TỔNG CÔNG TY VIGLACERA - CTCP (HNX: VGC)

Nỗ lực tái cơ cấu giữa cạnh tranh gia tăng

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	*Q3-FY18*	*Q2-FY18*	*+/- qoq*	*Q3-FY17*	*+/- yoy*
Doanh thu thuần	2.270	2.274	-0,2%	2,517	-9,8%
Lợi nhuận sau thuế	136	222	-38,7%	185	-26,5%
EBIT	230	329	-30,3%	257	-10,8%
Tỷ suất EBIT	10%	14%	-40 bps	10%	+0 bps

Nguồn: VGC, Rong Viet Securities

9T 2018: BĐS tiếp tục khả quan trong khi mảng VLXD cho dấu hiệu cải thiện

- Doanh thu và LNST 9T 2018 lần lượt đạt 6,374 tỷ đồng (giảm 6% YoY) và 461 tỷ đồng (giảm 14% YoY). Tình trạng dư cung trên thị trường VLXD khiến giá thành sản phẩm sụt giảm, đặc biệt ở mảng kính xây dựng và gạch ốp lát. Lợi nhuận gộp chung của doanh nghiệp giảm 9% so với cùng kỳ.
- BĐS nhà ở đóng góp 11% lợi nhuận từ ghi nhận các sản phẩm thấp tầng. Hoạt động cho thuê KCN ghi nhận khoảng 40 ha trong 9T 2018, được hỗ trợ bởi nguồn đầu tư FDI đang được duy trì cao tại khu vực phía Bắc.
- Bộ Xây dựng đã không thành công trong nỗ lực thoái 18% cổ phần tại VGC. Qua đó, Bộ Xây dựng dự kiến thoái toàn bộ 54% sở hữu hiện tại vào năm 2019. Viglacera vẫn đang trong quá trình tìm đối tác chiến lược cho đợt thoái vốn này.

Triển vọng FY2019 - Động lực chính đến từ cho thuê KCN trong khi các mảng VLXD kỳ vọng cải thiện nhờ nỗ lực tái cơ cấu

Rồng Việt cho rằng Viglacera đang trong giai đoạn chuyển mình, đòi hỏi quá trình tái cơ cấu hiệu quả trước sự khó khăn ở các sản phẩm VLXD, mảng đóng góp trung bình 64% lợi nhuận. Một số nỗ lực tái cơ cấu đã và đang được tiến hành như thoái vốn tại những mảng kinh doanh không hiệu quả, tập trung tối ưu chi phí & đầu tư sản phẩm mang giá trị cao. Nhà máy sứ Mỹ Xuân và nhà máy kính siêu trắng Phú Mỹ kỳ vọng mang lại lợi thế và phân khúc sản phẩm riêng cho VGC trong dài hạn. Bên cạnh đó, nguồn FDI lớn và sự chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc cùng tác động của chiến tranh thương mại đang tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động cho thuê KCN. Những dự án BĐS nhà ở tại Hà Nội và nhà ở xã hội tại các KCN duy trì nguồn thu ổn định cho doanh nghiệp.

Quan điểm và Định giá

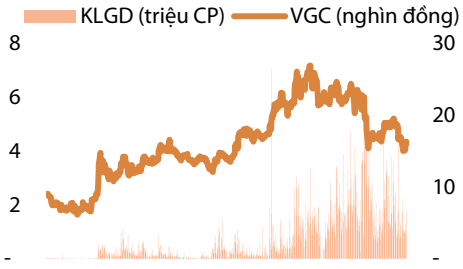
*Chúng tôi sử dụng phương pháp Tổng các thành phần, bao gồm RNAV và EV/EBITDA để định giá mảng bất động sản và vật liệu xây dựng. Rồng Việt điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống **21.000 đồng/cổ phiếu**, phản ánh sự cạnh tranh gay gắt hơn kỳ vọng đối với mảng vật liệu xây dựng. Sự kiện Bộ Xây dựng thoái vốn không thành công và triển vọng thị trường VLXD kém lạc quan có thể là yếu tố khiến giá cổ phiếu sụt giảm trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tình hình cạnh tranh khó trở nên xấu hơn hơn thời điểm hiện tại. Qua đó, tiềm năng tăng giá phụ thuộc vào hoạt động tối ưu chi phí và hiệu quả sản xuất, trong khi rủi ro giảm giá mạnh hơn có thể bị ảnh hưởng từ sự giảm tốc của thị trường xây dựng và sự tăng vọt từ giá nhiên liệu đầu vào. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu Viglacera với **tỷ suất sinh lời là 36%** dựa trên giá đóng cửa ngày 13/11/2018.*

