

**Khuyến nghị:** **THEO DÕI**

Nguyễn Thị Kiều Hạnh  
[hanhntk@bsc.com.vn](mailto:hanhntk@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	18,510
Giá đóng cửa	20,500
Upside	

Lê Quốc Trung  
[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	24,000
Giá cut loss	18,000

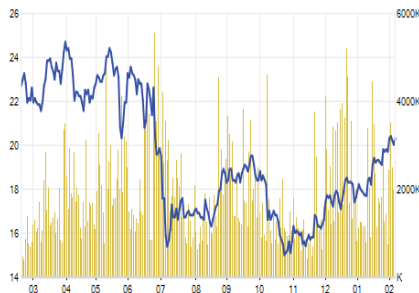
**Dữ liệu thị trường**

Số lượng CP (nghìn CP)	448,350
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,967
Giá cao nhất 52 tuần	27,200
KLGD TB 10 ngày (CP)	19,930
Sở hữu NĐTNN	

**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](#)

**CHUYỂN SÀN THOÁI VỐN**

**Định giá**

Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu VGC với giá mục tiêu cho năm 2019 là 18,510 đồng dựa trên kết quả định giá từng phần cho 2 mảng hoạt động chính là vật liệu xây dựng (phương pháp P/E, P/E mục tiêu là 9x) và bất động sản - khu công nghiệp (phương pháp P/B, P/B mục tiêu là 1x).

**Dự báo kết quả kinh doanh.**

BSC dự báo doanh thu thuần năm 2019 của VGC đạt 9,247 tỷ đồng (+2.9% YoY), lợi nhuận sau thuế 622.7 tỷ (+10.9% YoY), tương đương với EPS = 1,242 đồng/CP, P/E fw = 16.3x.

**Luận điểm đầu tư**

**(1) Mảng cho thuê hạ tầng KCN nhiều tiềm năng, dự báo diện tích cho thuê năm 2019 là 90 ha, doanh thu +7% YoY.** Tính đến 30/06/2018, VGC đang đầu tư 9 KCN với tổng diện tích kinh doanh là 1,800 ha; tỷ lệ diện tích trống còn lại là 63% (trên 1,100 ha), trong đó diện tích đã giải phóng mặt bằng là khoảng 350 ha, diện tích được đầu tư hạ tầng là 190 ha sẵn sàng cho thuê. Trong năm 2019, công ty có kế hoạch triển khai đầu tư mới KCN Yên Mỹ (Hưng Yên, 280ha, dự kiến khởi công Q1/2019) và Yên Phong IIC (Bắc Ninh, 200 ha, dự kiến khởi công Q2/2019) tăng diện tích kinh doanh thêm 30%, nắm bắt tăng trưởng nhu cầu đất KCN, đặc biệt từ làn sóng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam. Diện tích KCN cho thuê tăng lên sẽ hỗ trợ mảng vận hành (+12.9% YoY) có biên LN tương đối tốt và ổn định (gần 30%).

**(2) Danh mục đa dạng sản phẩm vật liệu xây dựng với quy mô đáng kể là một lợi thế của VGC:** kính; gạch ốp lát (3% thị phần gạch ceramic; 12% với gạch granite), gạch ngói đất sét nung; sứ vệ sinh và sen vòi (11% năng lực ngành). Mặc dù thị trường vật liệu không được thuận lợi như 1-2 năm trước nhưng chúng tôi đánh giá việc giá nhiên liệu (dầu và khí) được dự báo giảm (từ 8-10%) trong năm 2019 sẽ hỗ trợ cho các công ty VLXD thành viên của VGC cải thiện biên LN.

**Catalyst**

- Chuyển sàn niêm yết sang HOSE trong 2019.
- Thoái vốn nhà nước: Tỷ lệ sở hữu nhà nước tại Viglacera phải giảm về 0% năm 2019 theo kế hoạch.

**Rủi ro đầu tư:**

- Rủi ro cạnh tranh trong mảng vật liệu xây dựng gia tăng.
- Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu.
- Rủi ro phụ thuộc vào thị trường bất động sản.

**Cập nhật KQKD**

**(1) Kết quả kinh doanh 2018:** Doanh thu thuần đạt 8,984 tỷ (-2.3% YoY), LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 561.6 tỷ (-6.4% YoY), tương đương với EPS = 1,253 đồng/CP (chưa tính trích quỹ KTPL).

