

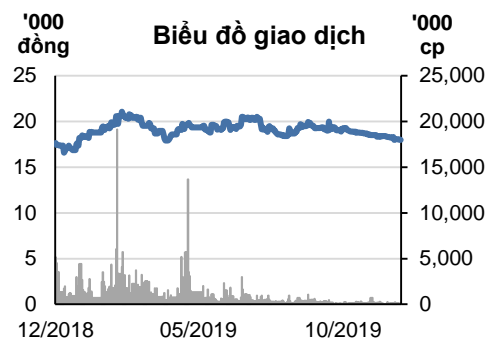
**VGC (HOSE) Nền tảng vững chắc cho tăng trưởng bền vững**

**Đánh giá**

**MUA**

**Bất động sản và liên quan**

Giá thị trường (VND)	<b>18,000</b>
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	<b>21,700</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	20.6%
Suất sinh lợi cổ tức	5.6%
Suất sinh lợi bình quân năm	<b>26.2%</b>



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-2%	-2%	-7%	7%
Tương đối	-3%	-3%	-5%	-5%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

**Thông kê**

**03-01-20**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	16.9k-21.1k
SL lưu hành (triệu cp)	448
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,070
Vốn hóa (triệu USD)	348
% khối ngoại sở hữu	13.4%
SL cp tự do (triệu cp)	55.2
KLGD TB 3 tháng (cp)	168,348
VND/USD	23,173
Index: VNIndex/HNX	965/102

Nguồn: Bloomberg

**Cơ cấu sở hữu**

**03-01-20**

Bộ Xây dựng	53.4%
Gelex	25.0%

Nguồn: Fiiinpro

**Chu Đức Vinh**

**Bất động sản – Chuyên viên phân tích**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

**Quan điểm đầu tư:**

- **Lợi nhuận vững chắc từ mảng vật liệu xây dựng.** Chúng tôi kỳ vọng sẽ thấy lợi nhuận vững chắc của phân khúc vật liệu xây dựng vào năm 2020 nhờ vào hiệu suất ổn định của phân khúc gạch đất nung, biên lợi nhuận cải thiện của phân khúc kính vì giá đầu vào thuận lợi hơn và việc mở rộng của thiết bị vệ sinh nhờ các nhà máy mới
- **Tiềm năng dài hạn từ mảng bất động sản khu công nghiệp.** Dựa vào các tín hiệu tích cực của thỏa thuận thương mại Mỹ-Trung và thực tế là hầu hết các miếng đất hấp dẫn ở tỉnh Bắc Ninh và Hà Nam đã được bán vào năm 2019, chúng tôi ước tính mảng khu công nghiệp đã đạt đỉnh trong năm 2019. Do đó, trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh giảm nhẹ so với đỉnh 2019. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng lĩnh vực KCN có tiềm năng tăng trưởng mạnh trong dài hạn dựa trên quỹ đất lớn và quá trình công nghiệp hóa đang tăng tốc của Việt Nam
- **Thoái vốn nhà nước là động lực tăng trưởng dài hạn.** Theo Quyết định 1232 / QĐ-TTg, Nhà nước sẽ thoái vốn toàn bộ cổ phần của VGC trước năm 2020. Việc thoái vốn của Nhà nước là động lực dài hạn cho Viglacera trong việc cắt giảm chi phí, mở rộng sản xuất, bán hàng và cải thiện hiệu suất.

**Rủi ro:**

- **Hồi tố định giá khi IPO.** Một vấn đề lớn làm trì hoãn tiến trình thoái vốn của Nhà nước là việc đánh giá lại Viglacera khi công ty chính thức thay đổi cấu trúc thành công ty cổ phần từ một Nhà nước vào năm 2014. Việc đánh giá lại có thể dẫn đến chi phí bổ sung mà các cổ đông hiện tại hoặc tiềm năng phải trả nhà nước.

**Khuyến nghị:**

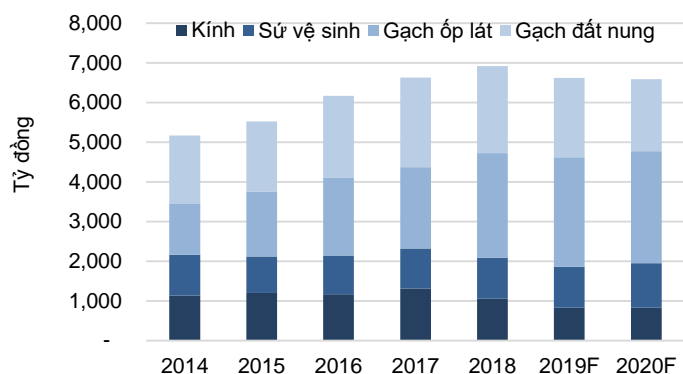
- Năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của Viglacera sẽ đạt 10.026 tỷ đồng và 782 tỷ đồng, tăng 1.3% n/n và -2.1% n/n. EPS sẽ là 1,400 đồng.
- Chúng tôi tin rằng Viglacera có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa không thể thay thế của Việt Nam trong dài hạn. Sử dụng phương pháp Tổng từng phần SOTP, chúng tôi đánh giá cổ phiếu VGC ở mức **21,700 đồng** vào cuối năm 2020. Bao gồm cổ tức tiền mặt 1,000 đồng trên mỗi cổ phiếu, tổng lợi nhuận dự kiến là 26.2% theo giá thị trường hiện tại là 18,000 đồng. Khuyến nghị **MUA**

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>Doanh thu thuần</b>	8,139	9,197	8,812	9,899	10,026
<i>Tăng trưởng (%)</i>	4.1%	13.0%	-4.2%	12.3%	1.3%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	621	722	673	798	782
<i>Tăng trưởng (%)</i>	52.7%	16.3%	-6.8%	18.6%	-2.1%
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	710	1,295	1,196	1,458	1,424
<i>Tăng trưởng (%)</i>	49.9%	82.5%	-7.7%	22.0%	-2.4%
ROE (%)	10.1%	8.1%	6.6%	8.0%	7.6%
Nợ ròng/VCSH (%)	16%	-3%	4%	2%	-5%
PE (x)	26.1	14.3	15.5	12.7	13.0
PB (x)	0.6	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	7.6	5.9	6.7	6.1	5.8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3%	4%	4%	4%	4%

