

# Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

## VGC - TCT Viglacera - CTCP

07/06/2018

# BSC

## THOẢI VỐN

### Khuyến nghị: **NĂM GIỮ**

Nguyễn Thị Kiều Hạnh

[hanhntk@bsc.com.vn](mailto:hanhntk@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	26,000
Giá đóng cửa	24,800
Upside	4.8%

### Nguyễn Tuấn Anh **THEO DÕI**

[anhnt@bsc.com.vn](mailto:anhnt@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	N/A
Giá cut loss	N/A

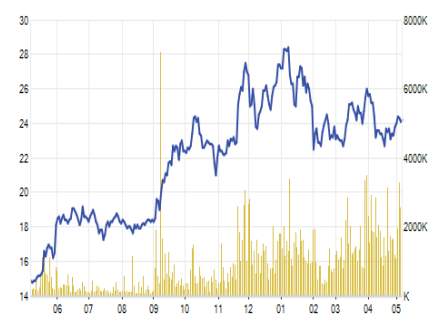
### Dữ liệu thị trường

Số lượng CP (nghìn CP)	448,350
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,805
Giá cao nhất 52 tuần	29,400
KLGD TB 10ng (nghìn CP)	1,931
Sở hữu NĐTNN	17.53%

### Cổ đông lớn (12/04/2018)

Bộ Xây Dựng	53.97%
Nhóm Dragon Capital	11.99%

### Diễn biến giá (1 năm)



### Tổng quan công ty

VGC là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất vật liệu xây dựng với các sản phẩm gạch ốp lát, gạch ngói, kính xây dựng và sứ vệ sinh đóng góp tới 75% doanh thu. Bên cạnh đó, VGC còn sở hữu quỹ đất khu công nghiệp 3.850 ha, tập trung chủ yếu ở các tỉnh phía Bắc, được lựa chọn bởi nhiều doanh nghiệp FDI cùng nhiều dự án bất động sản dân cư.

### Các báo cáo khác

[Link](#)

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VGC với giá mục tiêu là 26,000 đồng (+4.8% so với giá đóng cửa ngày 06/06/2018) dựa trên kết quả định giá từng phần cho 2 mảng hoạt động chính là vật liệu xây dựng (phương pháp P/E với P/E mục tiêu là 17x) và bất động sản (phương pháp P/B với P/B mục tiêu là 1.01x).

### Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự báo doanh thu thuần năm 2018 của VGC là 9,415 tỷ đồng (+2.4% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 641.1 tỷ (+6.8% YoY), tương đương với EPS = 1,275 đồng/CP (giá định trích quỹ KTPL 9%), P/E fw = 19.5x.

### Điểm nhấn đầu tư (Xem thêm trang sau)

- (1) Hạ tầng khu công nghiệp là điểm nhấn tăng trưởng.
- (2) Sản phẩm sứ vệ sinh cao cấp giúp cải thiện biên lợi nhuận.
- (3) Mảng kính khả quan trong dài hạn.

### Catalyst

• Thoái vốn nhà nước về 36% (tương đương với 80,579,262 CP) trong tháng 6/2018, theo phương thức khớp lệnh trên sàn, giá tối thiểu 26,100 đồng/CP.

### Rủi ro đầu tư

- Rủi ro cạnh tranh: Các mảng vật liệu xây dựng của Viglacera như gạch ốp, kính xây dựng... hiện đang gặp phải cạnh tranh rất lớn do tình trạng dư cung của ngành.
- Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu: giá dầu và giá khí nhiên liệu đầu vào cho các nhà máy sản xuất kính, gạch và sứ vệ sinh của Viglacera đang trong xu hướng gia tăng khi giá dầu thô phục hồi.

### Cập nhật doanh nghiệp

• **Kế hoạch kinh doanh năm 2018:** Doanh thu hợp nhất 9,100 tỷ đồng (tương đương 99% TH2017), LNTT 950 tỷ đồng (+4% YoY) nhờ tăng tỷ trọng của những mảng hoạt động có biên lợi nhuận tốt: hạ tầng KCN, sứ vệ sinh.

