

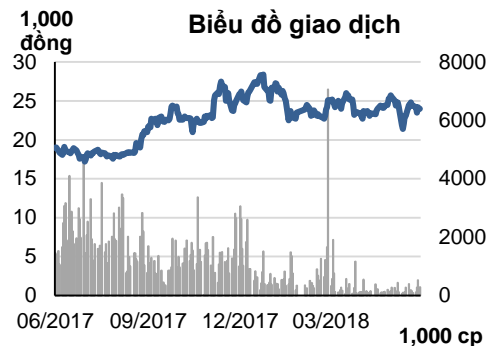
VGC (HNX)

CTCP TỔNG CÔNG TY VIGLACERA (HNX: VGC) GIỮ VỮNG VỊ TRÍ ĐẦU NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Đánh giá TRUNG LẬP

Vật liệu xây dựng - Bất Động Sản

Giá thị trường (VND):	21.5
Giá mục tiêu (VND) :	21.1
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	-2%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	4%
Suất sinh lợi bình quân năm:	2%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-31%	8%	-11%	-24%
Tương đối	-34%	11%	-1%	-62%

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thông kê 28/06/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	17.2k-28.4k
SL lưu hành (triệu cp)	448
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,640
Vốn hóa (triệu USD)	422
% khối ngoại sở hữu	34%
SL cp tự do (triệu cp)	205
KLGD TB 3 tháng (cp)	1,931,172
VND/USD	22,828
Index: VNIndex / HNX	1,017/116

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 28/06/2018

Bộ Xây Dựng	53.97%
Norges Bank	2.58%
Vietnam Enterprise Investments Limited	2.46%
Wareham Group Limited	2.45%

Nguồn: Stoxplus, KISVN

Trần Dương

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

duong.tn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- VGC là một trong những đơn vị lớn nhất trong lĩnh vực sản xuất vật liệu xây dựng tại Việt Nam với các sản phẩm chủ lực như: Kính xây dựng chiếm 41% thị phần, Gạch ceramic 4%, Gạch granite 11.2%, Gạch ngói đất sét nung 45% và Thiết bị, dụng cụ nhà tắm 9%.
 - Dự án nhà máy sản xuất kính siêu trắng Phú Mỹ với công suất 600 tấn/ngày khi hoàn thành và đưa vào sản xuất từ Q2.2019 sẽ giúp VGC dẫn đầu trong ngành sản xuất kính siêu trắng tại Việt Nam.
 - Nhà máy sứ Mỹ Xuân với công suất 750k sản phẩm/năm được đi vào hoạt động từ Q3.2018 sẽ giúp VGC nâng cao thị phần. Trong năm 2019, VGC dự kiến sẽ khởi công xây dựng nhà máy sứ Phú Hà với công suất 1 triệu sản phẩm/năm.
 - Là một trong những nhà phát triển bất động sản lớn nhất miền Bắc với quỹ đất 3,133 ha cho các dự án khu công nghiệp và 193.5 ha cho các dự án nhà ở, khu đô thị, văn phòng.
 - Bộ xây dựng sẽ thoái vốn về mức 36% trong năm 2018 và 0% trong năm 2019.
- Doanh thu và LNST trong năm 2017 của VGC đạt 9,197 tỷ đồng (+13%nn) và 722 tỷ đồng (+16%nn) tương ứng. Trong 2018, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của VGC có thể đạt 9,975 tỷ đồng (+8.5%nn) và 780 tỷ đồng (+7.8%nn) tương ứng.

Rủi ro:

- Việc thoái vốn nhà nước có khả năng ảnh hưởng đến doanh thu từ các dự án sử dụng vốn nhà nước của VGC
- Khó khăn trong quản lý hiệu quả nhiều lĩnh vực sản xuất trong đó các công ty con sản xuất gạch ngói nung đa phần không hiệu quả.
- Thị trường kính xây dựng đang bước vào giai đoạn bão hòa đồng thời thuế nhập khẩu hàng hóa từ các nước ASEAN giảm từ 5% về 0% trong năm 2018 dự báo cạnh tranh khốc liệt trong thời gian tới.
- Giá dầu FO tăng cao trong năm 2018 ảnh hưởng lớn đến giá thành của các sản phẩm gạch nung, sứ vệ sinh...