## 1. Lợi nhuận vững chắc từ mảng vật liệu xây dựng

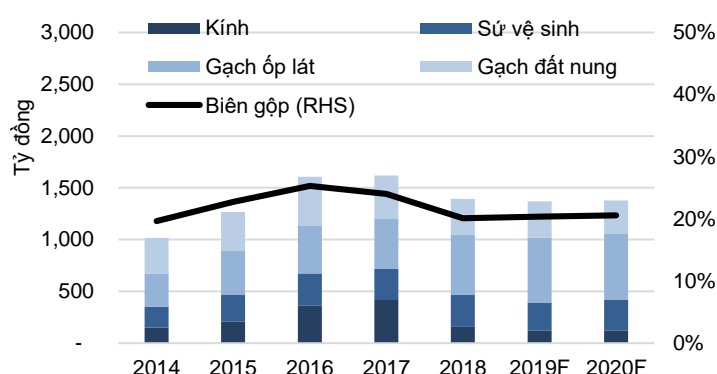
Phân khúc này bao gồm 4 phân khúc chính: đất nung, gạch ốp lát, kính xây dựng và sứ vệ sinh. Chúng tôi kỳ vọng sẽ thấy lợi nhuận vững chắc của phân khúc vật liệu xây dựng vào năm 2020 nhờ vào hiệu suất ổn định của phân khúc gạch đất nung, biên lợi nhuận cải thiện của phân khúc kính vì giá đầu vào thuận lợi hơn và việc mở rộng của thiết bị vệ sinh nhờ các nhà máy mới

Hình 01. Cơ cấu doanh thu nhóm vật liệu xây dựng



Nguồn: VGC, KIS

Hình 02. Cơ cấu lợi nhuận gộp nhóm vật liệu xây dựng

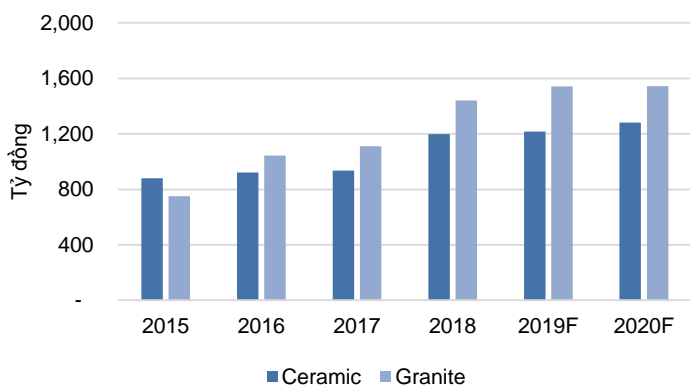


Nguồn: VGC, KIS

### 1.1. Đóng góp ổn định từ gạch ốp lát

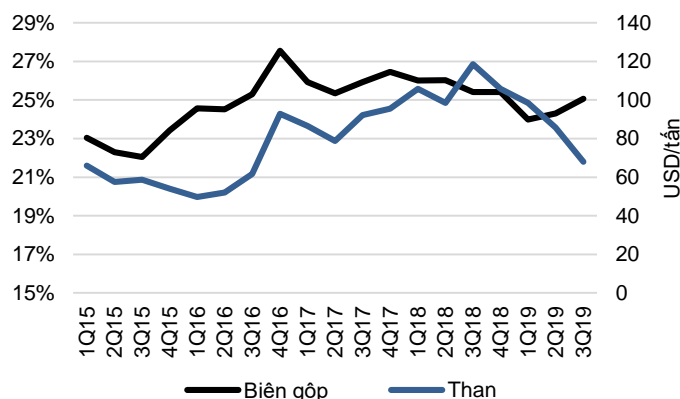
Chúng tôi ước tính hiệu suất ổn định cho phân khúc này trong những năm tiếp theo vì công ty đang hoạt động với hơn 100% công suất thiết kế trong khi không có nhà máy mới đang được xây dựng. Do đó, cải thiện hiệu suất hoạt động và giá đầu vào thấp hơn (CNG và than) là động lực chính cho tăng trưởng thu nhập trong năm 2020. Chúng tôi ước tính doanh thu gạch ceramic và granite trong năm 2020 là 1,280 tỷ đồng và 1,544 tỷ đồng, tăng + 5.2% n/n và 0% n/n tương ứng

Hình 03. Cơ cấu doanh thu mảng gạch ốp lát



Nguồn: VGC, KIS

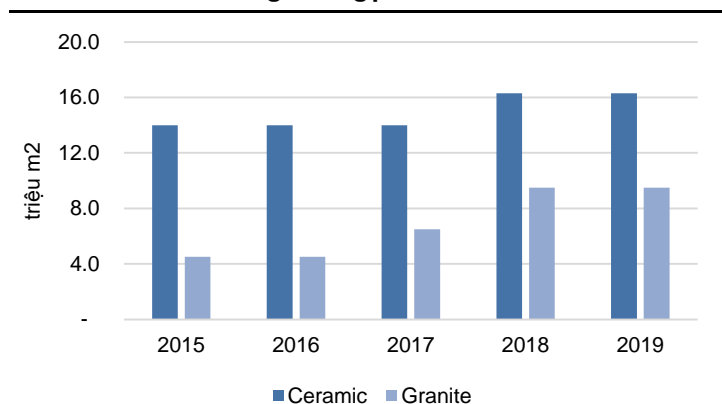
Hình 04. Biến động giá than và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: Bloomberg, VGC, KIS

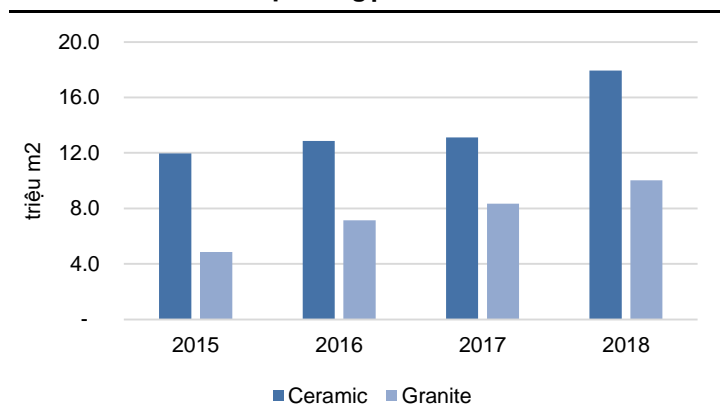
Trong dài hạn, Viglacera có nhiều cơ hội để mở rộng phân khúc này bằng cách giành thị phần từ các đối thủ và mở rộng về mặt địa lý. Chúng tôi ước tính rằng Viglacera lần lượt chiếm ít hơn 4% và 8% tại quy mô thị trường gạch ceramic và granite Việt Nam. Hiện nay, tất cả các nhà máy sản xuất gạch của Viglacera đều nằm ở phía Bắc, ngoại trừ nhà máy 3 triệu mét vuông Mỹ Đức ở Vũng Tàu. Trong tương lai, Viglacera có kế hoạch tăng gấp đôi công suất của nhà máy granite Mỹ Đức lên 6 triệu m<sup>2</sup> và đầu tư vào một nhà máy gạch ceramic 3 triệu m<sup>2</sup> tại Cuba

