiệp và Cơ cấu sở hữu

Tính đến ngày 30/12/2025, Viglacera hiện đang có 21 công ty con trực tiếp, 18 công ty liên doanh liên kết, hoạt động trong hai lĩnh vực là sản xuất vật liệu xây dựng (VLXD) và đầu tư kinh doanh Bất động sản KCN.

VGC có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 4,483 tỷ VND. Các cổ đông lớn bao gồm: Công ty TNHH Thiết bị điện Gelex nắm giữ 50.2%, Bộ Xây dựng nắm giữ 38.6%, Các cổ đông khác 11.2%.

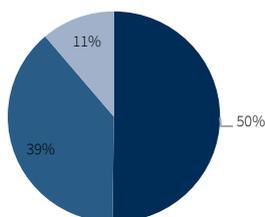
**Biểu đồ 2. Cấu trúc các hoạt động kinh doanh VGC**



Nguồn: VGC, KBSV

**Biểu đồ 3. Cơ cấu cổ đông**

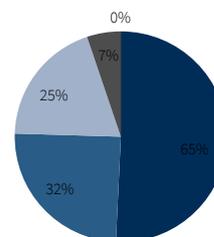
■ CTCP Hạ tầng Gelex ■ Bộ Xây dựng ■ Các cổ đông khác



Nguồn: VGC, KBSV

**Biểu đồ 4. Cơ cấu doanh thu 2025**

■ Màng VLXD ■ Cho thuê KCN ■ BĐS thương mại ■ Màng khác



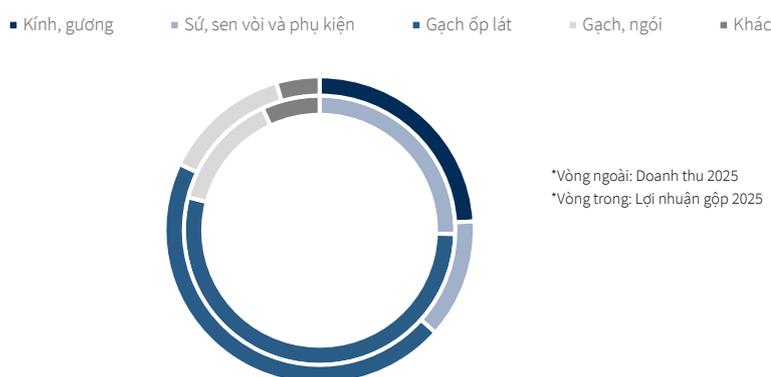
Nguồn: VGC, KBSV

# HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

## 1. Vật liệu xây dựng

VGC chủ yếu sản xuất các sản phẩm VLXD bao gồm: (1) Gạch ốp lát; (2) Kính xây dựng; (3) Sứ vệ sinh, sen vòi và phụ kiện; (4) Gạch xây dựng, gạch ngói.

**Biểu đồ 5. Tỷ trọng Doanh thu và Lợi nhuận gộp các mảng sản xuất VLXD năm 2025**



Nguồn: VGC, KBSV

### Gạch ốp lát - Mảng kinh doanh VLXD chính

#### Nguyên liệu đầu vào được mua từ các mỏ nội địa

Về nguyên liệu đầu vào, phần xương gạch sử dụng các loại đất sét, fenspat và cao lanh, chiếm 20 – 25% chi phí sản xuất, được khai thác từ các mỏ nội địa tại Hải Dương, Hòa Bình và Lào Cai, giúp VGC kiểm soát được một phần nguồn nguyên vật liệu. Trong khi đó, men và chất tạo màu trắng phủ, chiếm khoảng 15 – 20% chi phí sản xuất, được nhập khẩu từ Trung Quốc, do đó chịu ảnh hưởng từ biến động giá nhập khẩu. Ngoài ra, nhiên liệu sản xuất là than – chiếm khoảng 25–35% chi phí sản xuất – được VGC chủ yếu thu mua từ các mỏ tại Quảng Ninh.

Về sản xuất, VGC sở hữu 8 nhà máy sản xuất các sản phẩm Gạch ốp lát với tổng công suất đạt 43 triệu m<sup>2</sup>/năm (bảng 1).

#### Chuỗi cung ứng sản phẩm - cạnh tranh khốc liệt cả với doanh nghiệp trong và ngoài nước

Thị trường trong nước (chiếm 80-90% doanh thu của VGC), gạch ốp lát ở Việt Nam khá phân mảnh và chịu áp lực cạnh tranh lớn từ các sản phẩm được nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Tuy vậy, Việt Nam đã duy trì mức thuế nhập khẩu cao (35-50% HS 6907), do đó, về căn bản các doanh nghiệp nội địa, đặc biệt là VGC vẫn duy trì được sức cạnh tranh đối với gạch ốp lát nhập khẩu. Ngoài ra, VGC tập trung vào phát triển mảng gạch ốp lát granite và porcelain khổ to - 2 sản phẩm chất lượng cao có lợi thế cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu, một phần do loại gạch khổ to làm gia tăng chi phí vận chuyển cho các sản phẩm nhập khẩu.

Tính đến cuối năm 2025, VGC ước chiếm khoảng 30% thị phần gạch ốp lát tại

thị trường nội địa. Các đối thủ cạnh tranh lớn khác trong ngành bao gồm Prime Group (công suất khoảng 70 triệu m<sup>2</sup>/năm) và Đồng Tâm (công suất khoảng 15 triệu m<sup>2</sup>/năm).

### Mỹ là thị trường xuất khẩu chính

Thị trường xuất khẩu (chiếm 15 - 20% doanh thu của VGC), các sản phẩm gạch ốp lát của Viglacera hiện được xuất khẩu đến hơn 40 quốc gia. Trong đó thị trường Mỹ là lớn nhất, chiếm khoảng 41% tổng kim ngạch xuất khẩu, điều này một phần nhờ việc cạnh tranh với các sản phẩm từ Ấn Độ, Trung Quốc, do Mỹ áp thuế với gạch ốp lát các thị trường này từ 50 - 200%.

### Định hướng sản phẩm - tập trung vào phân khúc cao cấp

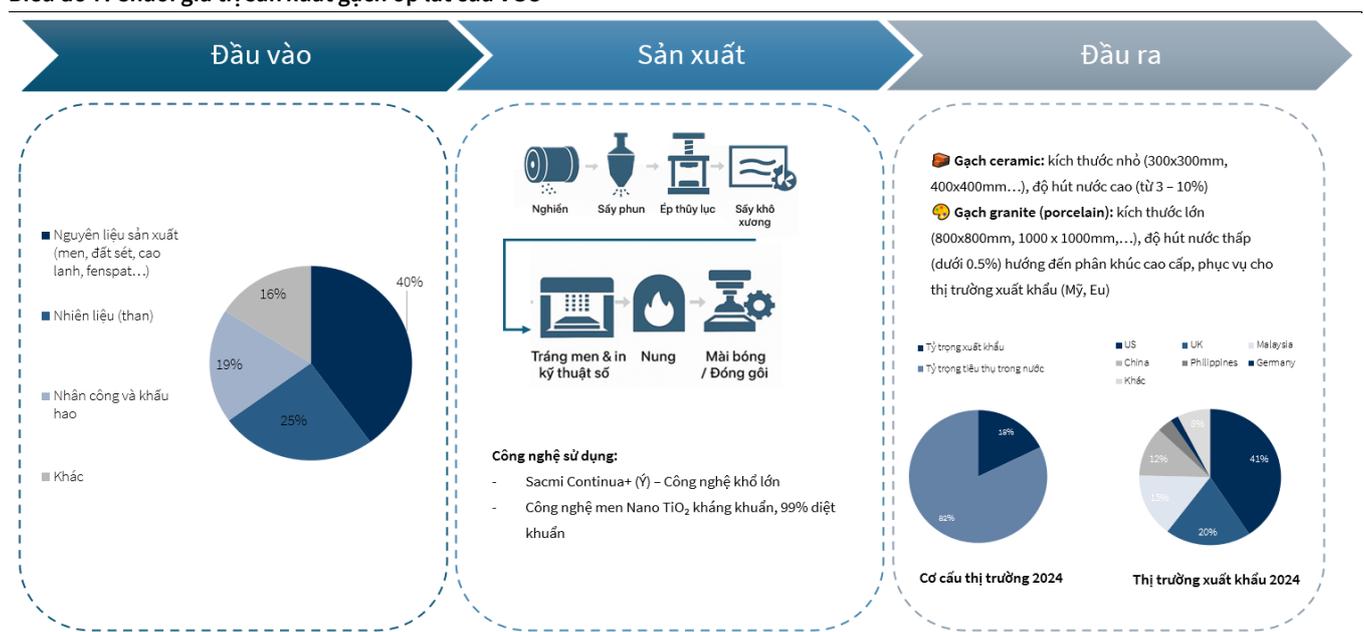
VGC tập trung đẩy mạnh sản xuất vào phân khúc cao cấp (porcelain khổ lớn, thiết kế đặc biệt) có biên lợi nhuận tốt (biên LNG ~ 20%) và ít bị cạnh tranh hơn. Đồng thời, đặt mục tiêu đẩy mạnh các thị trường xuất khẩu như Mỹ, EU.

**Bảng 6. Nhà máy sản xuất gạch ốp lát của VGC**

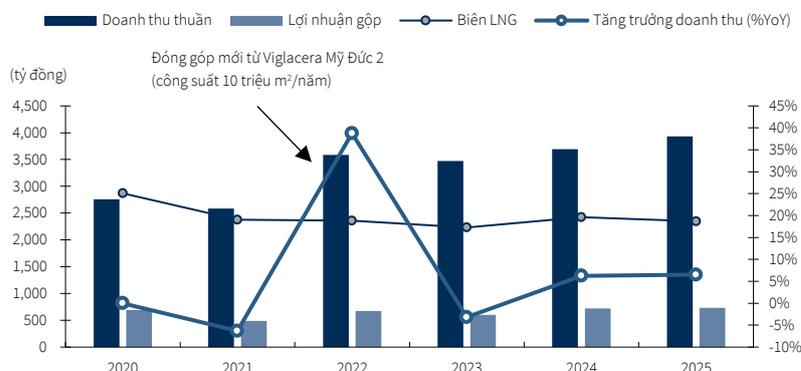
STT	Tên nhà máy	Địa điểm	Thời gian vận hành	Công suất thiết kế (triệu m <sup>2</sup> /năm)	Các sản phẩm
1	Viglacera Mỹ Đức 2	Bà Rịa – Vũng Tàu	2018	10	Gạch porcelain khổ lớn, gạch ốp lát cao cấp, ứng dụng công nghệ Continua+
2	Viglacera Eurotile	Quảng Trị	2022	9	Gạch ốp lát nghệ thuật, gạch granite – ceramic cao cấp
3	Viglacera Mỹ Đức 1	Bà Rịa – Vũng Tàu	2017	3	Gạch granite, gạch ceramic phổ thông
4	Viglacera Thái Bình	Thái Bình	2009	2	Gạch granite, gạch lát nền nội – ngoại thất
5	Viglacera Yên Phong	Bắc Ninh	2005	4	Gạch granite kích thước lớn, gạch kháng khuẩn, sản phẩm thân thiện môi trường
6	Viglacera Tiên Sơn	Bắc Ninh	2001	4	Gạch granite, gạch men matt bóng
7	Viglacera Bình Dương	Dĩ An, Bình Dương	2000	3	Gạch ốp lát ceramic cho thị trường miền Nam
8	Viglacera Hạ Long	Quảng Ninh	1979 2015 - Tăng công suất lên 8 triệu m <sup>2</sup> /năm	8	Gạch granite, gạch ceramic nội thất, dòng trung cấp phục vụ dân dụng
<b>Tổng cộng</b>				<b>43</b>	

Nguồn: VGC, KSV

**Biểu đồ 7. Chuỗi giá trị sản xuất gạch ốp lát của VGC**



Nguồn: VGC, Tradedata, KBSV

**Biểu đồ 8. Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng Gạch ốp lát**

Nguồn: VGC, KBSV

## Kính xây dựng - tăng công suất khi sở hữu nhà máy VFG

### Nguyên liệu đầu vào chủ yếu được nhập khẩu

Hai nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất của mảng Kính xây dựng bao gồm: (1) dầu FO chiếm tỷ trọng từ 60–65% với công nghệ kính cán và 35–40% với kính nổi; (2) soda chiếm 20–25% chi phí. Cả hai loại nguyên liệu này đều phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu, khiến giá thành sản xuất kính bị ảnh hưởng trực tiếp bởi biến động của thị trường quốc tế. Ngoài ra, các nguyên liệu khác như Cát và penspat, VGC có thể kiểm soát một phần chi phí đầu vào nhờ sở hữu 2 công ty con khai thác cát (CTCP Cát Vân Hải) và khai thác penspat (CTCP Khoáng sản Viglacera).

