

**VGC - 15.678 đồng/cp**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 17/05/2017)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	15.900
KLGD TB 10 ngày	50.833
Vốn hoá (tỷ đồng)	1.014
Số lượng CPLH	307.000.000
% sở hữu nước ngoài	4,06%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Lê Đức Quang  
[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6425 ext 104

**Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS**

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**VGC: Trong thời kỳ đầu tư mở rộng sản xuất**

**KQKD 2016:** DTT đạt 8.077,8 tỷ đồng (+3,3% yoy, 98% KH), LNTT tăng trưởng mạnh mẽ đạt 765,6 tỷ đồng (+46% yoy, 137% KH). Động lực tăng trưởng đến từ nhóm sản xuất VLXD. Trong khi đó, hoạt động kinh doanh BĐS chưa có nhiều khởi sắc.

**Triển vọng:** Tăng trưởng mảng gạch ốp lát tập trung tại việc mở rộng công suất granite tại nhà máy Mỹ Đức. Mảng gạch ngói sẽ có chuyển biến tích cực khi chuyển đổi cơ cấu sản xuất từ gạch xây sang ngói và tăng cường đầu tư sản phẩm gạch clinker mới..

Trong khi đó, các mảng kính xây dựng, sứ vệ sinh sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực nhờ (1) các dự án mới đi vào hoạt động, tăng công suất tạo ra nguồn thu mới, (2) điều chỉnh cơ cấu sang các mặt hàng có giá trị cao hơn, tối ưu hóa biên lợi nhuận, (3) các sản phẩm mới bao gồm kính LowE và siêu trắng có những lợi thế nhất định.

Mảng BĐS khu công nghiệp sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm 2017 khi KCN Yên Phong mở rộng bước đầu được triển khai, dự kiến VGC sẽ thu về 700 tỷ đồng tiền thuê đất từ Samsung trong năm nay. Mảng BĐS nhà ở chưa có nhiều biến chuyển bởi các dự án nhà ở lớn vẫn đang trong giai đoạn đầu tư, dự kiến điểm rơi lợi nhuận mảng này sẽ tập trung trong năm 2018-2019.

**Rủi ro:** Theo chỉ đạo của nhà nước, Bộ xây dựng sẽ hạ tỷ lệ sở hữu tại VGC xuống còn 51% qua phương thức phát hành. Điều này có thể gây ra rủi ro pha loãng đối với cổ phiếu VGC.

**Đánh giá:** dự báo năm 2017, VGC có thể đạt được 9.299 tỷ đồng DTT (+15,1% yoy), và 1.030 tỷ đồng LNTT (+46% yoy). EPS forward ước đạt 1.545 đồng/cp sau phát hành. Dựa trên 3 phương pháp định giá, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu sau đợt đầu giá cho VGC đạt 15.678 đồng/cp.

Chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016
DTT (tỷ đồng)	6.180	8.147	8.001	8.143
+/- yoy (%)	6,6%	31,8%	-1,8%	1,8%
LNTT (tỷ đồng)	98	461	524	766
+/- yoy (%)	338,8%	372,4%	13,8%	46,0%
VCSH (tỷ đồng)	1.202	2.940	3.302	4.339
Nợ/TTS (%)	87,4%	76,1%	71,7%	66,6%
TS LN gộp (%)	19,2%	19,9%	21,9%	24,6%
ROA – TTM (%)	0,3%	3,0%	3,5%	4,7%
ROE – TTM (%)	3,2%	12,5%	12,3%	14,2%

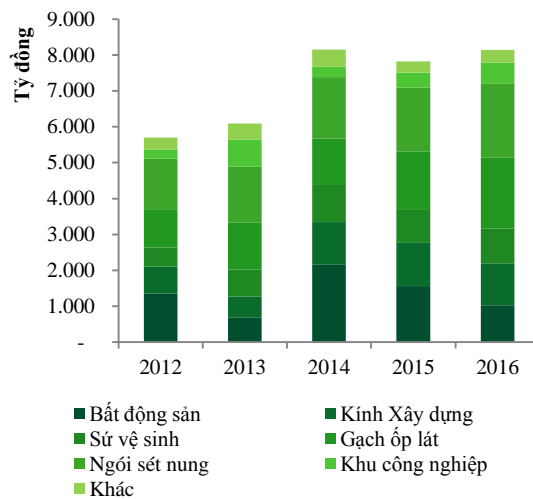
## PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

**KQKD 2016:** VGC tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2016, LNTT tăng 46% yoy, đạt 137% KH năm

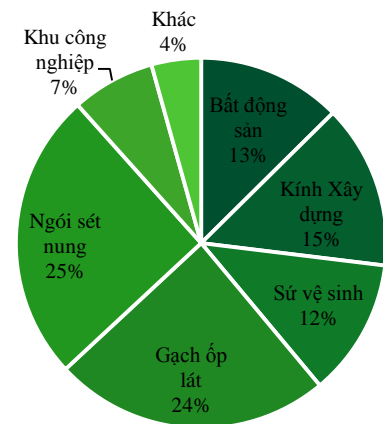
**VGC công bố BCTC hợp nhất năm 2016 (chưa kiểm toán)**, với DTT đạt 8.077,8 tỷ đồng (+3,3% yoy, 98% KH), LNTT tăng trưởng mạnh mẽ đạt 765,6 tỷ đồng (+46% yoy, 137% KH).

**Hoạt động sản xuất vật liệu xây dựng là động lực tăng trưởng của toàn tập đoàn.** Doanh thu mảng VLXD chiếm khoảng 70% DT 2016, còn lại là mảng BĐS và xây lắp. Trong 2 năm trở lại đây, mảng BĐS suy giảm trong khi mảng VLXD tăng trưởng mạnh mẽ. Về mặt lợi nhuận, mảng kính xây dựng dẫn đầu với lợi nhuận đạt mức tăng trưởng 170% yoy (186%KH), mảng sứ vệ sinh - gạch ốp lát có lợi nhuận tăng 58% yoy (116% KH), nhóm gạch ngói đất sét nung tiếp tục duy trì tăng trưởng ở mức cao, đạt 63% yoy.