Hình 05. Cơ cấu công suất gạch men



Nguồn: VGC, KIS

Hình 06. Cơ cấu sản phẩm gạch men bán ra



Nguồn: VGC, KIS

## 1.2. Và cả gạch đất nung

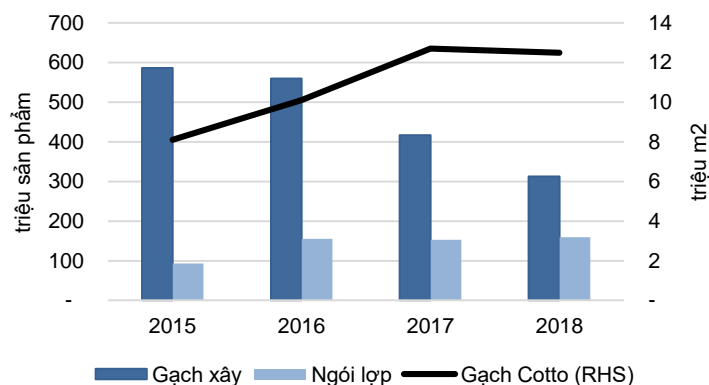
Chúng tôi kỳ vọng tác động ít tiêu cực hơn của gạch xây và sự ổn định mảng gạch cotto vào năm 2020.

Gạch ngói, chiếm hơn 40% doanh thu từ đất nung, ít khả năng tăng trưởng xa hơn do đã đạt mức công suất thiết kế. Hiện tại, Viglacera đang cung cấp khoảng 12 triệu m<sup>2</sup> mỗi năm, tương đương với hơn 40% quy mô thị trường.

Về gạch xây, kể từ năm 2015, do gạch xây có lợi nhuận thấp hơn các sản phẩm khác, công ty đã lên kế hoạch chuyển đổi tất cả các dây chuyền sản xuất gạch xây thành ngói lợp. Do đó, sản lượng gạch xây chứng kiến sự sụt giảm đáng kể khoảng 50% từ năm 2015 đến 2019. Ngoài ra, công ty mẹ cũng có kế hoạch thoái vốn các công ty thành viên gạch không hiệu quả. Tuy nhiên, tỷ lệ gạch xây hiện tại trong doanh thu gạch đất nung là dưới 10%, do đó tác động tiêu cực của việc thu hẹp kinh doanh gạch xây sẽ không đáng kể và có thể được bù đắp bằng việc mở rộng sản phẩm ngói lợp với sản lượng hiện tại khoảng 7,2 triệu m<sup>2</sup>, tương đương với hơn 30% quy mô thị trường của thị trường gạch.

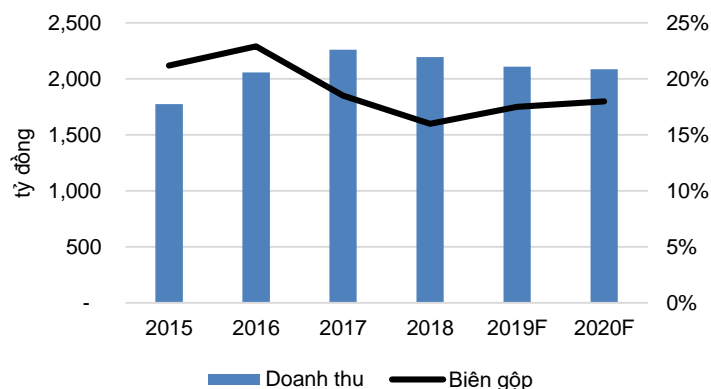
Do đó, năm 2020, chúng tôi dự kiến doanh thu từ gạch đất nung sẽ ổn định ở mức 2,088 tỷ đồng trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện lên 18% nhờ giá CNG và giá than giảm

Hình 07. Cơ cấu theo sản phẩm gạch đất nung



Nguồn: VGC, KIS

Hình 08. Kết quả kinh doanh gạch đất nung



Nguồn: VGC, KIS

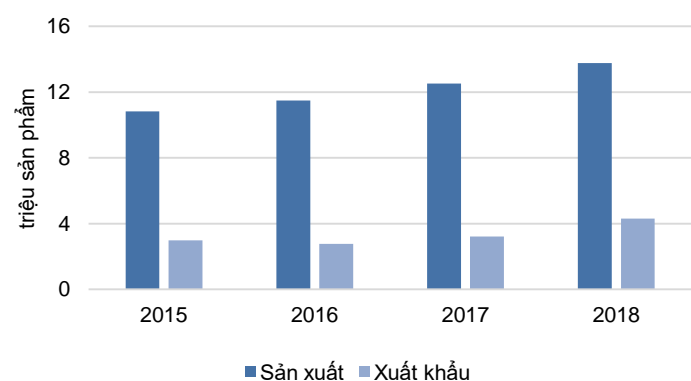
### 1.3. Sứ vệ sinh sẵn sàng tăng trưởng

Nhờ có nhà máy mới, chúng tôi kỳ vọng đóng góp cao hơn từ phân khúc thiết bị vệ sinh với doanh thu dự kiến là 1,121 tỷ đồng, tăng +8.2% n/n trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp có thể đi ngang.

Viglacera hiện là một trong 4 công ty lớn nhất trong thị trường thiết bị vệ sinh địa phương với khoảng 10% thị phần. Trước năm 2019, Viglacera đã phải đối mặt với những hạn chế về công suất và vấn đề mở rộng thị trường khi tất cả các nhà máy sản xuất thiết bị vệ sinh của Viglacera đều ở miền Bắc. Nhờ nhà máy Mỹ Xuân đặt tại miền Nam, công suất thiết bị vệ sinh của Viglacera tăng 60% n/n lên 2 triệu sản phẩm trong năm 2019, giải quyết hai vấn đề nêu trên. Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động của nhà máy Mỹ Xuân có thể đạt trên 70% vào năm 2020.