Về Sản xuất, VGC sở hữu 6 nhà máy sản xuất và lắp dựng Kính xây dựng (bảng 2). Năm 2025, VGC gia tăng sở hữu tại VFG - công ty sản xuất kính nổi theo công nghệ Nhật, nâng tổng công suất mảng kính của VGC đạt hơn 113 triệu m<sup>2</sup>/năm.

### Chuỗi cung ứng sản phẩm - Tiêu thụ tại thị trường nội địa

Các sản phẩm kính xây dựng của Viglacera chủ yếu phục vụ thị trường nội địa. Viglacera đứng đầu thị phần mảng sản xuất kính xây dựng tại Việt Nam, chiếm khoảng 40% thị phần tiêu thụ Kính xây dựng trong nước. Tuy vậy, mảng kính xây dựng của VGC đang chịu áp lực cạnh tranh đa chiều đến từ hàng nhập khẩu của Trung Quốc, Malaysia, Philippine. Ở phân khúc phổ thông, kính nhập khẩu từ có giá thấp hơn 5–10%, tạo sức ép giảm giá lên các nhà sản xuất trong nước. Trong khi đó, ở phân khúc cao cấp như kính low-E hoặc kính phủ phản quang, các sản phẩm từ Hàn Quốc và EU lại vượt trội về công nghệ, khiến VGC gặp khó trong việc cạnh tranh cả về chất lượng lẫn tiêu chuẩn kỹ thuật.

### Định hướng tập trung sản xuất các sản phẩm Kính kỹ thuật cao

Hiện tại, VGC có định hướng tập trung sản xuất các sản phẩm Kính kỹ thuật cao (kính nổi trắng/siêu trắng, kính lowe, kính Solar Colar). Đây là các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận gộp cao hơn gấp đôi kính thường (10–30%). VGC cũng có lợi thế nhất định khi sở hữu các công ty cung ứng nguyên liệu trong nước

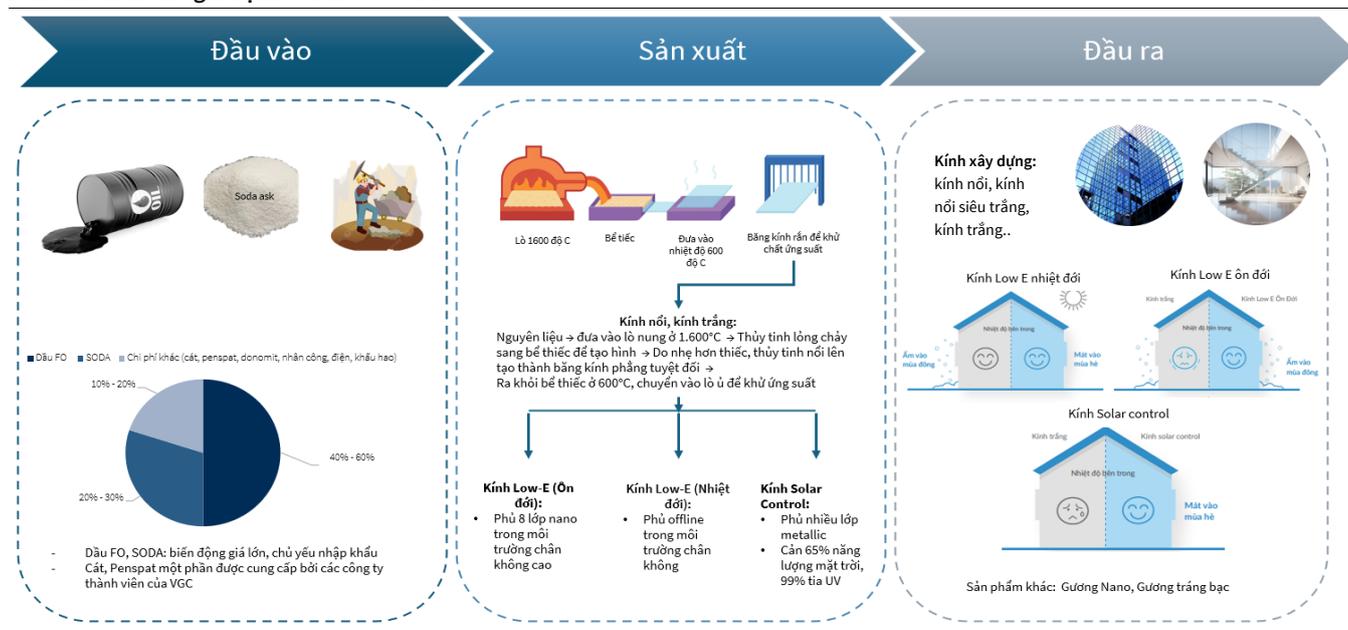
như CTCP Cát Vân Hải và CTCP Khoáng sản Viglacera, giúp kiểm soát một phần chi phí đầu vào như cát và penspat.

**Bảng 9. Nhà máy sản xuất kính của VGC**

Tên nhà máy	Địa điểm	Chủ sở hữu / Liên doanh	Công suất thiết kế	Thời gian vận hành và Tình trạng hoạt động (2025)	Sản phẩm chính / Ghi chú
1 Nhà máy Kính nổi Viglacera (VIFG)	Bình Dương	Viglacera	420 tấn/ngày (~24,5 triệu m <sup>2</sup> QTC/năm)	Vận hành: 2016 Đã dừng hoạt động từ 2023	Kính nổi trắng, màu, phản quang, Low-E, Solar Control
2 Nhà máy Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (PFG)	Bà Rịa – Vũng Tàu	Viglacera (65%) + Khải Thịnh + IDICO	GĐ1: 600 tấn/ngày (38 triệu m <sup>2</sup> QTC/năm)	Vận hành GĐ1: 2020 (Kế hoạch: GĐ2: 900 tấn/ngày)	Kính siêu trắng, kính tiết kiệm năng lượng, Solar Control
3 Nhà máy sản xuất kính tiết kiệm năng lượng	Bình Dương	Viglacera	GĐ1: 2,3 triệu m <sup>2</sup> /năm	Vận hành: 2017	Kính Low-E, Solar Control
4 Nhà máy Kính nổi – Công ty TNHH Kính nổi Việt Nam (VFG)	Bắc Ninh	Viglacera (100% từ 2025)	500 tấn/ngày (~30 triệu m <sup>2</sup> QTC/năm)	Vận hành: 2014	Kính nổi không màu (kính trắng), kính nổi màu
5 Nhà máy gia công kính – CTCP Kính VGC Đập Cầu	Bắc Ninh	Viglacera (86,4%)	13,5 triệu m <sup>2</sup> QTC/năm	Vận hành: 2006	Từ 2015 chuyển đổi sang gia công kính xây dựng cao cấp
6 Lắp dựng kính – Công ty TNHH MTV (thuộc VGC)	Bắc Ninh	Viglacera (100%)	Không công bố	Vận hành: 2017	Thi công lắp dựng kính: vách kính, lan can, cầu thang kính,...

Nguồn: VGC, KBSV

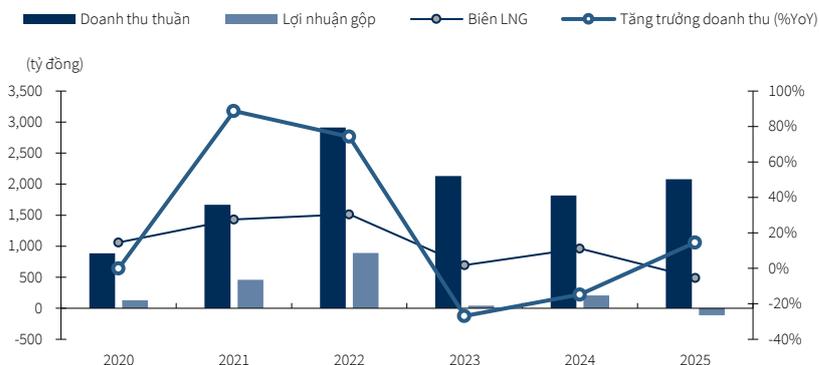
**Biểu đồ 10. Chuỗi giá trị sản xuất kính VGC**



Nguồn: KBSV

Năm 2025, ghi nhận lỗ, do áp lực cạnh tranh giá lớn từ các sản phẩm nhập khẩu

**Biểu đồ 11. Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng kính của VGC**



Nguồn: VGC, KBSV

## Sứ vệ sinh, sen vòi

### Nguyên liệu đầu vào chủ yếu nhập từ trong nước

Với sản phẩm sứ vệ sinh, VGC sử dụng các nguyên liệu chính như đất sét trắng, cao lanh và fenspat – đều được khai thác từ các mỏ trong nước, trong đó fenspat còn được cung ứng bởi công ty thành viên là CTCP Khoáng sản Viglacera. Ngược lại, đối với mảng sen vòi chịu ảnh hưởng lớn từ giá đồng thời thế giới – nguyên liệu chiếm tới 80% giá thành sản phẩm, do đó chịu nhiều rủi ro liên quan đến biến động giá đồng thế giới.

### Về sản xuất - áp dụng công nghệ mới – Phủ PVD, tăng chất lượng sản phẩm

Về sản xuất, trong năm 2025, VGC đã mở cửa trở lại Nhà máy Mỹ Xuân (750,000 sản phẩm/năm), đưa tổng công suất đạt 2,550,000 bộ sản phẩm/năm (90% sản phẩm sứ vệ sinh, 10% sản phẩm sen vòi), chiếm 11% năng lực sản xuất toàn ngành (năm 2018). Đồng thời, VGC cũng áp dụng công nghệ mới – công nghệ phủ PVD hợp tác với Protec Surface Technologies S.r.l (Ý) với lớp phủ PVD có độ cứng gấp 3 lần so với mạ Niken – Crom truyền thống và gấp 5 – 10 lần so với mạ tĩnh điện, giúp chống trầy xước, ăn mòn và oxi hóa hiệu quả.

### Chuỗi cung ứng sản phẩm

Hầu hết các sản phẩm Sứ vệ sinh và Sen vòi của VGC được tiêu thụ trong nước phân khúc trung cấp. Tuy vậy, thị trường thiết bị vệ sinh tại Việt Nam do các thương hiệu nước ngoài chiếm ưu thế, đặc biệt là INAX (Nhật Bản), Caesar (Đài Loan) và TOTO (Nhật Bản) (khoảng 50% thị phần), VGC chiếm thị phần khoảng 10%

### Định hướng sản phẩm

VGC định hướng các sản phẩm thiết bị vệ sinh (Sứ vệ sinh và sen vòi) tập trung vào phân khúc trung cấp có giá bán thấp hơn các thương hiệu nước ngoài, hướng đến đại bộ phận người tiêu dùng. Đây cũng chính là lợi thế cạnh tranh của VGC.

