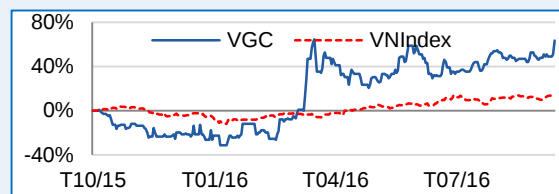




Tổng Công ty Viglacera (VGC)

BC Khối khách hàng cá nhân

Ngày báo cáo:	30/09/2016		2014	2015	H1 2016
Giá hiện tại:	16.500VND	Tăng trưởng DT	31,5%	-2,4%	5,8%
Lợi suất cổ tức	2,4%	Tăng trưởng EPS	320,2%	13,8%	5,4%
		Biên LN gộp	19,8%	21,9%	24,2%
		Biên LN ròng	4,5%	5,1%	6,3%
		EV/EBITDA	4,5x	4,3x	5,3x



Ngành:	VLXD	<u>VGC</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	230,6tr USD	13,5x	16,3x
Room KN:	88,2tr USD	1,4x	1,8x
GTGD/ngày (30n):	0,11tr USD	67,8%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	78,8%	Nợ/Vốn CSH	11,7%
SL cổ phiếu lưu hành:	307 triệu	ROE	2,7%
		ROA	2,2%

VGC là một tập đoàn đa ngành nghề, hoạt động trong các lĩnh vực cho thuê KCN, BĐS nhà ở, và sản xuất vật liệu xây dựng. Phần lớn các dự án BĐS của công ty nằm tại miền Bắc. Lĩnh vực vật liệu xây dựng bao gồm kính xây dựng, gạch ốp lát, gạch ngói, và sứ vệ sinh. Doanh thu chủ yếu của công ty là từ thị trường trong nước.

Nguyễn Đắc Phú Thành
Chuyên viên

Tăng trưởng ổn định giúp củng cố vị trí dẫn đầu

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua cổ phiếu Tổng Công ty Viglacera (VGC) trong giai đoạn từ 3-6 tháng tới vì:

Chúng tôi kì vọng doanh thu từ BĐS 2016 sẽ tăng trưởng 9% so với năm 2015, trong đó các KCN đã được thuê giúp duy trì doanh thu ổn định hằng năm cho VGC. Hiện có ba nhà đầu tư Hàn Quốc bày tỏ mong muốn đặt cọc để thuê 70ha tại KCN Đồng Văn 4 mặc dù VGC chỉ mới đang chuẩn bị khởi công dự án vào cuối năm nay. VGC có tốc độ bán các dự án BĐS nhà nhanh nhờ vị trí đắc địa và chất lượng sản phẩm tốt. VGC cho biết một lượng lớn doanh thu từ việc bán BĐS nhà ở sẽ được ghi nhận trong Quý 4/2016, qua đó giúp tổng doanh thu từ BĐS đạt mục tiêu công ty đề ra.

Vị trí dẫn đầu thị trường vững chắc trong lĩnh vực kính xây dựng giúp VGC đạt biên lợi nhuận gộp cao 26,4% trong nửa đầu năm 2016. Hiện các nhà máy trong nước không thể đáp ứng nhu cầu kính xây dựng trong ngắn hạn, khiến giá sản phẩm tăng, qua đó giúp VGC tăng biên lợi nhuận. Ngoài ra, mức thuế nhập khẩu 35% là một rào cản đối cho các doanh nghiệp nước ngoài thâm nhập vào thị trường Việt Nam. Vì vậy, chúng tôi cho rằng VGC có thể duy trì vị thế của mình trên thị trường trong tương lai. Các nhà máy kính low-e và kính siêu trắng dự kiến sẽ giúp VGC đạt doanh thu và biên lợi nhuận cao hơn khi đi vào hoạt động cuối năm 2016.