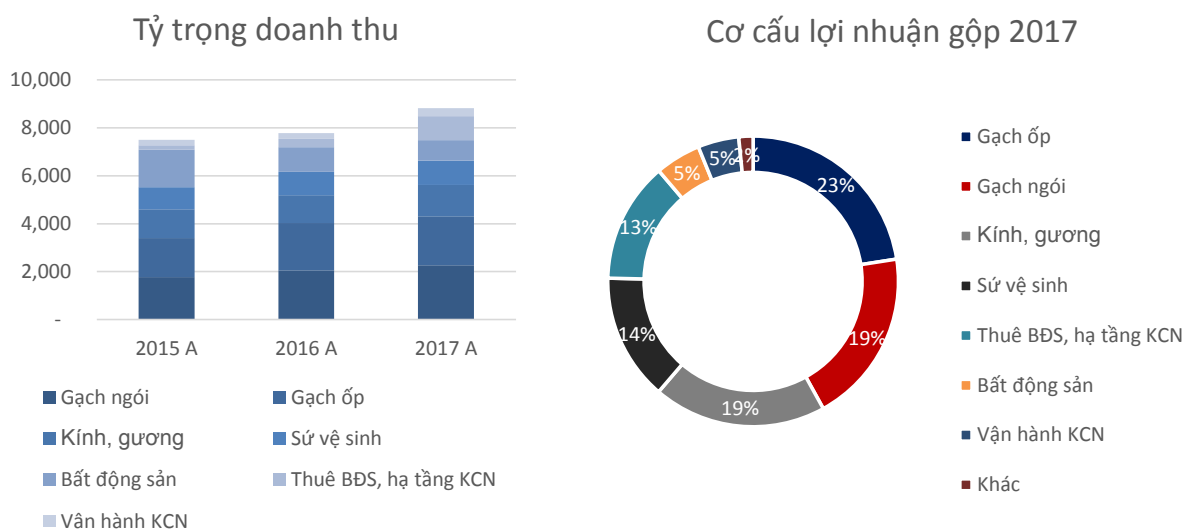
• **Kết quả kinh doanh quý 1/2018:** Doanh thu thuần hợp nhất 1,637 tỷ (-19.3% YoY), lợi nhuận trước thuế hợp nhất 140.3 tỷ (-42.3% YoY), tương ứng hoàn thiện 18% và 14.8% kế hoạch năm.

• **Cơ cấu lại hoạt động của một số mảng VLXD:** chuyển đổi dần sang sản phẩm ngói tại nhà máy Tiêu Giao và Hoàn Bò (VIT), thoái vốn tại một số đơn vị sản xuất gạch xây như CTCP Bá Hiến, Từ Liêm, Hạ Long 1. Chúng tôi đánh giá việc thoái vốn này sẽ không ảnh hưởng nhiều đến doanh thu và lợi nhuận của VGC do đóng góp của những công ty này không lớn và VGC đã trích lập đối với một số khoản đầu tư như tại Từ Liêm, Bá Hiến.

• **Kế hoạch đầu tư năm 2018:** Vốn đầu tư tại công ty mẹ theo kế hoạch là 2,000 tỷ đồng (+28% YoY), trong đó 38% cho lĩnh vực bất động sản; 31% tập trung phát triển các KCN đang triển khai và chuẩn bị đầu tư để mở rộng tại KCN Yên Phong và Đồng Văn; lĩnh vực VLXD tập trung đầu tư các DA Sứ Mỹ Xuân, kính siêu trắng Phú Mỹ, kính cán siêu trắng Yên Phong...; đầu tư nhà máy VLXD, KCN và khách sạn tại Cuba.

### Cập nhật Tổng quan doanh nghiệp

Viglacera hoạt động trong hai mảng: Vật liệu xây dựng (gạch ốp, gạch ngói, kính, sứ vệ sinh) và Bất động sản (hạ tầng khu công nghiệp, bất động sản dân cư) với tỷ trọng đóng góp doanh thu năm 2017 lần lượt là 74% và 26%.



(Nguồn: BCTCHN 2017)

Mảng hoạt động	Công suất thiết kế	Năng lực SX so với ngành	Thị phần	Đối thủ cạnh tranh
Gạch ngói đất sét nung (tỷ viên QTC/năm)	1.4	3%	45%	Gốm Mỹ Xuân, Mikado, Đồng Tâm...
Gạch ốp lát (triệu m2 QTC/năm)	22.5	3.30%	Ceramic: 3% Granite: 11%	Prime, Vitto, CMC, nhập khẩu
Kính (triệu m2 QTC/năm)(*)	28.8	12.70%	N/A	Kính Chu Lai, Tràng An,... nhập khẩu
Sứ vệ sinh, sen vòi (nghìn SP/năm)	1225 SP sứ VS 750 SP sen vòi	7.7% (sứ VS)	12%	Inax, Casear, Toto
Bất động sản	N/A	N/A	N/A	N/A
Khu công nghiệp (ha)	3133	3.60%	N/A	N/A