**Bảng 12. Nhà máy sản xuất Sứ vệ sinh, sen vòi của VGC**

	Địa điểm	Công suất thiết kế (sp/năm)	Năm đi vào hoạt động	Sản phẩm chính
Nhà máy Sứ Viglacera Thanh Trì	Thanh Trì, Hà Nội	500,000	1999	Bồn cầu, chậu rửa, phụ kiện sứ
Nhà máy Sứ Viglacera Việt Trì	Việt Trì, Phú Thọ	450,000	2000	Sứ vệ sinh truyền thống và cao cấp
Nhà máy Sứ Viglacera Bình Dương	Dĩ An, Bình Dương	350,000	2006	Thiết bị vệ sinh men Nano nung
Nhà máy Sứ Viglacera Mỹ Xuân	Tân Thành, Bà Rịa – Vũng Tàu	750,000	2017 Đóng cửa từ 2021, sau đó đã mở cửa trở lại vào đầu 2025	Thiết bị vệ sinh cao cấp, hướng xuất khẩu
Nhà máy Sen Vòi Viglacera	Tây Mỗ, Nam Từ Liêm, Hà Nội	500,000	2015	Sen tắm, vòi rửa, phụ kiện sen vòi
<b>Tổng công suất</b>		<b>2,550,000</b>		

Nguồn: KBSV tổng hợp

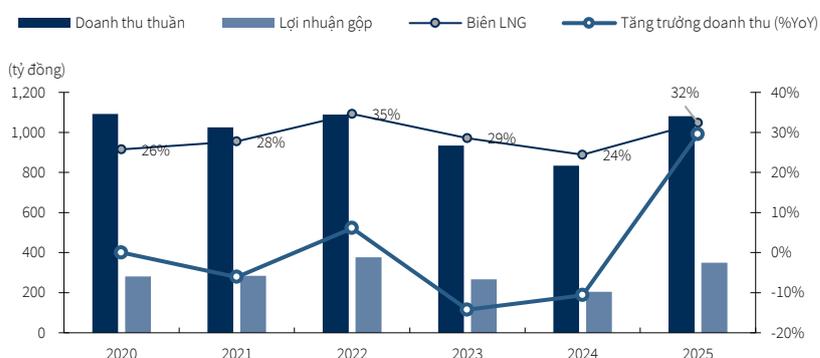
**Bảng 13. So sánh các sản phẩm Sứ vệ sinh và sen vòi so với các nhãn hiệu khác**

	Viglacera	Inax (Nhật Bản)	Toto (Nhật Bản)	Caesar (Đài Loan)	Cotto (Thái Lan)
<b>Xuất xứ</b>	Việt Nam	Nhật Bản / sản xuất tại VN	Nhật Bản / sản xuất tại VN	Đài Loan / sản xuất tại VN	Thái Lan / sản xuất tại VN
<b>Sản phẩm chính</b>	Bồn cầu, chậu rửa, sen vòi, phụ kiện	Bồn cầu, chậu, sen vòi, thiết bị nhà tắm	Bồn cầu, sen thông minh, chậu, vòi	Sứ vệ sinh, sen vòi	Sứ vệ sinh, vòi nước, phụ kiện
<b>Phân khúc giá</b>	Bình dân – trung cấp	Trung cấp	Cao cấp	Bình dân	Trung cấp
<b>Chất lượng men sứ</b>	Men Nano nung, chống bám bẩn	Aqua Ceramic, chống bám cặn	Cefiontect – siêu mịn, kháng khuẩn	Men sứ phủ nano	Men tráng kính chất lượng cao
<b>Công nghệ xả bồn cầu</b>	Xả xoáy tiết kiệm nước, nắp rơi êm	Eco-X, Dual Flush	Tornado Flush, xả êm – mạnh mẽ	Xả hút – rửa sạch tương đối	Xả xoáy – tiết kiệm nước
<b>Sen vòi</b>	Đúc áp lực thấp, mạ PVD, kháng chì	Đồng mạ Crom, đầu vòi tiết kiệm nước	Inox 304 cao cấp, vòi cảm ứng	Mạ Niken – Crom	Mạ bóng, công nghệ chống rỉ
<b>Bảo hành (trung bình)</b>	2 – 5 năm	2 – 10 năm	5 – 12 năm	2 – 5 năm	2 – 5 năm
<b>Ưu điểm nổi bật</b>	Giá cạnh tranh, hàng “Make in Vietnam” Công nghệ tương đương với Caesar nhưng giá thành thấp hơn	Công nghệ Nhật, chất lượng ổn định	Sang trọng, công nghệ tiên tiến nhất	Giá cạnh tranh, mẫu mã phổ thông	Thiết kế trang nhã, bền
<b>Yếu điểm</b>	Thiết kế còn đơn giản ở phân khúc thấp – trung cấp	Giá cao	Giá rất cao, hướng khách hàng cao cấp	Không có dòng cao cấp rõ rệt Công nghệ tương đương với VGC nhưng giá thành cao hơn	Ít đổi mới mẫu mã
<b>Mức giá phổ biến (tr VNĐ/bộ sản phẩm)</b>	4-7	8-14	12-25+	5-9	6-10
<b>Thị phần</b>	10 - 15%	30%	10%	10 - 15%	5%

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 14. Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng Sứ vệ sinh và sen vòi**

2025, KQKD tăng trưởng mạnh nhờ tiêu thụ cho các dự án NOXH tăng



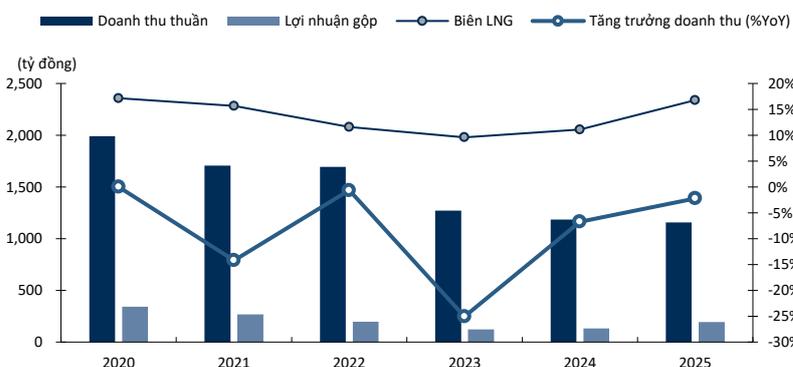
Nguồn: VGC, KBSV

## Màng gạch ngói và các sản phẩm từ đất sét nung

### Tái cơ cấu, thu hẹp sản xuất

Tổng công suất thiết kế sản xuất Gạch ngói và các loại gạch xây dựng của VGC khoảng 1 tỷ viên/năm. Tuy nhiên, từ 2015 đến nay mảng này liên tục bị thu hẹp, cụ thể VGC đã thoái vốn/giảm sở hữu và chuyển đổi sản xuất tại 3 công ty con trong mảng này bao gồm CTCP Viglacera Từ Sơn; CTCP Viglacera Hợp Thịnh (Nhà máy gạch Hợp Thịnh đã tạm dừng hoạt động sản xuất từ tháng 1 năm 2019); CTCP Viglacera Từ Liêm. Nguyên nhân là do: (1) Công nghệ lạc hậu, không đáp ứng được nhu cầu hiện đại ưu tiên dùng vật liệu nhẹ, vật liệu không nung và tiêu tốn nhiên liệu; (2) Chính phủ Việt Nam đã có lộ trình loại bỏ gạch đất sét nung thủ công nhằm giảm phát thải CO<sub>2</sub> và bảo vệ tài nguyên đất sét; (3) Thị trường cạnh tranh gay gắt.

**Biểu đồ 15. KQKD mảng sản xuất Gạch ngói và các sản phẩm đất nung**



Nguồn: VGC, KBSV

## 2. BĐS Khu công nghiệp - Sở hữu quỹ đất lớn

Tổng diện tích quỹ đất KCN của VGC hiện đạt trên 5,966 ha, trong đó còn khoảng 2,461 ha diện tích thương mại còn lại. Các KCN của VGC chủ yếu phân bố tại khu vực phía Bắc, nơi sở hữu lợi thế địa lý giáp Trung Quốc, thuận lợi cho việc kết nối chuỗi cung ứng. Nhờ đó, các KCN của VGC có sức hấp dẫn cao đối với các doanh nghiệp công nghệ cao, đặc biệt trong lĩnh vực điện tử, bán dẫn và Pin xe điện. Một số khách hàng lớn như: Samsung, Amkor, Foxconn, BHD...

**Bảng 16. Các Khu công nghiệp của VGC**

Dự án	Địa điểm	Tổng diện tích (ha)	Năm hoạt động	Diện tích KCN thương mại (ha)	Diện tích KCN còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Pháp lý
<b>Tổng diện tích</b>		<b>5,966</b>			<b>2,461</b>		
1	KCN Tiên Sơn	Bắc Ninh	2000	242	-	100%	Hoàn Thiện
2	KCN Yên Phong	Bắc Ninh	2005	255	-	100%	Hoàn Thiện
3	KCN Yên Phong mở rộng	Bắc Ninh	2016	213	-	100%	Hoàn Thiện
4	KCN Hải Yên	Quảng Ninh	2008	120	67	44%	Hoàn Thiện
5	KCN Đông Mai	Quảng Ninh	2008	112	29	74%	Hoàn Thiện
6	KCN Phú Hà	Phú Thọ	2015	258	134	48%	Hoàn Thiện
7	KCN Phong Điền	Thừa Thiên Huế	-	208	208	0%	Cuối 2024, điều chỉnh quy hoạch
8	KCN Tiên Hải	Thái Bình	2016	170	51	70%	Hoàn Thiện
9	KCN Đồng Văn IV	Hà Nam	2016	228	11	95%	Hoàn Thiện
10	KCN Yên Phong IIC	Bắc Ninh	2020	163	28	70%	Hoàn Thiện Năm 2024, UBND tỉnh Bắc Ninh đã giao thêm gần 21 ha đất cho VGC để mở rộng KCN Yên Phong IIC
11	KCN Yên Mỹ	Hưng Yên	2018	204	73	64%	Hoàn Thiện
12	KCN Thuận Thành	Bắc Ninh	2022	181	163	10%	Hoàn thiện
13	KCN Vimariel	Cu Ba	2019	194	-	0%	Đã đưa vào hoạt động GD 1, diện tích thương mại 119 ha
14	KCN Sông Công (GD 2)	Thái Nguyên		209	209	0%	Đã được chấp thuận đầu tư của Thủ Tướng Chính phủ Đã GPMB 80ha
15	KCN Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa		204	204	0%	Đã được chấp thuận đầu tư của Thủ Tướng Chính phủ
16	KCN Trấn Yên	Yên Bái		254	254	0%	Đã được chấp thuận đầu tư của Thủ Tướng Chính phủ Đã được phê duyệt Quy hoạch 1/2000
17	KCN Tây Phổ Yên	Thái Nguyên		608*	608*	0%	UBND tỉnh chấp thuận làm nhà đầu tư giai đoạn 1 với diện tích ~499 ha và vốn đầu tư gần 5.400 tỷ đồng.
18	KCN Phù Ninh	Phú Thọ		286*	286*	0%	UBND tỉnh Phú Thọ chấp thuận chủ trương đầu tư ngày 19/01/2026
19	KCN số 1	Hưng Yên		182*	182*	0%	UBND tỉnh Hưng Yên đã cấp quyết định chính sách đầu tư cuối 2025
<b>KCN dự kiến triển khai trong tương lai</b>							-
18	KCN Bắc Sơn	Phú Thọ		200			

Nguồn: VGC, KBSV

### 3. Khu dân cư và Đô thị

Các dự án BĐS thương mại của VGC chủ yếu hướng tới phân khúc trung cấp và các loại hình nhà ở cho Công nhân trong KCN, NOXH. Trong giai đoạn 2025 - 2026, VGC xây dựng và phát triển dự án Nhà ở xã hội tại Kim Chung (CT3, CT5); NOXH Viglacera Yên Phong; Dự án Khu nhà ở xã hội Tiên Dương 1. Đồng thời, tiếp tục triển khai công tác chuẩn bị đầu tư các dự án nhà ở xã hội/nhà ở công nhân tại KCN Tiên Hải-Thái Bình (5,2ha), KCN Phú Hà-Phú Thọ (8,4ha).