VGC xây dựng các nhà máy sản xuất đá granite mới để tăng thị phần trong lĩnh vực đang tăng trưởng mạnh. VGC tập trung vào đá granite thay vì đá ceramic để đáp ứng nhu cầu thị trường. Việc nâng cấp nhà máy sẽ cho phép VGC tăng thị phần cao hơn so với mức 6% hiện nay. Viglacera Tiên Sơn (VIT), công ty con của VGC, dự kiến sẽ tăng công suất từ 6 triệu m² lên 14 triệu m²/năm, qua đó trở thành công ty sản xuất đá granite lớn nhất Việt Nam.

VGC sẽ được niêm yết trên sàn HNX vào tháng 12/2016. VGC đã thông qua kế hoạch niêm yết trên sàn HNX, qua đó giúp tăng thêm tính minh bạch của doanh nghiệp đối với nhà đầu tư đồng thời tăng thanh khoản cho cổ phiếu VGC.

VGC dự kiến phát hành cổ phiếu mới trong Quý 1/2017. Đầu năm 2017, VGC dự kiến phát hành 43 triệu cổ phiếu mới qua hình thức đấu giá nhằm tăng vốn điều lệ lên 3.500 tỷ đồng, qua đó tăng lượng cổ phiếu lưu hành thêm 14%. Bộ Xây dựng đã đồng ý không tham gia đợt phát hành để giảm cổ phần từ mức 78,8% hiện nay xuống 65% trong năm 2017, lộ trình 51% năm 2020.

Dự báo tăng trưởng tích cực bù đắp cho phần pha loãng do phát hành thêm cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng doanh thu lĩnh vực BĐS phục hồi sẽ giúp tổng doanh thu tăng trưởng vượt bậc trong năm 2016. Biên lợi nhuận gộp cao trong 6 tháng đầu năm sẽ được duy trì đến cuối năm 2016, qua đó hỗ trợ lợi nhuận ròng cả năm tăng trưởng ấn tượng. Như vậy, EPS tăng sẽ bù đắp cho việc pha loãng do đợt phát hành cổ phiếu vào đầu năm 2017. P/E hiện tại 13,5 lần vẫn thấp hơn so với các công ty khác trong ngành, và chúng tôi cho là hợp lý đối với một công ty đầu ngành, có lợi thế trên thị trường và tăng trưởng ổn định như VGC.

KQLN 6 tháng đầu năm 2016

VGC đạt tăng trưởng tích cực và biên lợi nhuận cao hơn trong 6 tháng đầu năm 2016. Doanh thu tăng 5,8% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu nhờ mảng gạch ngói, gạch ốp lát tăng trưởng mạnh, đóng góp gần 45% tổng doanh thu. Lĩnh vực kính xây dựng cũng đạt mức tăng trưởng 2,5% dù nhà máy kính Viglacera Đáp Cầu trong giai đoạn này được bảo trì làm giảm công suất sản xuất. Hệ thống phân phối trải rộng khắp cả nước giúp sản phẩm của VGC dễ dàng tiếp cận người tiêu dùng. Lĩnh vực vật liệu xây dựng tăng trưởng mạnh trong khi BĐS đóng góp ít doanh thu hơn trong 6 tháng đầu năm. Doanh thu chưa ghi nhận từ các dự án nhà ở dự kiến sẽ kích thích doanh thu BĐS năm nay. Chiến lược của VGC giai đoạn 2016-2020 tập trung vào phát triển vật liệu xây dựng nhiều hơn đầu tư vào BĐS.

