Báo cáo cổ phiếu: VGC

Quý 3 vượt dự báo nhờ biên KCN 75% chưa được giải thích; lợi nhuận 2026 tăng ~18%, nhưng giá đã trả trước cho quỹ đất – nắm giữ, không mua mới

Tổng Công ty Viglacera – CTCP (HOSE: VGC) · hạ tầng KCN, dịch vụ KCN – đô thị, nhà ở xã hội, kính, sứ – sen vòi, gạch ốp lát, gạch ngói · BCTC hợp nhất đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 44,5 nghìn đ (23/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ (DÒNG TIỀN)	LNST MẸ Q3/2026	LNST MẸ 2026F	P/B	BIÊN GỘP KCN
44,5 nghìn đ · 23/10/2026	29,8–35,7 nghìn đ · −33% đến −20%	464 tỷ đ · cùng kỳ 92	1.650 tỷ đ · +18% so 2025	2,25x phân vị từ 2016: 60%	75% quý 3 · 9T 57%, 6T 51%

GÓC NHÌN AAS	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG CHỐT LỜI	LNST MẸ 2027F
NẮM GIỮ	44,5 nghìn đ	29,8–35,7 nghìn đ	31,6–41,0 nghìn đ	≥ 49,4 nghìn đ	1.537 tỷ đ

Hành động: giữ cổ phiếu đang có, không mua mới ở 44,5 nghìn; tích lũy dưới 41,0 nghìn, chốt lời từng phần từ 49,4 nghìn. **Nâng lên TÍCH LŨY** nếu có quyết định chuyển đổi đất nhà máy cũ, hoặc 2026 bàn giao trên 160 ha với biên KCN cả năm trên 55%. **Hạ về THEO DÕI** nếu 2026 bàn giao dưới 120 ha, biên KCN quý 4 dưới 45%, hoặc kính lỗ trở lại.

KẾT LUẬN

Quý 3/2026 LNST mẹ 464 tỷ, gấp 5,0 lần cùng kỳ: doanh thu KCN 781 tỷ (~26 ha) với biên gộp 75%, cao bất thường so với 51% của 6 tháng đầu năm, và nguyên nhân chưa được giải trình. AAS dự báo quý 4 ~408 tỷ, cả năm 2026 ~1.650 tỷ (+18%), LNTT gấp 1,6 lần kế hoạch; 2027 ~1.537 tỷ nếu biên KCN về mức 9 tháng.

VGC vẫn ghi nhận đất KCN một lần sau TT99, nên AAS định giá quỹ đất theo dòng tiền: 29,8–35,7 nghìn đ/cp, thấp hơn giá hiện tại. Thị trường đang trả 16.271 tỷ cho quỹ đất, gấp 1,7 lần giá trị hạng A + B. Theo lịch sử P/B, giá chưa tới vùng bán (P/B 2,25x so với ngưỡng 2,5x), nên AAS giữ cổ phiếu nhưng không mua thêm.

HẠ TẦNG KCN

1.854 tỷ LN gộp 9T/2026 (54% tổng)

- DT 9T 3.271 tỷ (+40%)
- Quỹ đất hạng A ~572 ha
- Vẫn ghi nhận một lần sau TT99

VẬT LIỆU XÂY DỰNG

1.297 tỷ LN gộp 9T/2026 (cùng kỳ 990)

- Kính thoát lỗ, biên quý 3 7%
- Sứ biên 34%, ốp lát 19%
- Gạch ngói thu hẹp

TÀI CHÍNH, CỔ ĐÔNG

1.721 tỷ nợ ròng 30/09/2026

- Đã trả cổ tức 22% (986 tỷ) 08/2026
- Thiểu số nhận 30% LNST 9T
- GELEX 50,21%, Nhà nước 38,58%

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **9T/2026:** doanh thu 11.531 tỷ (+23%), LNTT 2.281 tỷ (+73%, 125% kế hoạch năm), LNST mẹ 1.242 tỷ (+46%); quý 3 464 tỷ.
2. **Quý 3 nhờ KCN:** LN gộp KCN 585 tỷ (cùng kỳ 194), biên 75% chưa có giải trình; AAS dự báo theo biên 9 tháng 57%.
3. **Dự báo cơ sở:** LNST mẹ quý 4/2026 408 tỷ (140 đến 691); năm 2026 1.650 tỷ (+18%); 2027 1.537 tỷ (−7%).
4. **Lợi nhuận chảy sang thiểu số:** 30% LNST 9T thuộc cổ đông thiểu số (2025: 12%), vì KCN mới, gạch ở công ty con 51–60%.
5. **NẮM GIỮ**: giá trị dòng tiền 29,8–35,7 nghìn đ; P/B 2,25x chưa tới vùng bán 2,5x (49,4 nghìn). Tích lũy dưới 41,0 nghìn, mua mạnh dưới 31,6 nghìn.

1 Mô hình kinh doanh: hai chuỗi trong một doanh nghiệp; KCN là cỗ máy lợi nhuận, VLXD là phần lớn doanh thu nhưng lãi mỏng

- **Hai chuỗi giá trị:** (1) phát triển hạ tầng KCN, cho thuê đất trả tiền một lần và thu phí dịch vụ; (2) sản xuất VLXD (kính nổi, sứ vệ sinh, gạch ốp lát, gạch ngói đất sét nung, bê tông khí). Thêm nhà ở xã hội và khu đô thị. Doanh thu thuần 2025 13.315 tỷ, LNST cổ đông mẹ 1.403 tỷ.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) số ha KCN bàn giao × giá thuê theo từng khu; (2) giá vốn đất từng khu (biên gộp KCN 51% 6T/2026, 75% quý 3); (3) biên VLXD, nhất là kính; (4) tỷ lệ lợi nhuận thuộc cổ đông thiểu số (KCN mới mở qua liên doanh 51–60%).
- **Vốn chạy trong chuỗi:** chi phí dở dang BĐS, KCN 7.292 tỷ (Thuận Thành I 1.714, Sông Công II 1.137, Dốc Đá Trắng 712, Phú Hà 600 tỷ) tài trợ bằng tiền khách ứng trước, vay và vốn góp của đối tác liên doanh.