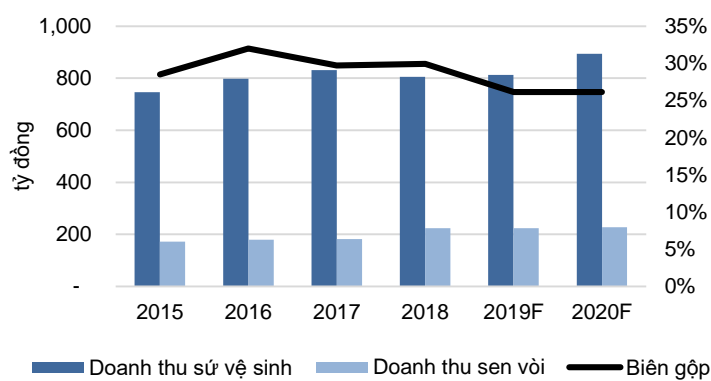
Ngoài ra, công ty còn có kế hoạch đầu tư vào một nhà máy sản xuất thiết bị vệ sinh cao cấp 750 ngàn sản phẩm mỗi năm tại Phú Thọ và một nhà máy sản xuất thiết bị vệ sinh 154 ngàn sản phẩm mỗi năm tại Cuba trong những năm tiếp theo

Hình 09. Cơ cấu sản xuất sự vệ sinh của Việt Nam



Nguồn: Bộ Xây Dựng, KIS

Hình 10. KQKD mảng sứ vệ sinh của Viglacera



Nguồn: VGC, KIS

#### 1.4. Kính xây dựng cải thiện nhẹ

Theo quan điểm của chúng tôi, việc tăng giá dầu nhiên liệu (FO) và cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm nhập khẩu thay vì các nhà sản xuất trong nước là động lực chính dẫn đến hiệu suất kém của Viglacera trong năm 2018 và 2019. Chúng tôi thấy không có thay đổi cơ bản nào của các nhà sản xuất trong nước để cạnh tranh với Người chơi nước ngoài vào năm 2020. Tuy nhiên, do giá HSFO dự kiến sẽ giảm do IMO 2020, chúng tôi hy vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc này sẽ cải thiện 1% vào năm 2020

##### 1.4.1. Cấu trúc chi phí cao hơn so với đối thủ nước ngoài

Theo Viglacera, các nhà sản xuất kính Việt Nam không thể cạnh tranh với các công ty nước ngoài do công nghệ lạc hậu và nhiên liệu đầu vào cao hơn (chiếm 31% -40% giá bán của Viglacera nhưng con số này của các đối thủ toàn cầu là khoảng 25-30%). Hiện tại, nhà máy lọc dầu Bình Sơn (HSX: BSR) và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn có thể cung cấp ít hơn 25% lượng tiêu thụ FO Việt Nam trong khi FO nhập khẩu có mức giá cao hơn do thuế nhập khẩu 3,04%. Hơn nữa, trong khi các nhà sản xuất địa phương sử dụng FO, nhiều nhà sản xuất trên thế giới dùng khí đốt tự nhiên do hiệu quả cao hơn

##### 1.4.2. Thuế nhập khẩu hơn khuyến khích nhà sản xuất quốc tế

Cạnh tranh với các đối thủ nước ngoài càng gay gắt hơn kể từ khi Việt Nam ký kết FTA với ASEAN, Trung Quốc và Hàn Quốc giúp giảm thuế các sản phẩm kính xây dựng. Kết quả là, hàng rào thuế thấp hơn khiến Việt Nam phải chịu một khối lượng nhập khẩu lớn. Chúng tôi ước tính khoảng 90 triệu m2 kính đã được nhập khẩu vào Việt Nam vào năm 2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Kính chưa gia công</b>									
Thuế nhập khẩu ưu đãi	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
ASEAN (ATIGA)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	0%	0%	0%
ASEAN - China (ACFTA)	*	*	*	*	*	*	50%	50%	50%
ASEAN – Korea (AKFTA)	*	*	*	*	*	20%	20%	20%	20%
<b>Kính đã gia công</b>									
Thuế nhập khẩu ưu đãi	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
ASEAN (ATIGA)	5%	5%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ASEAN - China (ACFTA)	10%	5%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ASEAN – Korea (AKFTA)	*	*	*	*	*	20%	20%	20%	20%