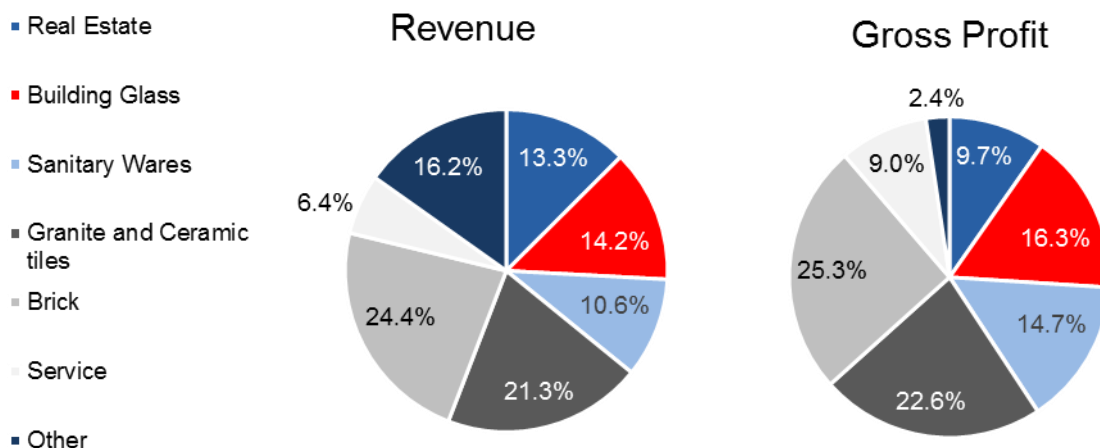
Hình 1: Cơ cấu doanh thu hợp nhất

	2014	2015	6T đầu 2016	Tăng trưởng	Biên LN gộp 2015	Biên LN gộp 6T đầu 2016
Doanh thu	8.009	7.820	4.090	5,8%		
BĐS	2.177	1.561	546	-22,3%	16,2%	16,8%
Kính xây dựng	1.133	1.202	580	2,5%	17,2%	26,4%
Sứ vệ sinh	1.026	919	435	-15,2%	28,5%	31,8%
Gạch ốp lát	1.295	1.630	871	43,4%	25,9%	24,5%
Gạch ngói	1.712	1.776	997	21,8%	21,2%	23,9%
Dịch vụ	360	501	263	8,9%	28,8%	32,0%
Khác	666	732	661	17,8%	7,0%	3,4%
Biên lợi nhuận gộp	1.592	1.717	941	20,8%	22,0%	23,0%
Chi phí quản lý và bán hàng	-909	-982	-521	20,5%		
LN từ HĐKD	683	735	420	25,9%		
Lợi nhuận ròng	361	407	260	33,2%		

Nguồn: VGC

Lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2016 tăng trưởng ấn tượng 20,8% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ biên lợi nhuận cao hơn. Trong 6 tháng đầu năm 2016, giá kính xây dựng tăng mạnh, giúp biên lợi nhuận gộp lĩnh vực này đạt 26,5%, cao hơn nhiều so với mức 18% năm 2015. Lĩnh vực thiết bị vệ sinh cũng đạt biên lợi nhuận gộp cao hơn vì VGC áp dụng công nghệ khuôn đúc mới, qua đó giảm chi phí sản xuất. Gạch ngói và gạch ốp lát cũng đạt biên lợi nhuận tương đương năm trước trong khi biên lợi nhuận lĩnh vực BĐS giảm nhẹ. Chi phí hoạt động giảm giúp lợi nhuận ròng của VGC cải thiện và tăng trưởng 33,2% so với cùng kỳ năm ngoái.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2016



Nguồn: VGC

Triển vọng 2016 và 2017

BDS: Ổn định nhờ cho thuê khu công nghiệp

VGC tập trung đầu tư vào xây dựng khu công nghiệp để đảm bảo tăng trưởng bền vững. Hiện các khu công nghiệp Tiên Sơn và Yên Phong tại Bắc Ninh đã được thuê kín trong 49 năm và sẽ dần ghi nhận doanh thu hàng năm, đảm bảo thu nhập ổn định cho VGC. Đông Mai và Hải Yên đã được hoàn tất và đi vào hoạt động đầu năm 2016. VGC vẫn đang sở hữu nhiều quỹ đất lớn với vị trí thuận lợi. Vì vậy, công ty sẽ tiếp tục đầu tư xây dựng các khu công nghiệp mới trong giai đoạn 2017-2020. Phần lớn quỹ đất đã hoàn tất đền bù giải tỏa và chi phí này sẽ được khấu trừ vào tiền thuê đất sau này. VGC sẽ linh hoạt tiến độ xây dựng các khu công nghiệp mới căn cứ trên nhu cầu thị trường.