ĐẦU VÀO: ĐẤT, NGUYÊN LIỆU, NĂNG LƯỢNG

Quỹ đất KCN được giao (19 KCN)
~1.950 ha thương phẩm còn lại
15 khu AAS theo dõi; hạng A đã giao đất, hạng B, C đang GPMB · Trên BCTC: chi phí SXKD dở dang BĐS 7.292 tỷ

Cát, đất sét, cao lanh, khí, than
47% chi phí theo yếu tố
nhiên liệu 20–40% giá thành sản phẩm nung · Trên BCTC: nguyên vật liệu 626 tỷ tồn kho

→

ĐẦU TƯ HẠ TẦNG / SẢN XUẤT

Hạ tầng KCN: GPMB, san lấp, đường, xử lý nước
30–150 ha/năm bàn giao
từ 2026 vốn đầu tư KCN đi qua hàng tồn kho (TT99), không còn qua BĐS đầu tư · Trên BCTC: hàng tồn kho, chi phí phải trả công trình 997 tỷ

Nhà máy kính nổi, sứ, gạch ốp lát, gạch nung
620 tỷ khấu hao 9T/2026
VFG 500 t/ngày, PFG 600 t/ngày (kính siêu trắng), VIFG 420 t/ngày · Trên BCTC: TSCĐ 5.000 tỷ

→

BÁN HÀNG, GHI NHẬN

Cho thuê đất KCN trả tiền một lần
3.271 tỷ DT 9T/2026
ghi nhận một lần khi bàn giao, kể cả sau TT99 · Trên BCTC: DT hạ tầng KCN; tiền khách ứng trước 1.116 tỷ

VLXD qua đại lý, dự án
7.196 tỷ DT 9T/2026
kính 2.109, ốp lát 3.075, sứ 984, gạch ngói 730 · Trên BCTC: phải thu khách hàng 1.027 tỷ

Dịch vụ KCN, đô thị, khách sạn; NOXH
1.065 tỷ DT 9T/2026
phí hạ tầng, nước, xử lý nước thải; NOXH lãi trần 10% · Trên BCTC: DT dịch vụ, BĐS

→

100 ĐỒNG DOANH THU THUẦN 9T/2026

Giá vốn KCN	12,3
Giá vốn VLXD, dịch vụ, nhà ở	57,8
Bán hàng + quản lý	11,1
Tài chính, khác ròng	−1,0
Thuế TNDN	4,4
Cổ đông thiểu số	4,6
= LNST cổ đông mẹ	10,8

KCN chỉ chiếm 28% doanh thu nhưng 54% LN gộp 9T/2026: giá vốn đất KCN chỉ ~12 đồng.

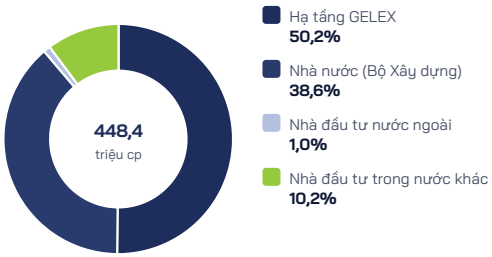
Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán 2025, quý 3/2026 của VGC (thuyết minh doanh thu, giá vốn theo dòng, chi phí theo yếu tố, hàng tồn kho); AAS tính.

Cổ đông: GELEX nắm 50,21%, Nhà nước 38,58%; cổ phiếu tự do chỉ ~11%, khối ngoại dưới 1%

- **Hai cổ đông lớn nắm 88,8%:** CTCP Hạ tầng GELEX 2.251,1 tỷ vốn góp (50,21%), Nhà nước do Bộ Xây dựng đại diện 1.729,9 tỷ (38,58%). Phần còn lại 502,6 tỷ (11,21%) gồm khối ngoại ~0,99% (room 49%).
- **Thoái vốn Nhà nước tạm hoãn:** kế hoạch 2024–2025 chưa thực hiện; đầu 2026 Bộ Xây dựng đề xuất xem xét lại trong giai đoạn 2026–2030 vì khó định giá tài sản ở Cuba (ViMariel, SanVig). Thoái vốn là chất xúc tác tiềm năng nhưng chưa có lịch.
- **Lợi ích cổ đông thiểu số 3.245 tỷ** (gấp đôi cuối 2024): đối tác góp vốn vào các KCN, NOXH mới (Yên Mỹ 40%, Phú Thọ, Thái Nguyên, Hưng Yên, Tiên Dương 40–49%) và các công ty gạch 49%. Phần lợi nhuận thuộc thiểu số 9T/2026 30% LNST (2025: 12%).

