NGÀNH: VẬT LIỆU XÂY DỰNG | **Ngày 06 tháng 04 năm 2026**

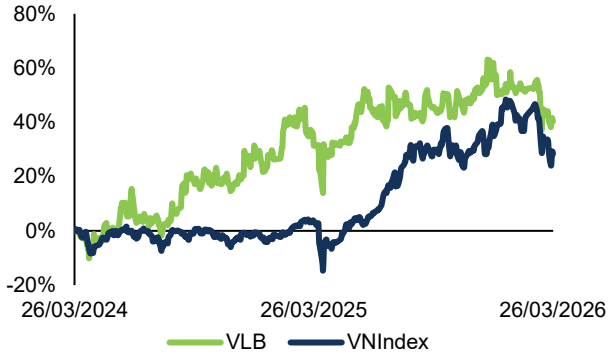
CTCP XÂY DỰNG VÀ SẢN XUẤT VẬT LIỆU XÂY DỰNG BIÊN HÒA (UPCOM: VLB)

Lý Trung Hiếu
Chuyên viên Tư vấn đầu tư
Email: hieult4@fpts.com.vn

Trịnh Đức Thành
Chuyên viên phân tích
Email: thanhtd@fpts.com.vn

Người phê duyệt báo cáo:
Lê Thị Kiều Oanh
Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu VLB và VN-Index



Thông tin giao dịch (06/04/2026)	
Giá hiện tại (VND/cp)	45.300
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	52.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	33.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	46,9
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	46,7
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	32.512
% sở hữu nước ngoài	0,01%
Vốn hóa (tỷ VND)	2.114
P/E trailing 12 tháng (lần)	8,26
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	5.484

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Xây dựng và Sản xuất VLXD Biên Hòa
Địa chỉ	K4/79C, Đường Nguyễn Tri Phương, KP. Bửu Hòa 3, P. Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai
Doanh thu	Bán đất đá, vật liệu xây dựng
Chi phí	Nguyên liệu, thuế phí khai thác
Rủi ro	Thay đổi chính sách pháp lý về gia hạn khai thác, thuế

Giá hiện tại:	**45.300**	**Khuyến nghị**
Giá mục tiêu:	**46.300**	**THEO DÕI**
Tăng/(giảm):	**2,2%**	

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG HẠN CHẾ KHI BƯỚC QUA ĐỈNH CHU KỲ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VLB với giá mục tiêu là **46.300 VND/cp,** cao hơn **2,2%** so với giá đóng cửa ngày 06/04/2026 (chi tiết). Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu VLB ở mức giá 40.000 VND/cp tương đương mức sinh lời kỳ vọng 15,8%. Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Chúng tôi ước tính DTT và LNST cho năm 2026 lần lượt đạt 1.311 tỷ VND (-9,97% YoY) và 239 tỷ VND (-20,8% YoY). Cơ sở dự báo đến từ:

- **Sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt đỉnh vào năm 2027F sau nhịp sụt giảm trong năm 2026** *(chi tiết)*: Chúng tôi dự báo sản lượng đá tiêu thụ trong năm 2026 đạt khoảng 6,63 triệu m^3 (-12,8% YoY), giảm từ mức đỉnh năm 2025 do các dự án hạ tầng lớn dần hoàn thiện. Sang năm 2027F, sản lượng dự báo phục hồi và đạt đỉnh 7,68 triệu m^3 (+15,8% YoY) nhờ các dự án hạ tầng mới bước vào giai đoạn tiêu thụ đá lớn.
- **Biên lợi nhuận gộp chịu áp lực thu hẹp từ năm 2026 do thay đổi chính sách thuế, phí khai thác** *(chi tiết)*: Biên lợi nhuận gộp năm 2026 dự báo giảm xuống khoảng 25,7% (-3,6 đpt YoY) do chi phí đầu vào tăng nhanh, cụ thể chi phí sản xuất trên mỗi m^3 đá tăng +6,3% YoY, cao hơn mức tăng +1,5% YoY của giá bán. Nguyên nhân do: (1) chuyển đổi cơ chế tính phí cấp quyền khai thác từ hình thức cố định sang quyết toán theo sản lượng; và (2) điều chỉnh tăng đơn giá tính thuế tài nguyên (+37,1% YoY).

Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cao nhờ dòng tiền dồi dào và nhu cầu đầu tư thấp *(chi tiết)*: Giai đoạn 2021 – 2024, VLB luôn thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt ở mức cao và đều đặn với tỷ lệ cổ tức/LNST bình quân đạt ~76,7%. Dự kiến xu hướng này sẽ tiếp diễn trong giai đoạn 2026 – 2030F nhờ dòng tiền từ HĐKD lớn, cơ cấu tài chính lành mạnh khi không có nợ vay, và nhu cầu tái đầu tư thấp.

YẾU TỐ THEO DÕI:

- **Tiến độ giải phóng mặt bằng tại mỏ đá hiện hữu** *(chi tiết)*
- **Xử lý tồn đọng vật liệu san lấp tại mỏ Tân Cang 1** *(chi tiết)*
- **Rủi ro thanh khoản:** Khối lượng khớp lệnh bình quân 30 phiên chỉ khoảng 32.500 cp/phiên. Nhà đầu tư cần cân nhắc rủi ro thanh khoản khi đầu tư vào VLB (đặc biệt là dòng vốn lớn).

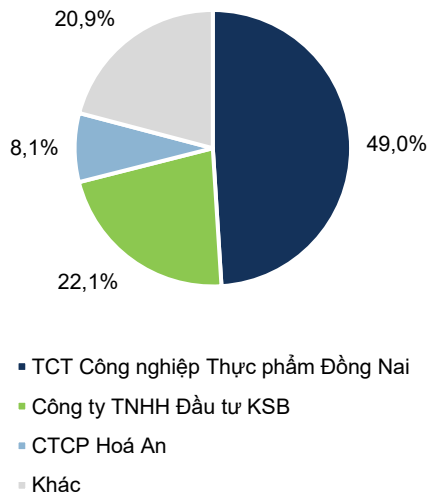
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTCP Xây dựng và Sản xuất Vật liệu xây dựng Biên Hòa (UPCoM: VLB) được thành lập năm 1983 với tiền thân là Xí nghiệp Khai thác Đất Biên Hòa. VLB hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác và chế biến đá xây dựng có quy mô lớn nhất tỉnh Đồng Nai, chiếm 26% thị phần khu vực.

Hiện tại, VLB đang quản lý và khai thác 05 mỏ đá trên địa bàn tỉnh Đồng Nai (chi tiết) với tổng công suất cấp phép khoảng 5,7 triệu m^3 đá nguyên khối/năm, tương đương 7,9 triệu m^3 đá thành phẩm/năm, cung ứng cho nhu cầu xây dựng tại Đồng Nai, TP. Hồ Chí Minh và các tỉnh Tây Nam Bộ.

I. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông VLB tại ngày 06/04/2026



Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp

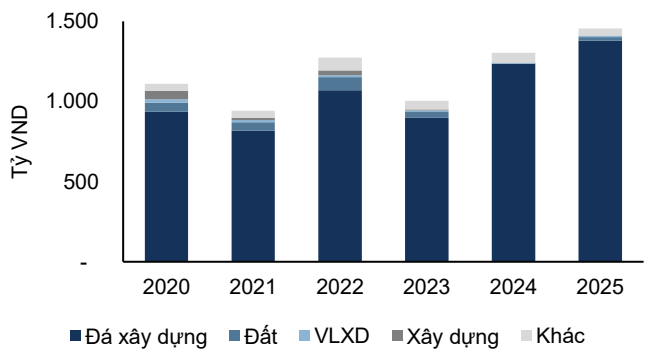
Cơ cấu cổ đông VLB có tính cô đặc cao với 79,2% cổ phần được nắm giữ bởi các tổ chức, cụ thể:

- Tổng Công ty Công nghiệp Thực phẩm Đồng Nai – TNHH MTV (Dofico) – sở hữu 49,0%: Là đơn vị đại diện phần vốn Nhà nước được chuyển giao từ UBND Tỉnh Đồng Nai. Sự hiện diện của Dofico giúp VLB bám sát định hướng quy hoạch, đồng thời cập nhật kịp thời các thay đổi về chính sách, qua đó tạo điều kiện thuận lợi trong việc duy trì các giấy phép khai thác hiện hữu.
- Công ty TNHH Đầu tư KSB – công ty con của CTCP Khoáng sản Bình Dương (HSX: KSB) sở hữu 22,1%: Là doanh nghiệp hoạt động cùng ngành, việc KSB tham gia sở hữu mang tính chiến lược dài hạn. Cụ thể, KSB định hướng sẽ tiếp tục gia tăng tỷ lệ sở hữu khi Dofico thoái vốn, qua đó mở rộng quy mô hoạt động và gia tăng quỹ trữ lượng khai thác đá của chính mình.
- CTCP Hóa An (HSX: DHA) – sở hữu 8,1%: Khoản đầu tư của DHA mang tính chất đầu tư tài chính dài hạn, nhằm duy trì nguồn thu cổ tức tiền mặt ổn định từ VLB.