**Bảng 17. Các dự án Bất động sản dân cư/thương mại của VGC**

KĐT	Phân khúc sản phẩm	Diện tích đất (m <sup>2</sup> )	Tổng diện tích sàn (m <sup>2</sup> )	Diện tích chưa xây dựng (m <sup>2</sup> )	TLLĐ	
<b>Tổng</b>		<b>3,005,257</b>		<b>911,031.00</b>		
1	Khu nhà ở 628 Hoàng Hoa Thám – HN	Trung cấp / thấp tầng	4,345	4,345	0	100%
2	Khu nhà ở 671 Hoàng Hoa Thám (GD1) – Hà Nội	Trung cấp / thấp tầng	6,515	6,515	0	100%
3	Khu nhà ở 671 Hoàng Hoa Thám (GD2) – Hà Nội	Trung cấp / thấp tầng	2,765	2,765	0	100%
4	Khu nhà ở Đại Mỗ – Hà Nội	Trung cấp / thấp tầng	20,953	8,199	0	100%
5	Khu văn phòng, nhà ở hỗn hợp ngã 6 Bắc Ninh	Hỗn hợp / thương mại	10,572	10,572	0	100%
6	Khu nhà ở Đình Bảng – Bắc Ninh	Trung cấp / thấp tầng	21,234	21,234	0	100%
7	Khu chức năng đô thị Tây Mỗ – HN	Đô thị	85,904	33,139	633	98%
8	Khu nhà ở cao cấp số 1 Đại lộ Thăng Long (GD1) – Hà Nội	Cao cấp	19,429	19,429	421	98%
9	Khu đô thị mới Đặng Xá (GD1) – HN	Đô thị	296,541	56,514	5,701	90%
10	Khu chức năng đô thị Xuân Phương – Hà Nội	Đô thị	114,611	54,275	9,986	82%
11	Khu NO TNT Kim Chung – Đông Anh (Liên kết với Handico) – Hà Nội	Nhà ở xã hội	36,964	109,410	25,916	76%
12	Khu nhà ở 671 Hoàng Hoa Thám (GD3) – Hà Nội	Trung cấp / thấp tầng	7,270	7,270	1,762	76%
13	Khu đô thị Đặng Xá 2 – Hà Nội	Đô thị	390,226	82,866	33,616	59%
14	Khu nhà ở và dịch vụ cho CBCNV KCN Yên Phong – Bắc Ninh	Công nhân / dịch vụ KCN	316,611	103,425	42,951	58%
15	Khu nhà ở Hoàn Sơn – Bắc Ninh	Trung cấp / thấp tầng	106,006	63603.6	63603.6	0%
16	Khu nhà ở cao cấp số 1 Đại lộ Thăng Long (GD2) – Hà Nội	Cao cấp	18,905	18,905	18,905	0%
17	Khu chung cư và dịch vụ KCN Tiên Sơn – Bắc Ninh	Công nhân / dịch vụ KCN	406,406	264,140	264,140	0%
18	Dự án Tiên Dương 1	NOXH: 13ha NOTM: 3.2ha	450,000	162,000	162,000	0%
<b>Khu đô thị - Nhà ở dự kiến triển khai trong tương lai</b>			<b>690,000</b>	<b>345,000</b>	<b>345,000</b>	
19	Khu NOXH Đông Anh	Nhà ở xã hội	390,000	195,000	195,000	0%
20	Khu NOXH KCN Yên Mỹ	Nhà ở xã hội	200,000	100,000	100,000	0%
21	Khu nhà ở và dịch vụ cho CBCNV KCN Phú Hà	Công nhân / dịch vụ KCN	20,000	10,000	10,000	0%
22	Khu nhà ở và dịch vụ cho CBCNV KCN Đồng Mai	Công nhân / dịch vụ KCN	80,000	40,000	40,000	0%

Nguồn: VGC, KBSV

## Kết quả kinh doanh

Trong giai đoạn 2020 - 2025, doanh thu cho thuê KCN ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, tăng trưởng CAGR đạt bình quân khoảng 12.5%/năm, trong khi mảng sản xuất VLXD chỉ đạt mức tăng trưởng nhẹ khoảng 3.8%/năm.

**Mảng VLXD phụ thuộc lớn vào chu kỳ ngành BĐS, trong khi đó mảng cho thuê KCN duy trì tăng trưởng tích cực**

LNST của VGC tăng trưởng đột biến vào năm 2021 - 2022, đạt lần lượt 1,279 tỷ đồng (+92% YoY) và 1,913 tỷ đồng (+50% YoY), nhờ vào: (1) ngành Bất động sản hồi phục giúp tăng sản lượng bán hàng; (2) Nhà máy Kính Phú Mỹ đi vào hoạt động và mua lại Nhà máy Gạch ốp lát Eurotile; (3) doanh số cho thuê KCN đạt mức tích cực nhờ sở hữu quỹ đất lớn tại Phía Bắc, đón đầu làn sóng dịch chuyển FDI từ Trung Quốc.

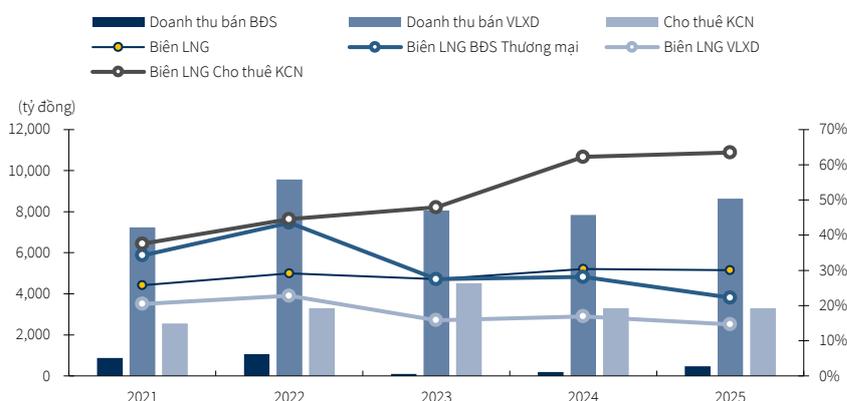
Tuy nhiên, giai đoạn 2023–2024, kết quả kinh doanh suy yếu với LNST đạt lần lượt 1,162 tỷ đồng (-39% YoY) và 1,188 tỷ đồng (+2% YoY), do nguồn cung các dự án BĐS trung cấp bị thắt chặt và giá nguyên vật liệu tăng cao, các sản phẩm của công ty khó cạnh tranh. Đáng chú ý, VGC phải đóng cửa Nhà máy kính Bình Dương - phân khúc kính phổ thông (công suất 420 nghìn m<sup>2</sup>/năm) do dây chuyền sản xuất cũ, tiêu hao năng lượng cao khiến chi phí sản xuất lớn.

Trong 2025, hoạt động kinh doanh ghi nhận dấu hiệu phục hồi trở lại, với doanh thu thuận và LNST công ty mẹ ghi nhận lần lượt 13,315 tỷ đồng (+10.5% YoY) và 1,403 tỷ đồng (+27%YoY), chủ yếu nhờ hoạt động tái cơ cấu, cắt giảm công suất lãng phí, đặc biệt là mảng VLXD, đồng thời ghi nhận lợi nhuận bất thường từ việc mua lại VFG (29 tỷ đồng) - do đánh giá lại tài sản.

**Biên lợi nhuận mảng BĐS KCN cao và tăng qua các năm, giúp bù đắp mức giảm của mảng VLXD**

Biên LNG của VGC có xu hướng cải thiện trong giai đoạn 2021 – 2025. Điều này chủ yếu được đóng góp bởi mảng cho thuê KCN với biên LNG duy trì ổn định ở mức 45 – 63%. Ngược lại, các mảng sản xuất kinh doanh VLXD chịu sức ép từ chu kỳ biến động của thị trường BĐS và sự cạnh tranh gay gắt của các đối thủ trong và ngoài nước, do đó mảng này có biên LNG ngày càng thu hẹp, đạt 15% trong 2025.

**Biểu đồ 18. Doanh thu và Biên LNG các mảng kinh doanh chính của VGC**



Nguồn: VGC, KBSV

**Bảng 19. Cập nhật KQKD 2025**

(tỷ VNĐ)	2024	2025	% YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>12,051</b>	<b>13,315</b>	<b>10.5%</b>	Hoàn thành 92% kế hoạch năm 2025 (14,437 tỷ đồng)
<i>Doanh thu bán hàng</i>	8,031	9,104	13.4%	
- <i>Doanh thu bán BĐS</i>	190	463	143.7%	Tiếp tục ghi nhận bàn giao khoảng ~400 căn hộ NOXH tại các KCN như Đồng Văn, Phú Hà, Đông Mai, Yên Phong
- <i>Doanh thu bán VLXD</i>	7,841	8,641	10.2%	
<i>Kính, gương</i>	1,816	2,080	14.6%	2H2025, ghi nhận doanh thu hợp nhất của VFG sau khi mua lại toàn bộ VFG (nâng sở hữu từ 35% lên 100%)
<i>Sứ, sen vòi và phụ kiện</i>	835	1,081	29.5%	Khởi động lại nhà máy Mỹ Xuân, công suất 750,000 sản phẩm/năm (nhà máy sản xuất sứ vệ sinh, sen vòi có công suất lớn nhất, đóng cửa vào năm 2021)
<i>Gạch ốp lát</i>	3,691	3,931	6.5%	
<i>Gạch, ngói</i>	1,184	1,158	-2.2%	
<i>Khác</i>	316	390	23.5%	
<i>Doanh thu CCDV BĐS KCN</i>	4,009	4,211	5.0%	
- <i>Cho thuê KCN</i>	3,302	3,296	-0.2%	Ghi nhận bàn giao 120ha (-20% YoY), tuy vậy giá chào thuê tăng, bù đắp mức giảm doanh thu, bàn giao chủ yếu ở các KCN Phú Hà, KCN Yên Phong IIC, KCN Thuận Thành, KCN Hải Yên, Đông Mai...
- <i>CCDV trong KCN</i>	707	879	24.3%	
<i>Doanh thu khác</i>	11	0	0.0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,662</b>	<b>3,998</b>	<b>9.2%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	30%	30%	-0.4%	Biên LNG mảng VLXD ghi nhận 15% (- 2pps YoY), chủ yếu do mảng Kính/gương ghi nhận lỗ; trong khi đó biên LNG mảng KCN đạt 63% (+1pps YoY) do giá chào thuê các KCN mới tăng
Thu nhập tài chính	76	143	88.5%	Ghi nhận 94.4 tỷ đồng lợi nhuận từ tiền gửi và đầu tư tài chính (+77%YoY); ghi nhận 29.4 tỷ đồng lợi nhuận từ việc đánh giá lại tài sản thuần của VFG
Chi phí tài chính	310	314	1.1%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	(75)	(7)	-90.9%	
SG&A	1,606	1,706	6.2%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1,602</b>	<b>2,115</b>	<b>32.0%</b>	
Lợi nhuận trước thuế	1,630	2,201	35.0%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,188</b>	<b>1,595</b>	<b>34.3%</b>	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>1,105</b>	<b>1,403</b>	<b>27.0%</b>	Hoàn thành 98.6% kế hoạch LNST công ty mẹ năm 2025 (1,423 tỷ đồng)
<i>Biên LNST</i>	9%	11%	1.4%	