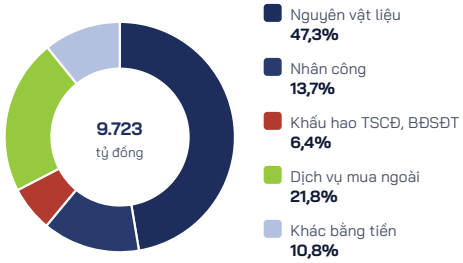
Cơ cấu cổ đông

% vốn



Chi phí sản xuất, kinh doanh theo yếu tố 9T/2026

% tổng



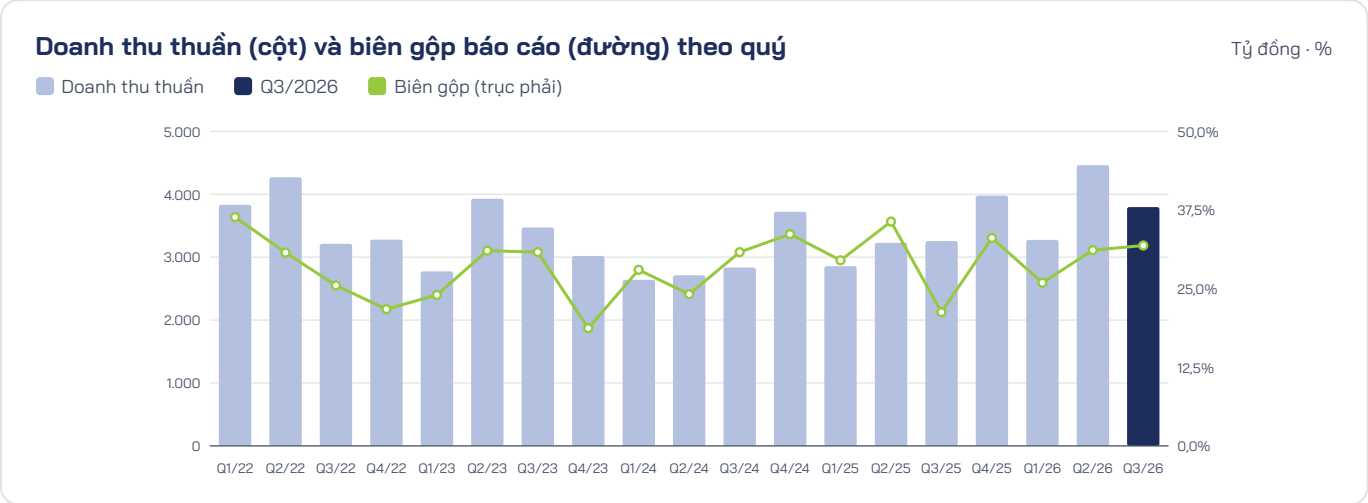
Nguồn: thuyết minh vốn chủ sở hữu BCTC quý 3/2026 (30/09/2026); kho AAS (room khối ngoại 23/10/2026); thuyết minh chi phí theo yếu tố 9T/2026; tài liệu ĐHĐCĐ 2026, công bố của Bộ Xây dựng.

2 Kết quả kinh doanh: 9T/2026 LNTT 2.281 tỷ (+73%), đã bằng 125% kế hoạch năm; quý 3 LNST mẹ 464 tỷ, gấp 5,0 lần cùng kỳ

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	11.194	14.592	13.194	11.906	13.315	9.337	11.531	+23%
LN gộp trước khấu hao	3.417	4.846	4.144	4.172	4.718	3.223	4.050	+26%
Biên trước khấu hao	30,5%	33,2%	31,4%	35,0%	35,4%	34,5%	35,1%	+0,6 điểm
CPBH trừ khấu hao	−670	−935	−811	−861	−919	−662	−673	n/m
QLDN trừ khấu hao	−734	−896	−739	−727	−765	−573	−586	n/m
EBITDA	**2.012**	**3.015**	**2.593**	**2.585**	**3.034**	**1.988**	**2.790**	**+40%**
Khấu hao thường xuyên	−560	−625	−643	−674	−740	−555	−620	n/m
EBIT	1.452	2.390	1.951	1.911	2.294	1.433	2.170	+51%
Tài chính ròng + liên kết	107	−126	−357	−309	−181	−136	−20	n/m
Thu nhập khác ròng	−18	42	8	29	89	25	131	+434%
LNTT	1.541	2.305	1.602	1.630	2.202	1.322	2.281	+73%
LNST cổ đông mẹ	**1.224**	**1.728**	**1.218**	**1.105**	**1.403**	**851**	**1.242**	**+46%**
Biên gộp báo cáo (sau KH)	25,7%	29,0%	26,7%	29,5%	30,0%	28,7%	29,9%	+1,1 điểm

Nguồn: BCTC hợp nhất VGC (kho AAS; quý 3/2026 từ BCTC gốc ký 23/10/2026); AAS tính. Khấu hao thường xuyên 2021–2024 là ước tính (xem bảng khấu hao); 9T/2025 theo số trình bày lại trong BCTC quý 3/2026.

- **Quý 3/2026 tăng vì KCN:** doanh thu 3.795 tỷ (+17%), LN gộp 1.209 tỷ (+75%); riêng LN gộp KCN 585 tỷ so với 194 tỷ cùng kỳ. Công ty giải trình: tăng trưởng cho thuê hạ tầng KCN và VLXD ở công ty con.
- **Lợi nhuận mẹ tăng chậm hơn hợp nhất:** 9T/2026 LNST hợp nhất +85% nhưng LNST mẹ +46%, vì cổ đông thiểu số nhận 527 tỷ (cùng kỳ 105 tỷ): lợi nhuận dịch chuyển sang KCN liên doanh (Yên Mỹ 60%) và VLXD ở công ty con 51%.
- **Thu nhập khác quý 3 93 tỷ** (9T 131 tỷ, cùng kỳ 25 tỷ) và lãi liên kết 9,9 tỷ: khoản không đều, không lặp lại vào dự báo.



Nguồn: BCTC hợp nhất VGC; AAS tính.

Khấu hao: theo yếu tố – phần ghi một lần cho đất KCN = khấu hao thường xuyên; trong CPBH, QLDN rất nhỏ

Khấu hao, tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
Theo yếu tố (thuyết minh)	2.107	2.517	3.056	1.944	1.904	554,7	619,7
– KH BĐS đầu tư ghi một lần cho đất KCN (trong giá vốn KCN)	1.546	1.892	2.413	1.270	1.165	–	–
= Khấu hao thường xuyên (nhà máy, dịch vụ)	**560**	**625**	**643**	**674**	**740**	**554,7**	**619,7**
trong CPBH + QLDN	15,7	17,5	18,0	18,9	20,8	16,0	16,9
trong giá vốn	545	608	625	655	719	538,7	602,8
Chi đầu tư TSCĐ (LCTT)	3.386	2.751	3.569	2.534	2.789	112,7	210,7

Nguồn: thuyết minh chi phí theo yếu tố, CPBH, QLDN (BCTC kiểm toán 2021–2025, quý 3/2026); AAS tính. 2015–2020 khấu hao theo yếu tố chưa gồm giá vốn đất; 2021–2024 khấu hao thường xuyên ước theo tỷ lệ khấu hao/nguyên giá TSCĐ hữu hình nội suy giữa 2020 (5,9%) và 2025 (5,2%) – giả định; 2025 = 9T trình bày lại + quý 4 ước.