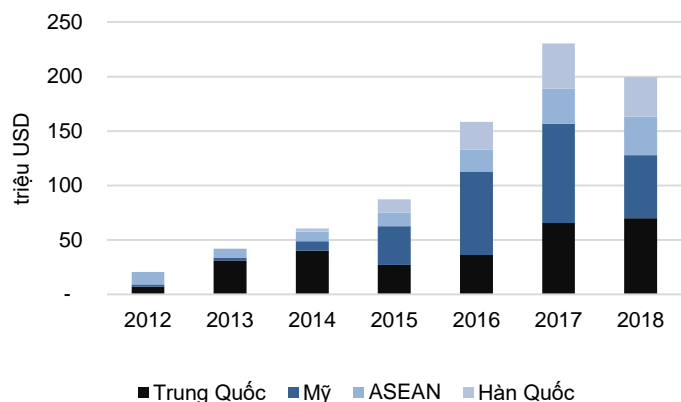
\*: áp dụng thuế nhập khẩu ưu đãi

Nguồn: Bộ Tài Chính, Hải Quan Việt Nam, KIS

##### 1.4.3. Giá bán ổn định

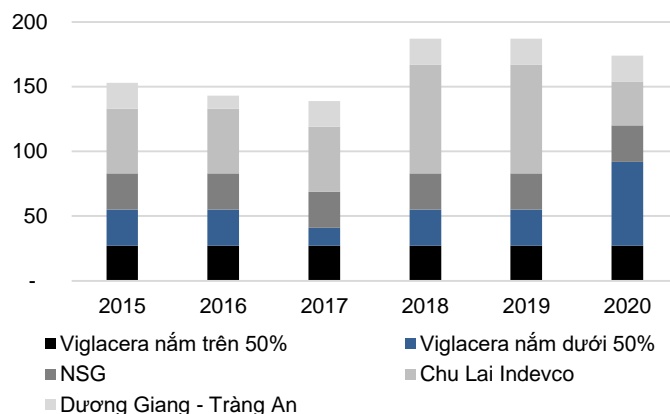
Vào năm 2020, Viglacera sẽ đưa nhà máy kính siêu trắng mới có công suất 37 triệu m<sup>2</sup> vào hoạt động. Mặc dù nhà máy cũ của Chu Lai Indevco (công suất 50 triệu m<sup>2</sup>) sẽ bị tạm dừng để bảo trì, mang lại cho Viglacera một số lợi thế, chúng tôi kỳ vọng khối lượng nhập khẩu khoảng 90 triệu m<sup>2</sup> sẽ dễ dàng lấp đầy sự thiếu hụt. Do đó, chúng tôi ước tính giá bán kính trong nước có thể sẽ ổn định. Ở phía đầu vào, giá FO thuận lợi hơn nhờ quy định IMO 2020 sẽ cải thiện lợi nhuận của nhà sản xuất trong nước

Hình 11. Các thị trường xuất khẩu kính sang Việt Nam



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, KIS

Hình 12. Công suất kính của các nhà sản xuất nội địa



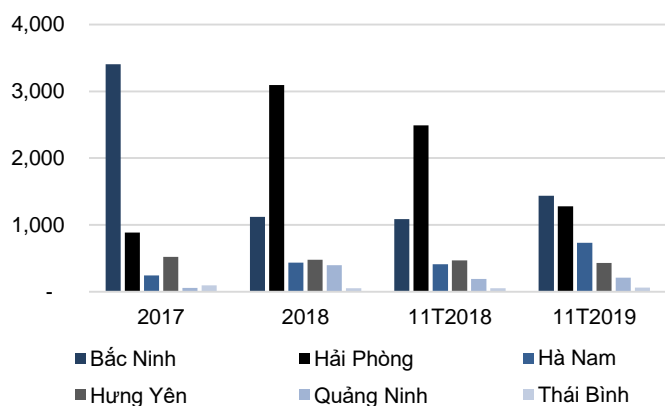
Nguồn: KIS

## 2. Tiềm năng dài hạn của mảng bất động sản khu công nghiệp

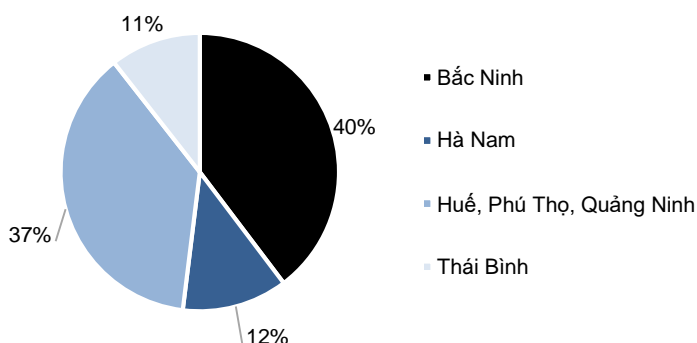
### 2.1. Chủ đầu tư hàng đầu phía Bắc

Bên cạnh VSIP và Tập đoàn Kinh Bắc (HSX: KBC), Viglacera là một trong những chủ đầu tư lớn nhất ở miền Bắc. So với phía Nam, các khu công nghiệp (KCN) phía Bắc có lợi thế ở gần Trung Quốc nên trong điều kiện chi phí lao động của Trung Quốc tăng quá nhanh và căng thẳng thương mại của Hoa Kỳ và Trung Quốc leo thang, các nhà sản xuất toàn cầu có thể chuyển các nhà máy của họ từ Trung Quốc sang miền Bắc Việt Nam

Hình 15. Vốn FDI đăng kí, 11T2019



Hình 16. Tổng diện tích có thể cho thuê của VGC, 2019



Nguồn: Bộ Kế hoạch Đầu tư, KIS

Nguồn: KIS

Chúng tôi ước tính tổng quỹ đất còn lại của Viglacera vào khoảng 992ha. Với doanh số bán đất 100-150ha trong giai đoạn 2017-2019, quỹ đất hiện tại có thể đảm bảo doanh thu KCN ổn định trong 5-10 năm tới

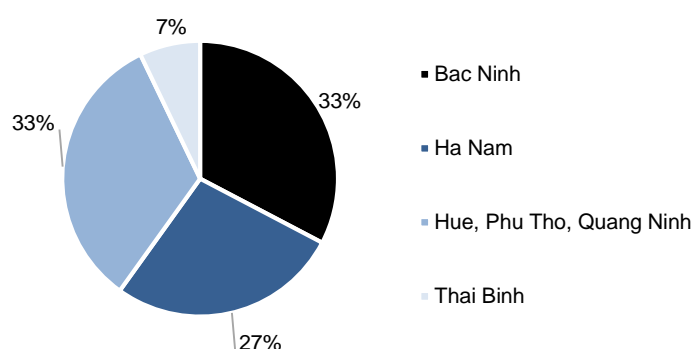
## 2.2. Tiềm năng tăng trưởng dài hạn

Dựa trên một quỹ đất lớn và quá trình công nghiệp hóa đang tăng tốc của Việt Nam, chúng tôi tin rằng lĩnh vực KCN có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo sẽ có một chút chậm lại vào năm 2020 so với kết quả đỉnh năm 2019.

Chúng tôi ước tính rằng Viglacera đã bán một lượng cực kỳ cao khoảng 150ha vào năm 2019, tăng 150% n/n nhờ căng thẳng thương mại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc đã khiến nhiều nhà sản xuất toàn cầu có kế hoạch chuyển nhà máy của họ sang Việt Nam. Dựa trên các tín hiệu tích cực hiện tại của thỏa thuận thương mại Hoa Kỳ và thực tế là hầu hết các khu vực đất hấp dẫn của Viglacera ở Bắc Ninh và Hà Nam đã được bán vào năm 2019, chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh Viglacera đã đạt đỉnh vào năm 2019.