MUA	**+36%**
Giá mục tiêu (VND)	21.000
Giá thị trường (VND)	15.500

Thông tin cổ phiếu	
Ngành	BĐS & VLXD
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.129
SLCPDLH	448.350.000
KLGD TB 20 phiên	1.189.902
Free Float (%)	49
Giá cao nhất 52 tuần	26.884
Giá thấp nhất 52 tuần	15.000
Beta	0,724

	FY2017	**Hiện tại**
EPS	1.339	1.028
Tăng trưởng EPS (%)	17	-14
EPS điều chỉnh	1.339	1.028
P/E	19,7	15,2
P/B	1,76	1,05
EV/EBITDA	7,5	20,0
Tỷ suất cổ tức (%)	4%	6%
ROE (%)	13	7

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)	
Bộ Xây dựng	53.9
Cổ đông khác	46.1
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	24.2

Phạm Anh Thư

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1520

thu.pa@vdsc.com.vn

Lại Đức Dương

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1522

duong.ld@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2018

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY18	Q2-FY18	+/-(qoq)	Q3-FY17	+/-(yoy)
Doanh thu	2.270	2.274	-0,2%	2.517	-10%
Lợi nhuận gộp	513	563	-9%	540	-5%
Chi phí bán hàng và quản lý	-268	-250	+7%	-281	-4%
Thu nhập HĐKD	245	313	-22%	259	-5%
EBITDA	363	447	-19%	354	+2%
EBIT	230	329	-30%	257	-11%
Chi phí tài chính	-60	-50	+21%	-47	+28%
- Chi phí lãi vay	-49	-46	+6%	-41	+19%
Khấu hao	133	117	+13%	97	+38%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	212	303	-30%	264	-19%
Lợi nhuận sau thuế	136	222	-39%	185	-27%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	136	222	-39%	185	-27%

Nguồn: VGC, Rong Viet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2018

Chỉ tiêu	Q3-FY18	Q2-FY18	*+/-(qoq)*	Q3-FY17	*+/-(yoy)*
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	23%	25%	-20 bps	21%	+20 bps
EBITDA/Doanh thu	16%	20%	-40 bps	14%	+20 bps
EBIT/Doanh thu	10%	14%	-40 bps	10%	+0 bps
TS lợi nhuận ròng	6%	10%	-40 bps	7%	-10 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	6%	10%	-40 bps	7%	-10 bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	0,6	0,7	-1 bps	0,7	-1 bps
-Khoản phải thu	1,7	1,7	+0 bps	1,7	+0 bps
-Khoản phải trả	1,6	1,7	-1 bps	2,0	-4 bps
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	34%	35%	-10 bps	37%	-20 bps

Nguồn: Rong Viet Securities

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4/2018

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY18	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	2.458	+8%	-5%
LN gộp	553	+8%	+3%
EBIT	293	-7%	+13%
LNST	219	+31%	+178%

Nguồn: Rong Viet Securities

Cập nhật

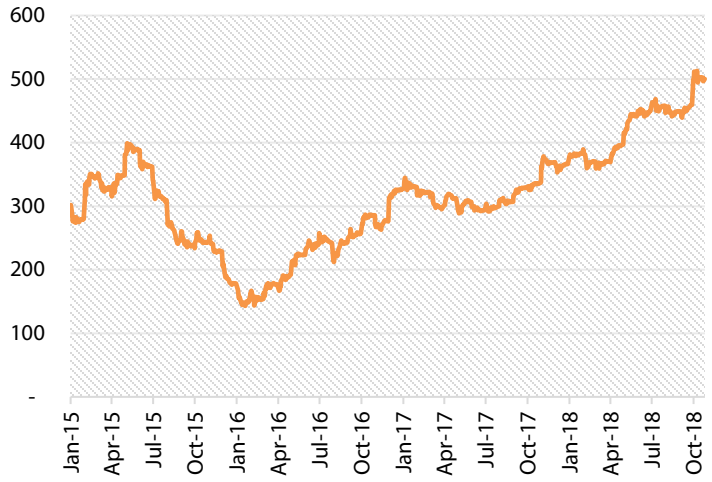
Cạnh tranh gay gắt ăn mòn lợi nhuận mảng vật liệu xây dựng.

Tình trạng dư cung và sự chững lại của thị trường xây dựng đã ảnh hưởng tiêu cực đến ¾ mảng VLXD trong 9T 2018. Cụ thể:

- **Kính xây dựng bị ảnh hưởng mạnh do nguồn cung tăng gần gấp đôi và chi phí đầu vào tăng cao**. Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh về mức 15% trong 9T 2018 sau khi tăng đáng kể lên 30% năm 2017. Nguồn cung kính xây dựng trên thị trường được ghi nhận tăng hơn 1,5x từ đầu năm 2018, chủ yếu do:
  (1) Nhà máy kính Tràng An, công suất 350.000 tấn/ngày, hoạt động trở lại sau khi tạm dừng cho công tác trùng tu năm 2017;
  (2) Khối lượng lớn kính nhập khẩu từ Malaysia với thuế suất ưu đãi 0% và được cho là có lợi thế cạnh tranh về giá.