3 Bức tranh theo mảng: KCN tạo 54% LN gộp 9T/2026; VLXD có lãi trở lại nhưng sau chi phí chung chỉ gần hòa vốn

9 tháng, tỷ đồng	DT 9T/2025	DT 9T/2026	Tăng	LNG 9T/2025	LNG 9T/2026	Biên 9T/26
Hạ tầng KCN (cho thuê đất)	**2.333**	**3.271**	**+40%**	**1.499**	**1.854**	**57%**
Dịch vụ KCN, đô thị, khách sạn	627	589	–6%	159	229	39%
Bất động sản nhà ở	237	476	+101%	36	66	14%
Kính, gương	1.418	2.109	+49%	–33	186	9%
Sứ, sen vòi, phụ kiện	782	984	+26%	255	331	34%
Gạch ốp lát	2.737	3.075	+12%	522	589	19%
Gạch, ngói đất sét nung	855	730	–15%	151	143	20%
Khác (bê tông khí, bao bì, khoáng sản)	349	297	–15%	95	49	16%

9 tháng, tỷ đồng	DT 9T/2025	DT 9T/2026	Tăng	LNG 9T/2025	LNG 9T/2026	Biên 9T/26
Tổng	**9.337**	**11.531**	**+23%**	**2.684**	**3.447**	**30%**

Nguồn: thuyết minh doanh thu thuần và giá vốn hàng bán theo dòng, BCTC hợp nhất quý 3/2026 (9T/2025 theo số trình bày lại); AAS tính.

Quý 3, tỷ đồng	DT Q3/2025	DT Q3/2026	LNG Q3/2025	LNG Q3/2026	Biên Q3/2026	Δ LNG
Hạ tầng KCN (cho thuê đất)	**366**	**781**	**194**	**585**	**75%**	**+391**
Dịch vụ KCN, đô thị, khách sạn	245	168	86	89	53%	+3
Bất động sản nhà ở	104	146	12	31	21%	+19
Kính, gương	705	704	2	50	7%	+48
Sứ, sen vòi, phụ kiện	291	375	96	131	35%	+35
Gạch ốp lát	1.119	1.277	214	271	21%	+56
Gạch, ngói đất sét nung	291	257	48	46	18%	−2
Khác (bê tông khí, bao bì, khoáng sản)	132	86	39	6	7%	−33
Tổng	**3.254**	**3.795**	**692**	**1.209**	**32%**	**+517**

Nguồn: quý 3 = 9T (BCTC quý 3) − 6T (BCTC soát xét bán niên) theo từng dòng; dòng "khác" là phần dư để khớp tổng KQKD. AAS tính.

- **KCN:** DT 9T/2026 3.271 tỷ (+40%), LN gộp 1.854 tỷ; biên 57% (9T/2025 64%). Quý 3 riêng biên 75%, cao bất thường (mục 4).
- **Kính thoát lỗ nhưng chưa phục hồi:** LN gộp 9T 186 tỷ (cùng kỳ lỗ 33 tỷ) nhờ hợp nhất 100% Kính nổi Việt Nam (VFG) từ 06/2025 và thuế chống bán phá giá kính nổi Indonesia, Malaysia (chính thức từ 06/2026). Biên quý giảm từ 12% (quý 1) xuống 6,5% (quý 2) và 7,2% (quý 3), xa mức 31% năm 2022.
- **Sứ, ốp lát giữ lãi:** sứ biên 34% (+30% LN gộp), ốp lát 19% với DT +12%; gạch ngói thu hẹp (DT −15%).
- **Dịch vụ và nhà ở:** dịch vụ KCN, đô thị, khách sạn biên 39%; nhà ở (NOXH) DT gấp đôi nhưng biên 14% vì lãi định mức tối đa 10%.

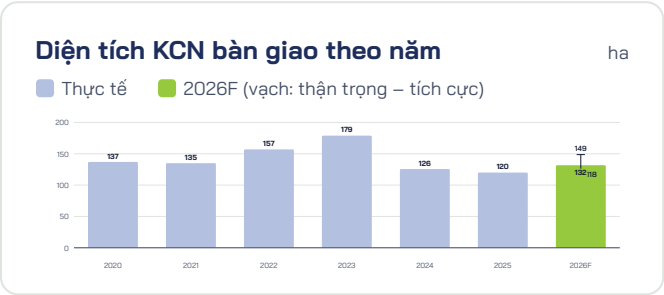
4 KCN: vẫn ghi nhận một lần sau TT99; quý 3 biên gộp 75% chưa có giải trình, AAS dự báo theo biên 9 tháng 57%

- **Cách ghi nhận:** từ 01/01/2026 VGC áp dụng Thông tư 99 theo phương pháp phi hồi tố nhưng mô tả đất KCN là "bán bất động sản KCN đã phát triển hạ tầng", ghi nhận một lần khi bàn giao. VGC tự tính: nếu phân bổ theo thời hạn thuê, LN gộp KCN 2025 chỉ còn 27,7 tỷ thay vì 2.127 tỷ. Vì vậy lợi nhuận KCN là lợi nhuận một lần theo đợt bàn giao, AAS định giá bằng dòng tiền quỹ đất, không nhân P/E.
- **Doanh thu chưa thực hiện 2.745 tỷ không phải backlog:** đây là các hợp đồng cũ đã phân bổ, chỉ ghi nhận ~146 tỷ trong 12 tháng tới; tiền đã nằm trong quỹ.
- **Quý 3 bàn giao ~26 ha** (AAS suy từ doanh thu 781 tỷ và giá bình quân 29,6 tỷ/ha; BCTC không công bố số ha). 9T ước ~101 ha; mục tiêu kỳ mới cả năm 150 ha.
- **Giá vốn quý 3 chỉ 196 tỷ cho 781 tỷ doanh thu** (biên 75%, quý 3/2025 53%, 6T/2026 51%). BCTC quý không tách giá vốn theo khu. Hai khả năng: bàn giao tập trung ở khu giá vốn thấp, hoặc điều chỉnh giảm tổng mức đầu tư như năm 2025 (454 tỷ). Nguyên nhân chưa xác minh; AAS không dùng biên quý 3 làm cơ sở.