Hình 3: Các khu công nghiệp của VGC

KCN	Địa điểm	Tổng DT (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Thời điểm hoàn tất	Khách hàng chính
Tiên Sơn	Bắc Ninh	348	100%	2011	Canon, ABB, THK, Ariston, Seojin, Habeco
Yên Phong	Bắc Ninh	344	100%	2015	Samsung, Orion, Flexcom, Dongsin, Mobase, Dawo Vina, Hansol
Đông Mai	Quảng Bình	160	6%	2016	Vega Balls Vietnam, Yazaki
Hải Yên	Quảng Bình	129	43%	2016	Texhong
Tiên Hải	Thái Bình	400	N/A	2017	
Phú Hà	Phú Thọ	350	N/A	2020	
Phong Điền	Thuế	284	N/A	2020	
Cẩm Khê	Phú Thọ	450	N/A	2020	
Đồng Văn 4	Hà Nam	300	N/A	2020	
Yên Phong mở rộng	Bắc Ninh	314	N/A	2021	
Thuận Thành	Bắc Ninh	200-300	N/A	2022	

Nguồn: VGC

VGC vẫn đầu tư vào một số dự án căn hộ và biệt thự. Sau khi hoàn tất các dự án BĐS nhà ở hiện tại, phần lớn có vị trí thuận lợi, sau đó sẽ không phát triển lĩnh vực này trong giai đoạn 2017-2020. Doanh thu từ các dự án 671 Hoàng Hoa Thám, Ngã 6 Bắc Ninh, và Khu đô thị Xuân Phương sẽ được ghi nhận trong Quý 4, qua đó nâng tổng doanh thu BĐS lên 1.700 tỷ đồng, tăng 9% so với năm 2015.

Hình 4: Các dự án BĐS nhà ở của VGC

Dự án	Loại hình	Doanh thu dự kiến (tỷ VND)	Biên LN	Ghi chú
Thăng Long số 1 – Giai đoạn 2	Hai tòa nhà căn hộ	N/A	N/A	VGC dự kiến sẽ đầu tư 3.500 tỷ đồng để xây thêm hai tòa nhà nữa. Dự án sẽ được xây dựng trong năm 2017 và dự kiến ghi nhận doanh thu năm 2019.
671 Hoàng Hoa Thám	33 nhà liền kề	500	10%-12%	VGC cho biết đã bán được 10 căn và dự kiến sẽ bàn giao cho khách mua nhà vào cuối năm 2016.
Ngã 6 - Bắc Ninh	Bà tòa nhà căn hộ cao cấp 12 tầng, trung tâm mua sắm, văn phòng	240	18%	VGC đã bán được tất cả căn hộ. Doanh thu sẽ được ghi nhận trong năm 2016.
Xuân Phương	Một tòa nhà căn hộ 15 tầng và 30 biệt thự	390	15%	VGC đã bán được gần một nửa biệt thự.
Đặng Xá – Giai đoạn 2	Biệt thự, căn hộ, và nhà ở xã hội	N/A	8%	Thành công của dự án Đặng Xá – Giai đoạn 1 khiến công ty quyết định mở rộng dự án. Công ty sử dụng vật liệu xây dựng mình sản xuất để hạ giá bán.

Nguồn: VGC

Kính xây dựng

VGC đang là công ty đầu ngành kính xây dựng ở Việt Nam với 40% thị phần. Thị trường kính xây dựng bị thiếu hụt trong 6 tháng đầu năm 2016, khiến giá sản phẩm tăng. Là doanh nghiệp dẫn đầu, VGC thu về 153 tỷ đồng lợi nhuận gộp, tăng 55% so với cùng kỳ năm ngoái, nhờ biên lợi nhuận gộp 26,4%. Tuy thị trường trong nước thiếu hụt nhưng thuế nhập khẩu 35% hiện nay đối với kính xây dựng và khó khăn trong việc vận chuyển sản phẩm đi xa hạn chế các nhà sản xuất nước ngoài thâm nhập vào thị trường Việt Nam.