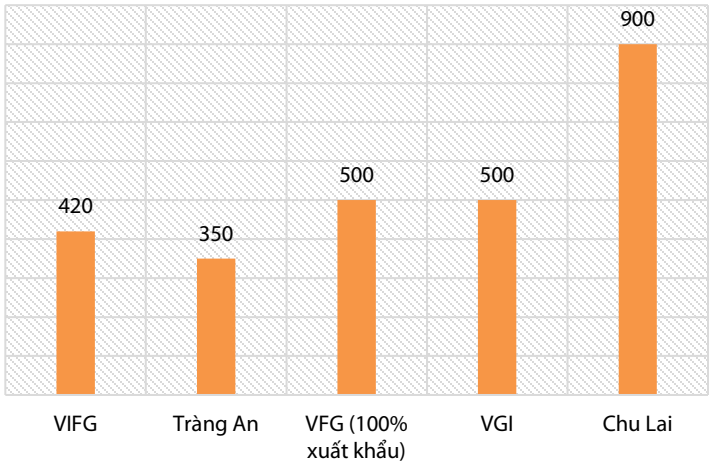
  Hầu hết doanh nghiệp kính trong nước đã phải giảm mức giá bán trung bình. Chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí đầu vào, giá nhiên liệu leo thang làm biên lợi nhuận sụt giảm. Giá khí trung bình 9T 2018 tăng lần lượt 32% và 86% so với giá trung bình năm 2017 và 2016 khi lợi nhuận mảng kính đạt đỉnh điểm. Song, kính low-e chưa cho thấy bước tiến mạnh mẽ ở thời điểm hiện tại. Cùng với giá bán trung bình giảm 6 - 7%, đóng góp lợi nhuận từ mảng kính ở mức khiêm tốn 8%, khoảng 117 tỷ đồng trong 9T.

Hình 1: Giá dầu FO 180 (USD/MT)



Nguồn: Bloomberg

Hình 2: Công suất kính xây dựng trong nước (tấn/ngày)



Nguồn: Rong Viet Securities

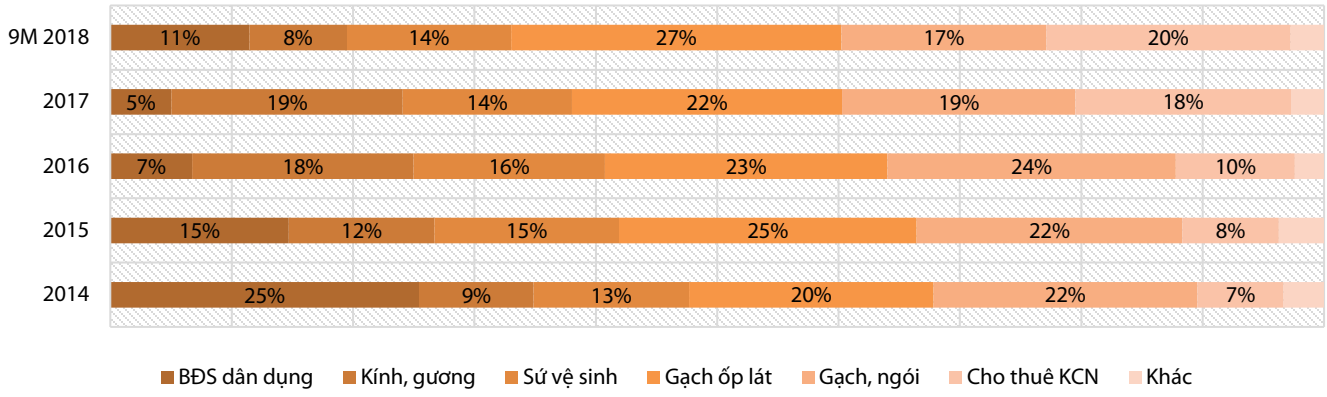
- **Sứ vệ sinh khả quan, mặc dù mức đóng góp không lớn ở thời điểm này.** Mảng sứ vệ sinh chứng minh vị thế nhà sản xuất dẫn đầu trong nước của Viglacera trước độ bao phủ của các thương hiệu nước ngoài như TOTO, Inax. Hai nhà máy, Việt Trì và Thanh Trì, đang hoạt động hết công suất. Mảng sứ vệ sinh duy trì biên lợi nhuận ổn định, dao động từ 28% đến 32% kể từ năm 2015. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp giảm về 24% trong Q3, kéo mức biên gộp trung bình trong 9T toàn mảng còn 28%, tương ứng mức lợi nhuận 196 tỷ đồng.
- **Gạch ốp lát chịu sự cạnh tranh lớn trong nửa đầu năm và cải thiện trong Q3 2018.** Nguồn cung trên thị trường được ghi nhận tăng 40% so với năm 2017. Mảng gạch ốp lát có dấu hiệu cải thiện khi doanh thu Q3 ước tính khoảng 755 tỷ đồng, tương đương 70% kết quả 1H 2018. Biên lợi nhuận Q3 cải thiện, đạt 23%. Sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng trở lại trong Q3 nhờ nỗ lực tiết giảm chi phí sản xuất khoảng 10% ở khâu nhiên liệu. Riêng trong tháng 10, Viglacera Tiên Sơn ghi nhận khoảng 9 tỷ đồng lợi nhuận, bằng 57% kết quả Q3. Chúng tôi nghĩ rằng sản lượng tiêu thụ trong Q4 sẽ khả quan nhờ yếu tố mùa vụ và mức điều chỉnh giá bán hợp lý.
- **Tái cơ cấu mảng gạch ngói, tập trung sản xuất sản phẩm có giá trị cao.** Mảng gạch, ngói đạt 244 tỷ đồng lợi nhuận, tương đương mức biên lợi nhuận gộp 15%, thấp hơn so với biên gộp trung bình 21% trong những năm gần đây. Rồng Việt hiểu rằng doanh nghiệp đang thực hiện tái cơ cấu ở mảng gạch, ngói: giảm dần những sản phẩm gạch nung truyền thống sang gạch không nung và các sản phẩm ngói. Vì vậy, biên lợi nhuận trong thời gian tới có thể giảm so với mức trung bình, còn 15 - 17%.