**(2) Kế hoạch kinh doanh 2019:** Doanh thu hợp nhất 9,300 tỷ đồng (+3.2% YoY), LNTT đạt 950 tỷ (+12.7% YoY), cổ tức dự kiến 10%.

**Cập nhật doanh nghiệp**

**(1) Kết quả kinh doanh 2018:**

- **Doanh thu thuần đạt 8,984 tỷ (-2.3% YoY)**, 80% đến từ mảng VLXD (gạch ngói, gạch ốp, kính gương, sứ vệ sinh, ...); còn lại đến từ mảng bất động sản dân cư và khu công nghiệp

<b>Mảng động</b>	<b>hoạt DT 2018 (tỷ đ)</b>	<b>% YoY</b>		<b>Biên LNG 2017</b>	<b>Biên LNG 2018</b>	
<b>Gạch ốp lát</b>	2,631	29%	- Công suất tăng thêm 2.5 triệu m2 (+11% YoY) từ dây chuyền mới của Viglacera Hà Nội. - Giá bán một số chủng loại gạch -3-7%, nhưng giá bình quân tăng nhờ thay đổi tỷ trọng các SP giá bán cao	23.6%	22.2%	- Giá bán giảm. Giá khí, than dầu vào tăng
<b>Gạch ngói đất sét nung</b>	2,211	-2%	- Cạnh tranh cao, đặc biệt ở nhóm gạch xây	18.4%	16.2%	
<b>Kính, gương</b>	1,067	-19%	- Giá bán bình quân -20% YoY do cạnh tranh tăng và mặt bằng giá 2017 đột biến vì thiếu cung	31.5%	14.6%	- Giá bán giảm, giá dầu FO (35-40% chi phí) +12% YoY
<b>Sứ vệ sinh</b>	1,051	4%		29.9%	25.8%	
<b>BDS dân cư</b>	513	-41%	- Công ty tập trung bán diện tích còn lại tại KĐT Đặng Xá, Xuân Phương, Ngã 6 Bắc Ninh..và một số dự án nhà ở công nhân nên doanh thu không lớn	12.6%	33.3%	- Ghi nhận tại các dự án thấp tầng có biên LNG cao hơn
<b>Thuê BDS, hạ tầng KCN</b>	720	-28%	- Diện tích thuê 102 ha (+4% YoY), giá thuê bình quân giảm do tập trung tại các KCN mới đầu tư có giá thuê thấp Đồng Văn IV, Phú Hà.	28.8%	38.2%	
<b>Vận hành KCN</b>	451	34%	- Tăng trưởng cao, ổn định theo diện tích đã cho thuê	29.1%	28.8%	- Biên LNG cao và tương đối ổn định

**Cập nhật doanh nghiệp**

**(1) Kết quả kinh doanh 2018:**

- Tỷ lệ CP bán hàng và QLDN ổn định ở mức 12.3% doanh thu giúp cho biên LN hoạt động (EBIT) không giảm quá mạnh (từ 10.9% về 10.1%).
- Lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 561.6 tỷ (-6.4% YoY), tương đương với EPS = 1,253 đồng/CP (chưa tính trích quỹ KTPL).

**(2) Kế hoạch kinh doanh 2019:**

- Doanh thu hợp nhất 9,300 tỷ đồng (+3.2% YoY), LNTT đạt 950 tỷ (+12.7% YoY), cổ tức dự kiến 10%.
- Đưa dự án kính nổi siêu trắng Phú Mỹ vận hành trong Q4/2019, đầu tư dây chuyền kính tiết kiệm năng lượng Đáp Cầu trong Q3/2019