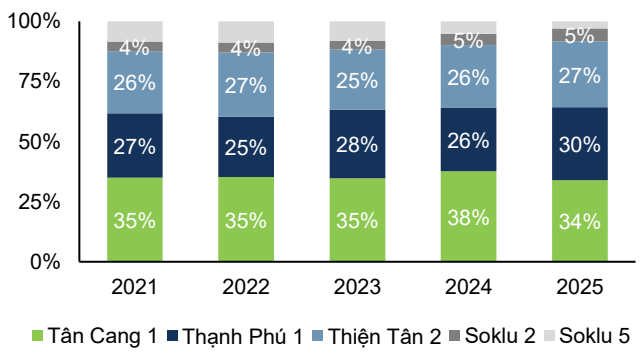
II. Lĩnh vực kinh doanh chính

Hoạt động kinh doanh chính của VLB là khai thác và kinh doanh đá xây dựng, đóng góp 89,5% doanh thu thuần năm 2025. Trong đó các mỏ đá Tân Cang 1, Thạnh Phú 1 và Thiện Tân 2 đóng vai trò chủ lực khi đóng góp 91,7% tổng doanh thu mảng đá xây dựng. Sản phẩm đá xây dựng khai thác từ các mỏ này chủ yếu phục vụ nhu cầu sản xuất bê tông, với danh mục sản phẩm đa dạng về kích thước, bao gồm: đá 1x2, đá 4x6, đá 0x4, đá 5x7 và đá mi các loại. Phần doanh thu còn lại đến từ các hoạt động khác (chiếm 10,5%) bao gồm bán đất san lấp, đất gạch thu được trong quá trình khai thác đá, kinh doanh VLXD và thi công các công trình giao thông, xây dựng dân dụng.

Biểu đồ 2: Doanh thu thuần của VLB chủ yếu đến từ khai thác và kinh doanh đá xây dựng



Biểu đồ 3: Mỏ Tân Cang 1, Thạnh Phú 1 và Thiện Tân 2 đóng góp 91% doanh thu mảng đá xây dựng



Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp và ước tính

B. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025 CỦA VLB

Lũy kế năm 2025, VLB ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực khi doanh thu thuần đạt 1.456 tỷ VND (+11,7% YoY) và lợi nhuận trước thuế đạt 377 tỷ VND (+37,0% YoY). Với kết quả này, VLB đã hoàn thành 148% kế hoạch doanh thu và 215% kế hoạch lợi nhuận trước thuế (LNTT) đề ra cho năm 2025. Chi tiết trong bảng sau:

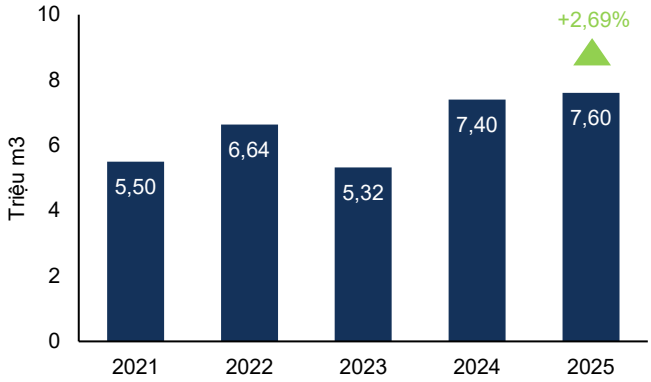
Đơn vị: Tỷ VND	2025	%YoY	%KH25	Nhận xét
Doanh thu thuần	**1.456**	**+11,7%**	**148%**	Động lực tăng trưởng doanh thu thuần chủ yếu đến từ mảng đá xây dựng. Doanh thu mảng đá xây dựng tăng trưởng chủ yếu nhờ: - Giá bán bình quân cải thiện (+8,76% YoY) khi nhu cầu vật liệu duy trì ở mức cao từ các dự án hạ tầng trọng điểm trong bối cảnh nguồn cung bị giới hạn. - Sản lượng tăng nhẹ +2,69% YoY do các mỏ đá của VLB đã vận hành gần công suất tối đa (95 - 97%), khiến dư địa tăng sản lượng hạn chế.
(1) Đá xây dựng	*1.379*	*+11,7%*		
(2) Khác	*77*	*+11,1%*		
Lợi nhuận gộp	**426**	**+21,1%**		Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá bán đá xây dựng tăng.
- Biên lợi nhuận gộp	*29,3%*	*+2,3 đpt*		
Chi phí bán hàng	15	+30,2%		
Chi phí QLDN	80	+4,7%		
Lợi nhuận thuần HĐKD	**331**	**+25,4%**		
Doanh thu tài chính	31	+54,1%		Doanh thu tài chính tăng mạnh do khoản lãi tiền gửi tại ngân hàng tăng lên 30,1 tỷ (+57% YoY)
Chi phí tài chính	0	0%		
Lợi nhuận khác	15	+272%		Lợi nhuận khác tăng mạnh nhờ: (1) ghi nhận khoản thu nhập bất thường 10,6 tỷ đồng từ việc được giảm 30% tiền thuê đất (theo Quyết định của Thuế tỉnh Đồng Nai); và (2) chi phí khác giảm mạnh -96,8% do không còn phát sinh khoản phạt vi phạm hành chính.
LNTT	**377**	**+37,0%**	**215%**	
LNST	**301**	**+38,3%**		

Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp và ước tính

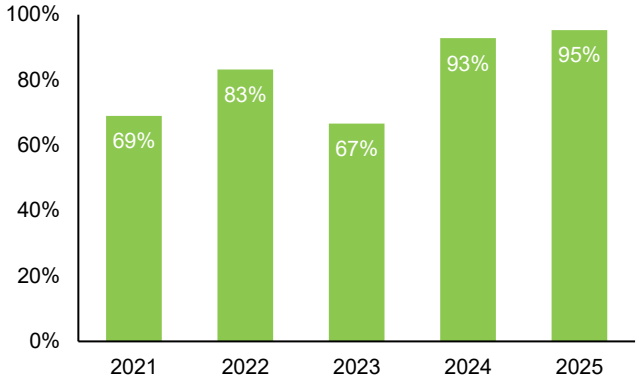
I. Doanh thu mảng đá xây dựng tăng trưởng tích cực nhờ giá bán cải thiện trong bối cảnh nguồn cung hạn chế và nhu cầu duy trì ở mức cao

1. Tổng sản lượng tiêu thụ duy trì ở mức cao sau giai đoạn bùng nổ

Biểu đồ 4: Sản lượng đá tiêu thụ tại các mỏ của VLB năm 2025 tăng +2,69% YoY



Biểu đồ 5: Các mỏ đá của VLB vận hành gần mức công suất tối đa trong năm 2025



Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp và ước tính

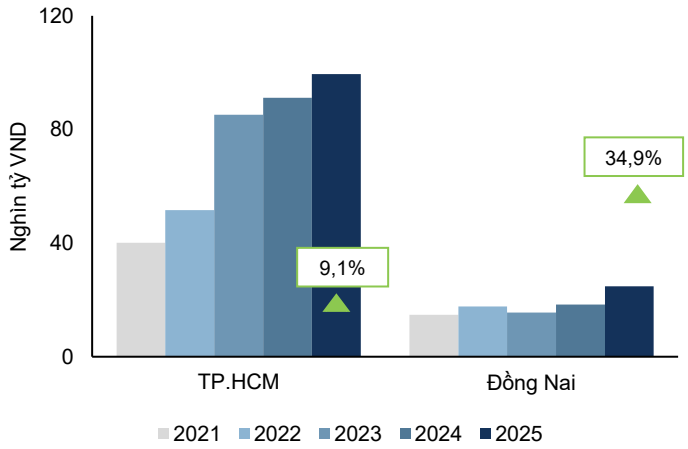
▶ **Mỏ Tân Cang 1: Tiêu thụ giảm nhẹ do đã tiệm cận công suất tối đa và giới hạn kỹ thuật khai thác sâu**

Năm 2025, sản lượng tiêu thụ của mỏ Tân Cang 1 giảm nhẹ xuống 2,43 triệu m^3 (-6,0% YoY), chủ yếu do các yếu tố kỹ thuật trong quá trình khai thác. Diễn biến này mang tính cục bộ và không đồng pha với xu hướng chung tại khu vực Đông Nam Bộ, khi nhu cầu vật liệu xây dựng và giải ngân đầu tư công vẫn duy trì tích cực (TP.HCM +9,1% YoY; Đồng Nai +34,9% YoY). Các vướng mắc kỹ thuật bao gồm:

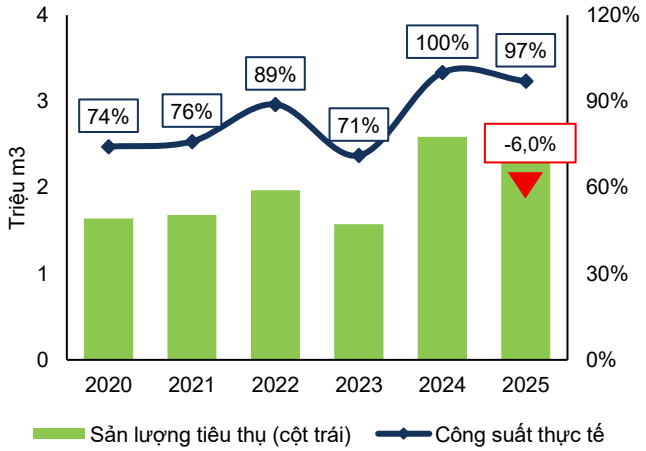
(1) Chạm ngưỡng công suất khai thác được cấp phép: Mỏ Tân Cang 1 hiện đang vận hành gần mức công suất tối đa được cấp phép (khoảng 97% công suất thiết kế), khiến dư địa gia tăng sản lượng khai thác và tiêu thụ gần như không còn.

(2) Giới hạn do khai thác xuống sâu: Mỏ đã tiệm cận độ sâu khai thác tối đa cho phép (-80m), khiến không gian khai thác bị thu hẹp, đồng thời làm gia tăng quãng đường và chi phí vận chuyển. Bên cạnh đó, mỏ đang tồn tại lượng lớn đất đá bóc tầng phủ chưa được cấp phép tiêu thụ buộc phải lưu trữ nội bộ, gây hạn chế khả năng hoạt động của mỏ và làm giảm hiệu quả vận hành.

Biểu đồ 6: Giải ngân đầu tư công tại Đồng Nai và TP.HCM (sau sáp nhập)



Biểu đồ 7: Sản lượng tiêu thụ tại mỏ đá Tân Cang 1 giảm nhẹ -6,0% YoY trong năm 2025



Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp và ước tính

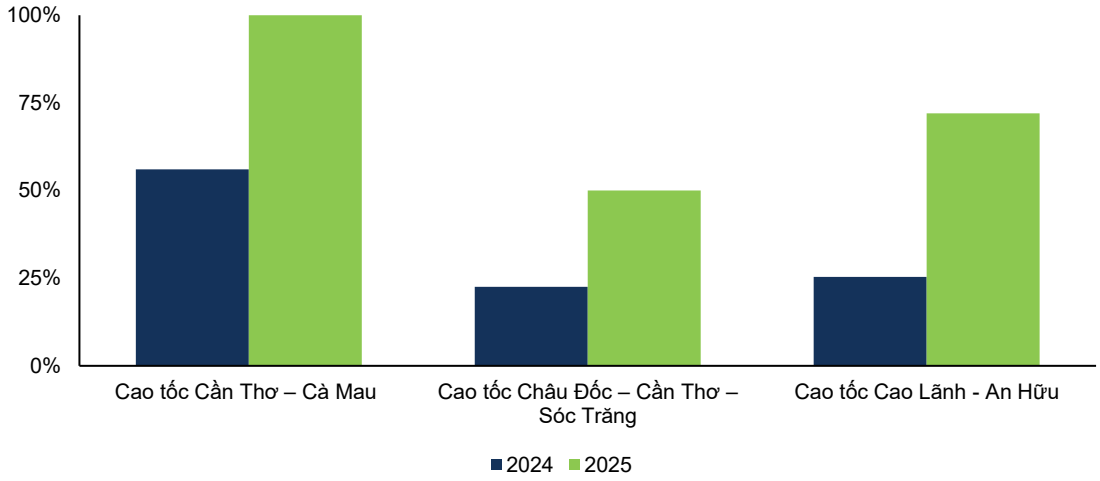
▶ **Mỏ Thạnh Phú 1 và Thiện Tân 2: Sản lượng tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu thụ tích cực tại Đông Nam Bộ và Đồng bằng Sông Cửu Long (ĐBSCL) trong bối cảnh nguồn cung cạnh tranh suy giảm**

Tiêu thụ đá tại mỏ Thạnh Phú 1 và Thiện Tân 2 tăng trưởng tích cực trong năm 2025, với tổng sản lượng đạt 4,5 triệu m^3 (+9,8% YoY). Trong đó, Thạnh Phú 1 đạt 2,3 triệu m^3 (+12,1% YoY) và Thiện Tân 2 đạt 2,2 triệu m^3 (+7,5% YoY). Kết quả này chủ yếu được hỗ trợ bởi nhu cầu gia tăng từ khu vực Đông Nam Bộ và đẩy mạnh tiêu thụ tại khu vực ĐBSCL, cụ thể:

(1) **Hoạt động giải ngân đầu tư công tại TP.HCM và Đồng Nai duy trì tích cực,** qua đó thúc đẩy nhu cầu đá xây dựng nội vùng, giúp hỗ trợ tiêu thụ sản lượng khai thác.

(2) **Gia tăng tiêu thụ tại thị trường ĐBSCL nhờ lợi thế logistics đường thủy khi nhu cầu vật liệu xây dựng tăng cao do các dự án cao tốc bước vào giai đoạn thi công cao điểm:** Hai mỏ Thạnh Phú 1 và Thiện Tân 2 có lợi thế gia tăng tiêu thụ tại khu vực ĐBSCL nhờ vị trí gần sông Đồng Nai (cách bến thủy nội địa 200 – 500m), cho phép vận chuyển bằng sà lan với chi phí thấp hơn so với vận tải đường bộ. Trên nền tảng này, sản lượng tiêu thụ tại khu vực ĐBSCL ghi nhận tăng trưởng tích cực trong năm 2025 khi các dự án cao tốc trọng điểm bước vào giai đoạn thi công nền móng và cấp phối đá dăm – giai đoạn sử dụng vật liệu lớn.

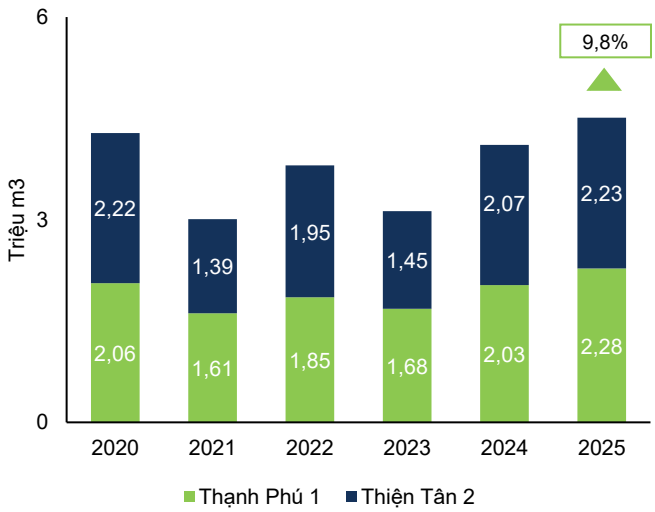
Biểu đồ 8: Tiến độ thực hiện các dự án cao tốc trọng điểm tại ĐBSCL



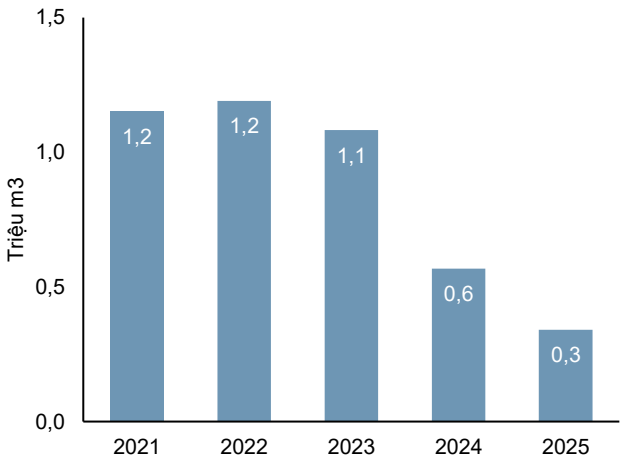
Nguồn: FPTS tổng hợp

(3) **Hưởng lợi từ sự thu hẹp nguồn cung của đối thủ cạnh tranh:** Nguồn cung đá tại khu vực có xu hướng thu hẹp khi mỏ Thạnh Phú 2 của CTCP Hóa An (DHA) – mỏ có vị trí địa lý tương đồng bước vào giai đoạn suy giảm trữ lượng và gặp khó khăn do các hạn chế kỹ thuật khi khai thác xuống sâu, làm giảm sản lượng cung ứng ra thị trường.