Định giá:

- Chúng tôi định giá VGC ở mức 21,100đ/cp cuối 2018. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 2% so với giá thị trường là 21,500 đồng. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	7,820	8,139	9,197	9,975	11,158
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-2.4%	4.1%	13.0%	8.5%	11.9%
LN hoạt động (tỷ đồng)	735	868	1,005	1,083	1,289
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	9.4%	10.7%	10.9%	10.9%	11.6%
LNST (tỷ đồng)	407	621	722	780	933
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	5.2%	7.6%	7.9%	7.8%	8.4%
SLCP lưu hành (triệu cp)	265	307	448	448	448
EPS (hiệu chỉnh, VND)	732	1,673	1,339	1,447	1,729
<i>Tăng trưởng (%)</i>	11%	56%	-20%	8%	20%
ROE (%)	12%	15%	12%	10%	12%
Nợ ròng/VCSH (%)	46%	25%	-4.0%	8.4%	21%
PE (x)	20.1	12.8	16.1	14.9	12.4
PB (x)	2.8	2.44	1.55	1.49	1.42
EV/EBITDA (x)	10	8.6	6.8	6.8	6.5
Cổ tức (VND)	319	437	1,151	950	950
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	1.3%	2.0%	5.4%	4.4%	4.4%

1. KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2018 KÉM KHẢ QUAN

Năm 2018 hứa hẹn là một năm khó khăn cho VGC. Trong quý 1/2018, doanh thu và lợi nhuận ròng của VGC chỉ đạt 1,834 tỷ đồng (-10%nn) và 147 tỷ đồng (-40% nn). Giá vốn hàng bán trong quý 1/2018 tăng mạnh dẫn đến biên lãi gộp trong quý 1/2018 thấp hơn so với cùng kỳ (chỉ đạt 20% so với 25% đạt được của quý 1/2017).

Chi phí tài chính tăng mạnh 39% cũng góp phần làm giảm lợi nhuận của quý 1/2018. Ngoài ra, giá kính xây dựng trong quý 1/2018 giảm khoảng 10% so với giá trung bình đạt được trong năm 2017 do nguồn cung kính đã vượt nhu cầu tiêu thụ.

Kết quả kinh doanh của Quý 1/2018 và Quý 1/2017

Đơn vị: tỷ đồng	Quý 1/2018	Quý 1/2017	%
Doanh thu thuần	1,830	2,029	-10%
Lợi nhuận gộp	374	505	-26%
% lợi nhuận gộp	20%	25%	-5%
Chi phí tài chính	57	41	39%
Chi phí bán hàng	104	120	13%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	104	128	19%
Lợi nhuận trước thuế	147	243	-40%
Lợi nhuận sau thuế	119	199	-40%

2. BẤT ĐỘNG SẢN LÀ ĐỘNG LỰC CHO TĂNG TRƯỞNG

2.1 Bất động sản khu công nghiệp

VGC hiện đang phát triển và quản lý 10 khu công nghiệp có tổng diện tích 3,133.3ha ở các tỉnh miền Bắc với diện tích kinh doanh còn lại 1,326.9 ha. Trong 2018, diện tích khu công nghiệp cho thuê của VGC cho khách hàng chúng tôi ước tính có thể đạt 100-120ha. Trong đó, khu công nghiệp Yên Phong mở rộng là động lực chính từ biên bản ghi nhớ kí kết với Samsung Display nhằm thuê 62ha đất khu công nghiệp Yên Phong mở rộng.

VGC đồng thời tập trung tìm kiếm khách hàng cho khu công nghiệp Đồng Văn IV, Yên Phong mở rộng và Phú Hà do nhu cầu của khách hàng đối với những khu vực này khá tốt. Từ 2017, VGC đã bắt đầu ghi nhận doanh thu một lần đối với doanh thu cho thuê khu công nghiệp theo thông tư 200 có thể tạo ra doanh thu từ khu công nghiệp đột biến trong giai đoạn 2018-2020. Trong năm 2018, VGC sẽ tiếp tục phát triển khu công nghiệp mới và triển khai mở rộng khu công nghiệp Tiền Hải (mở rộng thêm 220ha) trong quý 4/2018.