**(3) Kế hoạch thoái vốn:** Hiện đã hoàn thiện định giá, công ty đang chờ quyết định từ Bộ Xây dựng về:

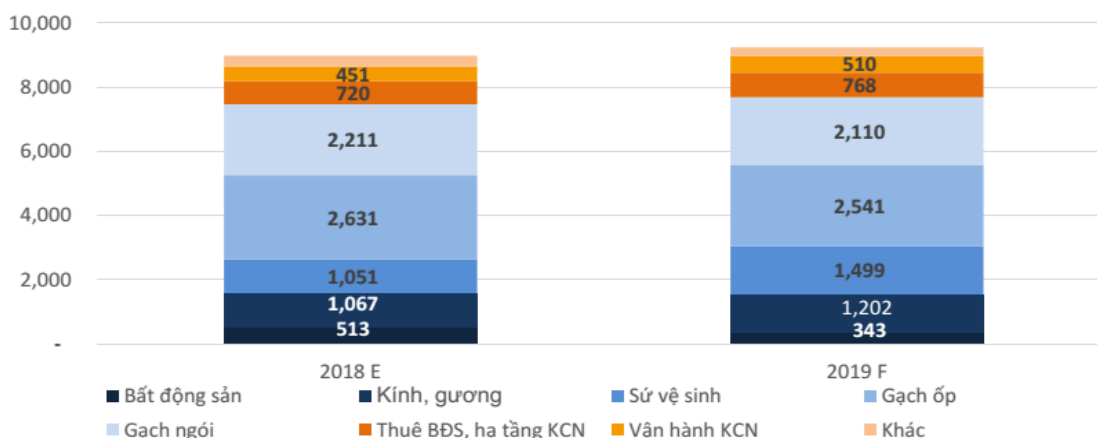
- Phương án: (1) thoái trên sàn; hoặc (2) đấu giá
- Tỷ lệ thoái: Hiện Bộ chưa phê duyệt sẽ thoái 1 lần về 0% hay chia 2 đợt (về 36% rồi về 0%) trong 2019.

**Dự báo kết quả kinh doanh:**

**BSC dự báo doanh thu thuần năm 2019 của VGC đạt 9,247 tỷ đồng (+2.9% YoY)**, động lực tăng trưởng đến từ mảng sứ vệ sinh (+42.7%) sau khi nhà máy sứ Mỹ Xuân vận hành ổn định; kính gương (+12.7%) nhờ sản lượng low-e +50% , vận hành KCN (+12.9%) nhờ diện tích thuê tăng ổn định, mảng KCN +6.7% với giả định diện tích cho thuê 2019 tăng thêm 90ha.

Biên LNG được cải thiện lên 22.9% nhờ hỗ trợ bởi giá dầu giảm, giá bán bình quân tăng lên ở một số nhóm VLXD như kính, sứ VS nhờ công ty tăng được tỷ lệ SP có chất lượng cao, giá bán tốt. **LNST dự báo đạt 622.7 tỷ đồng (+10.9% YoY), EPS = 1,242 đồng/CP (giả định trích quỹ KTPL 9%).**

**Cơ cấu doanh thu theo một số mảng hoạt động chính**  
 (Vòng trong -2018E; Vòng ngoài - 2019F)



Nguồn: BSC Research

**VGC - Tổng Công Ty Viglacera - CTCP**  
**Phân tích tài chính**  
**25/02/2019**

**BSC**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,009</b>	<b>7,820</b>	<b>8,139</b>	<b>9,197</b>	<b>8,984</b>
<b>LN gộp</b>	<b>1,598</b>	<b>1,717</b>	<b>1,979</b>	<b>2,141</b>	<b>2,012</b>
DT tài chính	39	32	85	78	139
CP tài chính	(247)	(199)	(202)	(170)	(208)
Lãi vay	(220)	(161)	(161)	(151)	(178)
CP bán hàng	(490)	(537)	(561)	(562)	(635)
CP QLDN	(419)	(445)	(550)	(574)	(471)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>482</b>	<b>602</b>	<b>803</b>	<b>929</b>	<b>840</b>
TN nhập khác (ròng)	(29)	(78)	(34)	(15)	2
<b>LN trước thuế</b>	<b>461</b>	<b>524</b>	<b>769</b>	<b>914</b>	<b>843</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>368</b>	<b>407</b>	<b>621</b>	<b>722</b>	<b>667</b>
LN CĐ thiếu số	73	78	107	122	106
LN Cty mẹ	296	328	514	600	562
<b>EPS</b>					