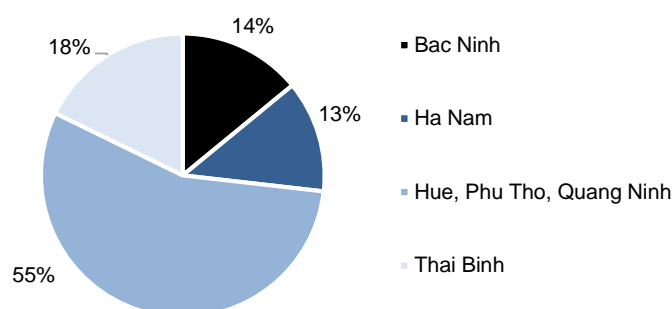
Về lâu dài, các dự án mới Yên Mỹ ở Hưng Yên và Yên Phong 2C ở Bắc Ninh (trong đó tổng diện tích lần lượt là 300ha và 170ha) sẽ cung cấp cho Viglacera quỹ đất hấp dẫn. Hiện tại, các dự án này đang trong quá trình giải phóng mặt bằng

Hình 17. Cơ cấu đất bán của Viglacera trong 2019



Nguồn: VGC, KIS

Hình 18. Đất còn lại để bán của Viglacera cuối 2019



Nguồn: VGC, KIS

## 3. Thoái vốn nhà nước là động lực tăng trưởng dài hạn

Theo Quyết định 1232 / QĐ-TTg về kế hoạch và thời gian chi tiết để thoái vốn khỏi các doanh nghiệp nhà nước từ năm 2017 đến 2020, Nhà nước sẽ thoái vốn toàn bộ cổ phần của VGC vào năm 2019. Tổng Công ty cổ phần Thiết bị điện Việt Nam Gelex (HSX: GEX) thể hiện sự quan tâm của mình trong việc mua lại cổ phần đó. Vào ngày

29 tháng 3 năm 2019, Bộ Xây dựng đã bán 18% cổ phần của VGC cho Gelex với giá 23 ngàn đồng/cổ phiếu và 53,4% còn lại sẽ được thoái vốn trong tương lai gần. Việc thoái vốn của Nhà nước là động lực tăng trưởng dài hạn cho Viglacera trong việc cắt giảm chi phí, mở rộng bán hàng và cải thiện hiệu quả kinh doanh

## 4. Dự phóng thu nhập và Định giá

### 4.1. Dự phóng thu nhập

Tỷ đồng	2018	2019E	2020E	Giải thích
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,812</b>	<b>9,899</b>	<b>10,026</b>	Tăng trưởng đáng kể trong năm 2019 nhờ đóng góp của KCN
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>-4.2%</i>	<i>12.3%</i>	<i>1.3%</i>	
Vật liệu xây dựng	7,262	7,106	7,234	Doanh thu vững chắc với hiệu suất ổn định của phân khúc gạch ốp và gạch đất nung, cải thiện lợi nhuận của phân khúc kính dựa trên giá đầu vào thuận lợi hơn và mở rộng doanh số của phân khúc thiết bị vệ sinh nhờ các nhà máy mới
BDS Khu công nghiệp	1,072	2,689	2,638	Không tăng trưởng trong 2020 do kết quả đột biến năm 2019
BDS Dân dụng	478	104	154	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,768</b>	<b>7,606</b>	<b>7,732</b>	
<i>Biên gộp (%)</i>	<i>23.2%</i>	<i>23.2%</i>	<i>22.9%</i>	
Vật liệu xây dựng	1,460	1,413	1,459	
BDS Khu công nghiệp	405	844	800	Lợi nhuận gộp giảm do vị trí kém hấp dẫn của các KCN còn lại
BDS Dân dụng	166	36	34	
<b>EBIT</b>	<b>910</b>	<b>1,100</b>	<b>1,088</b>	
Lãi vay ròng	93	108	104	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>673</b>	<b>798</b>	<b>782</b>	
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,196	1,458	1,424	

Nguồn: VGC, KIS dự phóng

### 4.2. Định giá

Sử dụng phương pháp Tổng Từng Phần, chúng tôi định giá cổ phiếu VGC ở mức **21,700 đồng** vào cuối 2020. Với giá hôm nay (03/01/2020) là 18,000 đồng, tổng suất sinh lời kỳ vọng là 26.2%. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho VGC với thời gian nắm giữ một năm.

Tổng từng phần, tỷ đồng	2019F	2020F	Remark
<b>1) Mạng vật liệu</b>			<b>EV/EBITDA</b>
Lợi nhuận gộp		1,459	
Khấu hao		319	
EBITDA	937	969	



Giá trị mảng vật liệu (A)	4,589	4,359	Mặc dù EV / EBITDA trung bình 3 năm của các công ty vật liệu hàng đầu bao gồm Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG), Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) Hà Tiên 1 (HSX: HT1) Nhựa Bình Minh (HSX: BMP) là khoảng 5.5- 6.5, chúng tôi chỉ áp dụng <b>EV/EBITDA 4,5x</b> cho phân khúc vật liệu của VGC, ngụ ý tỷ lệ chiết khấu là 20% vì đây không phải là công ty đứng đầu trong bất kỳ phân khúc vật liệu nào
<b>2) Mảng khu công nghiệp</b>			<b>RNAV cho hạ tầng and DCF cho các dịch vụ quản lý</b>
WACC		15%	15% cho toàn bộ vòng đời
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		4%	
Giá trị mảng bất động sản khu công nghiệp (B)		4,319	Including 8 projects in Yen Phong, Hai Yen, Dong Van IV, Tien Hai, Phu Ha, Phong Dien and Dong Mai
<b>3) Các bất động sản khác</b>			<b>RNAV</b>
Giá trị các bất động sản (C)		1,073	Giá trị sổ sách cuối 2018
<b>4) Các khoản đầu tư dài hạn</b>			
Giá trị các khoản đầu tư dài hạn (D)	382	382	Giá trị sổ sách cuối 2018, chiết khấu 50%
<b>Giá trị doanh nghiệp (E) = (A) + (B) + (C) + (D)</b>		<b>10,133</b>	<b>Tổng từng phần</b>
Nợ ròng (F)		-50	
Lợi ích cổ đông thiểu số (G)		909	
<b>Giá trị VCSH (H) = (E) – (F) – (G)</b>		<b>9,735</b>	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)		448	
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>		<b>21,700</b>	<b>2020</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm		20.6%	
Suất sinh lợi cổ tức		5.6%	Cổ tức tiền mặt 1,000 đồng mỗi cổ phiếu
<b>Tổng suất sinh lợi kỳ vọng</b>		<b>26.2%</b>	<b>2020</b>