(\*) Không bao gồm sản lượng của Công ty Kính nổi Việt Nam (VFG- Công ty liên kết)

(Nguồn: Viglacera, BSC Research)

**Điểm nhấn 1: Hạ tầng khu công nghiệp là điểm nhấn tăng trưởng trong thời gian tới**

**Viglacera hiện sở hữu 10 KCN với tổng diện tích kinh doanh là 2,286 ha (tương đương 3.6% diện tích KCN cả nước).** Các KCN của Viglacera có lợi thế trong thu hút các doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực công nghệ, điện tử đến từ các quốc gia Đông Bắc Á như Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan...nhờ (1) vị trí thuận lợi; (2) giá thuê cạnh tranh; (3) bộ phận dịch vụ một cửa miễn phí; (4) hồ đào tạo nghề cho công nhân làm việc trong KCN (Trường Cao đẳng nghề Viglacera).

**Tỷ lệ lấp đầy tại các KCN của Viglacera tính đến hết năm 2017 đạt 21%, còn nhiều dư địa cho tăng trưởng** do một số KCN mới đi vào giai đoạn đầu triển khai như KCN Phú Hà (từ 2015), Tiền Hải, Đồng Văn IV, Yên Phong MR (từ 2016), Yên Mỹ (từ 2017). Các KCN của Viglacera được đầu tư theo hình thức cuốn chiếu, công ty luôn đầu tư dự phòng sẵn quỹ đất sạch để có thể đáp ứng kịp thời nhu cầu của các nhà đầu tư. Tại các KCN mới đầu tư, diện tích đất đủ cơ sở hạ tầng sẵn sàng cho thuê tương đối lớn như KCN Phú Hà (khu phía Nam): 90ha; KCN Yên Phong: 100ha; KCN Đồng Văn IV: 90ha.

**Quỹ đất phát triển khu công nghiệp liên tục được mở rộng.** Với vị trí thuận lợi, KCN Yên Phong và Đồng Văn IV tiếp tục được Viglacera lựa chọn để đầu tư các giai đoạn mở rộng với diện tích lần lượt là 220 ha và 300 ha, nhằm đón đầu dòng vốn đầu tư nước ngoài trong thời gian tới.

**Diện tích cho thuê được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ nguồn vốn FDI mạnh đến từ các nước châu Á như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc – những đối tác truyền thống của Viglacera.** Xu hướng dòng vốn từ các quốc gia này tiếp tục chảy vào Việt Nam nhờ (1) môi trường kinh doanh và cơ chế thu hút đầu tư của Việt Nam được cải thiện đáng kể; (2) nguồn nhân lực giá rẻ, trình độ không ngừng được nâng cao; (3) đẩy mạnh hợp tác sâu rộng thông qua những cam kết thương mại và những buổi xúc tiến đầu tư, tiếp xúc doanh nghiệp song phương. Với thành công trong thu hút các doanh nghiệp lớn như Samsung, Anam Electronics, Cannon,...các KCN của Viglacera được dự báo sẽ thu hút được các doanh nghiệp sản xuất linh kiện phụ trợ đến thuê trong thời gian tới.

**Năm 2018, VGC xây dựng kế hoạch cho thuê 120 ha KCN (+22.3% YoY),** tập trung tại các KCN Yên Phong, Đồng Văn 4, Phú Hà, Đồng Mai. Chúng tôi ước tính giá thuê bình quân có thể tăng 10% YoY nhờ diện tích thuê mới dự kiến tập trung tại các KCN có giá thuê tốt như Yên Phong, Đồng Văn IV.

**Tính từ đầu năm đến nay, VGC đã cho thuê được 40 ha diện tích khu công nghiệp, hoàn thành 30% chỉ tiêu kế hoạch năm.** Tỷ lệ thực hiện trong nửa đầu năm tương đối thấp do ảnh hưởng của các kỳ nghỉ lễ dài. KCN Đồng Văn IV dẫn đầu trong số các KCN của Viglacera khi thu hút được CTCP Masan Nutri-Science với dự án Tổ hợp chế biến thịt trên diện tích 10ha. Hiện tại, công ty đang liên tục tiếp xúc với các nhà đầu tư trong và ngoài nước, đặc biệt là các doanh nghiệp Hàn Quốc với diện tích cho thuê dự kiến có thể tăng thêm khoảng 40 ha trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi đánh giá kế hoạch Viglacera đặt ra là hoàn toàn khả thi.