Biểu đồ 9: Tổng sản lượng tiêu thụ tại mỏ Thạnh Phú 1 và Thiện Tân 2 của VLB tăng +9,8% YoY



Biểu đồ 10: Mỏ Thạnh Phú 2 của DHA suy giảm sản lượng do hạn chế kỹ thuật khi khai thác sâu

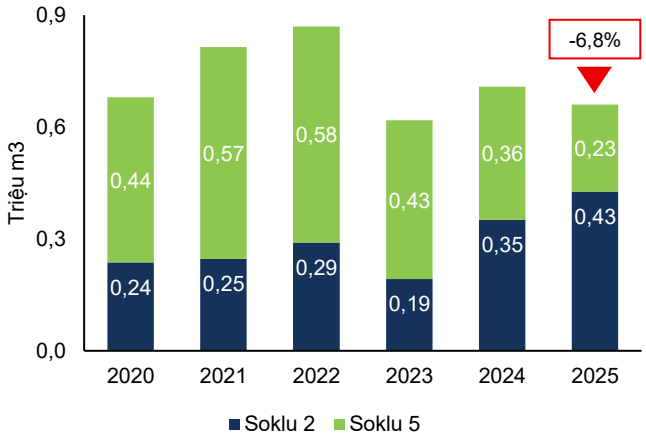


Nguồn: VLB, DHA, FPTS tổng hợp và ước tính

▶ **Cụm mỏ Soklu: Tiêu thụ giảm do gián đoạn pháp lý tại mỏ Soklu 5 nhưng đã được tháo gỡ từ 2H2025**

Năm 2025, tổng sản lượng khai thác tại cụm mỏ Soklu đạt khoảng 0,66 triệu m^3 (-6,8% YoY). Sự sụt giảm này chủ yếu do mỏ Soklu 5 phải tạm ngưng hoạt động từ tháng 3/2025 do hết hạn giấy phép khai thác. Tuy nhiên, nhờ chính sách hỗ trợ tháo gỡ vướng mắc pháp lý từ UBND tỉnh Đồng Nai (Quyết định số 473/QĐ-UBND), mỏ đã hoàn tất thủ tục gia hạn và chính thức hoạt động trở lại từ Q3/2025. Trong thời gian gián đoạn, VLB chủ động đẩy mạnh khai thác tại mỏ Soklu 2 lên mức 76,8% công suất thiết kế nhằm bù đắp phần thiếu hụt nguồn cung, qua đó đảm bảo tiến độ cung ứng vật liệu cho các dự án hạ tầng trọng điểm, tiêu biểu là tuyến cao tốc Dầu Giây – Tân Phú.

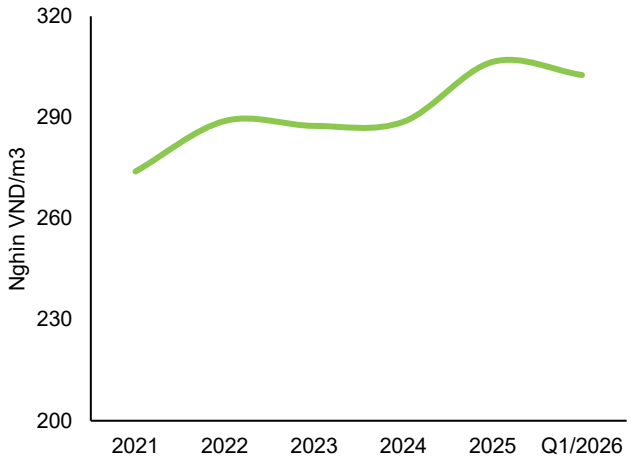
Biểu đồ 11: Tổng sản lượng tiêu thụ tại mỏ Soklu 2 và Soklu 5 suy giảm -6,8% YoY trong năm 2025



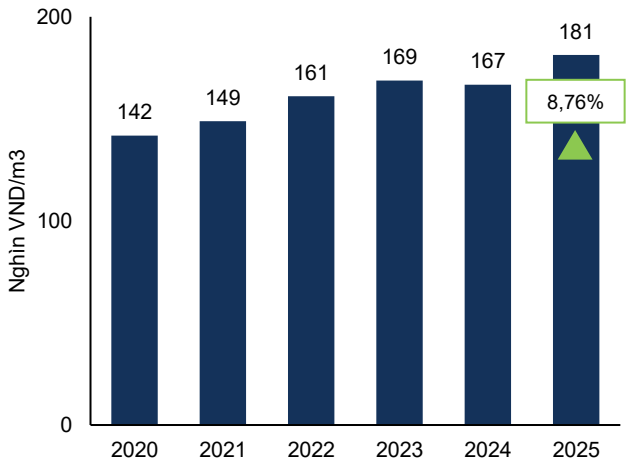
Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Giá bán đá tăng cao giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện

Biểu đồ 12: Giá bán đá xây dựng bình quân theo giá giao tại công trình tỉnh Đồng Nai tăng +6,16% YoY trong năm 2025



Biểu đồ 13: Giá bán đá trung bình tại các mỏ của VLB tăng +8,76% YoY



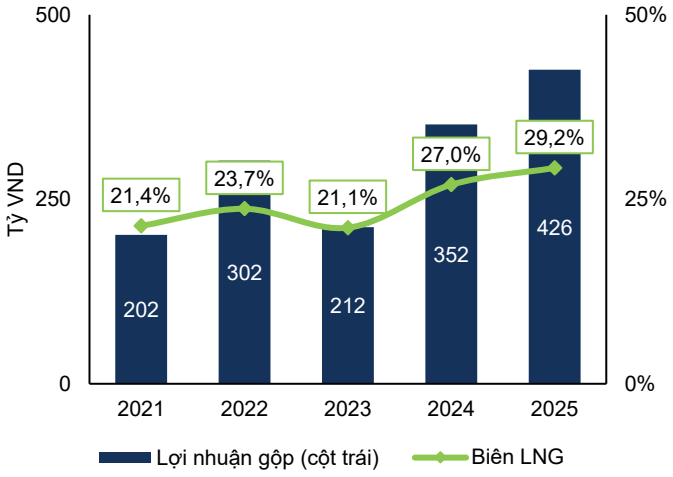
Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp và ước tính

Nhu cầu vật liệu xây dựng tại khu vực phía Nam duy trì ở mức cao thúc đẩy giá đá xây dựng tăng: Cụ thể, giá trị giải ngân đầu tư công tại khu vực miền Nam năm 2025 đạt mức cao nhất trong năm gần đây với 213,8 nghìn tỷ VND (+5,62% YoY). Trong đó, động lực chính đến từ việc nhiều dự án hạ tầng quy mô lớn như Sân bay Long Thành (GĐ1), Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, Đường Vành đai 3 TP.HCM, các tuyến cao tốc tại ĐBSCL … bước vào giai đoạn thi công cao điểm, kéo theo nhu cầu tiêu thụ đá gia tăng. Theo đó, giá đá xây dựng giao tại công trình tại Đồng Nai tăng lên khoảng 306 nghìn VND/m^3 (+6,16% YoY).

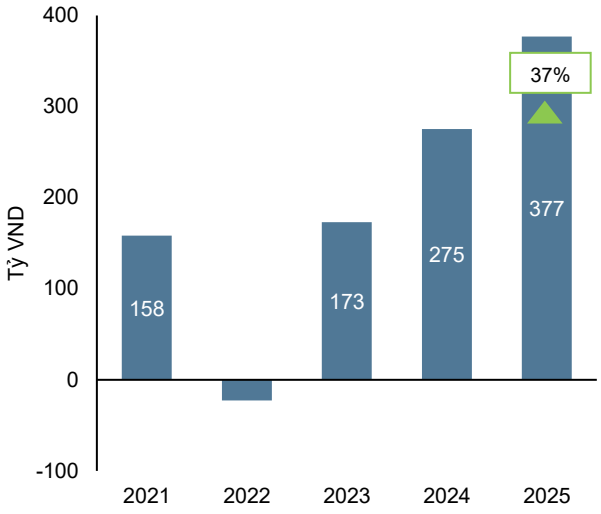
Giá bán đá bình quân của VLB ghi nhận mức tăng cao hơn so với mặt bằng chung, đạt khoảng 181 nghìn VND/m^3 (+8,76% YoY), cao hơn ~2,6 đpt so với mức tăng của tỉnh Đồng Nai. Mức tăng này chủ yếu phản ánh sự mất cân đối cung – cầu tại khu vực, khi nhu cầu vật liệu xây dựng duy trì ở mức cao trong khi nguồn cung bị hạn chế do phần lớn các mỏ đá tại Đông Nam Bộ đã vận hành ở mức công suất tối đa và mỏ Thạnh Phú 2 (DHA) trong khu vực bị suy giảm sản lượng.