**Cơ cấu doanh thu qua các năm**



**Cơ cấu doanh thu hợp nhất năm 2016**



Nguồn: VGC, VCBS tổng hợp

**Doanh thu nhóm gạch ốp lát và ngói đất sét nung dẫn đầu tăng trưởng nhóm VLXD, biên lợi nhuận duy trì ở mức cao.** Trong năm 2016, sự phục hồi của thị trường BĐS tiếp tục diễn ra, cùng với hàng loạt các công trình lớn xây dựng trong thời kỳ 2014-2015 bắt đầu đi vào hoàn thiện dẫn tới nhu cầu lớn đối với nhóm hàng gạch. Bên cạnh đó, việc VGC hoàn thành việc mở rộng công suất tại 2 công ty con là Tiên Sơn (2 triệu m2 granite/năm tại nhà máy Thái Bình) và Hạ Long (2 triệu m2 gạch cotto/năm tại nhà máy gạch clinker giai đoạn 2) đã tạo ra động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho nhóm hàng này. Biên lợi nhuận nhóm gạch giữ khá vững ở mức trên 20%, trong đó biên lợi nhuận gộp nhóm gạch ốp lát giảm nhẹ do VGC chuyển đổi nhiên liệu sang khí CNG chi phí cao hơn 10% so với khí hóa than (tuy nhiên tiết kiệm được chi phí bảo vệ môi trường và giảm hao mòn máy móc).

**Mảng kính xây dựng và sứ vệ sinh có bước đột phá lớn trong việc cải thiện biên lợi nhuận.** Doanh thu 2 mảng này không có nhiều biến chuyển, lần lượt thay đổi -3% yoy (kính) và +6,3% yoy (sứ vệ sinh). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp mở rộng đáng kể, lên tới hơn 30% nhờ

- (1) **Biên lợi nhuận gộp mảng kính** tăng từ 17,2% (2015) lên 31,0% (2016) nhờ giá bán kính trên thị trường tăng mạnh gần 50% ytd do nhà máy kính Trảng An (chiếm 15% công suất toàn thị trường) nghỉ bảo dưỡng định kỳ gây ra thiếu hụt nguồn cung. Đồng thời giá dầu FO giảm nhẹ khiến cho chi phí đầu vào giữ ở mức thấp so với năm 2015.
- (2) **Biên lợi nhuận gộp mảng sứ** tiếp tục tăng từ 28,5% (2015) lên 32% (2016). Tiếp nối sự thành công trong việc tái cơ cấu hoạt động tập đoàn, chuyên môn hóa nghiệp vụ tại các công ty con sản xuất sứ vệ

sinh, VGC điều chỉnh chính sách sản xuất từ thiết bị rời sang thiết bị liền khối với giá trị cao hơn, công nghệ phức tạp hơn, nâng cao khả năng cạnh tranh của VGC so với các đối thủ trên thị trường, và giúp giá bán tăng lên, cải thiện biên lợi nhuận gộp

**Doanh thu khu công nghiệp tăng 42,3% yoy trong khi doanh thu từ bất động sản giảm 34,3% yoy.** Trong năm 2016, VGC ghi nhận doanh thu từ hoạt động cho thuê tại các khu công nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ. Trong khi đó, các dự án bất động sản nhà ở có giá trị cao hầu như đã được ghi nhận trong năm 2014-2015 (DTT mảng bất động sản tăng đột biến lên tới 2.100 tỷ đồng trong năm 2014, giảm dần còn 1.500 tỷ đồng trong năm 2015, và chỉ còn hơn 1.000 tỷ đồng trong năm 2016).

**Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần tăng nhẹ so với cùng kỳ.** Tỷ lệ này tăng từ 12,57% (2015) lên đến 13,87% (2016) chủ yếu bởi VGC trích quỹ phát triển khoa học công nghệ lên tới 61 tỷ đồng ghi vào chi phí quản lý doanh nghiệp. Đồng thời chi phí khác bằng tiền (trong chi phí bán hàng) cũng tăng thêm khoảng 60 tỷ đồng (+33%).

**KQKD Q1.2017: Tiếp tục tăng trưởng tích cực.**

Kết quả kinh doanh quý 1 tiếp tục tăng trưởng tích cực. Trong đó, DTT đạt 2.028,6 tỷ đồng (+5,5% yoy, 25,1% KH) và LNTT đạt 243,4 tỷ đồng (+80% yoy, 28,8% KH năm, 115% KH quý). Động lực tăng trưởng trong quý 1 tập trung chủ yếu tại mảng kính và sứ vệ sinh. Chúng tôi cho rằng kết quả tăng trưởng tích cực sẽ tiếp tục kéo dài trong những quý tới trong năm nay khi (1) điểm rơi lợi nhuận của nhóm gạch ốp lát, ngói tập trung tại nửa cuối năm, (2) VGC dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu từ hoạt động cho Samsung Display thuê 80 ha đất tại KCN Yên Phong 2 trong quý 2 và 3.

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

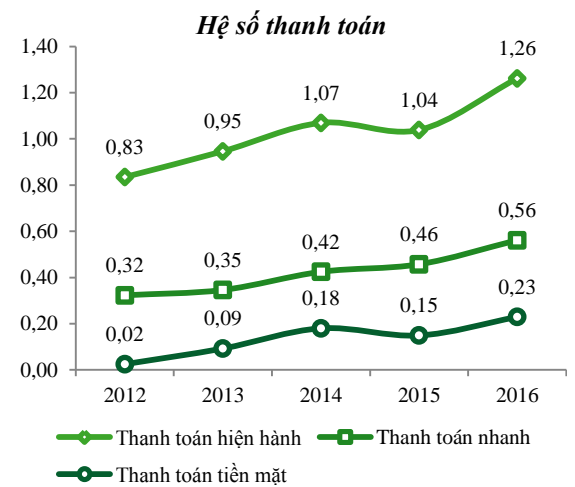
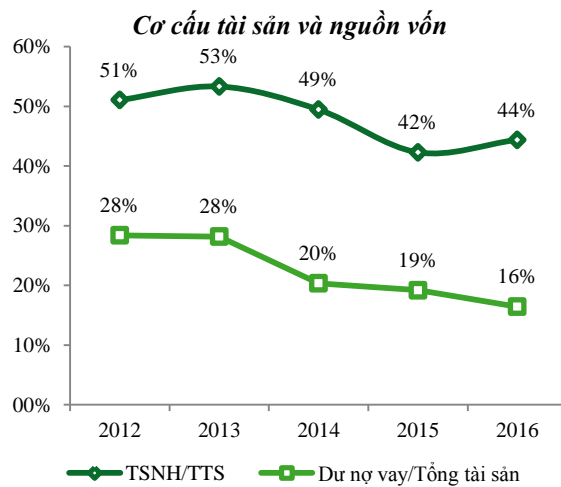
**Cơ cấu nguồn vốn có đặc điểm của doanh nghiệp sản xuất lẫn doanh nghiệp BĐS.** Về bản chất, VGC là một công ty holding, hoạt động chủ yếu trong ngành BĐS và nắm quyền kiểm soát tại 1 loạt các công ty con chuyên sản xuất vật liệu xây dựng. Bởi vậy, cơ cấu nguồn vốn của VGC khá đặc biệt. Tỷ lệ đòn bẩy (nợ phải trả/tổng nguồn vốn) mặc dù đã giảm khá mạnh trong những năm gần đây nhưng vẫn ở mức khá cao, khoảng 66%, tuy nhiên tỷ lệ dư nợ vay ngân hàng/tổng nguồn vốn chỉ khoảng đạt khoảng 16%.