Hạng pháp lý	Số KCN	Ha còn lại	Giá thuê bình quân (USD/m²)	Giá trị hiện tại phần cty mẹ (tỷ)	Đ/cp
A: đã giao đất, GPMB ≥ 80%	9	572	98	6.669	14.874
B: có chủ trương, đang GPMB/xây dựng	5	1.044	88	3.023	6.742
C: mới có chủ trương	1	334	95	313	698

Hạng pháp lý	Số KCN	Ha còn lại	Giá thuê bình quân (USD/m²)	Giá trị hiện tại phần cty mẹ (tỷ)	Đ/cp
Tổng	**15**	**1.950**	**92**	**10.004**	**22.314**
Giá thị trường đang trả cho quỹ đất (vốn hóa – phần không phải đất)				**16.271**	**36.291**

Nguồn: VGC (quyết định chủ trương đầu tư, BCTN, tài liệu ĐHĐCĐ), AAS tính. Giá trị hiện tại: dòng tiền sau thuế chiết khấu 12,5%/năm, giá thuê +3%/năm, nhân xác suất pháp lý (A 0,95; B 0,75 và chậm 1 năm; C 0,40 và chậm 2 năm) và tỷ lệ sở hữu của VGC.



- **Quỹ đất hạng A còn ~572 ha**, đủ ~3,8 năm ở tốc độ 150 ha/năm; khu giá cao ở Bắc Ninh (Yên Phong II-C 165 USD/m², Thuận Thành I 160 USD/m²) chiếm phần lớn giá trị.
- **Hạng B ~1.044 ha** (Sông Công II, Dốc Đá Trắng, Phù Ninh, Trấn Yên, KCN số 01 Hưng Yên) phần lớn qua liên doanh 51–60%, biên mỏng hơn vì tổng mức đầu tư mới đã gồm GPMB.
- **Thị trường đang trả 16.271 tỷ cho quỹ đất**, gấp 1,7 lần giá trị hiện tại hạng A + B theo AAS.

Nguồn: VGC, AAS ước (2026F = 9T ước theo doanh thu + quý 4 dự báo).

5 VLXD: LN gộp 9T/2026 1.297 tỷ (+31%), nhưng sau ~62% chi phí chung chỉ đóng góp ~359 tỷ LNST mẹ/năm

Biên LN gộp kính	2022	2023	2024	2025 lõi	6T/2025	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Kính, gương	30,5%	−4,2%	7,5%	−5,3%	−5,0%	12,0%	6,5%	7,2%

Nguồn: báo cáo bộ phận BCTC kiểm toán 2022–2025, thuyết minh doanh thu, giá vốn quý 2026; 2025 lõi bỏ 275 tỷ hoàn nhập dự phòng sửa chữa lớn; AAS tính.

- **Kính là biến số lớn nhất của VLXD:** DT 9T 2.109 tỷ (+49%), gồm VFG (500 t/ngày), PFG kính siêu trắng (600 t/ngày, giai đoạn 2 900 t/ngày đang dở dang 285,5 tỷ) và chi nhánh kính nổi Bình Dương. Mỗi 1 điểm % biên kính ≈ 28 tỷ LN gộp/năm.
- **Thuế chống bán phá giá chưa đủ:** biên quý 2–3 chỉ ~7%, vì kính Trung Quốc (không bị áp thuế) vẫn cạnh tranh và giá khí, cát tăng. AAS giữ biên kính 8% cho 2027 (thận trọng 5%, tích cực 11%).
- **Sứ, ốp lát, gạch ngói ổn định:** 9T LN gộp 1.063 tỷ; ốp lát và gạch ngói nằm ở công ty con 51% nên ~49% lợi nhuận thuộc cổ đông thiểu số.
- **Đất nhà máy cũ:** các nhà máy ở Hà Nội (Thanh Trì, Từ Liêm, Hữu Hưng) có thể chuyển đổi sang BĐS, nhưng chưa có quyết định, diện tích, tiến độ; AAS không đưa vào định giá.

6 Chất lượng lợi nhuận, tài chính: tiền gửi giảm 1.559 tỷ trong quý 3 vì trả cổ tức; nợ ròng 1.721 tỷ, an toàn nhưng sẽ tăng khi mở KCN mới

Tỷ đồng, cuối kỳ	12/2023	12/2024	12/2025	06/2026	09/2026
Nợ vay và thuê tài chính	5.135	4.812	5.585	5.539	5.251
Tiền + tiền gửi kỳ hạn	2.468	3.294	4.585	5.097	3.530
Nợ vay ròng	**2.667**	**1.519**	**1.000**	**442**	**1.721**
Người mua trả tiền trước	1.598	1.919	1.201	1.237	1.116
Vốn chủ cổ đông mẹ	7.853	8.309	8.671	8.402	8.867
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.671	1.644	2.900	3.339	3.245

Tỷ đồng, cuối kỳ	12/2023	12/2024	12/2025	06/2026	09/2026
Hàng tồn kho (gồm dở dang KCN từ 2026)	4.964	4.500	4.244	10.007	10.413

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
LNST hợp nhất	1.913	1.162	1.188	1.594	956	1.769
CFO	**2.474**	**2.704**	**4.296**	**3.339**	**258**	**708**
trong đó tăng (−)/giảm tồn kho	–	–	–	–	757	−868
Chi đầu tư TSCĐ	−2.751	−3.569	−2.534	−2.789	−113	−211
Cổ tức đã trả (gồm cho cổ đông thiểu số)	−1.171	−931	−669	−1.150	−162	−1.324
Đối tác góp vốn vào công ty con	100	294	0	1.223	–	210

Nguồn: BCTC hợp nhất VGC (kho AAS; 9T/2026, 9T/2025 từ BCTC quý 3/2026); AAS tính. Từ 2026 (TT99) chi đầu tư hạ tầng KCN đi qua tồn kho trong CFO; 9T/2025 đã trình bày lại tương ứng.