Theo đó, **biên lợi nhuận gộp của VLB tăng lên mức 29,25% (+2,3 đpt YoY)** nhờ giá bán đá đầu ra tăng trong khi chi phí khai thác chỉ tăng nhẹ (+5,67% YoY). Việc mở rộng biên lợi nhuận góp phần thúc đẩy lợi nhuận trước thuế tăng lên 377 tỷ VND (+215% YoY), mức cao nhất trong 5 năm gần đây.

Biểu đồ 14: Biên lợi nhuận gộp cải thiện 2,2 đpt trong năm 2025 nhờ tăng giá bán đá xây dựng



Biểu đồ 15: Lợi nhuận trước thuế đạt mức cao nhất trong 05 năm gần đây



Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp

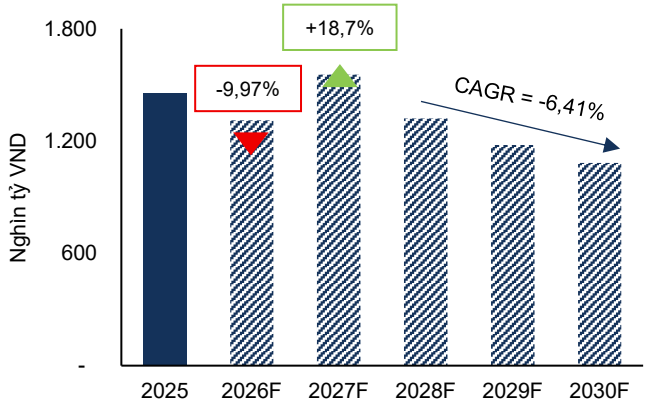
C. TRIỂN VỌNG & DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự báo DTT và LNST năm 2026 của VLB lần lượt đạt 1.311 tỷ VND (-9,97% YoY) và 239 tỷ VND (-20,8% YoY). Kết quả này chủ yếu do mức suy giảm sản lượng tiêu thụ trong 2H2026 khi các dự án lớn (Sân bay Long Thành giai đoạn 1, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, đường Vành Đai 3 TP.HCM, các tuyến cao tốc tại ĐBSCL…) dần hoàn thiện hoặc đi qua giai đoạn tiêu thụ vật liệu cao điểm. Mặc dù giá bán đá bình quân dự kiến duy trì ở mức cao hơn nhẹ so với năm 2025 nhưng không đủ bù đắp cho mức giảm của sản lượng.

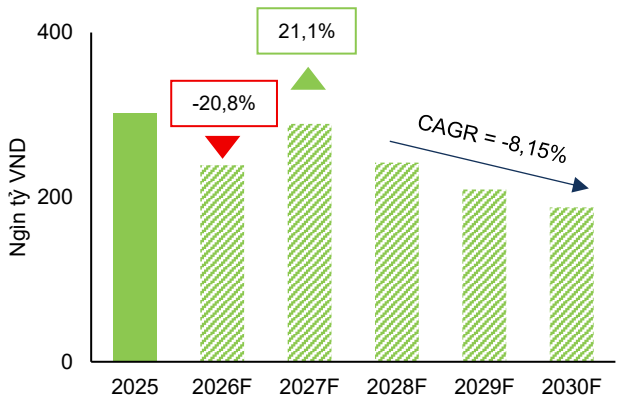
Trong ngắn hạn, KQKD Q1/2026 dự báo duy trì tích cực với DTT và LNST ước đạt 369 tỷ VND (+8,98% YoY) và 75 tỷ VND (+27,5% YoY) nhờ tiến độ thi công được đẩy nhanh tại các dự án hạ tầng trọng điểm khu vực Đông Nam Bộ nhằm kịp tiến độ hoàn thành trong nửa đầu năm.

Năm 2027F, chúng tôi dự phóng DTT và LNST phục hồi lên lần lượt 1.556 tỷ VND (+18,7% YoY) và 289 tỷ VND (+21,1% YoY), nhờ nhu cầu vật liệu xây dựng gia tăng khi các dự án hạ tầng mới bước vào giai đoạn thi công cao điểm, cùng với mặt bằng giá bán cải thiện. Giai đoạn 2028 – 2030F, DTT và LNST dự kiến bước vào xu hướng suy giảm, phản ánh sự hạ nhiệt của nhu cầu tiêu thụ và áp lực điều chỉnh của giá bán khi phần lớn các dự án hạ tầng đã hoàn thành.

Biểu đồ 16: Dự phóng doanh thu thuần



Biểu đồ 17: Dự phóng lợi nhuận sau thuế

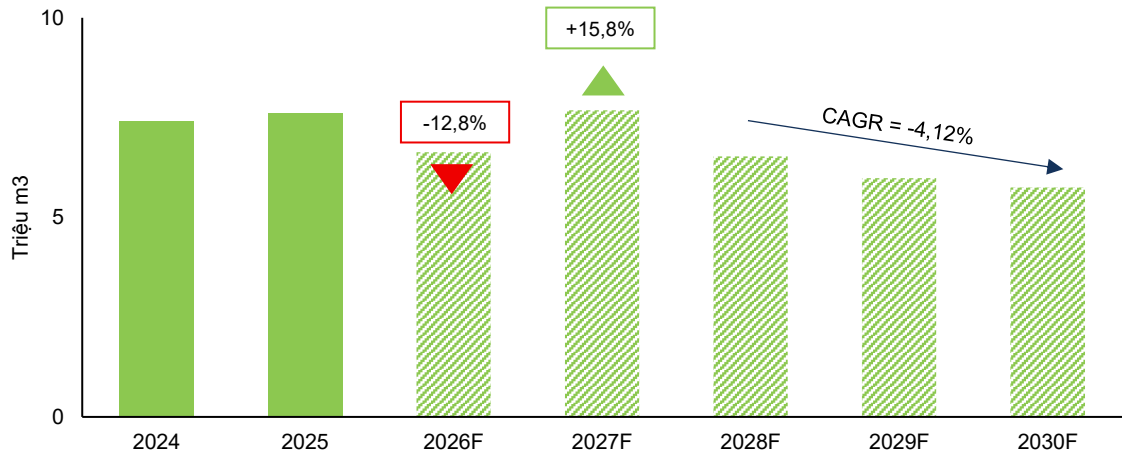


Nguồn: FPTS dự phóng

I. Doanh thu thuần sụt giảm trong năm 2026 trước khi phục hồi vào năm 2027F

1. Sản lượng tiêu thụ dự kiến suy giảm trong năm 2026 do nhiều dự án hạ tầng lớn đã dần hoàn thiện các hạng mục thi công chính *(quay lại)*

Biểu đồ 18: Dự phóng tổng sản lượng đá tiêu thụ của VLB



Nguồn: GSO, BMI, FPTS dự phóng

Chúng tôi dự báo sản lượng đá tiêu thụ của VLB trong năm 2026 sẽ sụt giảm từ mức đỉnh 2025, đạt khoảng 6,63 triệu m^3 (-12,8% YoY) do: **(1)** các dự án hạ tầng khởi công trong giai đoạn 2023 – 2024 đã đi qua cao điểm xây dựng và dần hoàn thiện khiến nhu cầu tiêu thụ đá giảm; và **(2)** các dự án hạ tầng mới (bao gồm Vành đai 4 TP.HCM, các tuyến cao tốc và metro mới …) chưa thể đóng góp ngay vào nhu cầu tiêu thụ đá trong năm do trong

6 – 12 tháng đầu triển khai dự án, các nhà thầu chủ yếu tập trung vào công tác chuẩn bị như giải phóng mặt bằng, xử lý nền đất … giai đoạn này chưa phát sinh nhu cầu tiêu thụ đá đáng kể.

Năm 2027, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ phục hồi lên khoảng 7,7 triệu m³ (+15,8% YoY). Động lực chính đến từ các dự án hạ tầng gối đầu như Vành đai 4 TP.HCM, cao tốc TP.HCM – Mộc Bài, cao tốc TP.HCM – Long Thành mở rộng … hoàn tất giai đoạn chuẩn bị và bước vào thi công cao điểm, qua đó kéo theo nhu cầu vật liệu xây dựng gia tăng.