## **Điểm nhấn 2: Sản phẩm sứ vệ sinh cao cấp giúp cải thiện biên lợi nhuận**

**Thị phần các sản phẩm sứ vệ sinh và sen vòi nội địa khoảng 12%, xuất khẩu được đẩy mạnh.** Doanh thu năm 2017 đạt 1,009 tỷ đồng (+3.2% YoY), doanh thu xuất khẩu khoảng 10 triệu USD (chiếm 20% doanh thu mảng sứ, tăng trưởng gấp đôi so với 2015). Năm 2017, Sứ Viglacera Việt Trì- một đơn vị thành viên của VGC đã thực hiện những hợp đồng gia công đầu tiên cho Caroma (thương hiệu sứ vệ sinh hàng đầu đến từ Úc), khẳng định năng lực sản xuất của công ty tại các dòng sản phẩm cao cấp.

**Gia tăng công suất, mục tiêu chiếm 15% thị phần sứ vệ sinh cả nước, hướng tới phân khúc sản phẩm cao cấp.** Chiến lược chuyển hướng phân khúc sản phẩm của Viglacera phù hợp với những thay đổi trong xu hướng tiêu dùng khi ngày càng chú trọng hơn đến thiết kế và mẫu mã sản phẩm; khả năng chấp nhận giá cao hơn. Hai dự án đang được công ty triển khai đều nhằm thực hiện chiến lược này, bao gồm (1) Nhà máy Sứ Mỹ Xuân, công suất 750,000 sản phẩm/năm, dự kiến đi vào hoạt động trong quý 3/2018, (2) Nhà máy sản xuất sứ vệ sinh cao cấp công suất 1,000,000 sản phẩm/năm tại KCN Phú Hà đang được nghiên cứu đầu tư. Bên cạnh đó, VGC sẽ triển khai đầu tư dây chuyền sản xuất bồn tắm để nâng cao tính đồng bộ với các SP sứ vệ sinh – sen vòi. Giá bán các dòng sản phẩm cao cấp ứng dụng công nghệ Nano nung hiện Viglacera đang sản xuất có giá cao hơn 2-2.5 lần các sản phẩm phổ thông, do đó nâng cao tỷ trọng các dòng sản phẩm này sẽ giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận của mảng sứ.

## **Điểm nhấn 3: Mảng kính khả quan trong dài hạn**

**Giá bán kính bình quân dự báo giảm so với 2017.** Trong năm 2018, giá bán kính dự báo sẽ giảm do (1) nguồn cung trong nước tăng 25% từ nhà máy Indevco- Ninh Bình (công suất 1,200 tấn/ngày đi vào hoạt động từ tháng 11/2017, sản phẩm chủ yếu là kính 3-5 mm với nhu cầu cao); (2) cạnh tranh từ kính nhập khẩu từ các nước trong khối ASEAN, Trung Quốc, đặc biệt là kính nhập khẩu từ Malaysia khi công suất ngành kính của nước này tăng vọt sau khi có thêm 2 nhà máy công suất 1,000 tấn/ngày đi vào hoạt động trong năm 2017. Lưu ý năm 2017, giá bán kính bình quân của VGC đã tăng khoảng 7% YoY do nhà máy kính nổi Việt Nam (VFG) tạm ngừng hoạt động để bảo dưỡng 6 tháng làm thiếu hụt nguồn cung (công suất của VFG chiếm 21% công suất toàn ngành).

**Triển vọng từ những dự án đầu tư mới mảng kính.** Chiến lược của Viglacera trong thời gian tới là sẽ tập trung đầu tư các sản phẩm kính siêu trắng, phục vụ nhu cầu sản xuất tấm pin năng lượng mặt trời (NLMT), thay vì tập trung sản xuất kính xây dựng hiện đang gặp cạnh tranh cao. Chúng tôi đánh giá đầu ra của các dự án này là khả quan dựa trên nhu cầu sản xuất tấm pin NLMT, phục vụ cho các dự án nội địa được đẩy nhanh trong thời gian tới và xuất khẩu.

### **Điểm nhấn 3: Mạng kính khả quan trong dài hạn (tiếp theo)**

**Cụ thể, công ty hiện đang triển khai hai dự án mạng kính:**

**(1) Dự án kính nổi siêu trắng công suất 600 tấn/ngày tại KCN Phú Mỹ.** Dự án do Viglacera góp vốn (35%) cùng với Idico (30%) và Tập đoàn Khải Thịnh – Trung Quốc (35%), dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2019. Sản phẩm đầu ra là kính nổi siêu trắng, kính xây dựng chất lượng cao, độ dày từ 2-19mm, phù hợp yêu cầu thị trường nội địa và xuất khẩu để sản xuất pin năng lượng mặt trời, được Tập đoàn Khải Thịnh cam kết tiêu thụ.