Bất động sản nhà ở ghi nhận lợi nhuận cao và hoạt động cho thuê khu công nghiệp khả quan.

Lượng vốn FDI dồi dào và sự chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc củng cố hoạt động cho thuê khu công nghiệp. Doanh thu hoạt động cho thuê và quản lý KCN lần lượt đạt 192 và 100 tỷ đồng, tương ứng 44% và 54% so với cả năm 2017. Biên lợi nhuận gộp toàn mảng tăng lên 38% trong 9T 2018 so với 29% năm 2017. Viglacera ghi nhận khoảng 40 ha diện tích cho thuê từ các KCN trong 9T 2018, phần lớn đến từ KCN Yên Phong mở rộng và Đồng Văn IV. Chúng tôi hiểu rằng giá cho thuê có thể tăng nhẹ trong 2018 do nhu cầu khách thuê tăng với ngành nghề đa dạng hơn.

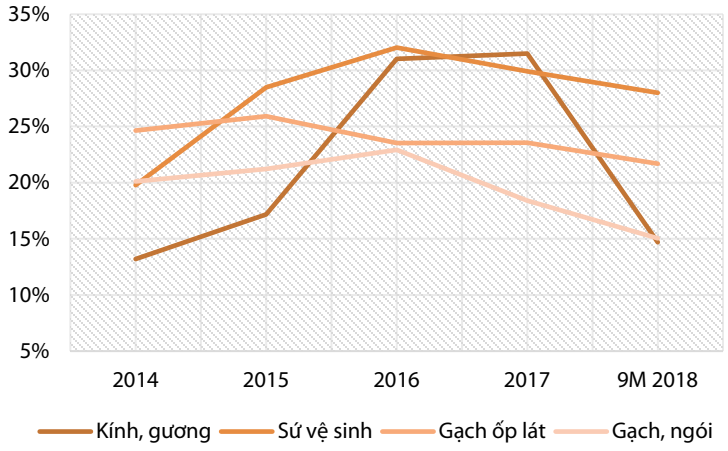
Các dự án bất động sản dân dụng đóng góp mức lợi nhuận cao nhờ ghi nhận các sản phẩm thấp tầng. Doanh thu mảng nhà ở đạt 374 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp tăng vọt lên 44%. Tỷ suất lợi nhuận cao đến từ các dự án: khu biệt thự Hoa Viên, 671 Hoàng Hoa Thám và Xuân Phương. Ngoài ra, các dự án NOXH và nhà ở cho công nhân tại KCN Yên Phong cũng ghi nhận kết quả khả quan ở khâu bán hàng.

