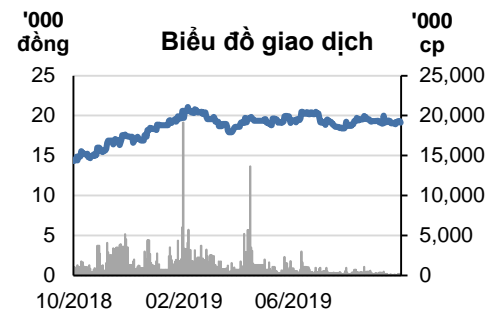


**VGC (HOSE) Tâm điểm mảng bất động sản khu công nghiệp**

**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

**Bất động sản và liên quan**

Giá thị trường (VND)	19,050
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	22,600
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	18.5%
Suất sinh lợi cổ tức	5.2%
Suất sinh lợi bình quân năm	23.8%



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	10%	-1%	-3%	33%
Tương đối	-3%	-1%	-4%	19%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

**Thông kê 29/10/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	14.4k-21.1k
SL lưu hành (triệu cp)	448
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,563
Vốn hóa (triệu USD)	369
% khối ngoại sở hữu	13.5%
SL cp tự do (triệu cp)	83.6
KLGD TB 3 tháng (cp)	353,556
VND/USD	23,202
Index: VNIndex / HNX	996/105

Nguồn: Bloomberg

**Cơ cấu sở hữu 29/10/2019**

Bộ Xây dựng	53.4%
Gelex	25.0%

Nguồn: Fiinpro

**Chu Đức Vinh**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

www.kisvn.vn

**Tăng trưởng lợi nhuận mạnh 3Q2019**

Viglacera đã công bố kết quả quý 3/2019 với doanh thu thuần là 2,546 tỷ đồng, tăng 12.2% n/n và lợi nhuận ròng là 203 tỷ đồng, tăng 21.0% n/n. Trong 9T2019, doanh thu tăng 15.8% n/n lên 7,392 tỷ đồng trong khi lợi nhuận ròng cũng tăng 15.9% n/n lên 612 tỷ đồng.

**Phân hóa ở nhóm vật liệu xây dựng**

Trong 9T2019, phân khúc gạch đã báo cáo LNTT ở mức 101 tỷ đồng, tăng 33% n/n nhờ vào hợp đồng bảo hiểm của cả gạch men, sứ và đá granit và cải thiện hiệu suất của Viglacera Hà Nội.

Trong khi đó, ở phân khúc thiết bị vệ sinh, nhà máy Mỹ Xuân vừa vận hành trong năm nay nên hiệu suất hoạt động thấp là chấp nhận được. Kết quả là, trong 9T2019, LNTT của phân khúc này được ghi nhận ở mức 56 tỷ đồng, giảm 25% n/n. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính rằng công ty sẽ có thể cải thiện hiệu suất vào năm 2020.

Đối với phân khúc kính xây dựng, sự cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm nhập khẩu của Malaysia và nhà máy mới của Chu Lai Indevco đã giảm biên lợi nhuận gộp của Viglacera xuống 10% trong 9T2019 từ mức 14.8% trong năm 2018 khiến LNTT chỉ đạt 70 tỷ đồng. Vào năm 2020, mặc dù Viglacera đưa nhà máy kính siêu trắng mới của mình đi vào hoạt động, cạnh tranh sẽ không quá nghiêm trọng hơn vì đây là một sản phẩm ngách và nhà máy cũ của Chu Lai Indevco sẽ ngừng để bảo dưỡng.

**Khu công nghiệp dẫn dắt tăng trưởng**

Công ty đã bán khoảng 50.9ha đất công nghiệp trong 3Q2019 để tổng diện tích bán đất là 150ha trong 9T2019, tương đương 150% của năm 2014. Từ đầu năm đến nay, do căng thẳng thương mại của Hoa Kỳ và Trung Quốc, nhiều nhà sản xuất toàn cầu đã lên kế hoạch chuyển nhà máy của họ sang Việt Nam, thậm chí đến các địa điểm ít thuận lợi hơn. Do đó, các khu công nghiệp của Viglacera tại các tỉnh Hà Nam, Phú Thọ và Thái Bình đã chứng kiến dòng vốn đầu tư nước ngoài tăng mạnh. Cụ thể, trong tổng hợp, 95.1ha, trong số 150ha được bán trong 9T2019, đến từ các khu vực này.

Dự án mới Yên Mỹ và Yên Phong 2C với tổng diện tích đất lần lượt là 300ha và 170ha, hiện đang trong quá trình giải phóng mặt bằng. Ban lãnh đạo dự kiến sẽ ra mắt Yên Phong 2C trong 1Q2020.