Nguồn: VGC, KBSV

## Tình hình tài chính

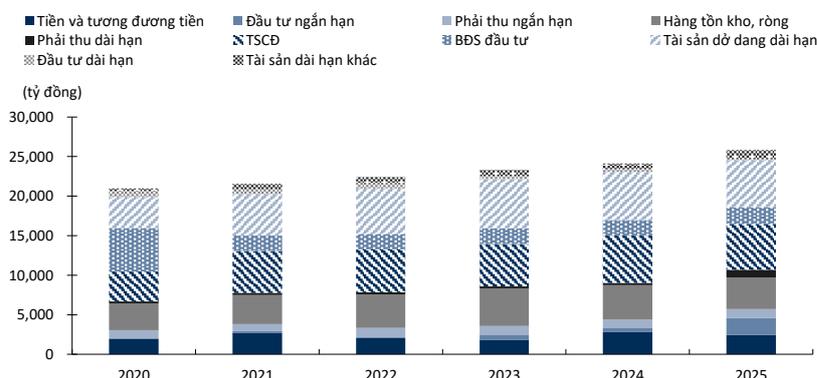
**Giá trị tài sản cố định và tài sản dở dang dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản**

Tính đến cuối năm 2025, tổng tài sản của VGC ghi nhận 26,440 tỷ đồng (+6.5% YoY). Trong đó giá trị các khoản tài sản cố định (TSCĐ), tài sản dở dang dài hạn và hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn nhất, chủ yếu bao gồm giá trị các dự án BĐS, nhà máy/sản phẩm màng VLXD. Cụ thể:

Đối với các dự án BĐS KCN - ghi nhận ở khoản mục tài sản dở dang dài hạn (5,924 tỷ đồng), tại 31/12/2025, một số dự án ghi nhận giá trị lớn như KCN Thuận Thành GD 1 (1,779 tỷ đồng), KCN Sông Công II GD 2 (808.6 tỷ đồng); KCN Phú Hà GD 1 (661.8 tỷ đồng), KCN Yên Mỹ (355 tỷ đồng)...

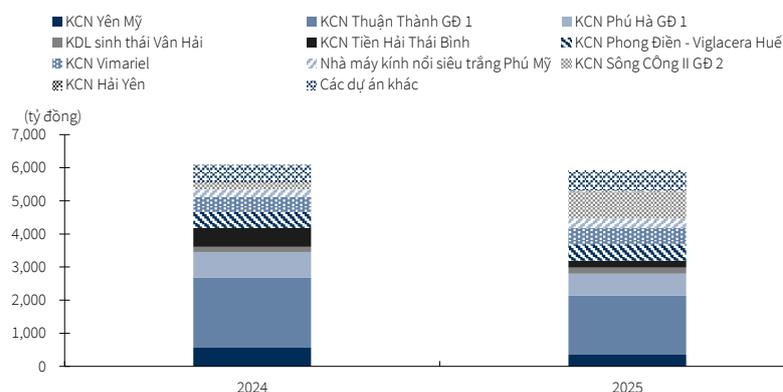
Đối với màng VLXD - ghi nhận giá trị tại khoản mục TSCĐ (5,778 tỷ đồng), đáng chú ý, năm 2025 VGC ghi nhận hợp nhất của VFG (do tăng sở hữu) tăng nguyên giá TSCĐ do hợp nhất hơn 1,582 tỷ đồng, tuy vậy TSCĐ ròng không tăng, điều này là do TSCĐ của VFG đã khấu hao gần hết (giá trị khấu hao 1,459 tỷ đồng).

**Biểu đồ 20. Cơ cấu tài sản của VGC**



Nguồn: VGC, KBSV

**Biểu đồ 21. Cơ cấu tài sản sản dài hạn dở dang**

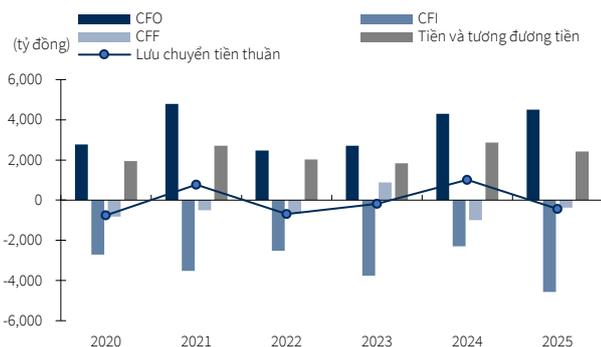


Nguồn: VGC, KBSV

**Tình hình tài chính khỏe mạnh, dòng tiền ổn định**

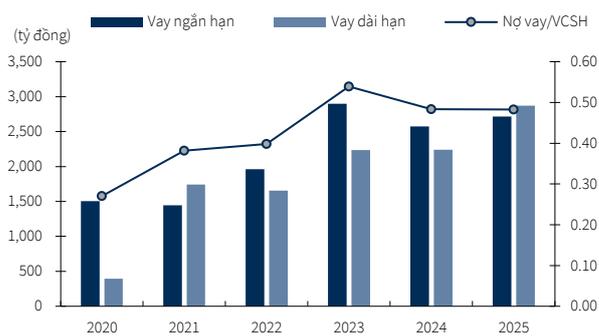
Trong giai đoạn 2020–2025, tình hình tài chính của VGC cho thấy nhiều điểm tích cực khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) duy trì ở mức dương ổn định. Điều này giúp công ty chủ động tận dụng dòng tiền để mở rộng hoạt động đầu tư, chủ yếu là đầu tư phát triển gói đầu các KCN và gia tăng tái cơ cấu các nhà máy VLXD. Tỷ lệ Nợ vay/VCSH ghi nhận mức 0.48 vào cuối 2025, dư nợ của VGC vẫn nằm trong mức an toàn và kỳ vọng xu hướng giảm sẽ tiếp tục trong các quý tiếp theo nhờ dòng tiền thu về từ hoạt động cho thuê KCN.

**Biểu đồ 22. Dòng tiền hàng năm của VGC 2020 - 2024**



Nguồn: VGC, KBSV

**Biểu đồ 23. Nợ vay của VGC giai đoạn 2020 – 2025**



Nguồn: VGC, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

### 1. BĐS KCN - Sở hữu quỹ đất lớn tại Miền Bắc, đón đầu làn sóng đầu tư của nhóm FDI công nghệ cao

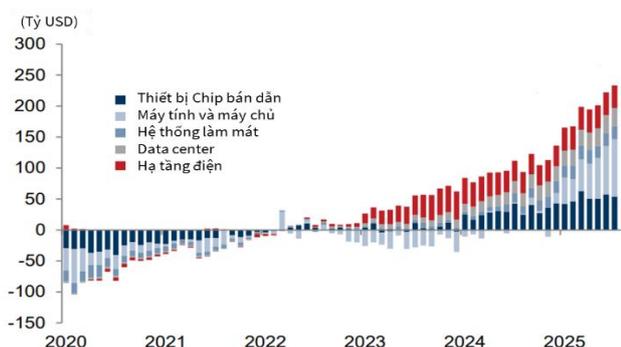
**Kỳ vọng hoạt động thuê đất KCN cải thiện trong năm 2026 với làn sóng đầu tư mạnh mẽ từ FDI ngành công nghệ**

Chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI đăng ký - nền tảng cho hoạt động thuê đất, nhiều khả năng đã tạo đáy trong năm 2025 và bắt đầu cải thiện trong năm 2026, nhờ: (1) mức nền thấp của cùng kỳ 2025; (2) sự phân mảnh giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc ngày một rõ nét, tạo sức ép cho các doanh nghiệp toàn cầu cần tiếp tục tái cấu trúc chuỗi cung ứng và mở rộng sản xuất sang nước thứ 3, trong đó có Việt Nam; (3) Việt Nam vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh thu hút FDI sau Trade war 2.0 ([xem thêm tại báo cáo Triển vọng ngành BĐS KCN 2026](#)).

Bên cạnh đó, nhu cầu thuê đất KCN Việt Nam giai đoạn 2026–2027 dự kiến được dẫn dắt bởi việc mở rộng/ phát triển các dự án FDI ngành công nghệ cao mới. Động lực phía sau của xu hướng này đến từ chu kỳ đầu tư công nghệ toàn cầu bước vào pha tăng tốc. Chi tiêu cho AI và hạ tầng công nghệ đã tăng mạnh từ năm 2024 và tiếp tục được đẩy mạnh trong 2026, bốn tập đoàn công nghệ lớn của Mỹ gồm Alphabet, Amazon, Meta và Microsoft dự kiến nâng tổng CAPEX lên khoảng 650 tỷ USD, tăng khoảng 60% YoY. Theo Goldman Sachs, mức đầu tư về công nghệ trong 2026 của Mỹ có thể thiết lập kỷ lục cao nhất trong vòng một thập kỷ.

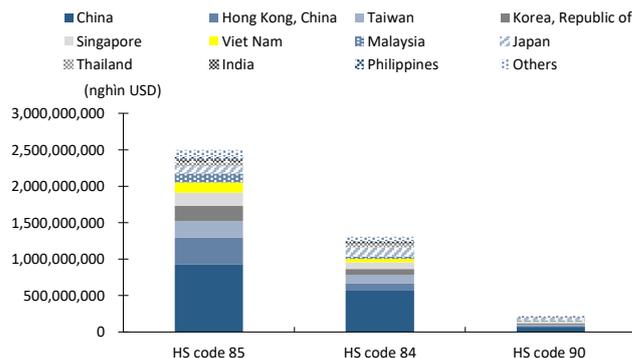
Chúng tôi kỳ vọng sự gia tăng mạnh mẽ mức đầu tư ngành công nghệ sẽ kéo theo nhu cầu lớn đối với thiết bị điện tử, linh kiện và chuỗi cung ứng bán dẫn – lĩnh vực sẽ làm gia tăng nhu cầu thuê đất mở rộng nhà máy tại Việt Nam. Thực tế, giai đoạn 2025 – đầu 2026 đã ghi nhận nhiều dự án mở rộng từ các doanh nghiệp như Goertek, Luxshare, Amkor, BHFlex Vina và Meiko Electronics... cho thấy xu hướng đầu tư ngành công nghệ đang diễn ra rõ nét. Bên cạnh đó, động lực thu hút FDI công nghệ cao được củng cố bởi việc Chính Phủ Việt Nam đưa ra nhiều chính sách thu hút FDI lĩnh vực này (phụ lục, bảng 33).