**(2) Dự án kính cán siêu trắng Yên Phong, công suất 650 tấn/ngày (tương đương 41 triệu m<sup>2</sup> QTC) tại Bắc Ninh,** dự kiến khởi công vào quý III/2018 và đưa vào vận hành năm 2020. Sản phẩm của nhà máy được ứng dụng trong sản xuất modul quang điện của tấm pin NLMT, ước tính 1m<sup>2</sup> modul quang điện có thể tạo ra công suất 150W sẽ cần khoảng 1.5-2m<sup>2</sup> QTC kính cán siêu trắng. Tính riêng các nhà máy sản xuất tấm pin NLMT tại Bắc Giang (chủ yếu là các NĐT Trung Quốc) với tổng công suất 5,200 MW/năm, nhu cầu đối với sản phẩm kính cán siêu trắng ước khoảng 50-70 triệu m<sup>2</sup>, gấp rưỡi công suất của dự án. Với đặc thù của phiê kính sản xuất tấm pin NLMT có thời hạn sử dụng ngắn, chi phí vận chuyển lớn; chúng tôi đánh giá dự án kính siêu trắng Yên Phong sẽ có được lợi thế lớn trong cung cấp phiê kính nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy tấm pin NLMT ở Bắc Giang, đặc biệt là khi có được sự hỗ trợ Khải Thịnh cũng đến từ Trung Quốc.

### **Rủi ro đầu tư**

• **Rủi ro cạnh tranh:** Các mảng vật liệu xây dựng của Viglacera như gạch ốp, kính xây dựng... hiện đang gặp phải cạnh tranh lớn do tình trạng dư cung của ngành. Đối với mảng gạch ốp lát, năng lực sản xuất toàn ngành cuối năm 2017 là 550 triệu m<sup>2</sup> và nếu tính tổng công suất của tất cả các dự án đang đầu tư thì công suất toàn ngành ước đạt 700 triệu m<sup>2</sup> (+45.8% so với công suất cuối 2016) trong khi nhu cầu được dự báo chỉ tăng trưởng nhẹ sẽ đẩy giá bán giảm đáng kể. Đối với mảng kính, áp lực cạnh tranh lớn đến từ nhà máy Indevco Ninh Bình và kính nhập khẩu (chủ yếu từ Malaysia).

• **Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu:** Giá dầu và giá khí nhiên liệu đầu vào cho các nhà máy sản xuất kính, gạch và sứ vệ sinh của Viglacera đang trong xu hướng gia tăng khi giá dầu thô phục hồi (+15% YTD) sẽ khiến chi phí giá vốn của các doanh nghiệp tăng mạnh, kéo giảm biên lợi nhuận.

## Dự báo kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự phóng doanh thu của VGC trong năm 2018 là 9,415 tỷ (+2.4% YoY) với động lực chính đến từ mảng cho thuê hạ tầng, KCN (+46.2% YoY), sứ vệ sinh (+26.1% YoY); trong khi suy giảm ở mảng gạch ngói (-11% YoY) và bất động sản (-14.5% YoY)

Biên lợi nhuận của các mảng sản xuất vật liệu xây dựng bị thu hẹp do (1) cạnh tranh cao khiến công ty phải giảm giá bán; (2) giá nhiên liệu đầu vào: dầu FO, khí tăng theo đà phục hồi của giá dầu.

Lợi nhuận sau thuế dự báo đạt 641.1 tỷ đồng (+6.8% YoY), tương đương với EPS = 1,275 đồng/CP, tương đương với P/E fw=19.5x, P/B fw = 1.7x (giả định trích quỹ KTPL 9%)

Mảng hoạt động	Doanh thu 2018F (tỷ)	% YoY	Biên LNG 2018F	Biên LNG 2017A
Gạch ốp lát	2,054	0%	21.6%	23.6%
Gạch ngói	2,011	-11%	18.0%	18.4%
Kính gương	1,223	-7%	26.8%	31.5%
Sứ vệ sinh	1,272	26%	31.9%	29.9%
Thuê hạ tầng KCN	1,458	46%	28.0%	28.8%
Bất động sản	739	-15%	12.3%	12.6%
<b>Hợp nhất</b>	<b>9,416</b>	<b>2%</b>	<b>23.0%</b>	<b>23.3%</b>

(Nguồn: BSC Research)

## Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần cho cổ phiếu VGC do công ty hoạt động trên hai lĩnh vực chủ yếu là vật liệu xây dựng và bất động sản- khu công nghiệp. Cụ thể:

**Đối với mảng vật liệu xây dựng**, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E. Với ước tính EPS 2018 mảng VLXD là 871 đồng/CP và P/E mục tiêu là 17x (tính dựa trên tỷ trọng các mảng vật liệu, sử dụng mức P/E trung vị ngành của khu vực), giá trị vốn chủ sở hữu ước tính là **14,812** đồng/CP.