<b>TS ngắn hạn</b>	<b>6,092</b>	<b>4,933</b>	<b>5,364</b>	<b>6,779</b>	<b>6,051</b>
Tiền và ĐT ngắn hạn	1,027	719	1,064	2,411	1,772
Phải thu ngắn hạn	1,263	1,324	1,233	1,289	1,084
Tồn kho	3,672	2,761	2,920	2,896	3,041
TS ngắn hạn khác	130	129	146	183	154
<b>TS dài hạn</b>	<b>6,225</b>	<b>6,730</b>	<b>7,626</b>	<b>9,255</b>	<b>10,439</b>
Phải thu dài hạn	209	209	211	197	186
TSCĐ	3,014	3,066	3,171	3,737	3,923
TS dở dang dài hạn	592	937	1,498	1,446	1,860
TS dài hạn khác	394	355	300	282	400
<b>Tổng TS</b>	<b>12,317</b>	<b>11,663</b>	<b>12,989</b>	<b>16,034</b>	<b>16,490</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>9,377</b>	<b>8,361</b>	<b>8,622</b>	<b>9,315</b>	<b>9,568</b>
Nợ ngắn hạn	5,696	4,750	4,433	4,319	4,517
Vay ngắn hạn	1,515	1,429	1,122	1,266	1,427
Nợ dài hạn	3,681	3,612	4,190	4,996	5,051
Vay dài hạn	993	811	1,024	877	683
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,940</b>	<b>3,302</b>	<b>4,367</b>	<b>6,720</b>	<b>6,921</b>
Vốn góp	2,645	2,645	3,070	4,484	4,484
LN chưa phân phối	75	304	716	765	769
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>12,317</b>	<b>11,663</b>	<b>12,989</b>	<b>16,034</b>	<b>16,490</b>

% yoy DT	#N/A	12%	43%	51%	12%
Biên LN gộp	20.0%	22.0%	24.3%	23.3%	22.4%
Lãi vay/DTT	2.7%	2.1%	2.0%	1.6%	2.0%
CP bán hàng/DTT	6.1%	6.9%	6.9%	6.1%	7.1%
CP QLDN/DTT	5.2%	5.7%	6.8%	6.2%	5.2%
Biên LN thuần	4.6%	5.2%	7.6%	7.9%	7.4%

- Doanh thu -2.3% YoY do sự suy giảm chính từ mảng bất động sản - KCN (-22.7% YoY) trong khi mảng VLXD tăng nhẹ 4.82%.
- DT tài chính +80% YoY do khoản lãi từ tiền gửi +71% YoY và cổ tức và lợi nhuận được chia tăng mạnh so với cùng kỳ.
- Tỷ lệ tổng CPBH và QLDN trong năm duy trì ở mức 12.3% doanh thu: CPBH/doanh thu tăng được bù đắp bởi tỷ lệ tiết kiệm trong CP QLDN.

- LNST -7.6% YoY, hoàn thành 89% kế hoạch do sự suy giảm về doanh thu cũng như biên lợi nhuận.

- Tiền gửi có kỳ hạn tăng gấp 2.5 lần, chiếm 3.8% tổng TS giúp DTT tăng mạnh trong năm.

- Hàng tồn kho +4.5% YoY, duy trì ổn định ở mức 18.4% tổng tài sản.

- Tỷ lệ TSDD tăng từ 57.7% lên 63.3%, do giá trị tài sản đầu tư +15.2% YoY đến từ 120 ha đất KCN được đầu tư hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật trong 2018.
- Xây dựng cơ bản dở dang +28.6% YTD, chủ yếu do khoản đầu tư thêm tại các KCN Đồng Văn IV, Đồng Mai, dự án gạch BTK chung áp.

- Vay ngắn hạn + 12.7% YTD, vay dài hạn -22.1% YTD.

- 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, nên còn 3,096 tỷ doanh thu chưa thực hiện trên BCĐKT.

- Biên LNG giảm do khó khăn ở mảng vật liệu xây dựng (1) mảng kính: biên giảm từ 31.5% về 14.6% do giá bán -20%, giá dầu FO (35-40% tổng chi phí) +12%; (2) nhóm gạch ốp biên giảm từ 23.6% về 22.2% do giá bán giảm từ 7-8%.

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

2014 2015 2016 2017 2018

**1. Khả năng thanh toán**

H số TT ngắn hạn	1.07	1.04	1.21	1.57	1.34
H số TT nhanh	0.40	0.43	0.52	0.86	0.63

- Các chỉ tiêu KNTT giảm so với cùng kỳ do TSNH (tiền - 47%, phải thu -16%); nợ NH + 4.5%

**2. Cơ cấu vốn**

TSNH/ TTS	0.49	0.42	0.41	0.42	0.37
TSDH/ TTS	0.51	0.58	0.59	0.58	0.63
H số Nợ/ TTS	0.76	0.72	0.66	0.58	0.58
H số Nợ/ VCSH	3.19	2.53	1.97	1.39	1.38
Nợ ngắn hạn / TTS	0.46	0.41	0.34	0.27	0.27
Nợ DH / TTS	0.30	0.31	0.32	0.31	0.31

- Cơ cấu TS có sự dịch chuyển từ TSNH sang TSDH khi công ty tăng cường đầu tư vào hạ tầng các KCN để đáp ứng nhu cầu tăng lên).