Điều này có thể lý giải bởi (1) hoạt động kinh doanh vật liệu xây dựng mang lại dòng tiền ổn định hỗ trợ cho hoạt động bất động sản. (2) VGC lựa chọn đầu tư khu công nghiệp khá thận trọng và bài bản theo phương thức cuốn chiếu, tức là có khách thuê mới bắt đầu đầu giải ngân đầu tư mặt bằng, giúp cho dòng tiền linh hoạt hơn và tránh bị tắc nghẽn trong dự án.

**Cấu trúc tài sản cân đối hơn so với các doanh nghiệp trong ngành bất động sản KCN.** Tương tự như cấu trúc nguồn vốn, tài sản của VGC mang đặc điểm của cả 2 loại hình doanh nghiệp sản xuất và BĐS, khá cân bằng với khoảng 45% là tài sản lưu động và 55% là tài sản cố định. Trong đó, hàng tồn kho chiếm 55% tài sản ngắn hạn, chủ yếu là các dự án xây dựng dở dang chưa được bàn giao,

Hiện nay, cấu trúc tài sản đang có xu hướng chuyển dịch qua tài sản cố định bởi (1) hoạt động kinh doanh VLXD khởi sắc, VGC đang dần thanh toán các khoản nợ vay dài hạn bằng tiền mặt, (2) giải phóng hàng tồn kho, (3) tăng cường đầu tư mở rộng công suất gạch granite, gạch clinker và kính LowE.

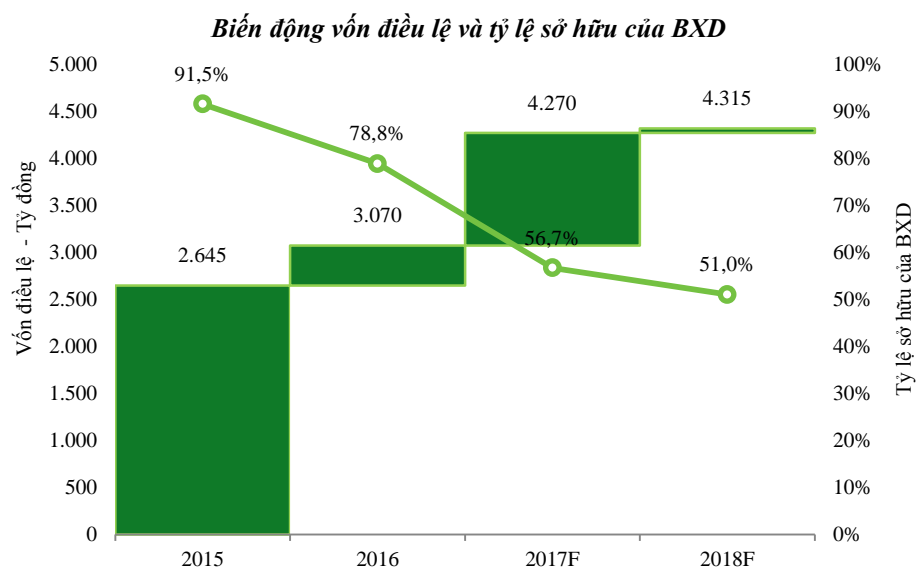
**Khả năng thanh toán được cải thiện.** Hệ số thanh toán hiện hành tăng khá mạnh từ 1,04 (2015) lên đến 1,24 (2016 – chưa kiểm toán). Tài sản ngắn hạn tăng chủ yếu ở hàng tồn kho, đặc biệt là tồn kho bất động sản xây dựng dở dang, trong khi nợ ngắn hạn không có nhiều thay đổi. Các tỷ lệ thanh toán nhanh và thanh toán tiền mặt cũng được cải thiện. Tỷ lệ lợi nhuận hoạt động/lãi vay tăng mạnh lên 5,8 lần. Có thể thấy, sức khỏe tài chính VGC vẫn ổn định.



Nguồn: VGC, VCBS tổng hợp

**Dòng tiền kinh doanh tiếp tục duy trì dương.** Kết thúc năm 2016, dòng tiền kinh doanh đạt 1.152 tỷ đồng, tăng đáng kể so với con số cùng kỳ (+nhờ lợi nhuận tăng mạnh đồng thời các khoản phải trả tăng lên cân bằng lại các khoản tăng từ dự án bất động sản tồn kho). Dòng tiền hợp nhất quý 1.2017 tiếp tục đạt mức tích cực 16 tỷ đồng so với con số âm 46 tỷ cùng kỳ.

**Kế hoạch phát hành 120 cổ phiếu.** Trong tháng 12/2016, HĐQT của VGC đã thông qua nghị quyết **tăng vốn lên 4.270 tỷ đồng vào năm 2017 thay vì 3.500 tỷ đồng như kế hoạch đầu năm 2016**, phát hành thêm 123 triệu cổ phiếu để tài trợ 4 dự án mới bao gồm nhà máy sứ Mỹ Xuân, nhà máy kính Bình Dương, và các khu công nghiệp. Theo đó, nếu VGC không chia cổ tức bằng cổ phiếu thì công ty chỉ cần phát hành thêm khoảng 4,45 triệu cổ phiếu nữa là đủ để hạ tỷ lệ sở hữu của Bộ Xây dựng xuống 51%.