**Biểu đồ 24. Giá trị đầu tư vào lĩnh vực công nghệ - khoản đầu tư của Chính Phủ Mỹ**



Nguồn: Bộ Thương mại Mỹ (BEA), Goldman Sachs

**Biểu đồ 25: Kim ngạch xuất khẩu năm 2024 các mặt hàng/ thiết bị điện tử, công nghệ**



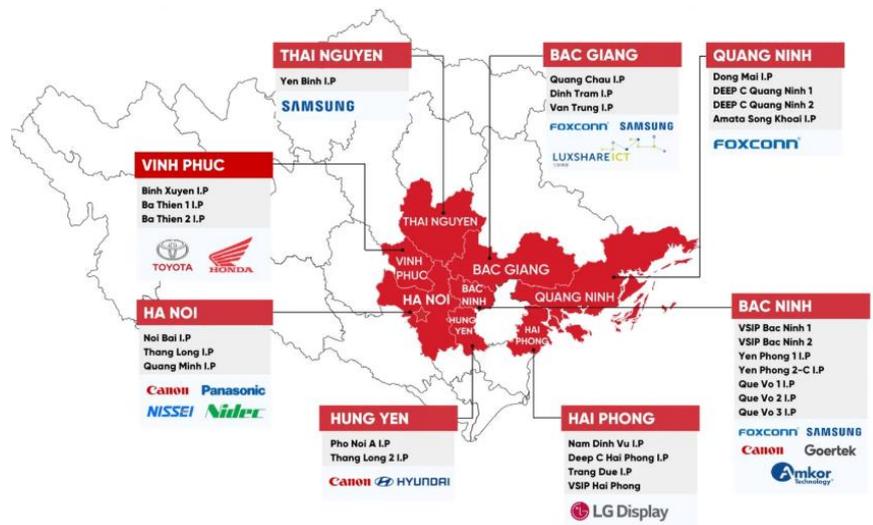
Nguồn: ITC, KBSV

**KCN phía Bắc đón đầu lợi thế thu hút dòng vốn FDI mới**

Chúng tôi đánh giá KCN Phía Bắc sẽ tiếp tục là tâm điểm thu hút dòng vốn FDI ngành công nghệ trong giai đoạn tới, nhờ: (1) vị trí gần Trung Quốc thu hút FDI ngành công nghệ dịch chuyển từ Trung Quốc và giảm chi phí vận chuyển NVL từ Trung Quốc sang Việt Nam; (2) mức giá cho thuê bình quân các KCN thấp hơn đáng kể so với miền Nam (thấp hơn khoảng 22%); (3) cơ sở hạ tầng mở rộng với nhiều dự án trọng điểm lớn như đường sắt Lạng Sơn - Lào Cai - Hải Phòng, sân bay Gia Bình, các dự án cao tốc, Metro được mở rộng.... Ngoài ra, các tập đoàn công nghệ lớn như Samsung, Foxconn, Amork, Goeterk, Luxshare, LG... cũng ưu tiên lựa chọn đặt nhà máy tại KCN phía Bắc Việt Nam trong suốt giai đoạn trước - đây là tiền đề để các KCN phía Bắc đón đầu lợi thế thu hút dòng vốn FDI ngành công nghệ cao trong giai đoạn mới.

Các KCN phía Bắc thu hút FDI ngành công nghệ cao với một số các đối tác lớn của Việt Nam như Samsung, LG, Foxconn, Goeterk, Luxshare...

**Biểu đồ 26. Một số KCN chính tại phía Bắc**



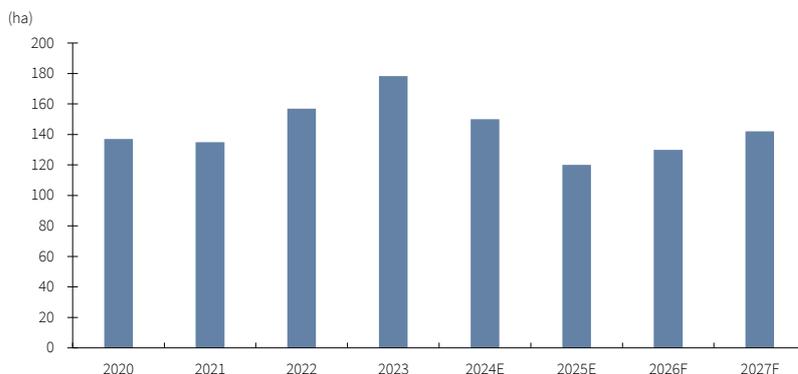
Nguồn: Delco map

**VGC sở hữu quỹ đất KCN lớn tại vị trí thuận lợi tại miền Bắc**

Tổng diện tích quỹ đất KCN của VGC hiện đạt hơn 5,966 ha, diện tích đất thương mại còn lại có thể cho thuê đạt khoảng 2,507 ha tập trung tại phía Bắc. Các KCN chủ lực của VGC có vị trí thuận lợi khi nằm dọc các tuyến cao tốc/ cơ sở hạ tầng quan trọng như tuyến đường sắt Lào Cai - Hải Phòng, các tuyến cao tốc kết nối với Hà Nội, sân bay Nội bài, Gia bình... Bên cạnh đó, tệp khách hàng truyền thống của VGC là những doanh nghiệp FDI ngành công nghệ/công nghiệp lớn như Samsung, LG, Foxcom, Luxshare, BYD, Hanyang Digitech, Panasonic, Canon.... giúp thu hút các doanh nghiệp vệ tinh.

Năm 2026/2027, KBSV dự báo doanh số bàn giao đất KCN của VGC đạt 130/142ha, được đóng góp bởi KCN Phú Hà, KCN Yên Phong IIC, KCN Thuận Thành, KCN Yên Mỹ, KCN Sông Công II. Theo đó, doanh số cho thuê đất của VGC năm 2026/2027 đạt 3,919/4,342 tỷ đồng, tương đương +18.9%/+10.8%YoY

**Biểu đồ 27. Diện tích đất KCN bàn giao hàng năm**



Nguồn: VGC, KBSV

**Biểu đồ 28. Vị trí các KCN của VGC**



Nguồn: VGC, KBSV

\*Màu trắng, KCN trọng điểm phát triển giai đoạn 2026 - 2030. Màu cam, KCN đang hoạt động/KCN trong tương lai

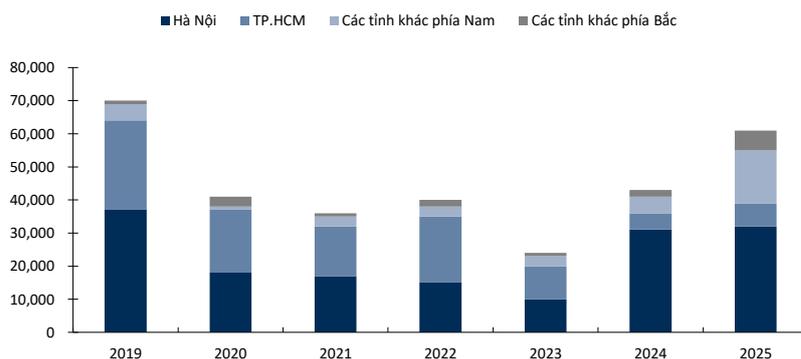
\*Diện tích và tiến độ đầu tư từng KCN xem tại đây

## 2. Mảng VLXD - tăng trưởng nhờ tái cơ cấu và thị trường BĐS hồi phục

**Thị trường BĐS hồi phục, gia tăng nguồn cung dự án bình dân, NOXH - thúc đẩy nhu cầu với các sản phẩm VLXD của VGC**

Nguồn cung nhà ở xã hội (NOXH) tại Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục gia tăng trong giai đoạn 2026–2030, được hỗ trợ bởi chương trình phát triển tối thiểu 1 triệu căn NOXH do Chính phủ triển khai. Theo số liệu từ Bộ Tài chính, đến cuối năm 2025, cả nước đã hoàn thành hơn 102,600 căn NOXH, trong khi khoảng gần 700 dự án với quy mô hơn 657,000 căn đang trong các giai đoạn triển khai khác nhau và được kỳ vọng sẽ đẩy nhanh tiến độ từ năm 2026 trở đi (Phụ lục, bảng 34). Đồng thời, nguồn cung phân khúc nhà ở trung cấp cũng bắt đầu phục hồi từ năm 2025 và dự báo sẽ tăng tốc từ năm 2026 khi thanh khoản thị trường cải thiện và mặt bằng lãi suất duy trì ở mức tương đối thấp. Chúng tôi cho rằng xu hướng phục hồi của thị trường bất động sản, đặc biệt tại phân khúc trung cấp và NOXH, sẽ đóng vai trò động lực quan trọng thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng, qua đó hỗ trợ triển vọng tăng trưởng của mảng VLXD của VGC.

**Biểu đồ 29. Nguồn cung căn hộ**



Nguồn: Bộ xây dựng, CRBE, KBSV

**Mảng VLXD - tăng trưởng doanh thu với biên lợi nhuận cải thiện**

KBSV ước tính doanh thu mảng VLXD 2025/2026 đạt 10,103/10,726 tỷ VND (+11%/+6.2%YoY), biên lợi nhuận gộp duy trì cải thiện đạt 17% (+2.4pps), được đóng góp từ ba mảng chính, bao gồm:

**Mảng Gạch ốp lát (~44% doanh thu VLXD) - gia tăng doanh số bán hàng, kỳ vọng áp lực cạnh tranh giảm**

VGC có lợi thế nhờ kiểm soát được khoảng 20-25% nguyên vật liệu đầu vào và chiếm khoảng 30% thị phần nội địa, giúp mảng Gạch ốp lát VGC tương đối ổn định qua các năm. KBSV dự báo năm 2026/2027, doanh thu mảng gạch ốp lát đạt lần lượt 4,241 tỷ đồng (+7.2%YoY) và 4,509 tỷ đồng (+5% YoY), biên LNG duy trì mức ổn định 19%, động lực tăng trưởng nhờ (1) nguồn cung thị trường BĐS gia tăng giúp tăng doanh số bán hàng gạch ốp lát; (2) thúc đẩy doanh số tại 2 dòng sản phẩm chất lượng cao như granite và gạch porcelain - khổ lớn cho phân khúc BĐS trung - cao cấp, do có lợi thế cạnh tranh về giá và chất lượng so với các sản phẩm nhập khẩu; (3) dòng gạch ceramic - giá thấp, chịu áp lực cạnh tranh từ sản phẩm nhập khẩu, kỳ vọng áp lực cạnh tranh sẽ giảm nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng khi nguồn cung BĐS phân khúc trung cấp/NOXH gia tăng mạnh mẽ.

**Màng kính (~ 26% doanh thu VLXD), cải thiện biên LNG sau khi Việt Nam áp dụng thuế CBPG**

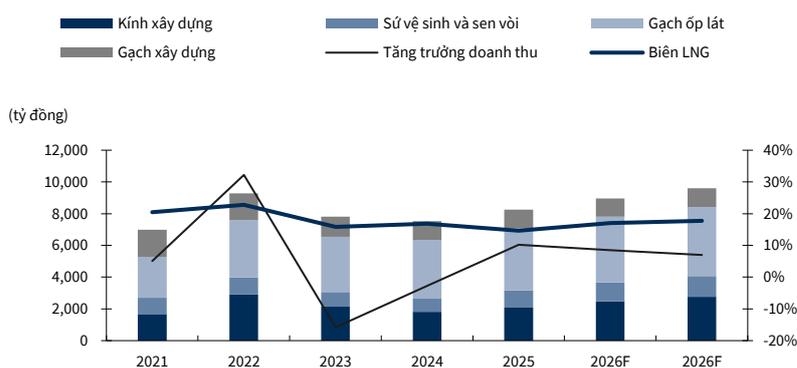
KBSV dự báo doanh thu màng kính năm 2026/2027 đạt 2,527 tỷ đồng (+21.5% YoY)/ 2,819 tỷ đồng (+12% YoY), với biên LNG cải thiện lên 7% (năm 2025 biên LNG là -5%), chủ yếu nhờ: (1) tháng 1/2026, Việt Nam đã áp dụng thuế chống bán phá giá đối với một số sản phẩm kính nhập khẩu từ Malaysia và Indonesia (từ 15.17% - 63.39%) - 2 thị trường xuất khẩu kính lớn nhất vào Việt Nam; (2) hoàn thành việc hợp nhất VFG với tổng công suất 30 triệu m<sup>2</sup>/năm (chiếm khoảng 30% tổng công suất kính); (3) tập trung phân khúc kính nổi/ kính siêu trắng có biên LNG cao, cắt giảm sản phẩm kính truyền thống (khó cạnh tranh)

**Màng Sứ vệ sinh, sen vòi (13% doanh thu VLXD), kỳ vọng tăng trưởng khi phân khúc NOXH tăng mạnh**

Màng Sứ vệ sinh, sen vòi của VGC tập trung tại phân khúc trung bình, do đó hưởng lợi từ việc nguồn cung thị trường BĐS phân khúc trung cấp/NOXH tăng mạnh. KBSV dự báo năm 2026/2027, doanh thu màng sứ vệ sinh, sen vòi đạt lần lượt 1,219 tỷ đồng (+13% YoY) và 1,303 tỷ đồng (+7% YoY), biên LNG duy trì đạt 30%, trong đó kỳ vọng nhà máy Mỹ Xuân đóng góp sản lượng sản xuất chính khi sau khi mở cửa hoạt động trở lại từ 2025.

Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2026–2027, VGC dự kiến tiếp tục triển khai các dự án nhà ở xã hội (NOXH) trọng điểm, bao gồm NOXH CT5 (năm trong dự án NOXH Kim Chung 3.6ha ), NOXH Tiên Dương 1 (6,9 ha) cùng một số dự án NOXH khác tại các khu công nghiệp do VGC phát triển. Các dự án này được kỳ vọng trở thành nguồn cầu đầu ra quan trọng, góp phần thúc đẩy tiêu thụ đối với các sản phẩm vật liệu xây dựng (VLXD) của công ty. Trong dài hạn, VGC đặt kế hoạch phát triển hơn 116 ha quỹ đất thương mại tại các khu dân cư và dự án NOXH, qua đó mở rộng hệ sinh thái bất động sản đồng bộ và hỗ trợ tăng trưởng bền vững cho mảng VLXD của công ty.

**Biểu đồ 29. Doanh thu và Biên LNG mảng VLXD 2025 – 2026F**



Nguồn: VGC, KBSV

### 3. Kế hoạch tái cơ cấu và thoái vốn doanh nghiệp

**Bộ Xây dựng dự kiến đẩy nhanh kế hoạch thoái 38.6% vốn của VGC trong 2026**

Trong năm 2025, Bộ Xây dựng đang triển khai kế hoạch thoái toàn bộ phần vốn nắm giữ tại VGC, tương đương 38.6% vốn điều lệ. Theo thông tin từ lãnh đạo Bộ Xây dựng, quá trình định giá và chuẩn bị phương án thoái vốn dự kiến sẽ được

hoàn tất vào cuối năm 2025. Sau thoái vốn, VGC sẽ chuyển sang mô hình doanh nghiệp tư nhân, trong đó nhóm Gelex (sở hữu hơn 50% vốn) sẽ giữ vai trò chi phối. Đây là bước đi chiến lược giúp Viglacera tăng tính chủ động trong hoạt động đầu tư, quản trị và phát triển dài hạn. Bên cạnh đó, theo Nghị quyết 79 (ban hành T1/2026), theo đó Chính phủ Việt Nam có định hướng sẽ đẩy mạnh tiến độ thoái vốn, đặc biệt là tại các doanh nghiệp mà nhà nước sở hữu dưới 50%, đây là yếu tố quan trọng một phần giúp đẩy nhanh quá trình thoái vốn của Bộ Xây dựng tại VGC.

### **Hoạt động tái cơ cấu mảng VLXD, ghi nhận một số kết quả trong việc cắt giảm chi phí**

Năm 2025 được xem là điểm khởi đầu cho quá trình tái cơ cấu toàn diện tại VGC, với định hướng cắt giảm các mảng hoạt động kém hiệu quả và tái phân bổ nguồn lực sang các lĩnh vực cốt lõi có biên lợi nhuận tốt hơn, đặc biệt là nhóm sản phẩm vật liệu xây dựng chất lượng cao. Trong giai đoạn tới, chúng tôi kỳ vọng chiến lược này sẽ tiếp tục được đẩy mạnh, giúp doanh nghiệp tối ưu hóa cơ cấu vận hành, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và củng cố vị thế cạnh tranh trên thị trường nội địa. Một số kết quả ghi nhận trong năm 2025 bao gồm:

- (1) Đóng cửa 4 chi nhánh và 3 địa điểm kinh doanh, bao gồm: Chi nhánh TP HCM, Đà Nẵng, Ban Quản lý dự án đầu tư Nhà máy Sứ Viglacera Mỹ Xuân và Chi nhánh Tổng Công ty Thủy tinh và Gốm xây dựng tại Hà Nội; Ban Quản lý Dự án KCN Phú Hà, Đồng Văn IV và Tiên Hải.
- (2) Ban hành các nghị quyết chuyển đổi/định hướng các mảng kinh doanh VLXD, cụ thể:
  - NQ số 242/TCT - Đổi mới tổ chức hoạt động của mảng Kính, VFG là công ty nòng cốt, tập trung sản xuất kính công nghệ cao, các công ty sản xuất kính truyền thống khác chuyển giao quyền quản lý cho VFG hoặc thoái vốn cho NĐT khác
  - NQ số 485/TCT - Đổi mới hoạt động của mảng Gạch Ôp lát, VIT là công ty nòng cốt, sáp nhập các công ty con Gạch ốp lát khác
  - NQ 560/TCT - Thành lập TNHH MTV Thiết bị vệ sinh Viglacera

### **Rủi ro**

#### **Rủi ro cạnh tranh**

Các sản phẩm VLXD của VGC chịu áp lực cạnh tranh mạnh mẽ từ các những doanh nghiệp nội địa và sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc, Ấn Độ. Do đó, VGC phải giảm giá bán và thu hẹp sản xuất tại các sản phẩm phân khúc thấp, khiến biên lợi gộp mảng VLXD dần thu hẹp.

#### **Rủi ro do phụ thuộc và tính chu kỳ của thị trường BĐS**

Mảng VLXD phụ thuộc chủ yếu vào nhu cầu của thị trường BĐS, do đó khi thị trường BĐS vào pha suy yếu, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm của VGC sẽ giảm.

#### **Rủi ro thương mại toàn cầu**

Tradewar 2.0 đã cho thấy bức tranh thương mại toàn cầu trở nên phân mảnh hơn, điều này gây áp lực khiến các dự án FDI đầu tư mới. Thực tế, FDI đăng ký vào Việt Nam duy trì xu hướng giảm so với cùng kỳ từ sau Tradewar 2025, xu hướng này cho thấy việc các đối tác mới lo ngại khi đầu tư mới cơ sở sản xuất tại Việt Nam. Trong khi đó, FDI giải ngân vẫn tiếp tục tăng ổn định là nhờ các doanh nghiệp FDI hiện hữu có nhu cầu mở rộng cơ sở sản xuất tại Việt Nam. Trong ngắn hạn, việc đón đầu xu hướng đầu tư của FDI ngành công nghệ vẫn sẽ

củng cố việc cho thuê đất KCN phía Bắc của VGC. Tuy nhiên về dài hạn, nếu xu hướng này tiếp diễn, nhu cầu cho thuê đất của VGC có thể chậm lại.

## DỰ PHÓNG KQKD &amp; ĐỊNH GIÁ

Bảng 30. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>13,315</b>	<b>14,931</b>	<b>12.1%</b>	<b>16,053</b>	<b>7.5%</b>	
Doanh thu bán hàng	9,104	10,103	11.0%	10,726	6.2%	
Doanh thu bán BĐS	463	646	39.6%	662	2.4%	- Năm 2026F/2027F, ghi nhận doanh thu từ NOXH Kim Chung CT3 (đã hoàn thiện xây dựng, mở bán từ 4Q2025 với 1,104 căn); NOXH Đông Mai (mở bán từ 1Q2025 với 135 căn) - Tiếp tục đầu tư dự án Tiên Dương (16.2ha, NOXH: 13ha; NOTM: 3.2ha) và các dự án NOXH trong KCN. Dự kiến mở bán từ 2027
Doanh thu bán VLXD	8,641	9,456	9.4%	10,064	6.4%	
Kính, gương	2,080	2,527	21.5%	2,819	11.6%	Doanh thu tăng, nhờ: (1) hợp nhất doanh thu từ nhà máy VFG (~30 triệu m <sup>2</sup> /năm); (2) Việt Nam áp dụng thuế CBPG (15 - 63%) với 2 quốc gia xuất khẩu kính lớn nhất vào Việt Nam (Malaysia, Indonesia)
Sứ, sen vòi và phụ kiện	1,081	1,219	12.7%	1,303	6.9%	Nhà máy Mỹ Xuân hoạt động ổn định sau khi mở cửa trở lại trong T2/2025- nhà máy sản xuất Sứ vệ sinh và Sen vòi lớn nhất của VGC (750,000 sản phẩm/năm)
Gạch ốp lát	3,931	4,214	7.2%	4,425	5.0%	
Gạch, ngói	1,158	1,085	-6.3%	1,085	0.0%	
Khác	390	411	5.4%	432	5.0%	
Doanh thu CCDV BĐS KCN	4,211	4,828	14.7%	5,327	10.3%	
Cho thuê KCN	3,296	3,919	18.9%	4,342	10.8%	- Dự phóng diện tích cho thuê KCN 2026F/2027F, cho thuê 130ha/142ha (+8% YoY/+7%YoY) chủ yếu được đóng góp từ KCN Sông Công II, Yên Phong IIC, Phú Hà, Yên Mỹ...
CCDV trong KCN	879	910	3.5%	985	8.2%	
Doanh thu khác	0	0	0.0%	0	0.0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,998</b>	<b>4,342</b>	<b>8.6%</b>	<b>4,841</b>	<b>11.5%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	30.0%	29.1%	-0.9pps	30.2%	+1.08pps	- 2026F, mảng kinh doanh VLXD ghi nhận biên LNG 17% (+2.4pps), tuy nhiên không còn khoản ghi nhận hoàn nhập dự phòng (275 tỷ đồng, ghi nhận trong 2025) - Năm 2025, tăng tiền gửi lên 2,160 tỷ đồng (+3.9x YOY)
Thu nhập tài chính	143	188	31.7%	174	-7.4%	
Chi phí tài chính	314	369	17.5%	302	-18.0%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	(7)	-	-100.0%	-	#DIV/0!	
SG&A	1,706	1,792	5.0%	1,926	7.5%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>2,115</b>	<b>2,370</b>	<b>12.1%</b>	<b>2,786</b>	<b>17.6%</b>	
Lợi nhuận trước thuế	2,201	2,370	7.7%	2,786	17.6%	
Lợi nhuận sau thuế	1,595	1,844	15.6%	2,168	17.6%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>1,403</b>	<b>1,622</b>	<b>15.6%</b>	<b>1,907</b>	<b>17.6%</b>	
Biên LNST	10.5%	10.9%	+0.3pps	11.9%	+1.0pps	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VGC với mức giá mục tiêu là 65,700 VND/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 65,800 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 29.2% so với giá đóng cửa ngày 24/02/2026.

- **Mảng BĐS KCN và BĐS thương mại:** Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) để đánh giá lại các dự án KCN của VGC đang triển khai hoặc đã hoàn thiện pháp lý và có kế hoạch triển khai cụ thể; đối với các dự án không có kế hoạch triển khai cụ thể hoặc chưa hoàn thiện pháp lý chúng tôi đánh giá dựa trên giá trị BV.
- **Mảng VLXD:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với giá định VGC tiếp tục định hướng tối ưu công suất sản xuất các sản phẩm Gạch ốp lát, Sứ vệ sinh và Sen vòi, Kính xây dựng chất lượng cao bên cạnh đó thu hẹp sản xuất ở mảng Gạch ngói. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% do áp lực cạnh tranh của mảng VLXD vẫn hiện hữu và việc phụ thuộc vào chu kỳ ngành BĐS.