Doanh thu từ khu công nghiệp của VGC trong năm 2018 có thể đạt 1,900 tỷ đồng.

Khu công nghiệp	Vị trí	Diện tích toàn dự án (ha)	Tổng diện tích kinh doanh (ha)	Diện tích kinh doanh còn lại (ha)	Diện tích cho thuê ước tính 2018	Price(USD/m ²)
Tien Son IP	Bac Ninh	332.1	250.3	-	-	-
Yen Phong IP	Bac Ninh	344.6	255.7	13	7	80
Yen Phong Exp IP	Bac Ninh	313.9	213	185	62	70
Hai Yen IP	Quang Ninh	182.4	120.1	82	5	53
Đông Mai IP	Quang Ninh	160	111.5	101	5	55
Phu Ha IP	Phu Tho	350.1	238	223	5	36
Phong Điền IP	Hue	284.3	207.6	207.6	5	18
Tien Hai IP	Thai Binh	446	348.1	330	10	39
Đông Văn IV IP	Ha Nam	300	228.2	185	20	48

Yen My IP	Hung Yen	420	294	294	-	N/A
TOTAL		3,133.3	1,972.4	1,326.9	119	

2.2 Bất động sản nhà ở và văn phòng cho thuê

VGC hiện đã hoàn thành và cung cấp khoảng 7,700 căn hộ nhà ở trong lĩnh vực này (trong đó 6,500 căn hộ nhà chung cư; 1,200 nhà thấp tầng và chung cư 6 tầng tại Khu nhà ở Đình Bảng). VGC tiếp tục phát triển các dự án nhằm đa dạng hóa sản phẩm như nhà thu nhập thấp Kim Chung (hoàn thành quý 4/2020 cung cấp 1,588 căn hộ), giai đoạn 2 tổ hợp chung cư cao cấp Thăng Long 1 bao gồm văn phòng, khách sạn, căn hộ (khởi công trong năm 2019) và dự án khu du lịch sinh thái Vân Hải tại xã Quan Lạn, huyện Vân Đồn, tỉnh Quảng Ninh (diện tích 35ha, tổng đầu tư 740 tỷ đồng) xây dựng khu du lịch nghỉ dưỡng 5 sao sẽ được khởi công từ quý 1/2019.

Doanh thu từ các dự án đang thực hiện và các dự án mới trong 2018 ở Yên Phong và Đồng Văn IV, Đặng Xá, Xuân Phương và Khu nhà ở Hoàng Hoa Thám giai đoạn 3 có thể đạt 870 tỷ đồng trong năm 2018.

Dự án	Loại nhà	Tổng diện tích (ha)
Khu đô thị Đặng Xá (P.1 và P.2)	Liên kề	68.7
Khu đô thị Xuân Phương	Liên kề	14.6
Khu đô thị Đại mỗ	Liên kề	2.1
Khu nhà ở 671 Hoàng Hoa Thám GD 1,2,3	Liên kề	1.7
Khu nhà ở 628 Hoàng Hoa Thám	Liên kề	0.4
Khu chung cư Đình Bảng	Chung cư	2.1
Khu chức năng đô thị Tây Mỗ - Hà Nội	Liên kề	8.6
Khu đô thị Yên Phong	Liên kề	51.1
Khu đô thị Tiên Sơn	Liên kề	25.0
Khu nhà ở cao cấp Đại lộ Thăng Long GD 1,2	Văn phòng, chung cư	3.8
KĐT Kim Chung – Đông Anh	Liên kề	3.7
Khu văn phòng, nhà ở hỗn hợp Bắc Ninh	Văn phòng, nhà liên kề	1.1
Khu nhà ở Hoàn Sơn – Bắc Ninh	Liên kề	10.6