Nguồn: VCBS tổng hợp và dự báo

## TRIỂN VỌNG

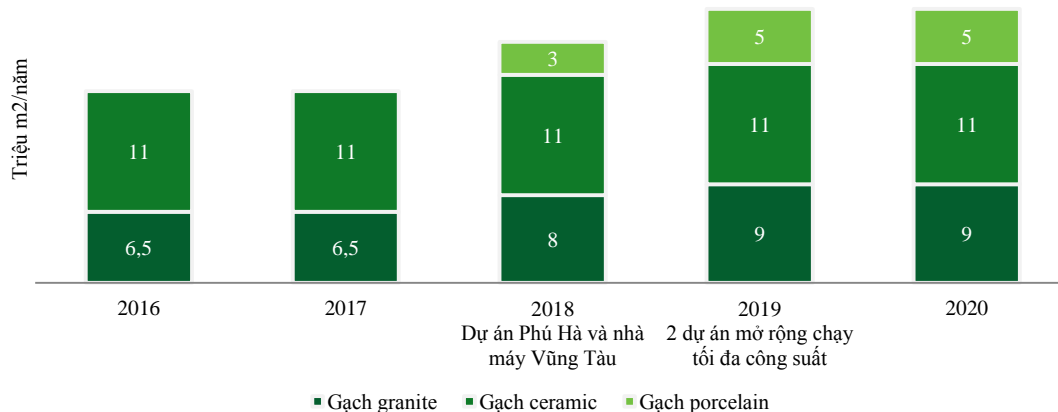
### Mảng vật liệu xây dựng

*Triển vọng nhóm gạch ốp đến từ việc nâng cao năng lực sản xuất gạch granite tại nhà máy Mỹ Đức*

**Chúng tôi hạ đánh giá từ tích cực xuống trung lập đối với triển vọng nhóm gạch ốp lát ceramic** của VGC trong năm 2017 do (1) dự án mới đang trong giai đoạn đầu tư, (2) các dây chuyền cũ đã hoạt động tối đa công suất, (3) giá gạch đang có xu hướng giảm nhẹ trong thời gian gần đây bởi toàn ngành đã nâng công suất, (4) giá khí CNG đầu vào đang có xu hướng tăng trở lại có thể tác động lên biên lợi nhuận của nhóm gạch ốp lát.

**Tăng công suất gạch granite mở rộng khu vực phía Nam.** Hiện nay, các dây chuyền sản xuất gạch granite của VGC đều đã đạt tối đa công suất. Dây chuyền granite mới tại nhà máy Thái Bình 2 đã vượt công suất ngay trong năm đầu tiên vận hành (2016). Hiện tại Viglacera Tiên Sơn (VIT) đã mua lại 1 nhà máy ở Vũng Tàu có công suất 2,5 triệu m<sup>2</sup>/năm trong năm 2017. Dự án nhà máy mới sẽ tạo ra động lực tăng trưởng cho mảng gạch granite, giúp VGC mở rộng mạng lưới xuống khu vực phía Nam.

**Lộ trình sản xuất gạch ốp lát của VGC**



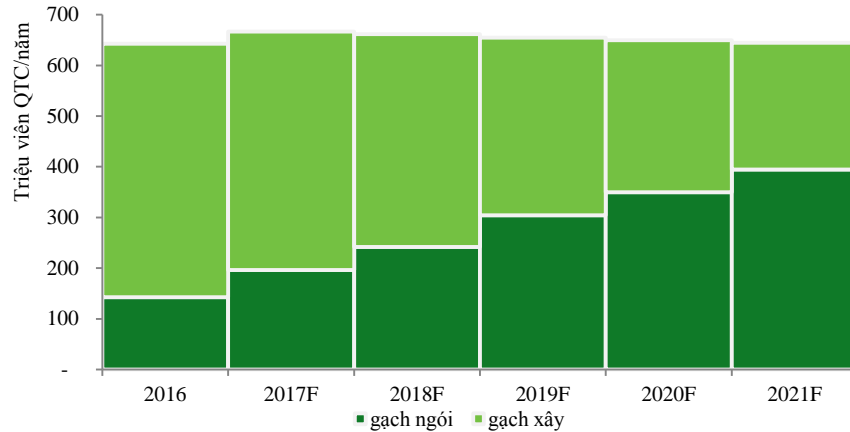
*Nguồn: VGC, VCBS tổng hợp và ước tính*

**Động lực của mảng ngói đất sét nung đến từ việc thay đổi cơ cấu sản phẩm, tăng sản lượng ngói và giảm sản lượng gạch xây, qua đó nâng cao giá trị doanh thu và biên lợi nhuận.**

Chúng tôi duy trì quan điểm **tích cực đối với nhóm mặt hàng gạch ngói đất sét nung** dựa trên những luận điểm sau

- (1) Sản phẩm gạch cotto là sản phẩm có xu hướng bền và giữ giá hơn so với gạch granite và ceramic. Về mặt công dụng, gạch cotto dùng để lát sân vườn, giá khá cao so với 2 loại gạch còn lại, sử dụng cho những dự án cao cấp và hộ gia đình có thu nhập cao. Theo đó, chúng tôi cho rằng xu hướng giá cả và tiêu thụ của gạch cotto sẽ ổn định hơn, mang tính chất của hàng hóa cao cấp.
- (2) Sản phẩm gạch ngói có ưu thế vượt trội về chất lượng nhờ kinh nghiệm sản xuất lâu năm, và nguồn đất sét chất lượng tốt nhất cả nước tại khu vực Hạ Long.
- (3) Tăng cường sản xuất gạch ngói, giảm sản lượng gạch xây. Giai đoạn 2 của kế hoạch chuyển đổi hoàn toàn sang sản xuất gạch ngói của nhà máy Hoàn Bò sẽ hoàn thành, nâng tổng công suất gạch ngói lên 170 triệu viên QTC/năm. Theo ước tính của VCBS, với chênh lệch biên lợi nhuận gộp giữa gạch xây (10%) và gạch ngói (30%) biên lợi nhuận mảng ngói đất sét nung sẽ mở rộng thêm 3% trong năm 2017 khi dự án chuyển đổi hoàn thành.