Hình 3: Đóng góp lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh (%)



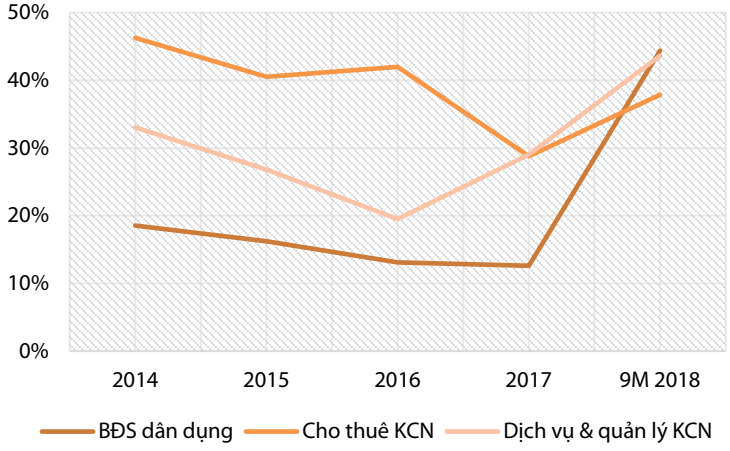
Nguồn: VGC

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp mảng VLXD (%)



Nguồn: VGC

Hình 5: Biên lợi nhuận gộp mảng BĐS và KCN

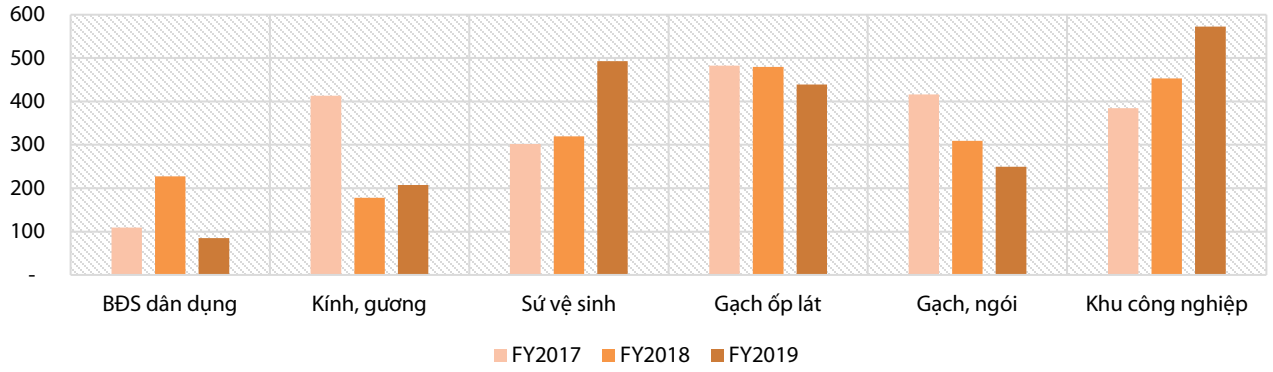


Nguồn: VGC

Chúng tôi nghĩ rằng gạch ốp lát và hoạt động KCN sẽ đóng góp lớn vào lợi nhuận Q4, giúp Viglacera có thể đạt kế hoạch năm. Sự cải thiện hiệu quả sản xuất gạch từ Viglacera Tiên Sơn trong Q3 đang được duy trì ở Q4. Giá dầu giảm 6 – 7% từ đầu Q4 có thể là yếu tố giuspe cải thiện biên lợi nhuận trong kỳ. Bên cạnh đó, hoạt động KCN sẽ ghi nhận diện tích cho thuê lớn vào Q4 tương tự như năm 2017, dựa vào số lượng khách hàng đến thăm KCN tăng mạnh trong 3 tháng gần đây. Chúng tôi ước tính mảng gạch ốp lát và cho thuê KCN lần lượt đóng góp 24% và 23% lợi nhuận gộp năm 2018. Rồng Việt dự phóng doanh thu FY2018 đạt 8.823 tỷ đồng (giảm 4% YoY) và LNST đạt 541 tỷ đồng (giảm 10% YoY). Chúng tôi giả định:

- Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản ở mức 40%, nhờ ghi nhận từ các sản phẩm thấp tầng, bao gồm khu biệt thự Hoa Viên, 671 Hoàng Hoa Thám giai đoạn 3 và phần còn lại khu thấp tầng Xuân Phương. Mảng NOXH với phần lớn từ KCN Yên Phong;
- Cho thuê khoảng 92 ha khu công nghiệp, chủ yếu đến từ KCN Yên Phong, Đồng Văn IV và Phú Hà;
- Biên lợi nhuận gộp các mảng vật liệu xây dựng giảm do ảnh hưởng từ cạnh tranh trên thị trường.