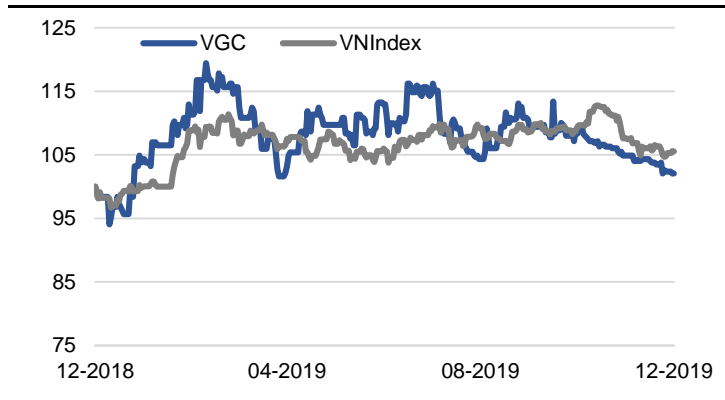
## 5. Rủi ro

### Hồi tố định giá khi IPO

Chúng tôi thấy rằng việc thoái vốn của Nhà nước là chất xúc tác chính cho Viglacera trong năm 2020. Tuy nhiên, một vấn đề lớn làm trì hoãn tiến độ thoái vốn của Nhà nước là việc đánh giá khoản định giá của Viglacera khi chính thức thay đổi cấu trúc sang công ty cổ phần từ công ty Nhà nước vào năm 2014. Việc đánh giá lại có thể dẫn đến chi phí bổ sung mà các cổ đông hiện tại và tiềm năng phải chịu trả cho nhà nước