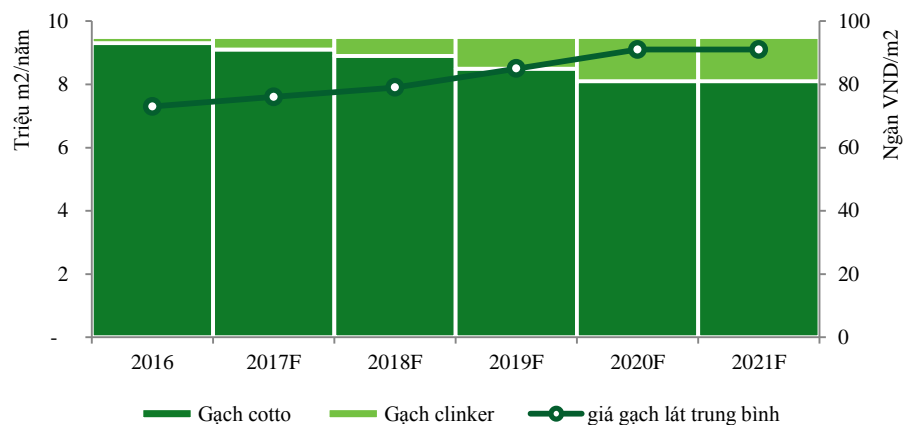
*Chuyển đổi cơ cấu gạch xây và gạch ngói*



Nguồn: VGC, VCBS tổng hợp và dự phóng

- (4) Tăng công suất tại nhà máy gạch clinker giai đoạn 2. Giai đoạn 2 của nhà máy gạch clinker tại Hạ Long được kỳ vọng hoạt động tối đa công suất trong năm 2017, đóng góp thêm 1 triệu m2 gạch lát (bao gồm cả gạch clinker và gạch cotto) cho sản lượng sản xuất, tạo ra doanh thu mới. Hiện tại nhà máy gạch clinker chỉ sản xuất 10% gạch clinker do sản phẩm mới chưa được thị trường biết tới, công suất còn lại để sản xuất gạch cotto. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng sản xuất gạch clinker (có giá bán cao hơn 20% - 30% so với cotto) sẽ tăng dần qua các năm khi dần được thị trường tiêu thụ đón nhận, đóng góp cho việc mở rộng biên lợi nhuận nhờ giá trị cao.

*Cơ cấu sản xuất gạch lát cotto và clinker*



Nguồn: VCBS dự phóng

Theo đó, chúng tôi dự báo mảng ngói đất sét nung tiếp tục tăng trưởng 12% về mặt doanh thu trong năm 2017 dựa trên (1) giá bán gạch lát chuyển dịch tăng dần khi tỉ lệ gạch cotto trong tiêu thụ tăng lên, (2) công suất bổ sung đến từ dây chuyền gạch clinker giai đoạn 2 hoạt động tối đa công suất.

**Màng kính xây dựng dự kiến sẽ thay nhóm gạch để trở thành động lực tăng trưởng dẫn dắt trong những**

**Đầu ra kính LowE đã được bao tiêu 90%.** VGC hiện đang là một trong những nhà sản xuất kính xây dựng hàng đầu Việt Nam với công suất 2 triệu m2/năm, có giá bán thấp hơn so với các doanh nghiệp nước ngoài (chỉ bằng khoảng 60% theo chia sẻ từ lãnh đạo doanh nghiệp), cùng chất lượng tương đương. Ngay khi nhà máy kính LowE khánh thành, VGC đã ký được 2 hợp đồng lớn với sản lượng tiêu thụ đạt 2 triệu m2/năm với 2 nhà

*năm tới.*

sản cung cấp và gia công kính lớn là Eurowindow và Sado Group.

Chúng tôi cho rằng, vị thế đàm phán của VGC đối với 2 khách hàng này là cao hơn vì (1) sản phẩm trong nước sản xuất với giá rẻ hơn nhờ chi phí nhân công thấp, công nghệ tương đương, (2) thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm kính nổi quang học và kính gia công lên tới 30% như thống kê dưới đây:

Tên sản phẩm	Hiệp định	Thuế suất nhập khẩu
Kính nổi không cốt thép	VCAFTA (Việt Nam – Chile)	5%
	Còn lại	0%
Kính nổi cốt thép	ATIGA và AANZAFTA	5%
	AKFTA	20%
	VJEPA và VCFTA	30%

*Nguồn: Tổng cục hải quan, VCBS tổng hợp*

Theo đó, chúng tôi kì vọng nhà máy kính LowE Bình Dương có thể hoạt động với công suất huy động đạt tới hơn 90% để có thể đáp ứng nhu cầu lớn từ các khách hàng nội địa. Giá bán kính Low-E có thể được giữ vững, thậm chí cao hơn khi giá nguyên liệu tăng bởi VGC có vị thế đàm phán cao sẽ chuyển bớt một phần chi phí tăng lên sang khách hàng thông qua chính sách tăng giá bán.

**Mặt bằng giá kính xây dựng được dự báo tiếp tục duy trì ở mức cao do nguồn cung đang thiếu hụt.** Hiện nay năng lực sản xuất của các doanh nghiệp kính nội địa đang ở mức thấp do 2 nhà máy lớn liên tiếp dừng lò để sửa chữa nguội. Cụ thể, nhà máy kính Trảng An dừng hoạt động trong 2016, sau khi nhà máy này đi vào hoạt động trong năm 2017, nhà máy kính Việt Nhật lại dừng để sửa chữa. Theo đó, nguồn cung kính trong nước sẽ tiếp tục thiếu hụt trong hết năm nay. Trong điều kiện các nhà máy kính khác ngừng sửa chữa, VGC có thể nhanh chóng vượt lên tăng công suất chiếm thêm thị phần.

**Mặt hàng kính siêu trắng sẽ là điểm nhấn trong năm 2018-2019 của mảng kính xây dựng.** Trong năm 2018, theo kế hoạch, dự án kính siêu trắng tại nhà máy Đáp Cầu sẽ đi vào hoạt động, bổ sung công suất 8 triệu m<sup>2</sup>/năm sản phẩm kính siêu trắng tại thị trường phía Bắc. Ban lãnh đạo của VGC khá tự tin và khả năng tiêu thụ của sản phẩm này bởi những nhà đầu tư pin năng lượng mặt trời (sử dụng kính siêu trắng làm nguyên liệu) từ Trung Quốc đang đầu tư nhà máy tại Việt Nam với công suất tiêu thụ khởi điểm đạt khoảng 2 triệu m<sup>2</sup>/năm. Theo đó, với đầu ra được đảm bảo một phần, dự án nhà máy kính siêu trắng dự kiến sẽ chạy khoảng 50% công suất trong năm tới, đóng góp khoảng 400 tỷ doanh thu tăng thêm trong năm 2018 và khoảng 800 tỷ doanh thu trong năm 2020 khi đạt tối đa công suất.