3. KÍNH XÂY DỰNG ĐỐI MẶT VỚI THỊ TRƯỜNG BẢO HÒA

3.1 Kính xây dựng đang bước vào giai đoạn bão hòa

Trong 2018, thị trường kính xây dựng Việt Nam đối mặt với công suất dư thừa từ các nhà máy sản xuất trong nước chạy hết công suất (trong năm 2017 một số nhà máy lớn dừng bảo dưỡng dẫn đến thiếu hụt nguồn cung). Đồng thời nhà máy kính nổi CFG Ninh Bình đã chính thức hoạt động sản xuất từ Q4.2017 (Tập đoàn Indevco đầu tư). Dây chuyền sản xuất đầu tiên hoạt động với công suất 600 tấn/ngày và Indevco dự kiến đầu tư dây chuyền thứ hai nâng công suất nhà máy lên 1,200 tấn/ngày. Trong khi đó tổng công suất của các nhà máy sản xuất kính Việt Nam chỉ 2,200 tấn/ngày dẫn đến nguồn cung trong 2018 của kính xây dựng sẽ tăng thêm 30%. Tuy nhiên, sản phẩm của nhà máy kính CFG Ninh Bình là dòng sản phẩm có độ dày từ 3mm-5mm là sản phẩm phổ biến nhất trên thị trường với giá bán rất thấp. VGC tập trung chiến lược sản xuất kính với độ dày trên 8mm (giá bán tốt hơn).

Ngoài ra, thị trường kính nội địa sẽ chịu áp lực cạnh tranh của các sản phẩm kính nhập từ các nước ASEAN được miễn thuế 0% trong năm 2018 (trước đây chịu mức thuế 5%). Hiện tại Malaysia và Indonesia đã đầu tư xây dựng mới các nhà máy sản xuất kính xây dựng lớn với tổng công suất 2,600 tấn/ngày.

Chúng tôi tin rằng VGC trong 2018 sẽ tiếp tục giữ thị phần 41% từ kỳ vọng nhà máy kính CFG Ninh Bình vẫn chạy chưa ổn định trong năm 2018 và các sản phẩm chính của CFG Ninh Bình khác phân khúc kính của VGC cũng như chất lượng các sản phẩm kính xây dựng của VGC đạt chất lượng cao đủ sức cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu.

Doanh thu dự kiến từ mảng kính xây dựng của VGC trong 2018 có thể đạt 1,200 tỷ đồng.

3.2 Hiệu quả của dự án kính siêu trắng là ấn số

Kính siêu trắng là sản phẩm chiến lược của VGC trong giai đoạn tới thể hiện bằng việc thành lập liên doanh với Tập đoàn Khải Thịnh xây dựng nhà máy kính siêu trắng Phú Mỹ. Tổng giá trị hợp đồng là 2,423 tỷ đồng (VGC góp 35% vốn). Công suất của dự án là 600 tấn/ngày và sẽ đi vào hoạt động từ Q1.2019.

Ngoài ra, VGC cùng với Tập đoàn công nghệ - khoa học Khải Thịnh đã ký văn kiện thành lập liên doanh Công ty Kính cuộn Yên Phong để xây dựng nhà máy kính cuộn siêu trắng công suất 650 tấn/ngày tại KCN Yên Phong mở rộng, Bắc Ninh.

VGC đồng thời chuyển đổi dây chuyền sản xuất kính xây dựng tại nhà máy Đáp Cầu sang dây chuyền sản xuất kính siêu trắng. Dự kiến nhà máy và dây chuyền sản xuất mới sẽ hoàn thành đưa vào sản xuất trong năm 2019.

Kính siêu trắng là dòng sản phẩm có nhu cầu cao từ thị trường nội địa và quốc tế để sản xuất pin năng lượng mặt trời. Tuy nhiên, hiệu quả từ dự án mới này vẫn là dấu hỏi đối với công nghệ sản xuất cũng như thị trường khi dự án nhà máy kính siêu trắng Phú Mỹ được chuyển nhượng từ một dự án sản xuất kính siêu trắng khác của một doanh nghiệp đã phá sản.

4. SỨ VỆ SINH VÀ SEN VÒI

Thị phần nội địa của VGC trong mảng kính doanh nghiệp này hiện tại chiếm 9% với công suất 1.8 triệu sản phẩm/năm. Nhà máy mới Mỹ Xuân – Vũng Tàu (Viglacera Mỹ Xuân) với công suất 750 nghìn sản phẩm/năm được đi vào sản xuất từ Q3.2018 sẽ nâng công suất của VGC lên 40%.