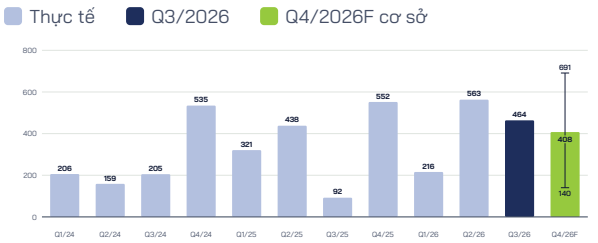
- **Trả cổ tức 22% (986 tỷ) ngày 28/08/2026:** cổ tức đã trả 9T 1.324 tỷ gồm cả phần công ty con trả cho cổ đông thiểu số. Tiền + tiền gửi 30/09 còn 3.530 tỷ (30/06: 5.089 tỷ), vay 5.251 tỷ. Kế hoạch cổ tức 2026: 10%.
- **CFO 9T/2026 708 tỷ dù tồn kho tăng 868 tỷ:** theo TT99, tiền đầu tư hạ tầng KCN mới (Sông Công II +328 tỷ, Dốc Đá Trắng +284 tỷ, Trấn Yên +206 tỷ dở dang) nay nằm trong CFO thay vì chi đầu tư.
- **Chi phí bán hàng quý 3 271 tỷ (+9%)**: chi phí môi giới, chiết khấu phải trả tăng từ 14,5 lên 168,4 tỷ trong 9 tháng, đi theo hợp đồng KCN mới; đây là chi phí trả trước cho doanh thu bàn giao sau.
- **Nhu cầu vốn lớn phía trước:** các KCN hạng B, C cần ~18 nghìn tỷ đầu tư; phần lớn từ vay, tiền khách ứng trước và vốn góp của đối tác (9T/2026 đối tác góp 210 tỷ). Nợ ròng/vốn chủ mẹ 0,19x.

7 Dự báo: quý 4/2026 LNST mẹ ~408 tỷ; cả năm ~1.650 tỷ (+18%), LNTT gấp 1,6 lần kế hoạch; 2027 ~1.537 tỷ khi không còn biên KCN bất thường

Q4/2026F, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Q3/2026	Q4/2025
DT hạ tầng KCN	500	900	1.400	781	963
LN gộp KCN	**255**	**510**	**840**	**585**	**617**
LN gộp VLXD (Q4/25 gồm 275 hoàn nhập kính)	461	530	584	504	580
LN gộp dịch vụ + nhà ở	71	108	147	120	118
Doanh thu thuần	3.399	4.185	4.990	3.795	3.977
LN gộp trước khấu hao	1.013	1.374	1.798	1.435	1.495
EBITDA	520	910	1.354	963	1.046
Khấu hao	−233	−233	−233	−233	−185
Tài chính, liên kết, khác	−30	10	60	99	19
LNTT	257	688	1.181	829	880
Cổ đông thiểu số	−60	−145	−230	−152	−86
LNST cổ đông mẹ	**140**	**408**	**691**	**464**	**552**

Nguồn: AAS dự báo; Q3/2026, Q4/2025 thực tế (Q4/2025 theo mảng = năm kiểm toán – 9T trình bày lại).

LNST cổ đông mẹ theo quý, Q4/2026F có vạch thận trọng – tích cực Tỷ đồng



Cầu nối LNTT Q4/2025 → Q4/2026F (cơ sở) Tỷ đồng



Nguồn: AAS tính.

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
DT thuần 2026F	14.930	15.716	16.521	KH 15.300; 2025: 13.315
LNTT 2026F	2.539	**2.969**	3.463	KH 1.820 (163%); 2025: 2.202
LNST mẹ 2026F (9T 1.242 + Q4)	**1.383**	**1.650**	**1.934**	**2025: 1.403 (+18%)**
KCN bàn giao 2026F (ha, ước)	118	132	149	2025: ~120 ha
LNTT 2027F	1.799	2.678	3.690	
LNST mẹ 2027F	**954**	**1.537**	**2.072**	**–7% so 2026F**
EPS 2027F (đồng)	2.129	3.428	4.622	P/E 2027F cơ sở 13,0x

Nguồn: AAS dự báo; kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 (doanh thu 15.300 tỷ, LNTT hợp nhất 1.820 tỷ, cổ tức 10%).

- **Quý 4/2026 thấp hơn cùng kỳ (552 tỷ):** Q4/2025 có 617 tỷ LN gộp KCN (~33 ha) và 275 tỷ hoàn nhập dự phòng kính; cơ sở Q4/2026 giả định ~30 ha ở biên 9 tháng, không có khoản một lần.
- **Số ha và biên KCN quyết định quý 4:** mỗi 100 tỷ DT KCN ≈ 32 tỷ LNST mẹ; nếu biên quý 4 lặp lại 75% như quý 3, LNST mẹ cơ sở tăng thêm ~94 tỷ.
- **2027 giảm 7%:** 150 ha ở biên mô hình 54% (cơ cấu nghiêng về khu B biên thấp), không có biên bất thường như quý 3/2026, lãi vay tăng, thiểu số 30%. VLXD +3%.
- **Mốc theo dõi:** số ha ký mới, bàn giao quý 4 (VGC thường công bố tại hội nghị tổng kết tháng 12–1); BCTC quý 4 (cuối tháng 1/2027) và kiểm toán 2026 (giá vốn KCN theo khu); kế hoạch 2027 tại ĐHĐCĐ (tháng 4/2027).