*Tăng năng lực sản xuất sứ vệ sinh tại nhà máy sứ Mỹ Xuân, mở rộng thị trường xuống phía nam*

**Tăng công suất sản xuất sứ vệ sinh – sen vòi tạo ra động lực tăng trưởng trong năm 2017.** Hiện nay, tất cả dây chuyền sản xuất sứ vệ sinh – sen vòi đã hoạt động tối đa công suất. Theo đó, việc hoạt động nhà máy mới tại Bình Dương sẽ tạo ra nguồn doanh thu mới. Nhà máy Bình Dương có công suất 750.000 bộ/năm dự kiến hoạt động vào giữa năm 2017. Giá định nhà máy sẽ hoạt động chậm hơn kế hoạch 1 quý, và công suất ban đầu đạt 70%, chúng tôi ước tính nhà máy mới sẽ đóng góp thêm 150.000 bộ sản phẩm cao cấp mới cho dòng sản phẩm sứ vệ sinh – sen vòi, tương ứng với mức tăng trưởng doanh thu ước đạt 22% yoy

*Doanh thu khu công nghiệp tăng trưởng khả quan nhờ việc hoàn thành*

**Triển khai KCN Yên Phong mở rộng tạo ra nguồn thu mới cho mảng BĐS KCN.** Trong số các khu công nghiệp mới mở của VGC, chúng tôi đánh giá cao nhất triển vọng KCN Yên Phong mở rộng (Yên Phong 2) bởi (1) vị trí địa lý gần trung tâm TP. Hà Nội (40km), có các đường cao tốc nối đến cảng và sân bay, (3) tỷ lệ lấp

## KCN Yên Phong mở rộng

đầy còn rất thấp, và giá thuê rẻ so với các khu vực lân cận và khu vực miền Nam.

VGC dự kiến sẽ thu 700 tỷ đồng tiền thuê đất từ Samsung trong năm 2017. Samsung là một trong những khách hàng lâu đời của VGC. Trong thời gian tới, Samsung tiếp tục mở rộng hoạt động sản xuất tại Việt Nam, và tiếp tục mở rộng hoạt động tại KCN Yên Phong 2. Hiện tại, VGC cho biết Samsung đã được cấp phép đầu tư và ký kết hợp đồng thuê 60 ha đất, và sẽ trả 700 tỷ đồng trong năm 2017 cho VGC, doanh thu sẽ được phân bổ đều qua các năm.

## BDS nhà ở dự kiến khởi sắc trở lại trong 2019.

**BDS nhà ở chưa có nhiều khởi sắc trong năm nay, điểm rơi lợi nhuận tập trung vào năm 2018-2019.** Hiện nay, VGC đang triển khai một số dự án nhà ở cao cấp có triển vọng tích cực. Tuy nhiên, theo dự kiến, số dự án này sẽ hoàn thành sớm nhất vào cuối năm 2017. Theo đó, phần lớn doanh thu sẽ được ghi nhận trong năm 2018.

## Thoái vốn tại các công ty con không hiệu quả.

**Thoái vốn tại các công ty con hoạt động không hiệu quả.** Theo chủ trương tại ĐHCĐ thường niên đầu năm 2016, VGC sẽ thoái vốn khỏi các công ty con hoạt động không hiệu quả nhằm giảm thiểu gánh nặng quản lý. Hiện tại, VGC đã hoàn tất thoái vốn hoàn toàn tại CTCP Viglacera Đông Triều và đang chào bán cổ phần tại CTCP Cơ khí và Xây dựng Viglacera. Theo lộ trình, VGC sẽ tiếp tục thoái vốn tại các công ty CP Bá Hiến, CP Từ Liêm, và CP Hạ Long I.

## ĐỊNH GIÁ

### Giá định dự báo

Chúng tôi đưa ra dự báo doanh thu đối mảng VLXD 2017 của VGC theo những giả định sau:

**Gạch ốp lát.** Sản lượng gạch ốp lát tiêu thụ không có nhiều biến động do công suất đạt tối đa, tăng trưởng sản lượng đến từ giải phóng tồn kho gạch granite, và dự án nhà máy granite mới tại Vũng Tàu. Giá bán gạch giảm dần qua các năm. Năm 2018, dự án nhà máy gạch Phú Hà sản xuất gạch porcelain công suất 5 triệu m<sup>2</sup>/năm đi vào hoạt động.

**Ngói đất sét nung.** Giảm sản lượng gạch xây 30 triệu viên theo lộ trình giai đoạn 2 của dự án chuyển đổi nhà máy gạch Hoàn Bồ, tăng sản lượng gạch ngói, biên lợi nhuận tăng thêm 3%. Dây chuyền gạch clinker sản xuất 10% gạch clinker và 90% gạch cotto. Chúng tôi tăng dần tỉ trọng của gạch clinker trong sản xuất qua các năm.

**Kính xây dựng.** Tiêu thụ 2,07 triệu m<sup>2</sup> kính LowE, đáp ứng nhu cầu của 2 khách hàng lớn là Eurowindow và Sado, giá bán đạt 12 USD/m<sup>2</sup>. Sản lượng kính trắng tăng 10% khi dự án nhà máy kính trắng Bắc Ninh và Vũng Tàu cùng đi vào hoạt động trong cuối năm 2017.

**Sứ vệ sinh – sen vòi.** Nhà máy sứ Bình Dương đi vào hoạt động trong giữa quý 3/2017, huy động 70% công suất tối đa trong năm 2017. Giá bán sản phẩm mới cao hơn các sản phẩm cũ từ 10% -20%.

**BDS khu công nghiệp.** Trong giai đoạn 2017-2022, VGC sẽ ghi nhận doanh thu chủ yếu từ 2 khu công nghiệp Yên Phong mở rộng và Đồng Văn 4. Trong đó, giá cho thuê của 2 khu công nghiệp này sẽ tăng khoảng 3%/năm do giá khởi điểm cho thuê của VGC hiện đang ở mức thấp nhằm thu hút đầu tư.