Với nhu cầu cao của thị trường VGC đã lên kế hoạch xây dựng mới nhà máy sứ Phú Hà với công suất 1 triệu sản phẩm/năm trong năm 2019.

Chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng kính doanh nghiệp sứ vệ sinh và sen vòi trong năm 2018 có thể đạt 1,130 tỷ đồng.

5. GẠCH CERAMIC VÀ GRANITE

Thị trường gạch ốp lát ceramic và granite cạnh tranh khốc liệt trong 2018 và các năm tới từ sản lượng sản xuất nội địa đã vượt quá nhu cầu tiêu thụ trong nước. Tổng công suất của các nhà máy sản xuất gạch ốp lát nội địa (hơn 60 nhà máy) tăng đột biến từ 500 triệu m²/năm trong 2016 lên đến 706.5 triệu m²/năm vào cuối năm 2017. Trong khi đó, sức tiêu thụ nội địa hàng năm chỉ đạt 500-600 triệu m²/năm.

Thị phần nội địa gạch granite và ceramic của VGC đạt 2%-3% sản lượng tiêu thụ nội địa. Tổng công suất sản xuất gạch granite và ceramic là 13.5 triệu m² và 9 triệu m² tương ứng. VGC đang mở rộng dây chuyền sản xuất tại nhà máy Viglacera Hà Nội, Granite Thái Bình và Ceramic Mỹ Đức. Công suất sản xuất gạch granite và ceramic trong năm 2018 dự kiến tăng +11% và lên đến 25-40% trong năm 2019.

VGC hiện tập trung chuyển hướng xuất khẩu vào các thị trường như Đài Loan, Pháp, Thái Lan, Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ... cũng như tạo ra khác biệt với các sản phẩm cùng loại bằng chất lượng và mẫu mã nhằm tăng sản lượng tiêu thụ nội địa.

Chúng tôi ước tính mảng gạch ốp lát có thể đạt doanh thu 2,272 tỷ đồng trong năm 2018.

6. GẠCH ĐẤT SÉT NUNG

VGC chiếm 45% thị phần nội địa gạch đất sét nung với công suất 1.4 tỷ viên gạch, ngói nung mỗi năm. Chiến lược phát triển hiện nay trong lĩnh vực gạch nung của VGC là giảm thị phần, thoái vốn khỏi các công ty con sản xuất gạch nung (chỉ giữ lại Viglacera Hạ Long) do các công ty con không có lợi thế về nguồn nguyên vật liệu cũng như vận chuyển khó khăn. Chúng tôi ước tính sản lượng gạch ngói nung của VGC sẽ giảm tương ứng từ 300-400 triệu viên/năm.

VGC sẽ chuyển hướng tập trung sản xuất gạch cotto và chuyển dịch cơ cấu sản phẩm từ gạch nung sang ngói 22v/m² và 18v/m². Công suất của gạch cotto và ngói 22v/m² hiện tại của VGC là 12.5 triệu m²/năm và 5 triệu m²/năm.

Dự báo ngành kinh doanh này của VGC sẽ suy giảm mạnh trong năm 2018 và trong những năm tới do ảnh hưởng của quyết định 567/QĐ-TTg của Chính phủ về phát triển sản phẩm không nung.

Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng kinh doanh này của VGC trong năm 2018 có thể đạt 1,971 tỷ đồng.

7. THOÁI VỐN NHÀ NƯỚC SẼ THỰC HIỆN ĐÚNG KẾ HOẠCH

Theo công văn số 1177/BXD-QLDN ngày 22/05/2018, Bộ Xây dựng đã đồng ý phê duyệt phương án thoái vốn nhà nước tại Tổng công ty Viglacera với số lượng cổ phần thoái vốn (giai đoạn 1) là 80,579,262 cổ phần (tương đương: 17,97% vốn điều lệ) theo phương thức thực hiện giao dịch khớp lệnh trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với giá đặt lệnh giao dịch là giá trần của ngày giao dịch nhưng tối thiểu là 26,100 đồng/cổ phần và không thấp hơn giá tham chiếu bình quân của 30 ngày giao dịch liên tiếp trên thị trường chứng khoán trước ngày công bố thông tin.

8. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu VGC dựa vào phương pháp so sánh chỉ số P/E, P/B. Áp dụng chỉ số P/E và P/B trung bình của VGC trong 12 tháng gần nhất.

Chúng tôi dự phóng EPS của VGC vào cuối 2018 sẽ là 1,447 đồng/cp, tương ứng giá trị sổ sách là 23,406 đồng/cp. Do vậy chúng tôi định giá cổ phiếu VGC ở mức 21,100 tại cuối 2018, cụ thể:

Chỉ tiêu	Trung bình VGC	Kết quả 2018	Giá VGC (VND)
P/E	13	EPS = 1,447	18,758
P/B	1.62	BVPS = 14,409	23,406
Trung bình			21,100

Đã bao gồm 950 đồng tiền cổ tức/cổ phiếu, tổng lợi nhuận kỳ vọng đạt 2% so với giá thị trường là 21,500 đồng. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 9,640 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
Doanh thu thuần	8,139	9,197	9,975	11,158
Tăng trưởng (%)	4.1%	13%	8.5%	12%
GVHB	6,160	7,056	7,731	8,570
Biên LN gộp (%)	24.3%	23.3%	22.5%	23.2%
Chi phí BH & QLDN	1,111	1,136	1,161	1,299
EBITDA	1,302	1,459	1,602	1,833
Biên lợi nhuận (%)	16.0%	15.9%	16.1%	16.4%
Khấu hao	434	454	520	544
Lợi nhuận từ HĐKD	868	1,005	1,083	1,289
Biên LN HĐKD (%)	10.7%	10.9%	10.9%	11.6%
Chi phí lãi vay ròng	143	97	114	130
% so với nợ ròng	11%	24%	70%	12%
Khả năng trả lãi vay(x)	6.1	10.3	9.5	9.9
Lãi/lỗ khác	44	6.0	6.0	7.0
Thuế	148	192	195	233
Thuế suất hiệu dụng (%)	19.3%	21.0%	20.0%	20.0%
Lợi nhuận ròng	621	722	780	933
Biên lợi nhuận (%)	7.6%	7.9%	7.8%	8.4%
Lợi ích CĐ thiểu số	107	122	132	157
LN cho công ty mẹ	514	600	649	775
Số lượng CP (triệu)	307	448	448	448
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,673	1,339	1,447	1,729
Tăng EPS (%)	56%	-20%	8.1%	20%
Cổ tức (VND)	437	1,151	950	950
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	26%	86%	66%	55%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Thay đổi vốn lưu động	-268	-642	-266	-282
Capex	1,174	1,651	2,000	2,300
Dòng tiền khác	138	574	-	-
Dòng tiền tự do	10	-407	-434	-542
Phát hành cp	563	2,274	-	-
Cổ tức	134	516	426	426
Thay đổi nợ ròng	-440	-1,351	860	968
Nợ ròng cuối năm	1,082	-269	591	1,559
Giá trị doanh nghiệp (EV)	11,136	9,853	10,844	11,970
Tổng VCSH	4,367	6,720	7,074	7,581
Lợi ích cổ đông thiểu số	414	482	614	771
VCSH	3,953	6,238	6,460	6,809
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12,875	13,913	14,409	15,188
Nợ ròng / VCSH (%)	25%	-4.0%	8.4%	21%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.8	-0.2	0.4	0.9
Tổng tài sản	12,989	16,034	17,452	19,237

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	15%	12%	10%	12%
ROA (%)	16%	13%	11%	13%
ROIC (%)	5%	5%	4%	5%
WACC (%)	14%	13%	12%	12%
PER (x)	12.8	16.1	14.9	12.4
PBR (x)	2.44	1.55	1.49	1.42
PSR (x)	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	8.6	6.8	6.8	6.5
EV/sales (x)	1.37	1.07	1.09	1.07
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2%	5%	4%	4%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.