Hình 6: Dự phóng lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh FY2018 - 2019



Nguồn: Rong Viet Securities

Triển vọng năm 2019

Rồng Việt duy trì quan điểm thận trọng đối với mảng vật liệu xây dựng trong năm 2019 dựa vào (1) số lượng dự án bàn giao khiếm tốn và (2) thị trường xây dựng suy giảm trong khi (3) giá nguyên, nhiên liệu đầu vào có thể duy trì xu hướng tăng. Chúng tôi nghĩ rằng:

- **Biên lợi nhuận gộp mảng kính xây dựng duy trì ở mức hiện tại và tiêu thụ kính Low-e tốt hơn.** Chúng tôi nghĩ rằng giá vốn có thể được tiết giảm 3 - 3,5% nếu doanh nghiệp cơ cấu chi phí sản xuất hiệu quả. Một số thay đổi về nhiên liệu sản xuất sẽ được thực hiện vào tháng 12/2018. Rồng Việt nghĩ rằng mức cải thiện trên sẽ phần nào bù đắp cho những ảnh hưởng tiêu cực từ thực trạng dư cung hiện tại. Nhà máy kính siêu trắng Phú Mỹ, công suất 600 tấn/ngày dự kiến đi vào hoạt động từ 2020, có thể được hưởng giá khí đầu vào thấp hơn thị trường. Ngoài ra, kính Low-e kỳ vọng đóng góp nhiều hơn trong 1 - 2 năm tới nhờ vào xu hướng được sử dụng ngày càng phổ biến tại các tòa nhà văn phòng hay căn hộ cao cấp. Một số dự án sử dụng kính Low-e như Vinhomes, Sunshine City và Rivera Park.
- **Nhà máy sứ Mỹ Xuân sản xuất đạt 45% công suất thiết kế trong năm 2019.** Nhà máy có tổng công suất 750.000 sản phẩm/năm (+61% công suất hiện tại). Mỹ Xuân bắt đầu sản xuất thử từ tháng 8/2018 và dự kiến chính thức ra mắt sản phẩm từ đầu năm 2019. Nhà máy dự kiến hòa vốn khi công suất đạt 65 - 70%, tương đương với khoảng 550.000 sản phẩm/năm. Theo doanh nghiệp, khoảng 30% sản phẩm từ nhà máy này dự kiến phục vụ xuất khẩu. VDSC giả định sản lượng sản xuất lần lượt đạt 45% và 65% tổng công suất thiết kế vào cuối năm 2019 và 2020.
- **Gạch ốp lát duy trì mức đóng góp lợi nhuận hiện tại và đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu**. Rồng Việt cho rằng gạch ốp lát tiếp tục đóng góp trung bình 64 - 67% trong cơ cấu lợi nhuận mặc dù thị trường VLXD vẫn còn khó khăn. Chúng tôi nhận thấy gạch có nguồn gốc từ Trung Quốc đang trở nên kém cạnh tranh hơn về giá lẫn chất lượng sản phẩm so với gạch trong nước, đặc biệt ở gạch ceramic và granite thông thường. Tuy nhiên, gạch Trung Quốc cạnh tranh và phổ biến ở phân khúc gạch cao cấp có thiết kế tinh xảo và đòi hỏi sản xuất tinh vi hơn. Trong khi đó, Viglacera Tiên Sơn đã ghi nhận những con số tích cực hơn trong Q3 sau khi thay đổi bộ máy tổ chức và nâng cao hiệu quả sản xuất. Đây là một dấu hiệu tích cực từ nỗ lực tái cơ cấu trong tình hình cạnh tranh cao hiện nay.
- **Sản xuất tập trung ở mảng gạch, ngói và loại bỏ những sản phẩm có giá trị thấp.** Viglacera sẽ thoái 100% vốn tại 6 công ty con mảng gạch đỏ; chỉ giữ lại cổ phần tại Viglacera Hạ Long (HNX: VHL) và Viglacera Đông Anh (UpCom: DAC) vào cuối năm 2018. Qua đó, doanh nghiệp sẽ tập trung vào sản xuất gạch mang giá trị cao và có lợi thế về cùng nguyên liệu như cotto và gạch ngói. Chúng tôi giả định đóng góp từ mảng gạch, ngói sẽ giảm còn 12 - 15% vào năm 2019 sau tái cơ cấu.

Bên cạnh đó, Rồng Việt cũng lưu ý tiềm năng tiêu thụ từ 3 dự án Vincity sắp triển khai của CTCP Vinhomes (HSX: VHM). Tổng thể dự án bao gồm 195 tòa nhà cao tầng với khoảng 132.000 căn hộ. Chúng tôi nghĩ rằng phân khúc định vị của Vincity phù hợp với các dòng sản phẩm

chính của Viglacera như gạch ốp lát trung và cao cấp, sứ vệ sinh và kính xây dựng. Đối với gạch ốp lát, Rồng Việt nghĩ rằng Viglacera có khả năng cung cấp khoảng 20 - 30% nhu cầu dự án. Tuy nhiên, mức sinh lời từ dự án có quy mô như Vincity có thể không cao so với mức trung bình 23% hiện tại của doanh nghiệp. Nguồn thu từ Vincity có thể được ghi nhận từ năm 2020 khi dự án bước vào giai đoạn bàn giao.