Giai đoạn 2028 – 2030F, sản lượng tiêu thụ dự báo chuyển sang xu hướng suy giảm với CAGR = -4.12%/năm. Nguyên nhân do các dự án hạ tầng triển khai trong giai đoạn 2026 – 2027 lần lượt hoàn thiện hoặc qua giai đoạn cao điểm nhập vật liệu, khiến nhu cầu đá xây dựng sụt giảm. Bên cạnh đó, các dự án quy mô lớn tiếp theo như Sân bay Long Thành (GĐ 2 & 3), đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, cải tạo Sân bay Biên Hòa ... vẫn chưa rõ thời điểm triển khai và kế hoạch giải ngân cụ thể, nên chúng tôi tạm thời chưa đưa vào dự báo. Chúng tôi sẽ cập nhật lại báo cáo này khi các dự án mới đạt được các cột mốc pháp lý hoặc có bước tiến triển khai quan trọng.

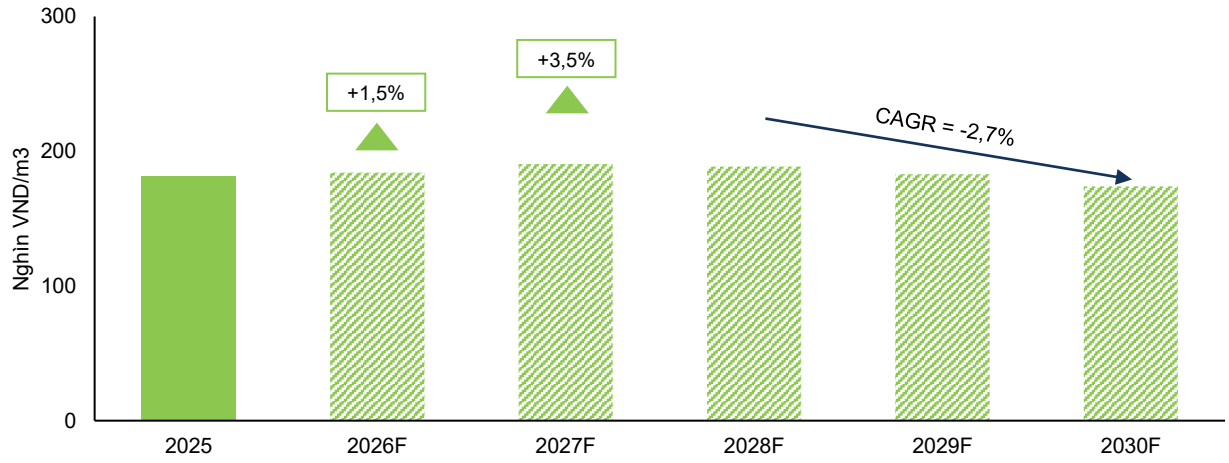
Bảng 1: Nhu cầu đá xây dựng tại một số dự án hạ tầng lớn nằm trong thị trường tiêu thụ của VLB

Dự án	Vốn đầu tư (nghìn tỷ VND)	Quy mô	Thời gian hoàn thành	Nhu cầu ước tính (triệu m3)	Tiến độ ước tính
Đường vành đai 3 - TP.HCM	75,3	76 km	2023 - 2027	4,4	Hoàn thiện 50%
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	21	51 km	2025 - 2027	6,6	Đã khởi công
Cao tốc Gia Nghĩa - Chơn Thành	16	127 km	2025 – 2026	1,7	Đã khởi công
Cao tốc TP.HCM - Long Thành MR	14,3	22 km	2025 - 2027	0,5	Đã khởi công
Cao tốc Dầu Dây - Tân Phú	9	60 km	2025 - 2027	0,8	Đã khởi công
Đường vành đai 4 - TP.HCM	105	207 km	2026 - 2028	11,6	Dự kiến khởi công 2026
Cao tốc Đức Hòa - Mỹ An	6,1	27 km	2027 – 2030	1,1	Chưa khởi công

Nguồn: Bộ Xây dựng, FPTS tổng hợp

2. Giá bán đá bình quân duy trì đà tăng đến năm 2027F nhờ điểm rơi tiêu thụ, sau đó hạ nhiệt trong giai đoạn 2028 – 2030F

Biểu đồ 19: Giá bán đá xây dựng dự phóng của VLB giai đoạn 2026 – 2030F



Nguồn: FPTS dự phóng

Chúng tôi dự phóng giá bán đá bình quân của VLB sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong trung hạn, đạt khoảng 184 nghìn VND/m^3 (+1,5% YoY) trong năm 2026 và tăng lên khoảng 191 nghìn VND/m^3 (+3,5% YoY) vào năm

2027. Động lực chính đến từ nhu cầu vật liệu xây dựng gia tăng khi các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm tại khu vực phía Nam bước vào giai đoạn thi công cao điểm, qua đó tạo áp lực lên nguồn cung trong ngắn hạn.

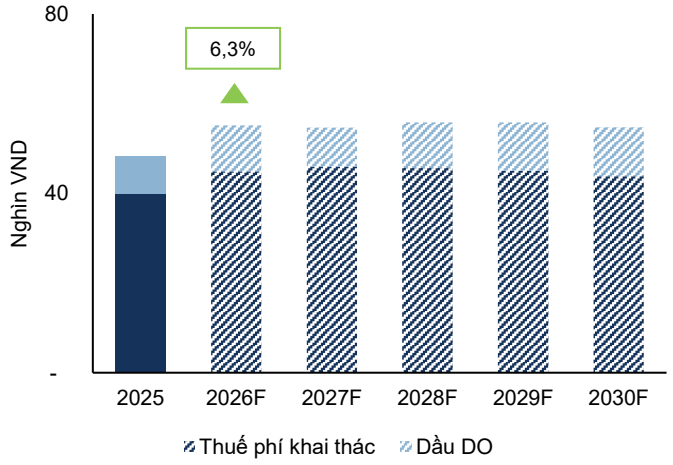
Giai đoạn 2028–2030F, giá bán được dự báo sẽ dần hạ nhiệt với tốc độ CAGR = -2,7%/năm do: **(1)** nhu cầu vật liệu hạ nhiệt khi các dự án hạ tầng hiện hữu đi qua giai đoạn thi công cao điểm, trong khi các dự án mới chưa bước vào giai đoạn triển khai; và **(2)** nguồn cung kỳ vọng gia tăng nhờ Luật Địa chất và Khoáng sản sửa đổi (hiệu lực từ 07/2025) từng bước tháo gỡ các vướng mắc về thủ tục, qua đó hỗ trợ quá trình gia hạn và cấp phép mỏ mới trong trung và dài hạn.

II. Biên lợi nhuận gộp chịu áp lực từ chi phí đầu vào, hồi phục nhẹ vào năm 2027 trước khi bước vào pha suy giảm *(quay lại)*

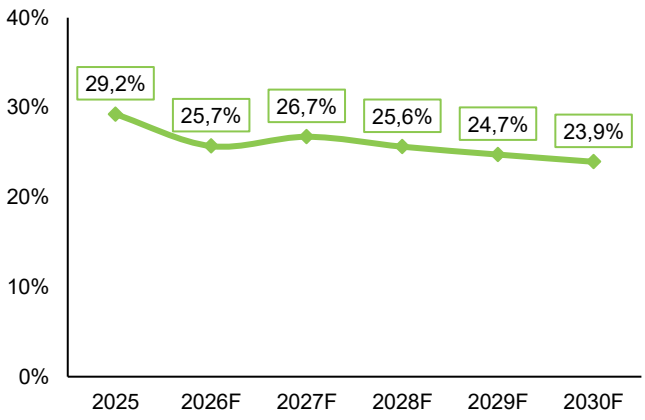
Đơn giá chi phí đầu vào dự kiến tăng từ năm 2026 do thay đổi chính sách thuế, phí khai thác: Nhóm chi phí thuế, phí khai thác (chiếm ~24,3% chi phí sản xuất) trong năm 2026 dự kiến tăng mạnh khoảng +12,4% YoY trên mỗi m^3 đá khai thác. Nguyên nhân chủ yếu do Chính phủ thay đổi cơ chế tính phí cấp quyền khai thác có hiệu lực từ tháng 7/2025 theo Luật địa chất và khoáng sản mới (Nghị định 193/2025/NĐ-CP) từ hình thức nộp theo mức cố định sang quyết toán theo sản lượng thực tế. Đồng thời đơn giá tính thuế tài nguyên tại tỉnh Đồng Nai điều chỉnh tăng lên 123.370 VNĐ/m3 (+7,25% YoY) chính thức áp dụng từ tháng 01/2026 (theo Quyết định 62/2025/QĐ-UBND). Thêm vào đó, chi phí dầu DO (chiếm ~5,4% chi phí sản xuất) dự báo tăng +8,1% YoY do ảnh hưởng từ cuộc xung đột Mỹ - Iran.