**Thoái vốn nhà nước năm 2020**

Chính phủ có kế hoạch thoái vốn toàn bộ cổ phần của mình tại Viglacera trước năm 2021 và Gelex (HOSE: GEX) đã thể hiện sự quan tâm của mình trong việc tăng cổ phần tại đây. Một vấn đề lớn làm trì hoãn tiến trình thoái vốn của Nhà nước là việc đánh giá lại Viglacera khi chính thức đổi thành 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 hoặc tiềm năng phải trả cho Tiểu bang. Tuy nhiên, việc chuyển từ Nhà nước sang Gelex là chất xúc tác dài hạn cho Viglacera trong việc cắt giảm chi phí và mở rộng bán hàng.

**Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG**

Cho năm 2020, chúng tôi ước tính dòng vốn FDI mạnh sẽ là động lực chính cho phân khúc khu công nghiệp nói riêng và Viglacera nói chung. Doanh thu và lợi nhuận ròng ở mức 9,833 tỷ đồng và 841 tỷ đồng. Mỗi cổ phiếu có thể kiếm được 1,340 đồng.

Sử dụng phương pháp Tổng từng phần, chúng tôi định giá cổ phiếu VGC ở mức **22,600 đồng** vào cuối năm 2020. Bao gồm cổ tức tiền mặt 1,000 đồng trên mỗi cổ phiếu, tổng lợi nhuận dự kiến là 23.8% theo giá thị trường hiện tại là 19,050 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

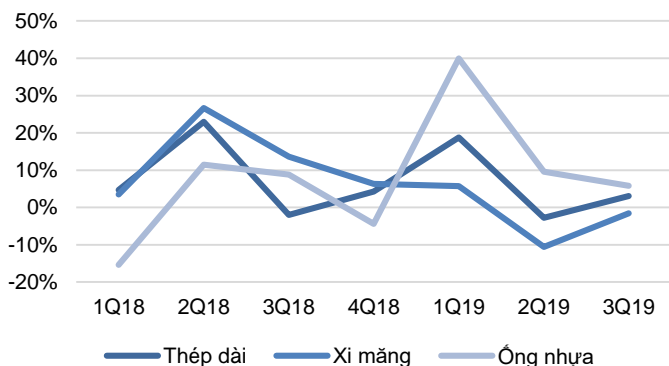
## Dự phóng

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>Doanh thu</b>	<b>1,830</b>	<b>2,274</b>	<b>2,270</b>	<b>2,438</b>	<b>2,269</b>	<b>2,567</b>	<b>2,546</b>	<b>2,211</b>	<b>8,812</b>	<b>9,593</b>	<b>9,741</b>
Hàng hóa	1,603	1,968	2,030	2,077	1,630	1,799	1,981	1,677	7,679	7,088	7,106
Dịch vụ	226	306	240	361	638	768	565	534	1,134	2,506	2,635
Tăng trưởng DT năm (%)	-9.8%	0.6%	-9.8%	2.0%	24.0%	12.9%	12.2%	-9.3%	-4.2%	8.9%	1.5%
Hàng hóa	-12.4%	-0.5%	-4.0%	11.8%	1.7%	-8.6%	-2.4%	-19.2%	-1.3%	-7.7%	0.3%
Dịch vụ	14.6%	8.0%	-40.1%	-32.2%	182.1%	150.9%	135.4%	48.0%	-19.9%	121.1%	5.1%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>374</b>	<b>563</b>	<b>513</b>	<b>615</b>	<b>489</b>	<b>619</b>	<b>671</b>	<b>503</b>	<b>2,044</b>	<b>2,282</b>	<b>2,328</b>
Hàng hóa	300	449	399	471	302	397	430	301	1,620	1,430	1,481
Dịch vụ	74	113	113	124	187	222	241	202	425	852	848
Biên lợi nhuận gộp (%)	20.5%	19.6%	22.0%	17.4%	17.5%	20.0%	15.0%	15.6%	23.2%	23.8%	23.9%
Hàng hóa	18.7%	22.8%	19.7%	22.7%	18.5%	22.1%	21.7%	18.0%	21.1%	20.2%	20.8%
Dịch vụ	32.7%	37.1%	47.2%	34.3%	29.2%	28.9%	42.6%	37.8%	37.5%	34.0%	32.2%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>166</b>	<b>313</b>	<b>245</b>	<b>186</b>	<b>266</b>	<b>315</b>	<b>295</b>	<b>252</b>	<b>910</b>	<b>1,129</b>	<b>1,155</b>
Tăng trưởng (%)	-35.4%	1.8%	-5.5%	2.2%	59.9%	0.8%	20.7%	-14.6%	-9.5%	24.1%	2.3%
Biên LN (%)	9.1%	13.8%	10.8%	7.6%	11.7%	12.3%	11.6%	11.4%	10.3%	11.8%	11.9%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>119</b>	<b>242</b>	<b>167</b>	<b>139</b>	<b>180</b>	<b>229</b>	<b>203</b>	<b>211</b>	<b>673</b>	<b>822</b>	<b>844</b>
Tăng trưởng (%)	-40.1%	13.7%	-27.9%	77.0%	51.1%	-5.1%	21.0%	7.4%	7.3%	-12.4%	25.5%
Biên LN (%)	6.5%	10.6%	7.4%	5.7%	7.9%	8.9%	8.0%	9.5%	7.6%	8.6%	8.7%