Đối với lĩnh vực bất động sản, doanh thu năm 2019 chủ yếu đến từ các dự án NOXH tại KCN Yên Phong, Tiên Sơn; nhà ở cho người có thu nhập thấp Kim Chung (liên doanh giữa VGC và Handico) và một số sản phẩm thấp tầng còn lại. Biên lợi nhuận gộp có thể giảm xuống 23% theo giả định của chúng tôi. Trong khi đó, Rồng Việt nghĩ rằng các KCN của Viglacera sẽ tiếp tục cho thuê khoảng 85 - 95 ha. Động lực cho thuê vẫn đến từ sự mở rộng về diện tích và quy mô của các tập đoàn công nghệ, kéo theo các doanh nghiệp FDI phụ trợ từ Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan. Bên cạnh đó, sự chuyển dịch nhà máy sản xuất từ Trung Quốc có thể mạnh mẽ hơn trong năm 2019 do những diễn biến phức tạp từ chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng xu hướng trên sẽ duy trì trong năm 2019 và 2020. Qua đó, các KCN của Viglacera sẽ tiếp tục hưởng lợi từ làn sóng này.

Rồng Việt không kỳ vọng một kịch bản bi quan hơn hiện tại. Mặt khác, chúng tôi đánh giá cao nỗ lực tái cơ cấu từ Viglacera, bao gồm:

(1) Đầu tư vào sản phẩm giá trị cao và đòi hỏi quá trình sản xuất phức tạp như kính Low-e, kính siêu trắng và sứ vệ sinh;
(2) Hợp tác với đối tác chiến lược nhằm cải tiến công nghệ, nâng cao chất lượng sản phẩm như mảng sứ vệ sinh;
(3) Thoái vốn tại các mảng kinh doanh kém hiệu quả.

Chúng tôi hiểu rằng quá trình tái cơ cấu cần nhiều thời gian để nhà máy mới và những thay đổi cho thấy kết quả. Kế hoạch thoái vốn của Bộ Xây dựng về 0% vào năm 2019 cũng là một động lực thúc đẩy doanh nghiệp triển khai quyết liệt hơn. Hoạt động tái cơ cấu hiện tại có thể là tiền đề cho các nhà đầu tư chiến lược tham gia vào trong thời gian tới.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Tổng các thành phần để định giá cổ phiếu Viglacera. Trong đó, chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV và EV/EBITDA ở mức 6,3x tương ứng đối với mảng bất động sản và vật liệu xây dựng. Qua đó, giá trị hợp lý đối với cổ phiếu Viglacera đạt **21.000 đồng/cổ phiếu**, tương đương với mức **P/E FY2018 12,9x** và **tỷ suất sinh lời 36%** so với giá đóng cửa ngày 13/11/2018.

Bảng 1: Định giá

Vật liệu xây dựng	EV/EBITDA	6.813
Khu công nghiệp	RNAV	2.236
BĐS dân dụng	RNAV	375
Giá trị doanh nghiệp		**9.425**
Tổng KLCP đang lưu hành	triệu CP	448
Giá trị hợp lý		**21.021**
Giá thị trường		15.500
Tỷ suất sinh lời		**36%**

Nguồn: Rong Viet Securities

tỷ đồng

KQ HĐKD	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Doanh thu thuần	8.139	9.197	8.832	8.810
Giá vốn	-6.160	-7.056	-6.829	-6.749
Lãi gộp	**1.979**	**2.141**	**2.003**	**2.062**
Chi phí bán hàng	-561	-562	-585	-576
Chi phí quản lý	-550	-574	-425	-432
Thu nhập từ HĐTC	85	78	81	80
Chi phí tài chính	-96	-125	-121	-114
Lợi nhuận khác	62	110	132	101
Lợi nhuận trước thuế	**769**	**914**	**938**	**996**
Thuế TNDN	-148	-192	-191	-199
Lợi ích cổ đông thiểu số	-107	-122	-206	-178
Lợi nhuận sau thuế	**514**	**600**	**541**	**619**
EBIT	868	1.005	1.017	1.074
EBITDA	1.302	1.459	1.539	1.665

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Tăng trưởng				
Doanh thu	4	13	-4	0
Lợi nhuận HĐKD	15	12	5	8
EBIT	18	16	1	6
Lợi nhuận sau thuế	56	17	-10	14
Tổng tài sản	11	22	4	-2
Vốn chủ sở hữu	32	58	2	3
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	24	23	23	23
EBITDA/ Doanh thu	16	16	17	19
EBIT/ Doanh thu	11	11	12	12
LNST/ Doanh thu	6	7	6	7
ROA	4	4	3	4
ROE	8	7	7	8
Hiệu quả hoạt động				(lần)
Vòng quay kh. phải thu	6,4	7,3	6,7	6,6
Vòng quay HTK	2,2	2,4	2,3	2,2
Vòng quay kh. phải trả	6,0	6,7	6,3	6,1
Khả năng thanh toán				(lần)
Hiện hành	2,5	2,9	2,6	2,4
Nhanh	1,1	1,7	1,4	1,1
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	54	34	30	27
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	28	20	20	19
Vay dài hạn/ Vốn CSH	26	14	10	8