Hình 5: Công suất kính xây dựng

Công ty	Địa điểm	Công suất (triệu m ² /năm)
Viglacera	Bình Dương	25
Công ty TNHH Kính Nổi Việt Nam (VFG)	Bắc Ninh	28
Viglacera Đáp Cầu	Bắc Ninh	11
Tổng cộng		64

Nguồn: VGC

Các nhà máy của VGC bắt đầu thời gian bảo trì. Hiện nhà máy Viglacera Đáp Cầu đang trong giai đoạn bảo trì nên tổng công suất của VGC bị ảnh hưởng. Năm 2017, Công ty TNHH Kính Nổi Việt Nam (VFG), một công ty liên kết của VGC, cũng sẽ được bảo trì. Toàn bộ chi phí bảo trì đã được khấu trừ từ năm 2013. Quy trình dự kiến sẽ kéo dài 10 tháng nên sản lượng kính xây dựng sẽ bị giảm. Để giải quyết tình trạng này, các nhà máy kính xây dựng của VGC sẽ hoạt động với tối đa công suất từ nay đến cuối năm để tích trữ một lượng lớn hàng tồn kho.

VGC đang phát triển dự án kính xây dựng công nghệ cao. VGC đã đầu tư 430 tỷ đồng vào nhà máy kính low-e tại tỉnh Bình Dương. Nhà máy này dự kiến sẽ sản xuất 2,3 triệu m² kính low-e mỗi năm. VGC đã bắt đầu sản xuất sản phẩm này trong Quý 3/2016. Tuy giá kính low-e lên đến khoảng 8-10USD/m², Eurowindow và một số công ty khác đã cam kết sẽ mua 2 triệu tấn sản phẩm này. Công ty dự kiến năm 2017, sẽ đầu tư 1.200-1.500 tỷ đồng vào dự án kính siêu trắng. Biên lợi nhuận giai đoạn 1 dự án này ước đạt 20%-25%. Kính siêu trắng được ứng dụng trong sản xuất năng lượng mặt trời, nên chủ yếu sẽ được xuất khẩu.

Gạch ốp lát

VGC ưu tiên đầu tư vào gạch granite so với gạch ceramic. Tổng công suất gạch ốp lát của VGC là 20 triệu m²/năm, tương đương 6% tổng thị trường. Trong 6 tháng cuối năm 2016, Viglacera Tiên Sơn (VIT) sẽ sử dụng khí tự nhiên làm nhiên liệu cho nhà máy gạch granite thay cho than nhằm tiết kiệm nguyên liệu. VIT dự kiến từ năm 2017-2020 sẽ nâng công suất lên 14 triệu m²/năm, cao nhất Việt Nam. Công ty con này sẽ tăng công suất thêm 4 triệu m² trong giai đoạn một vào năm 2018, trong khi phần còn lại sẽ được thực hiện trong năm 2020.

Hình 6: Các dự án đá granite và gạch ốp lát

Công ty	Địa điểm	Sản phẩm	Công suất (triệu m ² /năm)	Đầu tư bổ sung (tỷ VND)	Thời gian	Ghi chú
Viglacera Hà Nội	Bắc Ninh	Gạch Ceramic	5,5	200	2018-2020	Bảo trì và nâng công suất lên 6 triệu m ² /năm
Viglacera Thăng Long	Vĩnh Phúc	Gạch Ceramic	8,5	N/A	2019-2020	Sản xuất sản phẩm mới từ thạch anh
Viglacera Tiên Sơn (VIT)	Bắc Ninh, Thái Bình	Gạch granite	6	600	2016-2018	Nâng công suất lên 14 triệu m ² /năm
Nhà máy mới	Hải Dương	Gạch granite	0	N/A	2018-2020	Đầu tư xây dựng nhà máy mới công suất từ 6 đến 10 triệu m ² /năm

Nguồn: VGC

Thiết bị vệ sinh

VGC đầu tư vào lĩnh vực sứ vệ sinh để tăng thị phần trong nước. VGC đã đầu tư 500 tỷ đồng vào nhà máy Viglacera Mỹ Xuân, có công suất 750.000 bộ sản phẩm sứ vệ sinh cao cấp mỗi năm. Nhà máy này dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong tháng 06/2017. Ngoài ra, công ty dự kiến sẽ xây dựng thêm hai nhà máy, với công suất mỗi nhà máy 500.000 bộ sản phẩm/năm, chi phí khoảng 450 tỷ đồng mỗi nhà máy. VGC dự kiến sẽ chuyển các nhà máy Sen Vòi Viglacera và Viglacera Thanh Trì sang KCN Yên Phong và nâng công suất lên lần lượt 1 triệu và 1,2 triệu sản phẩm/năm.