- Tỷ lệ Nợ được duy trì ổn định 58%, tương đương tỷ lệ đòn bẩy 2017. Cơ cấu nợ ngắn và dài hạn tương đối ổn định.

**3. Năng lực hoạt động**

V quay hàng tồn kho	1.7	1.9	2.2	2.4	2.3
V quay phải thu	8.5	8.9	9.7	11.2	11.1
V quay phải trả	5.2	4.6	6.1	6.6	6.5
Số ngày HTK	212.6	192.4	168.3	150.4	155.4
Số ngày phải thu	43.1	41.2	37.8	32.7	32.8
Số ngày phải trả	69.9	78.8	59.5	54.9	56.1
CCC	185.8	154.7	146.6	128.2	132.1

- Các chỉ tiêu về năng lực hoạt động được duy trì ổn định so với năm 2017.

- Chu kỳ tiền bình quân tăng nhẹ 3%.

**4. Khả năng sinh lời**

LNST/DTT (%)	4.6%	5.2%	7.6%	7.9%	7.4%
LNST/VCSH (%)	17.8%	13.0%	16.2%	13.0%	9.8%
LNST/TTS	3.1%	3.4%	5.0%	5.0%	4.1%
LN từ HĐKD/DTT	6.0%	7.7%	9.9%	10.1%	9.4%

- Các chỉ tiêu về hiệu quả sinh giảm so với cùng kỳ do ảnh hưởng của việc giảm giá bán, tăng chi phí nhiên liệu cũng như hoạt động bán hàng ở một số mảng không đạt KH.

**5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)**

TTS/VCSH	5.68	3.84	3.21	2.62	2.38
DT/TTS	0.68	0.65	0.66	0.63	0.55
EBIT/DT	0.08	0.09	0.11	0.12	0.11
EBT/EBIT	0.68	0.76	0.83	0.86	0.83
lãi ròng/LNTT	0.80	0.78	0.81	0.79	0.79

**6. Định giá**

PE	#N/A	14.2	11.0	12.8	#N/A
PB	#N/A	1.5	1.4	1.2	#N/A
EPS	#N/A	1,242	1,673	1,339	#N/A
BVPS	#N/A	11,152	12,657	13,769	#N/A

**7. Tăng trưởng (%)**

TTS	10%	-5%	11%	23%	2.8%
Nợ	144.6%	12.3%	32.3%	53.9%	3.0%
DTT	31.5%	-2.4%	4.1%	13.0%	-2.3%
LN góp	36.7%	7.4%	15.2%	8.2%	-6.0%
LNST	870.6%	10.4%	52.7%	16.3%	-7.6%
EPS					

**Điểm nhấn kỹ thuật**

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Hội tụ Dương.
- Chỉ báo RSI: sắp chạm vùng quá mua.
- Đường MA: MA20 và MA50 đều cắt MA200.

**Nhận định**

VGC nằm trong xu hướng hồi phục trung hạn từ vùng giá 17. Cổ phiếu hiện tại đã quay lại đúng ngưỡng hỗ trợ của giai đoạn trước. Thanh khoản cổ phiếu đã giảm xuống dưới mức trung bình 20 phiên khi chạm ngưỡng này cho thấy động lực tăng khá yếu. Chỉ báo RSI sắp chạm ngưỡng quá mua và chỉ báo MACD đi vào chu kỳ hội tụ cũng ủng hộ xu hướng tích lũy. 3 đường MA cho thấy cổ phiếu đang nằm trong xu hướng hồi phục trung hạn với ngưỡng hỗ trợ khá vững tại vùng giá 18.5. Như vậy, VGC sẽ tích lũy trong vùng giá 18.5-20.5 trước khi hình thành xu hướng mới.

**Khuyến nghị**

Nhà đầu tư có thể mở vị thế mua tại vùng giá 18.5-19 và chốt lãi tại ngưỡng giá 24. Chốt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng giá 18.

**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>