**BDS nhà ở.** Đến thời điểm đầu năm 2017, các dự án tồn đọng của VGC vẫn còn khoảng 2.058 tỷ đồng doanh thu chưa ghi nhận, phân bổ trong năm 2017 – 2019. Chúng tôi lựa chọn tỉ lệ phân bổ trong 3 năm tới ở mức 50% - 35% - 15% theo kế hoạch của doanh nghiệp.

Dưới đây là kết quả dự phóng lợi nhuận qua các năm của VGC từ 2017 – 2022:

Báo cáo KQKD (đơn vị: tỷ đồng)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>Doanh thu</b>	9.299	9.850	12.269	12.585	12.951	13.315
GVHB	(6.966)	(7.326)	(9.188)	(9.637)	(9.811)	(10.044)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	2.333	2.524	3.081	2.948	3.140	3.271
Chi phí bán hàng	(604)	(640)	(798)	(818)	(842)	(865)



Chi phí QLDN	(558)	(591)	(736)	(755)	(777)	(799)
<b>EBIT</b>	1.171	1.293	1.548	1.375	1.521	1.607
Doanh thu tài chính	42	108	139	124	129	176
Chi phí tài chính	(189)	(215)	(191)	(164)	(154)	(145)
Lợi nhuận khác	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết						
<b>LNTT</b>	1.023	1.186	1.496	1.335	1.496	1.638
Chi phí thuế TNDN	(206)	(239)	(301)	(270)	(302)	(331)
<b>LNST</b>	817	947	1.195	1.066	1.194	1.307
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(165)	(191)	(241)	(216)	(242)	(265)
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	653	756	954	850	952	1.043
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.545	1.613	2.034	1.819	2.038	2.229

Dự phóng doanh thu các mảng: (đơn vị: tỷ đồng)

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Bất động sản	1,029	720	2,094	1,385	1,190	1,190
Kinh Xây dựng	1,441	1,617	2,145	2,252	2,584	2,731
Sứ vệ sinh	993	1,185	1,689	1,745	1,755	1,763
Gạch ốp lát	2,134	2,383	2,859	3,381	3,437	3,493
Ngói sét nung	2,203	2,267	2,318	2,396	2,392	2,388
Khu công nghiệp	1,094	1,212	628	809	884	935
Khác	405	466	536	616	709	815
<b>Tổng</b>	<b>9.299</b>	<b>9.850</b>	<b>12.269</b>	<b>12.585</b>	<b>12.951</b>	<b>13.315</b>

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền kết hợp với EV/EBITDA:

*Kết hợp chiết khấu dòng tiền trong ngắn hạn và EV/EBITDA cho định giá giá trị sau cùng (sau 2022)*

*Giá trị của VGC theo phương pháp này đạt 18.300 đồng/cp sau phát hành.*

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu FCFF cho VGC. Tuy nhiên, trong cơ cấu doanh thu của VGC có khoảng 30% đến từ bất động sản nhà ở và khu công nghiệp. Bởi vậy chúng tôi không tính giá trị sau năm 2022 của VGC bằng giả định dòng tiền tăng trưởng vĩnh viễn, thay vào đó chúng tôi sử dụng định giá EV/EBITDA tại năm 2022 để làm giá trị ‘terminal value’.

Đơn vị: triệu đồng	Năm dự phóng					
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
DTT	9.298.858	9.850.061	12.269.477	12.584.545	12.950.754	13.315.190
EBITDA	1.779.393	2.055.361	2.399.351	2.257.740	2.446.625	2.519.643
<b>LNST</b>	<b>824.399</b>	<b>955.612</b>	<b>1.205.230</b>	<b>1.078.062</b>	<b>1.207.720</b>	<b>1.323.266</b>
Lãi vay sau thuế	151.451	171.965	152.577	131.053	123.423	115.617
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>975.849</b>	<b>1.127.577</b>	<b>1.357.807</b>	<b>1.209.115</b>	<b>1.331.143</b>	<b>1.438.883</b>
Cộng: Khấu hao	559.581	645.890	702.092	746.346	782.697	721.039

Trừ: Đầu tư TSCĐ	-1.298.029	-782.362	-816.264	-836.928	-490.117	-511.844
Thay đổi vốn lưu động	-337.209	-140.355	-362.566	-390.354	260.671	299.261
<b>FCFF</b>	<b>-99.807</b>	<b>850.751</b>	<b>881.070</b>	<b>728.179</b>	<b>1.884.394</b>	<b>1.947.340</b>

Để định giá ‘terminal value’ chúng tôi sử dụng tỷ lệ EV/EBITDA của các doanh nghiệp trong khu vực châu Á – Thái Bình Dương, hoạt động trong ngành bất động sản và kinh doanh vật liệu xây dựng. Đồng thời, để cân bằng sự chênh lệch về mặt bằng EV/EBITDA giữa các thị trường, chúng tôi thực hiện điều chỉnh lại hệ số EV/EBITDA của từng doanh nghiệp trong danh sách theo tỷ số giữa EV/EBITDA của VNindex và EV/EBITDA của chỉ số chứng khoán tại nước mà doanh nghiệp đó đang hoạt động.

Mã cổ phiếu	TTS (triệu USD)	Nợ/TTS	EBITDA /DTT	EV/EBITDA ghi nhận	Hệ số điều chỉnh	EV/EBITDA áp dụng
9934 TT equity	13.352	23,63%	5,33%	5,51x	1,11	6,09x
AMFG IJ equity	5.504.890	12,69%	16,34%	5,40x	0,93	5,00x
002000 KS equity	710.714	-	7,94%	6,49x	1,43	9,27x
KPDL IN equity	25.617	23,16%	26,92%	8,56x	0,85	7,31x
ASIAN IN equity	9.498	33,37%	9,28%	7,11x	0,85	6,07x
GRLM IN equity	8.708	30,50%	12,80%	11,10x	0,85	9,47x
SSIA IJ equity	7.195.448	34,13%	14,81%	6,05x	0,93	5,61x
SYNTEC TB equity	9.523	17,94%	16,71%	6,71x	1,17	7,83x
EEL PM equity	20.203	22,03%	9,68%	6,80x	0,84	5,74x
<b>Trung vị</b>						<b>6,09x</b>

Với mức EV/EBITDA đạt 6,09x, chúng tôi thực hiện định giá VGC như bảng sau: (đơn vị: triệu đồng)