Chúng tôi đánh giá tích cực về cổ phiếu VGC nhờ lợi thế quỹ đất rộng lớn và dòng tiền kinh doanh ổn định qua các năm; đối với mảng VLXD chúng tôi nhận thấy những tín hiệu hồi phục tích cực nhờ thị trường BĐS hồi phục và việc tái cơ cấu đem lại những hiệu quả dài hạn cho công ty. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VGC với giá mục tiêu 65,700VND/cổ phiếu.

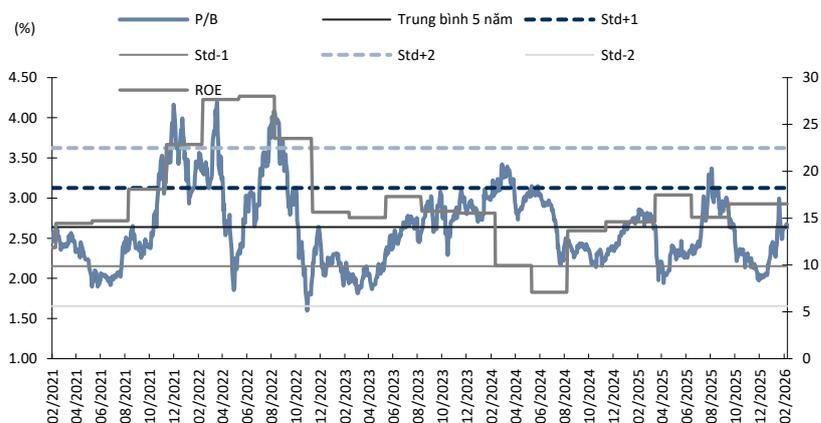
**Bảng 31. Định giá**

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Mảng VLXD	DCF	11,923
Khu Công Nghiệp	RNAV, BV	16,978
Khu dân cư	RNAV, BV	1,538
<b>Tổng NPV</b>		<b>30,438</b>
(+) Tiền và tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn		4,585
(-) Vay nợ ròng		5,585
<b>RNAV</b>		<b>29,438</b>
SLCP đang lưu hành		448,350,000
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>		<b>65,700</b>
Giá hiện tại (25/02/2026) (VND)		52,300
<b>Tổng mức sinh lời</b>		<b>25.5%</b>

Nguồn: KBSV

Giá cổ phiếu VGC hiện đang giao dịch ở mức P/B là 2.6x, tương đương với PB trung bình 5 năm.

**Biểu đồ 32. Tương quan P/B và ROE của VGC**



Nguồn: KBSV

## Phụ lục

**Bảng 33. Các chính sách thu hút FDI ngành công nghệ cao của Chính Phủ Việt Nam**

Chính sách 2025	Nội dung	Chi tiết	Thời gian áp dụng
Luật thuế TNDN 2025	Miễn/ giảm thuế TNDN	<ul style="list-style-type: none"> <li>Áp dụng thuế suất 10% trong thời hạn 30 năm, kèm theo thời gian miễn thuế tối đa 4 năm và giảm 50% số thuế phải nộp trong tối đa 9 năm tiếp theo. Áp dụng cho dự án công nghệ cao, R&amp;D, dự án chiến lược, dự án AI..</li> <li>Đối với các dự án không thuộc danh mục ưu tiên thì mức thuế suất ưu đãi là 15% trong 15 năm, được miễn thuế tối đa 2 năm và giảm 50% số thuế phải nộp trong tối đa 4 năm sau đó.</li> </ul>	01/10/2025
Nghị định 19/2025	Đơn giản hóa, rút ngắn thời gian thực hiện thủ tục pháp lý	<ul style="list-style-type: none"> <li>Đơn giản hóa và đẩy nhanh thủ tục cấp phép dự án đầu tư</li> <li>Rút ngắn thời gian xét duyệt các dự án đầu tư</li> </ul>	15/01/2025
Nghị định 239/2025	Nới lỏng các yêu cầu pháp lý	<ul style="list-style-type: none"> <li>NĐT chậm được bàn giao đất khiến thời hạn triển khai dự án kéo dài, sẽ không phải thực hiện thủ tục điều chỉnh dự án đầu tư</li> <li>NĐT được lựa chọn UBND tỉnh đầu mỗi thực hiện thủ tục cấp phép đầu tư đối với dự án thuộc địa bàn của 02 tỉnh trở lên</li> <li>Giảm số lượng bộ hồ sơ cần nộp và rút ngắn thời hạn cấp phép đầu tư</li> </ul>	03/09/2025
Nghị định 245/2025	Khuyến khích doanh nghiệp FDI tham gia TTCK Việt Nam	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rút ngắn thời gian còn 30 ngày để xử lý hồ sơ về quy trình niêm yết IPO trên sàn chứng khoán Việt Nam</li> </ul>	11/09/2025
<b>Đề xuất</b>			
Golden Visa	Thu hút đầu tư và nhân lực chất lượng cao từ nước ngoài	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thu hút đầu tư và nhân lực chất lượng cao từ nước ngoài bằng cách cấp quyền cư trú dài hạn (hoặc quyền định cư) cho các chuyên gia, NĐT nước ngoài..</li> </ul>	2026
Dự thảo nghị định về tiền thuê đất	Miễn/giảm tiền thuê đất KCN	<ul style="list-style-type: none"> <li>Đề xuất miễn tiền thuê đất (15 - 22 năm) đối với dự án AI, data center, công nghệ cao, chất bán dẫn...</li> <li>Giảm tiền thuê đất (30%) đối với một số dự án ưu tiên khác</li> </ul>	2026
Dự thảo Luật Công nghệ cao	Khuyến khích, gia tăng các ưu đãi thu hút ngành Công nghệ cao đầu tư tại Việt Nam	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thiết kế lại hệ thống các chính sách và đối tượng hưởng chính sách ưu tiên, ưu đãi, hỗ trợ đầu tư; khuyến khích phát triển hệ sinh thái công nghệ cao; bổ sung quy định về các mô hình khu công nghệ cao, đô thị công nghệ cao...</li> </ul>	2026

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Bảng 34. Các dự án NOXH đang triển khai/chuẩn bị triển khai**

Tên dự án	Vị trí	Tiến độ	Số căn
NOXH Minh Đức	Mê Linh, Hà Nội	Khởi công 1/2026	612
NOXH N01 Hạ Đình	Hà Nội	Hoàn thành cuối 2026	440
NOXH Pháp Vân – Tứ Hiệp	Hà Nội	A2-A3 hoàn thành 2026	1,176
NOXH Phúc Đạt Tân Uyên	Bình Dương	Nhận hồ sơ QIV/2025	936
NOXH phường Long Trường	TP Thủ Đức	Nhận hồ sơ QIV/2025	600
NOXH số 4 Phan Chu Trinh	TP.HCM	Nhận hồ sơ cuối 2025	870
NOXH An Sinh Chánh Mỹ	Bình Dương	Đang nhận hồ sơ	978
NOXH Chợ Bình Phú	Q6, TP.HCM	Mở đăng ký QIV/2025	390
NOXH phường Hiệp Thành	Q12, TP.HCM	Đang nhận hồ sơ	2,033
NOXH Kim Chung (Đông Anh)	Hà Nội	Mở bán 2025–2026	~1,100
NOXH Thượng Thanh	Lũng Biên	Chuẩn bị đầu tư	~1,980
NOXH Sunrise Home	Hà Nội	Chuẩn bị đầu tư	~1,200
NOXH Hòa Phú	TP.HCM	Chuẩn bị đầu tư	~1,300
NOXH Long Trường (giai đoạn mới)	TP Thủ Đức	Triển khai tiếp	~1,000
NOXH Sonadezi	TP.HCM	Chuẩn bị đầu tư	~1,400

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Tổng Công ty Viglacera (VGC) – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2024A-2027F**

<b>Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VNĐ)</b>	2024	2025	2026F	2027F	<b>Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)</b>	2024	2025	2026F	2027F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>					<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	11,906	13,315	14,931	16,053	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	24,827	26,441	26,841	27,828
Giá vốn hàng bán	-8,389	-9,317	-10,589	-11,212	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	9,464	10,355	10,559	11,478
Lãi gộp	3,517	3,998	4,342	4,841	Tiền và tương đương tiền	2,860	2,425	2,065	2,552
Thu nhập tài chính	76	143	188	174	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	433	2,160	2,160	2,160
Chi phí tài chính	-310	-314	-369	-302	Các khoản phải thu	1,081	1,112	1,251	1,345
Trong đó: Chi phí lãi vay	-269	-256	-303	-233	Hàng tồn kho, ròng	4,376	4,017	4,352	4,608
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-75	-7	0	0	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	15,363	16,086	16,282	16,350
Chi phí bán hàng	-862	-920	-1,045	-1,124	Phải trả dài hạn	279	945	945	945
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-744	-786	-747	-803	Tài sản cố định	6,021	5,778	5,887	6,011
Chi phí/(lãi) từ hoạt động kinh doanh	1,602	2,115	2,370	2,786	Tài sản dở dang dài hạn	6,094	5,924	5,924	5,924
Thu nhập khác	124	-52	0	0	Đầu tư dài hạn	365	231	231	231
Chi phí khác	-95	87	0	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	29	138	0	0	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	14,874	14,870	14,348	14,251
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	8,746	8,316	8,627	9,108
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,630	2,201	2,370	2,786	Phải trả người bán	1,754	1,666	1,699	1,862
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-443	-489	-526	-619	Người mua trả tiền trước	1,919	1,201	2,005	2,034
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,188	1,595	1,844	2,168	Vay ngắn hạn	2,572	2,713	2,118	2,242
Lợi ích của cổ đông thiểu số	83	192	221	260	Nợ dài hạn	6,128	6,554	5,722	5,143
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,105	1,403	1,622	1,907	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	2,539	2,532	2,389	2,568
					Vay dài hạn	2,240	2,872	2,184	1,426
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	9,953	11,571	12,493	13,577
					Vốn góp	9,918	11,539	12,461	13,545
					Thặng dư vốn cổ phần	930	930	930	930
					Lãi chưa phân phối	1,426	1,609	1,565	1,710
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	35	32	32	32
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
<b>Chỉ số hoạt động</b>	2024	2025F	2026F	2027F	<b>Chỉ số chính</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29.5%	30.0%	29.1%	30.2%	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất EBITDA	32.4%	31.2%	33.8%	35.7%	<b>Chỉ số định giá</b>				
Tỷ suất EBIT	16.1%	17.2%	17.1%	18.2%	P/E	17.0	12.6	12.7	10.8
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	13.7%	16.5%	15.9%	17.4%	P/E pha loãng	17.0	12.6	12.7	10.8
Tỷ suất lãi hoạt động KD	13.5%	15.9%	15.9%	17.4%	P/B	2.1	1.8	1.9	1.8
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10.0%	12.0%	12.3%	13.5%	P/S	3.8	3.4	3.5	3.3
					P/Tangible Book	2.1	1.8	1.9	1.8
					P/Cash Flow	4.7	4.5	5.2	4.6
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	5.7	5.6	5.1	4.3
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.6	10.2	10.1	8.4
					<b>Hiệu quả quản lý</b>				
					ROE%	12.2%	14.8%	15.3%	16.6%
					ROA%	4.8%	6.0%	6.9%	7.8%
					ROIC%	8.1%	10.0%	10.9%	12.7%
					<b>Cấu trúc tài chính</b>				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.2	0.3
					Tỷ suất thanh toán nhanh	0.5	0.7	0.6	0.7
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.1	1.2	1.2	1.3
					Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.1
					Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.2	0.2	0.2
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.6	0.5	0.5	0.5
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
					Tổng công nợ/Vốn CSH	0.4	0.4	0.4	0.4
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.9	0.7	0.7	0.7
					<b>Chỉ số hoạt động</b>				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	10.8	12.1	11.9	11.9
					Hệ số quay vòng HTK	1.8	2.2	2.4	2.4
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	4.8	5.2	6.3	6.3

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.