**Đối với mảng bất động sản- khu công nghiệp**, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dựa trên giá trị sổ sách, với P/B = 1.01x và BV 2018 = 11,052, giá trị vốn CSH ước tính đạt **11,163** đồng/CP.

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị vốn CSH (đồng/CP)
Mảng VLXD	P/E	14,812
Mảng BĐS- KCN	P/B	11,163
<b>Giá trị cổ phần (đồng/CP)</b>		<b>25,975</b>
<b>Upside</b>		<b>6.10%</b>

(Nguồn: BSC Research)

**VGC - TCT Viglacera - CTCP**  
**Phân tích tài chính**  
**07/06/2018**

**BSC**

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,029</b>	<b>2,261</b>	<b>2,517</b>	<b>2,263</b>	<b>1,830</b>
<b>LN gộp</b>	<b>505</b>	<b>546</b>	<b>540</b>	<b>503</b>	<b>374</b>
DT tài chính	23	6	22	23	23
CP tài chính	(41)	(40)	(47)	(36)	(57)
Lãi vay	(36)	(34)	(42)	(40)	(43)
CP bán hàng	(120)	(129)	(158)	(165)	(104)
CP QLDN	(128)	(110)	(123)	(226)	(104)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>239</b>	<b>283</b>	<b>233</b>	<b>147</b>	<b>146</b>
TNhap khác (ròng)	4	(16)	30	(11)	1
<b>LN trước thuế</b>	<b>243</b>	<b>267</b>	<b>264</b>	<b>135</b>	<b>147</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>199</b>	<b>213</b>	<b>232</b>	<b>112</b>	<b>119</b>
LN CĐ thiếu số	22	37	47	14	16
LN Cty mẹ	177	175	185	99	103
EPS					
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>5,374</b>	<b>7,452</b>	<b>7,138</b>	<b>6,906</b>	<b>6,882</b>
Tiền và TĐ Tiền	869	2,982	2,579	2,398	1,836
Phải thu ngắn hạn	1,425	1,525	1,595	1,370	1,410
Tồn kho	2,905	2,749	2,755	2,936	3,123
TS ngắn hạn khác	165	187	194	187	222
<b>TS dài hạn</b>	<b>7,781</b>	<b>8,086</b>	<b>8,484</b>	<b>8,970</b>	<b>9,394</b>
Phải thu dài hạn	212	204	202	194	192
TSCĐ	3,461	3,093	3,361	3,734	3,650
TSCĐ hữu hình	2,921	2,918	3,171	3,455	3,369
TS thuê tài chính	51	75	91	123	122
TSCĐ vô hình	489	100	98	156	159
TS dở dang dài hạn	1,380	2,081	2,047	1,898	1,642
TS dài hạn khác	293	285	281	285	268
<b>Tổng TS</b>	<b>13,155</b>	<b>15,538</b>	<b>15,622</b>	<b>15,876</b>	<b>16,276</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>8,549</b>	<b>8,900</b>	<b>9,217</b>	<b>9,082</b>	<b>9,407</b>
Nợ ngắn hạn	4,345	4,622	4,767	4,945	4,366
Vay ngắn hạn	1,261	1,344	1,328	1,259	1,479
Nợ dài hạn	4,205	4,279	4,450	4,137	5,042
Vay dài hạn	988	1,004	1,025	875	881
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,606</b>	<b>6,638</b>	<b>6,405</b>	<b>6,794</b>	<b>6,868</b>
Vốn góp	3,070	4,270	4,270	4,484	4,484
LN chưa phân phối	901	941	721	781	867
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13,155</b>	<b>15,538</b>	<b>15,622</b>	<b>15,876</b>	<b>16,276</b>
% yoy DTT	5%	23%	34%	-5%	-10%
Biên ln gộp	24.9%	24.2%	21.4%	22.2%	20.5%
Lãi vay/ DTT	1.8%	1.5%	1.6%	1.8%	2.3%
CP bán hàng / DTT	5.9%	5.7%	6.3%	7.3%	5.7%
CP QLDN/DTT	6.3%	4.9%	4.9%	10.0%	5.7%
Biên ln thuần	9.8%	9.4%	9.2%	5.0%	6.5%