Theo đó, **biên lợi nhuận gộp dự kiến thu hẹp trong năm 2026 trước khi phục hồi nhẹ và tiếp tục xu hướng giảm trong trung hạn:** Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp năm 2026 sẽ giảm xuống khoảng 25,7% (-3,6 đpt YoY) do mức tăng khiêm tốn của giá bán không đủ bù đắp cho đà tăng của chi phí sản xuất (+6,3% YoY/m^3 đá khai thác). Sang năm 2027, biên LNG có sự cải thiện nhẹ lên mức 26,7% nhờ giá bán phục hồi (+3,5% YoY). Tuy nhiên trong giai đoạn 2028 – 2030F, biên lợi nhuận dự kiến tiếp tục chịu áp lực thu hẹp khi giá bán bước vào xu hướng điều chỉnh giảm, trong khi mặt bằng chi phí duy trì ở mức cao. Cụ thể, mức thuế phí khai thác sẽ neo ở mức cao theo cơ chế tính mới, đồng thời chi phí khai thác gia tăng khi các mỏ bước vào giai đoạn khai thác xuống sâu, kéo theo nhu cầu sử dụng vật liệu nổ, nhiên liệu và chi phí san gạt mặt bằng tăng lên, qua đó làm gia tăng chi phí vận hành.

Biểu đồ 20: Dự phóng thuế phí khai thác và dầu DO



Biểu đồ 21: Biên lợi nhuận gộp dự phóng của VLB



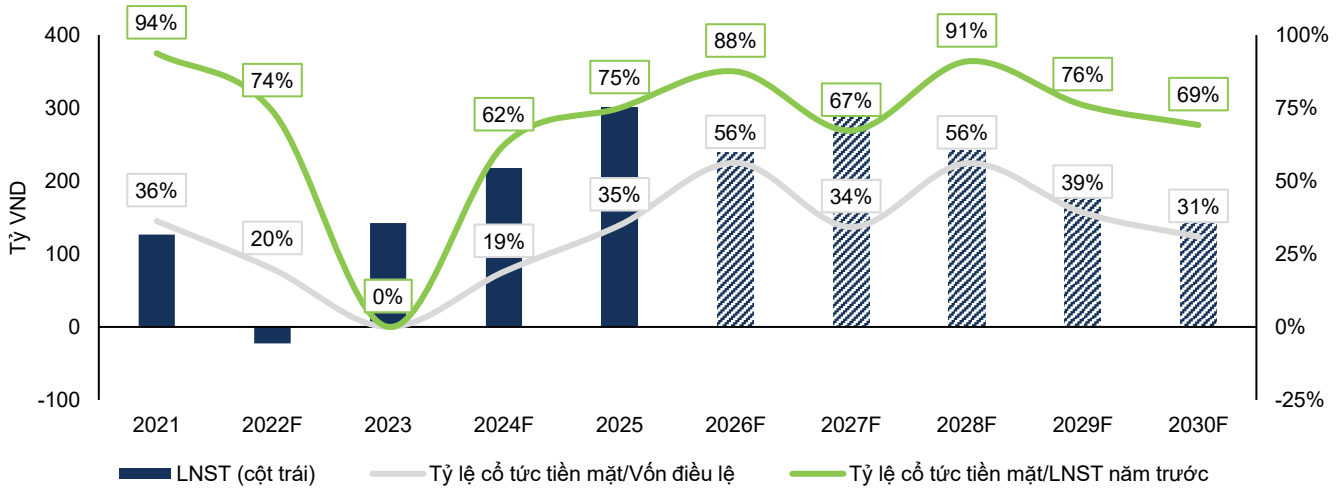
Nguồn: FPTS dự phóng

III. Tỷ lệ cổ tức duy trì ở mức cao và đều đặn *(quay lại)*

Giai đoạn 2021 – 2024, VLB luôn thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt duy trì ở mức cao và ổn định, với tỷ lệ cổ tức/LNST bình quân đạt 76%. Riêng trong năm 2023, VLB không thực hiện chi trả cổ tức cho năm 2022 vì bị lỗ sau thuế -23 tỷ đồng do doanh nghiệp phải nộp bổ sung tiền cấp quyền khai thác khoáng sản và truy thu từ các năm trước.

Trong giai đoạn dự phóng 2026 – 2030F, chúng tôi kỳ vọng VLB sẽ duy trì khả năng chi trả cổ tức tiền mặt ở mức cao, với tỷ lệ cổ tức/LNST bình quân khoảng 78% nhờ dòng tiền kinh doanh duy trì dương ổn định, lượng tiền mặt tích lũy dồi dào và doanh nghiệp không phát sinh nhu cầu tái đầu tư lớn trong trung hạn.

Biểu đồ 22: Dự phóng cổ tức của VLB trong giai đoạn 2026 – 2030F



Nguồn: FPTS dự phóng

D. YẾU TỐ THEO DÕI

1. Tiến độ giải phóng mặt bằng tại các mỏ đá hiện hữu giúp tối ưu khai thác *(quay lại)*

Các mỏ đá của VLB có tổng diện tích cấp phép khai thác khoảng 258,83 ha, tuy nhiên vẫn còn khoảng 17,8 ha (tương đương 6,9% diện tích) chưa thể đưa vào khai thác do vướng mắc trong công tác đền bù giải phóng mặt bằng (GPMB). Việc chậm mở rộng diện tích khai thác theo phương ngang khiến doanh nghiệp phải gia tăng khai thác xuống sâu, qua đó làm tăng chi phí bóc dọn tầng phủ và san gạt mặt bằng do càng xuống sâu địa hình càng gồ ghề, độ dốc lớn gây khó khăn trong vận chuyển. Trong trường hợp tiến độ GPMB được cải thiện, phần diện tích còn lại có thể được đưa vào khai thác sẽ giúp tối ưu hóa hoạt động vận hành và giảm áp lực chi phí cho VLB.

2. Tháo gỡ pháp lý để xử lý tồn đọng vật liệu san lấp tại mỏ Tân Cang 1 *(quay lại)*

Theo Sở Nông nghiệp & Môi trường tỉnh Đồng Nai, toàn tỉnh đang dư thừa gần 13 triệu m³ vật liệu san lấp chưa thể tiêu thụ, trong đó riêng mỏ Tân Cang 1 chiếm khoảng 1,5 triệu m³. Nguyên nhân chủ yếu là do phần vật liệu này chưa được cấp phép thương mại hóa, khiến doanh nghiệp buộc phải lưu trữ ngay trong phạm vi mỏ. Điều nay không chỉ làm thu hẹp không gian khai thác và gián đoạn luồng vận chuyển, mà còn làm gia tăng chi phí vận hành trong khi chưa thể hiện thực hóa nguồn thu. Việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý khi được triển khai sẽ giúp giải phóng lượng tồn đọng và cải thiện hiệu quả khai thác tại mỏ Tân Cang 1.

E. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ *(quay lại)*

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu VLB với giá mục tiêu **46.300 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **2,2%** so với giá đóng cửa ngày 06/04/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE), chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng cổ tức tiền mặt (DDM) với trọng số ngang nhau cho cả ba phương pháp.

Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	44.607	33%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	44.607	33%
Dòng cổ tức tiền mặt (DDM)	49.632	33%
Giá mục tiêu (làm tròn)	46.300	

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	1.340
(+) Tiền mặt (tỷ VND)	744
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	0
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	2.084
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	46,7
Giá mục tiêu (VND/cp)	**44.607**