EV/EBITDA Multiple	
WACC (Rf = 5,06%. Beta = 0,55, MRP = 12,09%)	9.7%
<b>Chiết khấu dòng tiền 2017 – 2022</b>	<b>2.975.856</b>
Tỷ lệ EV/EBITDA áp dụng cho năm 2022	6,09x
Giá trị sau cùng = EBITDA (2022)* 6,1x	15.337.956
<b>Giá trị hiện tại của giá trị sau cùng</b>	<b>8.817.391</b>
<b>Giá trị tập đoàn</b>	<b>11.793.247</b>
Trừ: Vay nợ ròng	-3.979.053
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.814.195</b>
Số lượng cổ phiếu sau phát hành (triệu)	427
<b>Giá trị một cổ phiếu (sau phát hành)</b>	<b>18.300</b>

**Định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức:**

Vì VGC là doanh nghiệp có kế hoạch trả cổ tức khá rõ ràng theo mục tiêu 5 năm. Chúng tôi đánh giá cao khả năng kế hoạch cổ tức tiền mặt của doanh nghiệp sẽ được thực hiện do dựa trên triển vọng tăng trưởng LNST đạt khoảng 13%/năm (trung bình lũy kế) theo dự phóng, cùng với việc cổ đông kiểm soát là Bộ Xây dựng vẫn sẽ

Giá trị theo chiết khấu dòng  
cổ tức đạt 15.680 đồng/cp

tiếp tục năm giữ trên 51% cho tới năm 2020 có xu hướng muốn duy trì cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm.

Đơn vị : triệu đồng	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Tỷ lệ cổ tức giả định	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	12,9%	14,2%
LNST dự phóng	824.399	955.612	1.205.230	1.078.062	1.207.720	1.323.266
Cổ tức trả ra	<b>405.650</b>	<b>427.028</b>	<b>497.729</b>	<b>521.431</b>	<b>611.496</b>	<b>673.120</b>
Bổ sung VCSH	1.698.968	806.869	420.551	495.046	351.419	401.367
<i>Từ lợi nhuận giữ lại</i>	<i>138.968</i>	<i>336.869</i>	<i>420.551</i>	<i>495.046</i>	<i>351.419</i>	<i>401.367</i>
<i>Từ phát hành thêm</i>	<i>1.560.000</i>	<i>470.000</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
VCSH cuối kỳ	5.651.646	6.458.515	6.879.066	7.374.112	7.725.531	8.126.898
ROE	14,6%	14,8%	17,5%	14,6%	15,6%	16,3%
<b>Trung bình ROE 5 năm</b>	<b>15,01%</b>					
<b>Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức</b>	<b>3%</b>					

Định giá bằng chiết khấu dòng cổ tức, với tỷ lệ chiết khấu 11,67%

DDM	
Giá trị hiện tại của giá trị sau cùng	4.597.515
Giá trị hiện tại của dòng cổ tức	2.097.738
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.362.195</b>
Số lượng cổ phiếu sau phát hành	427
<b>Giá trị 1 cổ phiếu sau phát hành</b>	<b>15.680</b>

**Định giá bằng phương pháp so sánh hệ số P/E:**

Giá mục tiêu ước đạt 11.739 đồng/cp với mức P/E đạt 8,09x.

Vì tỷ lệ P/E của các doanh nghiệp thế giới ở mức khá cao so với các doanh nghiệp trong nước, đồng thời sự khác biệt trong nguyên tắc kế toán sử dụng tác động trực tiếp lên EPS nhiều hơn so với EBITDA, vì vậy, chúng tôi sử dụng danh mục các doanh nghiệp trong nước thỏa mãn các yếu tố (1) hoạt động trong ngành vật liệu xây dựng hoặc bất động sản, (2) có vị thế đầu ngành để so sánh với VGC:

Doanh nghiệp	P/E
CVT	7,27x
GMX	8,13x
NHC	7,43x
HTI	9,38x
KBC	13,70x
LHG	3,36x
IDV	7,5x

SZL	7,95x
<b>Trung bình</b>	<b>8,09x</b>

Với mức LNST dự phóng cho năm 2017 đạt 824,4 tỷ đồng, EPS dự phóng ước đạt 1.545 đồng/cp (tính theo 427 triệu cổ phiếu). Giá định VGC sẽ trích 5% quỹ khen thưởng phúc lợi, mức giá mục tiêu bằng phương pháp so sánh P/E đạt 11.739 đồng/cp.

### Tổng hợp 3 phương pháp

Giá mục tiêu sau phát hành ước đạt 15.678 đồng/cp

### Ghi chú về phân bổ tỉ trọng phương pháp định giá:

Chúng tôi không ưu tiên sử dụng phương pháp P/E bởi VGC đang trong giai đoạn đầu tư, lợi nhuận năm 2017 chưa phản ánh hết tiềm năng của doanh nghiệp trong những năm tới, đồng thời đợt phát hành cổ phiếu lớn diễn ra khiến cho EPS giảm quá nhanh, pha loãng tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ trong 2017. Do đó, VCBS coi phương pháp so sánh P/E như một định giá ngắn hạn tham khảo với tỉ trọng thấp nhất.

Bên cạnh đó, phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF mặc dù được ước tính trên cơ sở thận trọng, song những giá định trong ghi nhận kết quả kinh doanh mảng BĐS là khá phức tạp và không thực sự phù hợp để đưa vào mô hình, do đó chúng tôi khắc phục bằng cách kết hợp với phương pháp EV/EBITDA để tính giá trị sau năm 2022.

Cuối cùng, chúng tôi ưu tiên phương pháp chiết khấu cổ tức bởi dòng tiền từ cổ tức là khá chắc chắn trong những năm tới, có thể phản ánh sự hấp dẫn của VGC trong dài hạn đối với những nhà đầu tư cơ bản.

Chúng tôi đưa ra tỉ trọng của 3 phương pháp như bảng dưới đây

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
FCFF + EV/EBITDA	18.300	30%
Chiết khấu cổ tức DDM	15.680	50%
So sánh P/E	11.739	20%
<b>Tổng hợp</b>	<b>15.678</b>	<b>100%</b>

Chúng tôi đưa ra *giá mục tiêu cho VGC đạt 15.678 đồng/cp sau khi phát hành trong năm nay.*

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang**

Chuyên viên Phân tích

ldquang@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630