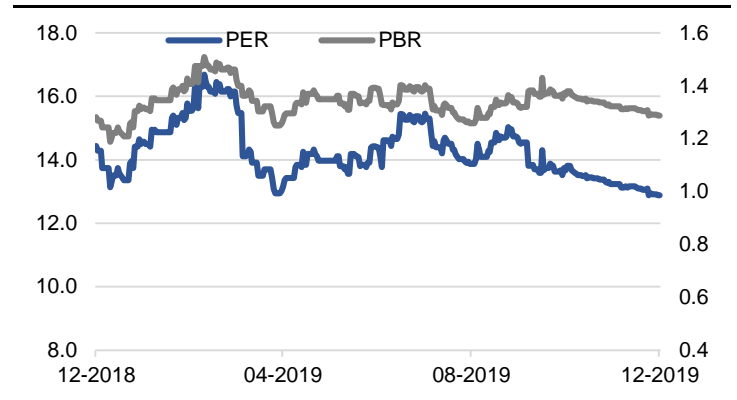
# Phụ lục

**Fig 21. Diễn biến giá VGC so với VNIndex**



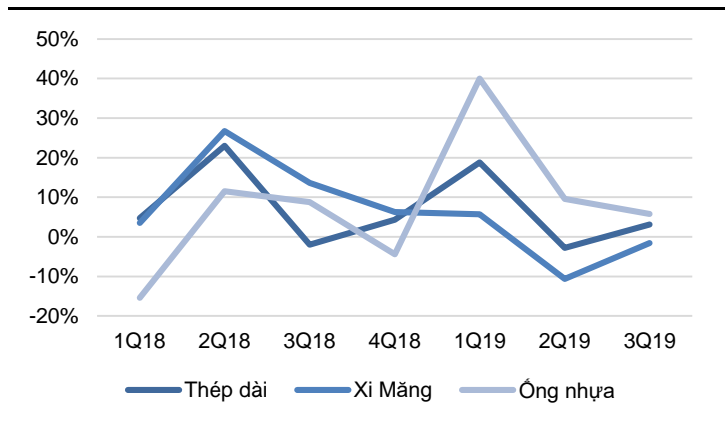
Nguồn: Bloomberg, KIS

**Fig 22. PER & PBR lịch sử 1 năm của VGC**



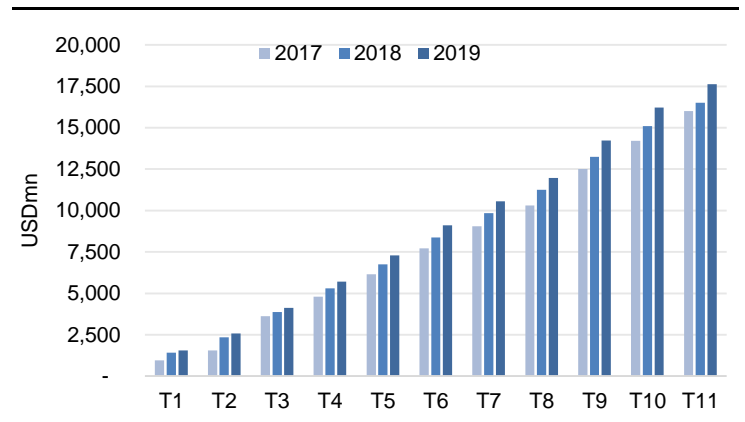
Nguồn: Bloomberg, KIS

**Fig 23. Tăng trưởng tiêu thụ nội địa, n/n**



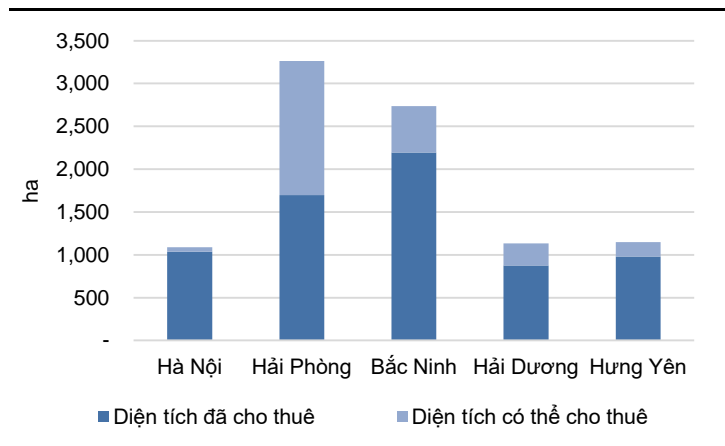
Nguồn: VSA, VNCA, KIS

**Fig 24. Lũy kế giải ngân FDI**



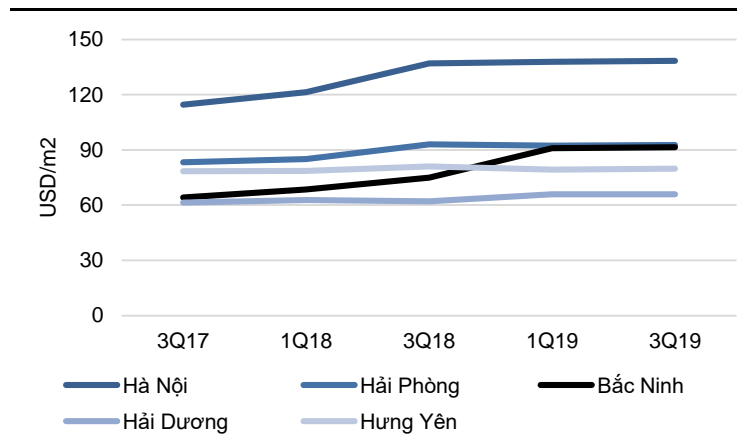
Nguồn: MPI, KIS

**Fig 25. Diện tích đất KCN và hiệu suất, 3Q2019**



Nguồn: JLL, KIS

**Fig 26. Giá thuê đất trung bình**



Nguồn: JLL, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,139</b>	<b>9,197</b>	<b>8,812</b>	<b>9,899</b>	<b>10,026</b>
Tăng trưởng (%)	4%	13%	-4%	12%	1%
Gạch ốp lát	1,966	2,047	2,640	2,760	2,824
Gạch đất nung	2,059	2,261	2,197	2,109	2,088
Kính	1,167	1,311	1,057	826	826
Sứ vệ sinh	977	1,012	1,029	1,036	1,121
Khu công nghiệp	593	1,345	1,072	2,689	2,638
Bất động sản khác	1,025	864	478	104	154
Khác	341	355	340	375	375
<b>GVHB</b>	<b>6,160</b>	<b>7,056</b>	<b>6,768</b>	<b>7,606</b>	<b>7,732</b>
Biên LN gộp (%)	26.0%	23.0%	21.0%	16.8%	18.2%
Chi phí BH & QLDN	1,111	1,136	1,135	1,193	1,205
<b>EBITDA</b>	<b>1,302</b>	<b>1,459</b>	<b>1,403</b>	<b>1,517</b>	<b>1,505</b>
Biên lợi nhuận (%)	16.0%	15.9%	15.9%	15.3%	15.0%
Khấu hao	434	454	493	416	416
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>868</b>	<b>1,005</b>	<b>910</b>	<b>1,100</b>	<b>1,088</b>
Biên LN HĐKD (%)	10.7%	10.9%	10.3%	11.1%	10.9%
Chi phí lãi vay ròng	143	96	93	108	104
% so với nợ ròng	11%	24%	278%	41%	-64%
Khả năng trả lãi vay (x)	6.1	10.4	9.8	10.2	10.5
Lãi/lỗ khác	44	5	30	12	-
Thuế	148	192	174	206	202
Thuế suất hiệu dụng (%)	19%	21%	21%	21%	21%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>621</b>	<b>722</b>	<b>673</b>	<b>798</b>	<b>782</b>
Biên lợi nhuận (%)	7.6%	7.9%	7.6%	8.1%	7.8%
Lợi ích CĐ thiểu số	107	122	102	102	102
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>514</b>	<b>600</b>	<b>571</b>	<b>697</b>	<b>680</b>
Số lượng CP (triệu)	307	448	448	448	448
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>710</b>	<b>1,295</b>	<b>1,196</b>	<b>1,458</b>	<b>1,424</b>
Tăng EPS (%)	50%	82%	-8%	22%	-2%
Cổ tức (VND)	400	950	950	1,000	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	26%	73%	79%	69%	70%

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	2018	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	662	495	265	583	19
Capex	83	381	543	543	543
Dòng tiền khác	298	707	481	-	-
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>10</b>	<b>-407</b>	<b>-123</b>	<b>598</b>	<b>1,145</b>
Phát hành cổ phiếu	563	2,274	-	-	-
Cổ tức	134	516	481	448	448
Thay đổi nợ ròng	-440	-1,351	604	-149	-697
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>1,082</b>	<b>-269</b>	<b>336</b>	<b>186</b>	<b>-510</b>
Giá trị doanh nghiệp	9,859	8,630	9,336	9,288	8,693
<b>Tổng VCSH</b>	<b>6,720</b>	<b>9,180</b>	<b>9,336</b>	<b>9,643</b>	<b>9,935</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	482	604	706	807	909
<b>VCSH</b>	<b>6,238</b>	<b>8,576</b>	<b>8,630</b>	<b>8,836</b>	<b>9,026</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	9,245	19,128	19,249	19,708	20,131
Nợ ròng / VCSH (%)	16%	-3%	4%	2%	-5%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.8	-0.2	0.2	0.1	-0.3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>16,034</b>	<b>18,511</b>	<b>18,669</b>	<b>18,870</b>	<b>18,507</b>

Nợ ròng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền

Vốn lưu động: gồm các tài sản dờ đang tài sản của mảng bất động sản khu công nghiệp

Capex: Chỉ gồm mảng vật liệu

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</b>	10.1%	8.1%	6.6%	8.0%	7.6%
<b>ROA (%)</b>	3.9%	3.9%	3.6%	4.2%	4.2%
<b>ROIC (%)</b>	10.7%	9.6%	8.0%	9.1%	9.0%
<b>WACC (%)</b>	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>PER (x)</b>	26.1	14.3	15.5	12.7	13.0
<b>PBR (x)</b>	0.6	1.0	1.0	0.9	0.9
<b>PSR (x)</b>	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>EV/EBITDA (x)</b>	7.6	5.9	6.7	6.1	5.8
<b>EV/Sales (x)</b>	1.2	0.9	1.1	0.9	0.9
<b>Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)</b>	1.0%	5.1%	5.1%	5.4%	5.4%

## Liên hệ

### Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.  
ĐT: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6899

### PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,  
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188  
Fax: (+84 28) 3820 9229

### Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,  
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448  
Fax : (+84 24) 3974 4501

### PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555  
Fax: (+84 24) 3632 0809

### PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,  
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188  
Fax : (+84 24) 3244 4150

## Phòng Phân tích

### Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích  
(+84 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

## Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

### Lâm Hạnh Uyên

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

## Nguyên tắc khuyến nghị

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

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

**BÁN:** 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**.