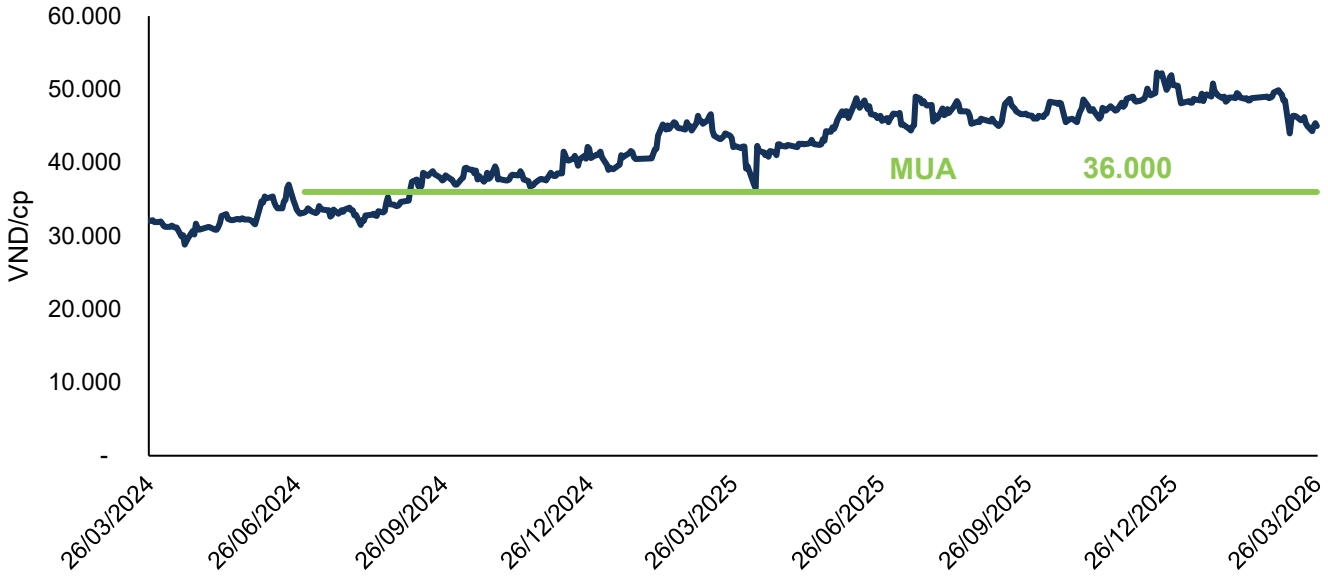
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	1.173
Giá mục tiêu (VND/cp)	**44.607**

Tổng hợp định giá DDM	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng cổ tức dự phóng (tỷ VND)	808
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.319
Giá mục tiêu (VND/cp)	**49.643**

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T3/2026	Thay đổi so với T7/2024	Giả định mô hình	Giá trị	Thay đổi so với T7/2024
WACC 2026	12,54%	-0,22 đpt	Phần bù rủi ro thị trường	10,35%	-0,01 đpt
Chi phí sử dụng nợ	0,0%	0,0 đpt	Tăng trưởng dài hạn	1%	0,0 đpt
Chi phí sử dụng VCSH	12,54%	-0,22 đpt	Thời gian dự phóng	05 năm	-
Lãi suất phi rủi ro	3,74%	+1,34 đpt			

Lịch sử khuyến nghị



STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị (đã điều chỉnh)	Báo cáo chi tiết
1	MUA	T07/2024	36.000	Báo cáo định giá lần đầu

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ VND

KQHĐKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**1.304**	**1.456**	**1.311**	**1.556**
Giá vốn hàng bán	-952	-1.030	-974	-1.140
Lợi nhuận gộp	**352**	**426**	**337**	**416**
Chi phí bán hàng	-11	-15	-13	-16
Chi phí QLDN	-76	-80	-72	-85
Lợi nhuận thuần HĐKD	**264**	**331**	**252**	**315**
Doanh thu tài chính	20	31	32	29
Chi phí tài chính	-9	15	14	17
Trong đó: chi phí lãi vay	275	377	299	361
Lãi/lỗ khác và lãi/lỗ công ty liên kết	0	0	0	0
LNTT	275	377	299	361
Thuế TNDN	-57	-76	-60	-72
LNST	**218**	**301**	**239**	**289**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST công ty mẹ	**218**	**301**	**239**	**289**
EPS (VND)	3.966	5.484	5.091	6.163

Khả năng sinh lời	2024A	2025A	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27,0%	29,2%	25,7%	26,7%
Tỷ suất LNST	16,7%	20,7%	18,2%	18,6%
ROE DuPont	34,5%	44,3%	35,6%	41,5%
ROA DuPont	23,9%	27,8%	21,4%	25,1%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	21,1%	25,9%	22,8%	23,2%
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
LNST/LNTT	79,2%	80,0%	80,0%	80,0%
Vòng quay TTS	143,1%	134,3%	117,3%	135,3%
Đòn bẩy tài chính	144,1%	159,3%	166,5%	165,1%
Hiệu quả hoạt động	**2024A**	**2025A**	**2026F**	**2027F**
Thời gian luân chuyển tiền	8,37	5,26	5,10	3,73
Số ngày phải thu	15,30	10,64	10,82	13,35
Số ngày tồn kho	71,74	97,52	114,35	99,48
Số ngày phải trả	-48,07	-81,62	-98,43	-82,39
COGS / Hàng tồn kho	24,68	24,96	51,89	29,27
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	**2024A**	**2025A**	**2026F**	**2027F**
CS thanh toán hiện hành	2,12	1,77	1,75	1,81
CS thanh toán nhanh	1,99	1,73	1,66	1,72
CS thanh toán tiền mặt	1,93	1,65	1,59	1,65
Nợ/Tài sản	0,34	0,40	0,40	0,39
Nợ/Vốn CSH	0,52	0,66	0,67	0,64
Nợ ngắn hạn/VCSH	0,50	0,64	0,65	0,61
Nợ dài hạn/VCSH	0,02	0,02	0,02	0,02

Bảng cân đối kế toán	2024A	2025A	2026F	2027F
TÀI SẢN				
Tài sản ngắn hạn	**698**	**797**	**725**	**840**
Tiền, TĐT và ĐTTC	635	744	658	766
Các khoản phải thu ngắn hạn	21	21	16	16
Hàng tồn kho	41	19	39	44
Tài sản ngắn hạn khác	0	13	12	14
Tài sản dài hạn	**301**	**373**	**341**	**395**
Nguyên giá tài sản CĐHH	548	551	558	565
Khấu hao lũy kế	-504	-506	-512	-521
Giá trị còn lại tài sản CĐHH	44	45	46	45
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	257	328	295	350
Xây dựng cơ bản dở dang	0	0	0	0
TỔNG TÀI SẢN	**998**	**1.170**	**1.066**	**1.235**
NGUỒN VỐN				
NỢ PHẢI TRẢ	**341**	**466**	**427**	**480**
Nợ ngắn hạn	**330**	**451**	**413**	**464**
Vay nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải trả ngắn hạn	232	319	292	330
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	98	132	122	134
Nợ dài hạn	**12**	**15**	**14**	**16**
Các khoản vay nợ dài hạn	0	0	0	0
Các khoản phải trả dài hạn	12	15	14	16
VỐN CHỦ SỞ HỮU				
Vốn góp của chủ sở hữu	469	469	469	469
Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
Lợi nhuận chưa phân phối	72	89	33	138
Quỹ đầu tư phát triển	99	129	119	131
Các khoản vốn chủ sở hữu khác	95	126	115	127
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	**998**	**1.170**	**1.066**	**1.235**

Lưu chuyển tiền tệ	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền đầu năm	**408**	**635**	**744**	**658**
Lợi nhuận trước thuế	**229**	**309**	**239**	**289**
Khấu hao	17	11	6	8
Dự phòng	12	3	0	0
Thay đổi VLĐ và điều chỉnh khác	43	-69	-61	-22
Tiền từ HĐKD	**300**	**254**	**184**	**276**
Thanh lý tài sản cố định	2	1	0	0
Chi mua sắm TSCĐ	-4	-12	-7	-7
Các HĐ đầu tư khác	-158	-71	0	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	**-160**	**-82**	**-7**	**-7**
Thay đổi nợ	-89	-164	-264	-161
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	**-89**	**-164**	**-264**	**-161**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**51**	**8**	**-86**	**108**
Chênh lệch tỷ giá	635	744	658	766
Tiền cuối năm	**408**	**635**	**744**	**658**

F. PHỤ LỤC

I. Các mỏ đá VLB đang sở hữu (quay lại)

Tiêu chí	Thạnh Phú 1	Thiện Tân 2	Tân Cang 1	Soklu 2	Soklu 5
Vị trí mỏ đá	Phường Trảng Dài (Đồng Nai)	Phường Trảng Dài (Đồng Nai)	Phường Phước Tân (Đồng Nai)	Xã Gia Kiệm (Đồng Nai)	Xã Gia Kiệm (Đồng Nai)
Chất lượng đá	Cát kết	Cát kết	Andesit	Banzan	Banzan
Diện tích khai thác (ha)	83,7	65,0	62,9	17,8	29,4
Công suất cấp phép (m^3/năm)	1.800.000	1.500.000	1.500.000	400.000	500.000
Thời hạn cấp phép	31/07/2042	30/06/2038	01/01/2039	28/11/2031	28/08/2029
Thời gian hoạt động còn lại (năm, tính từ 01/01/2026)	16,7	12,5	13,0	5,8	3,5
Phạm vi phục vụ	Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ	Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ	Đông Nam bộ	Đông Nam bộ	Đông Nam bộ
Phương tiện vận chuyển	Đường bộ/ đường thủy	Đường bộ/ đường thủy	Đường bộ	Đường bộ	Đường bộ

Nguồn: VLB, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu VLB, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại https://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh
Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446
Fax: (84.236) 3553 888