(Nguồn: Fiin Pro, BSC Research)

- DTT -10% YoY chủ yếu do doanh thu từ mảng VLXD -14% YoY do ảnh hưởng của thị trường xây dựng trong quý đầu năm, giá các mặt hàng VLXD (kính, gạch ốp)...giảm so với cùng kỳ.  
 - Chi phí tài chính + 39% YoY, trong đó CP lãi vay +20% YoY, chủ yếu do nợ vay ngắn hạn +17% YoY; tăng chiết khấu thanh toán và lãi bán hàng trả chậm tăng 9.66 tỷ.

- LNTT -40% YoY, hoàn thành 15.5% kế hoạch năm – thấp hơn so với tỷ trọng đóng góp LNTT của Q1 trong 3 năm gần nhất.

- Công ty có khoản phải thu ngắn hạn lớn, chủ yếu đến từ phải thu khách hàng thuê KCN, thuê mua BĐS (khoảng 55% phải thu khách hàng)  
 - Hàng tồn kho +8% YoY chủ yếu do tồn kho nguyên liệu và sản phẩm dở dang tăng lên, tồn kho thành phẩm – 12.8% YoY.

- Tỷ trọng TSDH duy trì khoảng 58% tổng TS, tập trung ở TSCĐHH và tài sản đầu tư (quyền sử dụng đất và BĐS, cơ sở hạ tầng KCN).  
 - Xây dựng cơ bản dở dang +12.4% YTD, chủ yếu do khoản đầu tư thêm tại NM Sứ Mỹ Xuân, KCN Yên Phong, Đông Mai và các dự án nhà ở dành cho CBNV tại một số KCN.

- Vay ngắn hạn + 17% YoY, vay dài hạn giảm nhẹ so với đầu kỳ. Lưu ý: trong năm 2017, VGC phát sinh khoản trái phiếu thường khoảng 120 tỷ tại công ty con là Viglacera Tiên Sơn, phục vụ cho đầu tư cải tạo NM Mỹ Đức.  
 - Do trước năm 2016, công ty ghi nhận doanh thu từ cho thuê hạ tầng KCN theo phương pháp phân bổ trong suốt thời hạn thuê, hình thành 2,887 tỷ doanh thu chưa thực hiện trong nợ DH.

- Biên LNG giảm nhẹ so với cùng kỳ cũng như mức 23.8% của năm 2017 do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng. Bên cạnh đó, chi phí GPMB tại các KCN mới triển khai trong giai đoạn gần đây (Yên Phong MR, Đồng Văn 4) cũng cao hơn so với các KCN đã đầu tư trong giai đoạn trước khiến cho biên LNG của mảng hạ tầng dịch vụ KCN giảm.

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

**1. Khả năng thanh toán Q1 2017 Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018**

Hsố TT ngắn hạn	1.24	1.61	1.50	1.40	<b>1.58</b>
Hsố TT nhanh	0.53	0.98	0.88	0.76	<b>0.81</b>

- KNTT ngắn hạn duy trì ở mức an toàn. KNTT nhanh tăng nhẹ trong Q1/2018.

**2. Cơ cấu vốn**

TSNH/ TTS	0.41	0.48	0.46	0.43	0.42
TSDH/ TTS	0.59	0.52	0.54	0.57	0.58
Hsố Nợ/ TTS	0.65	<b>0.57</b>	<b>0.59</b>	<b>0.57</b>	<b>0.58</b>
Hsố Nợ/ VCSH	1.86	1.34	1.44	1.34	1.37
Nợ ngắn hạn / TTS	0.33	0.30	0.31	0.31	<b>0.27</b>
Nợ DH / TTS	0.32	0.28	0.28	0.26	<b>0.31</b>

- Tỷ lệ Nợ được duy trì ổn định 57-58%, thấp hơn nhiều so với mức 65% trong Q1/2017 (trước khi phát hành tăng vốn điều lệ 1,200 tỷ).  
 - Nợ phải trả có sự dịch chuyển từ nguồn ngắn hạn sang dài hạn, phục vụ cho nhu cầu đầu tư các dự án nhà máy mở rộng công suất (Sứ Mỹ Xuân, Gạch Mỹ Đức...)