Hình 7: Công suất thiết bị vệ sinh

Công ty	Địa điểm	Sản phẩm	Công suất (bộ sản phẩm/năm)
Viglacera Thanh Trì	Hà Nội	Thiết bị sứ vệ sinh	475.000
Viglacera Việt Trì	Phủ Thọ	Thiết bị sứ vệ sinh	400.000
Viglacera Bình Dương	Bình Dương	Thiết bị sứ vệ sinh	350.000
Tổng cộng			1.225.000
Công ty Sen Vòi Viglacera	Hà Nội	Sen vòi	500.000

Nguồn: VGC

Gạch ngói

VGC sẽ tái cơ cấu các công ty con và liên kết trong lĩnh vực gạch ngói. Một số công ty con và liên kết của VGC trong lĩnh vực này thua lỗ nhiều năm liên tiếp. Do đó, VGC sẽ thoái vốn khỏi các công ty này với mức giá trị hợp lý. VGC đưa ra ước tính trên cơ sở quỹ đất giá trị lớn mà các công ty này sở hữu. Công ty mẹ đã ghi nhận dự phòng cho các công ty trên và sẽ hoàn nhập sau khi thoái vốn.

Hình 8: Thoái vốn khỏi các công ty con và liên kết trong lĩnh vực gạch ngói

Công ty	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Cổ phần	Thoái vốn
CTCP Viglacera Bá Hiến	10	52,64%	X
CTCP Viglacera Từ Liêm	15,6	55,92%	X
CTCP Viglacera Đông Anh	10	51%	
CTCP Viglacera Hữu Hưng	7,5	51%	
CTCP Viglacera Hạ Long	160	50,48%	
CTCP Viglacera Đông Triều	40	67,47%	X
CTCP Viglacera Hạ Long I	10	26%	X

Nguồn: VGC

Niêm yết trên sàn HNX

VGC hiện đang hoàn tất thủ tục để giao dịch trên sàn HNX. Dự kiến cổ phiếu VGC, hiện đang giao dịch trên sàn UPCOM, sẽ bắt đầu giao dịch trên sàn HNX trong tháng 12/2016. Sau khi chuyển sang sàn HNX, VGC sẽ tăng tính minh bạch, công bố nhiều thông tin hơn cho nhà đầu tư. Khối lượng giao dịch dự kiến sẽ tăng khi cổ phiếu VGC được giao dịch trên sàn HNX.

Bộ Xây dựng giảm cổ phần tại VGC. VGC cho biết sẽ giảm cổ phần của Bộ Xây dựng tại công ty xuống 65% bằng cách phát hành thêm cổ phiếu theo hình thức đấu giá trong Quý 1/2017. VGC và Bộ Xây dựng cũng đồng ý rằng đến năm 2020, Bộ sẽ giảm cổ phần tại công ty xuống 51%.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị VGC vì công ty nắm vị trí dẫn đầu thị trường ở một số ngành vật liệu xây dựng như kính xây dựng, gạch ngói và gạch ốp lát. Chúng tôi cho rằng VGC sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững trong tương lai. Doanh thu BĐS thấp đã ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của VGC trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lĩnh vực này sẽ phục hồi vào cuối năm và kích thích tăng trưởng cả năm của toàn công ty. P/E hiện nay của công ty là 13,5 lần là hợp lý so với P/E 16,3 lần của chỉ số VNI. Chúng tôi tin tưởng rằng các dự án đầu tư của VGC sẽ cải thiện kết quả hoạt động của công ty.