8 Định giá: giá trị dòng tiền ~29,8–35,7 nghìn đ/cp, thấp hơn giá 44,5 nghìn; thị trường trả trước cho quỹ đất gấp 1,7 lần giá trị A + B

Thành phần (phần cty mẹ)	Cách tính	Tỷ đồng	Đ/cp
VLXD	LNST mẹ chuẩn hóa 2027F 359 tỷ × P/E 9x	3.233	7.211
Dịch vụ KCN, đô thị	LNST 2027F 136 tỷ × P/E 10x	1.365	3.044
Quỹ đất KCN hạng A	9 khu, dòng tiền chiết khấu 12,5%, xác suất 0,95	6.669	14.874
Quỹ đất KCN hạng B	5 khu, xác suất 0,75, chậm 1 năm	3.023	6.742
Nhà ở, NOXH	Tồn kho giá gốc + NPV Tiên Dương	1.820	4.059
Cuba, liên doanh liên kết	ViMariel 30% giá trị sổ sách; LDLK theo sổ sách	400	892
Tiền ròng điều chỉnh	Tiền + tiền gửi 3.530 – vay 5.251 – tiền khách ứng trước 1.116 – tiền tối thiểu 300	–3.137	–6.997

Thành phần (phần cty mẹ)	Cách tính	Tỷ đồng	Đ/cp
Giá trị hợp lý (A + B)		**13.372**	**29.825**
+ KCN hạng C (Tây Phổ Yên)	xác suất 0,40, chậm 2 năm	313	30.523
+ Nền tảng KCN mới sau 2030	150 ha/năm, biên 35%, sở hữu 60%, xác suất 0,5	2.330	35.720

Nguồn: AAS tính; số cổ phiếu 448,35 triệu; tiền, nợ tại 30/09/2026.

- **Vì sao SOTP, không P/E:** lợi nhuận KCN là doanh thu bán đất ghi một lần; nhân P/E là đếm giá trị quỹ đất như dòng lợi nhuận vĩnh viễn. P/E 4 quý 11,1x trông rẻ (11% phân vị) chỉ vì quý 3 có biên KCN cao.
- **Giá trị theo dòng tiền:** A + B 29.825 đ/cp (−33%); thêm hạng C và một nền tảng KCN mới sau 2030 (xác suất 0,5) lên 35.720 đ/cp (−20%). Giá 44.500 đ ngầm trả 16.271 tỷ cho quỹ đất, tức thị trường giả định VGC tiếp tục được giao KCN mới đều đặn, hoặc biên đất cao hơn mô hình.
- **So với lịch sử:** P/B 2,25x ở phân vị 60% từ 2016, dưới trung vị 3 năm 2,41x. Theo giá trị sổ sách, giá hiện tại không đắt; theo dòng tiền quỹ đất thì đắt.

Hiện tại (23/10/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2016	z 3 năm	Trung vị từ 2016	Trung vị 3 năm
P/B (BCTC quý 3/2026)	2,25x	60%	−0,47	2,07x	2,41x
P/E 4 quý (đến quý 3/2026)	11,1x	11%	−0,85	15,4x	17,4x
P/E 2026F (cơ sở)	12,1x				
P/E 2027F (cơ sở)	13,0x				

Nguồn: giá đóng cửa, BCTC VGC; AAS tính. Phân vị và z lịch sử dùng BCTC sau 45 ngày kể từ cuối quý; dòng hiện tại dùng BCTC quý 3/2026 vừa công bố.

P/B	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
≤ 1,3x	+37%	100%	335
1,3–1,6x	+27%	76%	510
1,6–1,9x	+11%	50%	277
1,9–2,2x	+52%	56%	293
2,2–2,5x	+30%	63%	334
> 2,5x	−13%	19%	655

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
< −1,5	+153%	41%	17
−1,5 … −0,5	+23%	68%	592
−0,5 … 0,5	−2%	43%	694
0,5 … 1,5	−12%	35%	422
> 1,5	+26%	57%	430

Nguồn: AAS tính; mỗi phiên từ 02/2016 xếp theo P/B hoặc z P/B, lợi suất 250 phiên tới theo giá điều chỉnh. Các phiên chồng lấn nên số phiên không phải số lần độc lập.

Vùng giá (nghìn đ)	P/B (BVPS 30/09)	Căn cứ	Hành động
≤ 31,6	≤ 1,60x	P/B ≤ 1,6x: LS 250 phiên trung vị +32%, có lãi 76–100% số phiên; ≈ giá trị hợp lý A + B 29,8 nghìn	**MUA**
31,6 – 41,0	1,60 – 2,07x	Dưới trung vị P/B lịch sử; gồm giá trị có nền tảng KCN mới 35,7 nghìn	**TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**
41,0 – 49,4	**2,07 – 2,50x**	**Giá hiện tại 44,5 nghìn (P/B 2,25x); nhóm 2,2–2,5x: trung vị +30%, có lãi 63%**	**NẮM GIỮ**
> 49,4	> 2,50x	P/B > 2,5x: trung vị −13%, chỉ 19% số phiên có lãi sau 250 phiên (n 655)	**CHỐT LỜI TỪNG PHẦN**