**3. Năng lực hoạt động**

Vquay hàng tồn kho	<b>2.1</b>	2.2	2.4	2.4	<b>2.4</b>
Vquay phải thu	<b>8.8</b>	9.3	9.9	10.7	<b>10.1</b>
Vquay phải trả	<b>6.0</b>	6.2	6.5	6.4	<b>7.4</b>
Số ngày HTK	170.8	167.3	154.7	152.8	155.1
Số ngày phải thu	41.4	39.4	36.8	34.1	36.3
Số ngày phải trả	60.3	58.7	56.1	57.1	49.3
CCC	<b>151.9</b>	<b>148.0</b>	<b>135.4</b>	<b>129.7</b>	<b>142.2</b>

- Số ngày vòng quay HTK và phải thu tăng nhẹ trong khi vòng quay khoản phải trả giảm làm tăng chu kỳ tiền của VGC.

**4. Khả năng sinh lời**

LNST/DTT (%)	<b>9.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.5%</b>
LNST/VCSH (%)	<b>17.7%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>13.6%</b>	<b>11.8%</b>
LNST/TTS	5.6%	5.4%	5.6%	5.2%	4.3%
LN từ HĐKD/DTT	11.8%	12.5%	9.3%	6.5%	8.0%

- Khả năng sinh lời giảm do trong kỳ DTT -11% YoY, LNST - 40% YoY. Biên LN thuần tăng nhẹ so với Q4/2017 nhờ tỷ lệ CPBH và CP QLDN giảm mạnh.

**5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)**

TTS/VCSH	3.11	2.77	2.71	2.59	2.56
DT/TTS	0.64	0.60	0.64	0.62	0.56
EBIT/DT	0.13	0.13	0.12	0.12	0.11
EBT/EBIT	0.84	0.86	0.87	0.86	0.84
lãi ròng/LNTT	0.81	0.81	0.82	0.83	0.83

**6. Định giá**

PE	10.5	11.4	13.8	16.6	N/A
PB	1.4	1.6	1.9	1.7	N/A
EPS T12M	1,852	2,017	1,890	1,417	N/A
BVPS	13,478	14,440	13,919	13,908	N/A

**7. Tăng trưởng (%yoy)**

Tổng tài sản	12%	26%	19%	22%	24%
Nợ phải trả	2.0%	0.0%	3.0%	4.0%	10.0%
Doanh thu thuần	5.0%	23.0%	34.0%	-5.0%	-10.0%
Lợi nhuận gộp	16.0%	9.0%	8.0%	-8.0%	-26.0%
Lợi nhuận sau thuế	93.0%	36.0%	19.0%	-30.0%	-40.0%

(Nguồn: Fiin Pro, BSC Research)



**Điểm nhấn kỹ thuật**

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá dài hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD bám sát đường tín hiệu và giao động quanh mức 0, kết hợp với biến động đi ngang của chỉ báo RSI trong khoảng 30-60, cho thấy xu hướng giằng co của giá cổ phiếu
- Thanh khoản: Khối lượng thanh khoản cao trung bình 10 phiên đạt hơn 2 triệu cp/phiên.

**Nhận định**

Giá cổ phiếu VGC dao động trong “Regression chanel” theo xu hướng tăng trong dài hạn. Sau 2 lần chạm ngưỡng trên của “Regression chanel”, VGC đã điều chỉnh về đường giữa, tích lũy trong biên độ 22.5 – 26, và được hỗ trợ bởi SMA 200, trước khi có một phiên giảm mạnh thủng ngưỡng hỗ trợ trên và chạm biên dưới của “Regression chanel”. Trong 2 phiên giao dịch gần đây, mô hình giá cổ phiếu VGC xuất hiện cây nến doji và một cây nến tăng ngay sau đó, với thanh khoản tương đối tốt, cho thấy khả năng xuất hiện tín hiệu hồi phục. Tuy nhiên, thân nến tăng điểm chưa đủ lớn để xác nhận xu hướng hồi phục của giá cổ phiếu.

**Khuyến nghị**

Nhà đầu tư tiếp tục theo dõi diễn biến giá cổ phiếu ở ngưỡng hỗ trợ này. Nếu trong các phiên tới xuất hiện các phiên tăng giá đủ lớn và vượt ngưỡng kháng cự SMA200 với thanh khoản tốt, VGC sẽ tiếp tục xu hướng tăng giá dài hạn với ngưỡng kháng cự 26. Ngược lại, VGC sẽ chính thức chuyển sang xu hướng giảm nếu mất ngưỡng hỗ trợ

**Đồ thị kỹ thuật**



## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