Hình 9: So sánh với ngành

Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng DT 6T đầu 2016	Tăng trưởng EPS	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	ROA	Nợ / Vốn CSH	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B hiện nay
KÍNH XÂY DỰNG												
Asahimas Flat Gl	Indonesia	224	-0,2%	-26,5%	21,7%	9,3%	8,5%	6,6%	0,0%	10,3x	6,3x	0,8x
Nippon Sheet Gla	Nhật Bản	726	0,4%	N/A	19,3%	-7,9%	-34,4%	-5,3%	382,5%	N/A	N/A	1,2x
Central Glass Co	Nhật Bản	850	18,3%	-2,6%	21,0%	4,3%	6,2%	3,4%	34,7%	8,6x	8,2x	0,5x
Taiwan Glass Ind	Đài Loan	1.378	-0,7%	N/A	5,4%	-11,4%	-8,6%	-3,9%	75,9%	N/A	N/A	0,9x
Trung bình		795	4,5%	-14,5%	16,9%	-1,4%	-7,1%	0,2%	123,3%	9,4x	7,3x	0,9x
Trung vị		788	0,1%	-14,5%	20,2%	-1,8%	-1,2%	-0,2%	55,3%	9,4x	7,3x	0,9x
GẠCH NGÓI												
Kokoh Inti Areb	Indonesia	22	22,1%	-46,0%	19,2%	1,0%	5,3%	1,0%	0,0%	45,5x	27,9x	2,4x
Surya Toto Indon	Indonesia	482	11,0%	-5,4%	25,0%	12,5%	17,9%	10,2%	12,4%	25,0x	15,3x	4,0x
MI Global Bhd	Malaysia	18	337,7%	8630,8%	25,7%	27,5%	39,8%	18,8%	56,1%	7,0x	6,3x	2,3x
Kia Lim Bhd	Malaysia	7	7,7%	-63,2%	26,2%	3,8%	-1,3%	-1,0%	15,3%	N/A	N/A	0,3x
Trung bình		132	94,6%	2129,0%	24,0%	11,2%	15,4%	7,3%	20,9%	25,8x	16,5x	2,3x
Trung vị		20	16,5%	-25,7%	25,3%	8,2%	11,6%	5,6%	13,8%	25,0x	15,3x	2,4x
BDS												
KBC	Việt Nam	395	34,2%	48,0%	40,0%	42,6%	10,7%	5,4%	31,8%	11,5x	11,5x	1,2x
Itaco	Việt Nam	175	115,7%	-17,8%	42,0%	18,4%	0,9%	0,7%	17,2%	40x	40x	0,4x
CTCP Lilama 18	Việt Nam	11	11,5%	13,6%	7,9%	3,5%	23,0%	3,3%	284,8%	4,4x	4,5x	1,0x
Song Da Trading	Việt Nam	3	26,7%	-64,7%	8,6%	0,3%	1,4%	0,3%	199,3%	30,2x	30,2x	0,4x
Trung bình		146	47,0%	-5,2%	24,6%	16,2%	9,0%	2,4%	133,3%	21,5x	21,5x	0,7x
Trung vị		93	30,4%	-2,1%	24,3%	10,9%	6,1%	2,0%	115,5%	20,8x	20,8x	0,7x
Viglacera (VGC)	Việt Nam	217	5,8%	5,4%	22,0%	4,2%	11,7%	2,7%	67,8%	13,5x	13,5x	1,4x