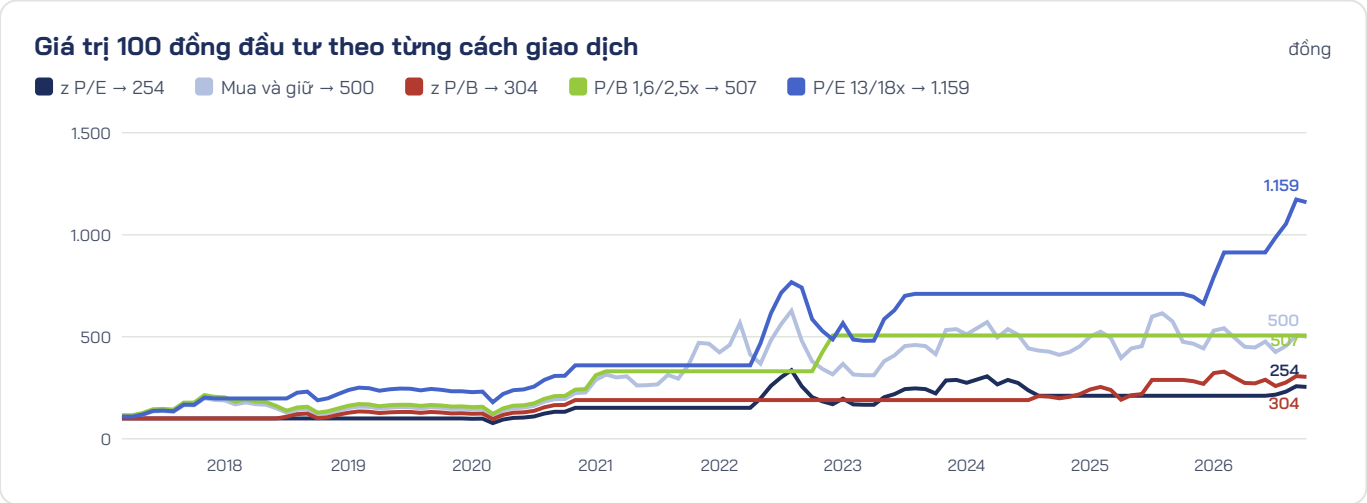
Nguồn: AAS tính trên BVPS 30/09/2026 19.777 đ.

9 Giao dịch: các quy tắc định giá đặt trước đang giữ cổ phiếu; P/B trên 2,5x là vùng bán đáng tin nhất trong lịch sử VGC

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính VGC. Hiện z P/B −0,47, z P/E −0,85.
- **Cách kiểm tra:** chạy lại từ 03/2017 trên giá điều chỉnh; lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý); lệnh khớp phiên sau tín hiệu; mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** hai quy tắc z đặt trước đều thua mua và giữ (+10,2% và +12,2% so với +18,2%/năm), vì VGC tăng giá mạnh 2021–2022 khi z đã cao. Ngưỡng P/B 1,6/2,5x chỉ ngang mua và giữ nhưng sụt giảm ít hơn; ngưỡng P/E 13/18x (+28,9%/năm) đặt sau khi xem bảng nên có thể khớp quá với quá khứ.
- **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 2–6 lệnh trong 9,5 năm; P/E của VGC dao động theo đợt bàn giao KCN, nên tín hiệu P/E dễ sai khi lợi nhuận có khoản bất thường (như quý 3/2026).
- **Ý nghĩa hiện tại:** hai quy tắc z đều đang giữ cổ phiếu (mua 11/2025 và 07/2026); P/B 2,25x chưa tới vùng bán 2,5x. Bằng chứng mạnh nhất của lịch sử là P/B > 2,5x: chỉ 19% số phiên có lãi sau 12 tháng.

Quy tắc (03/2017–10/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	254	+10,2%	−61%	3	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	304	+12,2%	−36%	3	Có
P/B < 1,6x mua, > 2,5x bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	507	+18,3%	−48%	2	Không
P/E < 13x mua, > 18x bán (đặt sau khi xem bảng P/E)	1.159	+28,9%	−51%	6	Có
Mua và giữ	**500**	**+18,2%**	**−61%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 23/10/2026; phí 0,4% mỗi chiều.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

Yếu tố hỗ trợ

- **LNTT 9T đã vượt kế hoạch năm** (125%); quý 4 còn bàn giao.
- **Quỹ đất hạng A ~572 ha**, khu Bắc Ninh giá 160–165 USD/m².
- **Chất xúc tác:** chuyển đổi đất nhà máy cũ, thoái vốn Nhà nước, kính phục hồi.

Rủi ro

- **Biên KCN quý 3 không lặp lại**; khu mới biên thấp hơn.
- **Lợi nhuận chảy sang thiểu số** (30% LNST 9T) khi KCN mở qua liên doanh.
- **Kính cạnh tranh với hàng Trung Quốc**; nợ vay tăng khi xây KCN hạng B.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH VGC

- **Chưa có cổ phiếu:** không mua mới ở 44,5 nghìn. Tích lũy từ 41,0 nghìn trở xuống (P/B < 2,07x), chia 3 phần ~41, ~37 và ~32 nghìn; mua mạnh dưới 31,6 nghìn (P/B 1,6x, ≈ giá trị dòng tiền A + B).
- **Đang nắm giữ:** giữ qua BCTC quý 4/2026; chốt lời từng phần từ 49,4 nghìn (P/B 2,5x). Bán bớt 1/3 nếu giá thủng 40 nghìn (đáy tháng 10/2026, –10%).
- **Kỳ vọng thời gian:** 6–12 tháng; lợi nhuận KCN theo đợt bàn giao nên giá dễ biến động quanh ngày công bố BCTC quý và số ha cuối năm.
- **Nâng lên TÍCH LŨY** nếu có quyết định chuyển đổi đất nhà máy cũ có diện tích, tiến độ; hoặc 2026 bàn giao > 160 ha với biên KCN cả năm > 55%; hoặc lịch thoái vốn Nhà nước rõ ràng. **Hạ về THEO DÕI** nếu 2026 bàn giao < 120 ha, biên KCN quý 4 < 45%, hoặc kính lỗ trở lại.
- **Mốc theo dõi:** số ha ký mới và bàn giao 2026 (tổng kết cuối năm); BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027) và kiểm toán 2026 (giá vốn KCN theo khu); kế hoạch 2027 và cổ tức tại ĐHĐCĐ (04/2027).

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 24/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.