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
Tiền	1.054	2.166	1.356	961
Đầu tư tài chính ngắn hạn	10	246	378	215
Các khoản phải thu	1.233	1.289	1.357	1.308
Tồn kho	2.949	2.896	3.043	2.992
Tài sản ngắn hạn khác	146	183	153	161
Tài sản cố định hữu hình	6.874	8.042	9.036	9.285
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	315	734	770	809
Tài sản dài hạn khác	511	480	518	503
TỔNG TÀI SẢN	**13.093**	**16.034**	**16.612**	**16.233**
Khoản phải trả ngắn hạn	1.045	1.072	1.110	1.089
Vay và nợ ngắn hạn	1.122	1.266	1.272	1.220
Vay và nợ dài hạn	1.024	877	616	549
Khoản phải trả dài hạn	5.425	5.884	6.729	6.460
Quỹ khen thưởng. phúc lợi	34	101	81	104
Quỹ khoa học công nghệ	76	116	81	84
TỔNG NỢ	**8.725**	**9.315**	**9.889**	**9.506**
Vốn đầu tư của CSH	3.070	4.484	4.484	4.484
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	741	765	830	950
Khoản thu nhập khác	50	794	799	804
Quỹ đầu tư phát triển	91	195	245	292
TỔNG VỐN	**3.953**	**6.238**	**6.358**	**6.530**
Lợi ích cổ đông thiểu số	**414**	**482**	**688**	**866**

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ (*)	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
EPS (đồng/cp)	1.673	1.339	1.207	1.381
P/E (x)	9,1	19,7	12,9	11,3
BV (đồng/cp)	12.875	13.913	14.180	14.564
P/B (x)	1,2	1,9	1,1	1,1
DPS (đồng/cp)	950	950	950	950
Tỷ suất cổ tức (%)	6%	4%	6%	6%

Mô hình định giá	*Giá*	*Tỷ trọng*	*Bình quân*
Tổng các thành phần (SoTP)	21.021	100%	21.021
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**21.021**

Lịch sử định giá	*Giá mục tiêu*	*Khuyến nghị*	*Thời gian*
05/12/2017	30.000	Mua	Dài hạn
12/11/2018	21.021	Mua	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Bernard Lapointe
Head of Research
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006 (1525)

Nguyễn Thị Phương Lam
Senior Strategist
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)
- Ngân hàng
- Thị trường

Nguyễn Đức Hiếu
Senior Analyst
hieu.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1514)
- Thị trường
- Dược phẩm
- Dịch vụ hàng không

Lại Đức Dương
Senior Analyst
duong.ld@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)
- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Analyst
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)
- Dầu khí
- Phân bón

Phan Nguyễn Thanh Sơn
Analyst
son.pnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1519)
- Tiện ích công cộng
- Cao su tự nhiên

Vũ Anh Tú
Analyst
tu.va@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1511)
- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn
Analyst
son.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1527)
- Thị trường
- Bán lẻ
- Công nghệ

Đỗ Thanh Tùng
Analyst
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

Phạm Anh Thư
Analyst
thu.pa@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1520)
- Bất động sản khu công nghiệp
- Hạ tầng & BOT

Đặng Thị Phương Thảo
Analyst
thao.dtp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1529)
- Thực phẩm & Đồ uống
- Dệt may

Phạm Thị Tố Tâm
Analyst
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Bảo hiểm
- Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh
Analyst
anh2.ntt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
- Ngân hàng

Nguyễn Thị Khánh Vy
Analyst
vy.ntk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1528)
- Ô tô & Phụ tùng

Lê Xuân Trình
Analyst
trinh.lx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)
- Công nghiệp
- Nông dược

Bùi Ngọc Hưng Thịnh
Analyst
thinh.bnh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1315)
- Thị trường
- Thép

Trần Minh Anh
Analyst
anh.tm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1293)
- Vật liệu xây dựng
- Xây dựng

Nguyễn Tiến Hoàng
Analyst
hoang.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1538)
- Kinh tế vĩ mô

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant
vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1517)

HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH
Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh
T +84 28 6299 2006
F +84 28 6299 7986
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
T +84 24 6288 2006
F +84 24 6288 2008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG
50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
T +84 258 3820 006
F +84 258 3820 008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ
T +84 292 381 7578
F +84 292 381 8387
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2018.**