Nguồn: Bloomberg

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2013A	2014A	2015A		2013A	2014A	2015A
Doanh thu	6.091	8.009	7.820	Tiền và tương đương	586	1.026	708
Giá vốn hàng bán	-4.921	6.417	-6.103	Đầu tư TC ngắn hạn	2	0	10
Lợi nhuận gộp	1.170	1.591	1.717	Các khoản phải thu	1.450	869	924
Chi phí bán hàng	-355	-490	-537	Hàng tồn kho	3.794	3.672	2.761
Chi phí quản lí DN	-330	-418	-445	TS ngắn hạn khác	150	524	529
LN thuần HĐKD	485	475	735	Tổng TS ngắn hạn	5.982	6.092	4.933
Lãi từ chênh lệch tỷ giá	0	0	-1	TS dài hạn (gộp)	5.883	8.683	9.520
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	-13	-30	-48	- Khấu hao lũy kế	-2.905	-3.302	-3.631
EBIT	472	654	685	TS dài hạn (ròng)	2.978	5.381	5.889
Chi phí lãi vay	-375	-201	-161	Đầu tư TC dài hạn	1.725	218	219
LNTT	97	453	524	TS dài hạn khác	531	626	622
Thuế TNDN	-60	-92	-118	Tổng TS dài hạn	5.235	6.225	6.730
LNST trước CĐTS	37	361	407	Tổng Tài sản	11.217	12.317	11.663
Lợi ích CĐ thiểu số	-8	-72	-78	Phải trả ngắn hạn	1.180	1.228	1.014
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	29	289	328	Nợ ngắn hạn	1.889	1.515	1.429
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	52	77	126	Nợ ngắn hạn khác	3.253	2.953	2.307
EBITDA	234	258	260	Tổng nợ ngắn hạn	6.322	5.696	4.750
EPS cơ bản, báo cáo, VND	259	1.089	1.239	Nợ dài hạn	1.273	993	811
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	259	1.089	1.239	Nợ dài hạn khác	2.207	2.688	2.800
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	259	1.089	1.239	Tổng nợ dài hạn	3.480	3.681	3.612
				Tổng nợ	9.801	9.377	8.361
TỶ LỆ	2013A	2014A	2015A	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	4	4	-4
Tăng trưởng doanh thu	6,9%	31,5%	-2,4%	Thặng dư vốn CP	1.108	0	335
Tăng trưởng LN HĐKD	0,0%	32,3%	38,6%	Lợi nhuận giữ lại	90	2	324
Tăng trưởng LN trước thuế	330,8%	368,9%	15,9%	Lợi ích CĐTS	214	289	337
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-31,2%	320,2%	13,8%	Vốn chủ sở hữu	1.415	2.940	3.302
				Tổng cộng nguồn vốn	11.217	12.317	11.663
Khả năng sinh lời				LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A
Biên LN gộp	19,2%	19,9%	22,0%	Tiền đầu năm	161	810	1.026
Biên LN từ HĐ %	8,0%	8,5%	9,4%	Lợi nhuận sau thuế	30	217	328
Biên EBITDA	6,3%	7,7%	8,2%	Khấu hao	326	192	418
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	0,6%	4,5%	5,2%	Thay đổi vốn lưu động	-150	-92	-279
ROE %	0,3%	3,1%	3,4%	Điều chỉnh khác	233	213	436
ROA %	7,7%	8,2%	8,8%	Tiền từ hoạt động KD	439	530	903
Chỉ số hiệu quả vận hành				Thanh lý tài sản cố định	1	18	12
Số ngày tồn kho	281	212	192	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-176	-143	-913
Số ngày phải thu	43	53	42	Đầu tư khác	7	34	13
Số ngày phải trả	44	68	67	Tiền từ HĐ đầu tư	-168	-91	-889
TG luân chuyển tiền	281	197	167	Cổ tức đã trả	0	0	-84
				Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	10
Thanh khoản				Tăng (giảm) nợ dài hạn	-306	-374	-86
CS thanh toán hiện hành	0,95	1,07	1,04	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	467	-280	-182
CS thanh toán nhanh	0,35	0,42	0,46	Tiền từ các hoạt động TC khác	-7	430	10
CS thanh toán tiền mặt	0,09	0,18	0,15	Tiền từ hoạt động TC	154	-224	-333
Nợ/Tài sản	28%	20%	19%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	425	215	-318
Nợ/Vốn sử dụng	69%	46%	40%	Tiền cuối năm	588	1.026	708

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (5% LNST) theo Thông tư 200.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Đắc Phú Thành, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt. +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lỏp

Đặng Văn Pháp. Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên, ext 174

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí. Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương. Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức. Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy. Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh, Chuyên viên ext 196

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto. M, Sc,
+848 3914 3588 ext 102
michel,tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
Quang.nguyen@vcsc.com.vn

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.