## Định giá

Tổng từng phần, tỷ đồng	2019F	2020F	Remark
<b>1) Mảng vật liệu</b>			<b>EV/EBITDA</b>
Lợi nhuận gộp		1,443	
Khấu hao		319	
EBITDA	942	984	
Giá trị mảng vật liệu (A)	4,240	4,426	Hệ số EV/EBITDA = 4.5
<b>2) Mảng khu công nghiệp</b>			<b>RNAV cho hạ tầng and DCF cho các dịch vụ quản lý</b>
WACC	15%	15%	15% cho toàn bộ vòng đời
Tốc độ tăng trưởng trong dài hạn	4%	4%	
Giá trị mảng Bất động sản khu công nghiệp (B)	5,194	4,474	Gồm 8 dự án ở Yên Phong, Hải Yên, Đồng Văn IV, Tiên Hải, Phú Hà, Phong Điền và Đông Mai
<b>3) Mảng bất động sản dân dụng</b>			<b>RNAV</b>
Residential project value (C)	1,073	1,200	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>10,124</b>	<b>Tổng từng phần</b>
Nợ ròng (F)		-678	
Lợi ích cổ đông thiểu số (G)		909	
<b>Giá trị VCSH (H) = (E) – (F) – (G)</b>		<b>10,124</b>	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)		448	
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>		<b>22,600</b>	<b>2020</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm		18.5%	
Suất sinh lợi cổ tức		5.2%	Cổ tức tiền mặt 1,000 đồng mỗi cổ phiếu
<b>Tổng suất sinh lợi kì vọng</b>		<b>23.8%</b>	<b>2020</b>

Hình 01. Tăng trưởng tiêu thụ nội địa, n/n



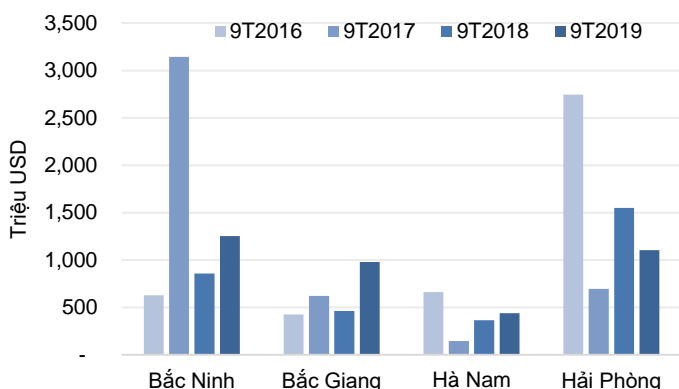
Nguồn: VSA, VNCA, BMP, KIS

Hình 02. Biến động giá dầu FO



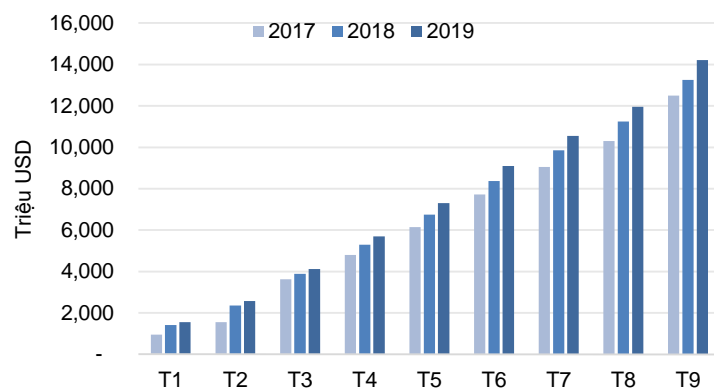
Nguồn: Bộ Công Thương, KIS

Hình 03. Vốn đăng ký FDI ở các tỉnh phía Bắc



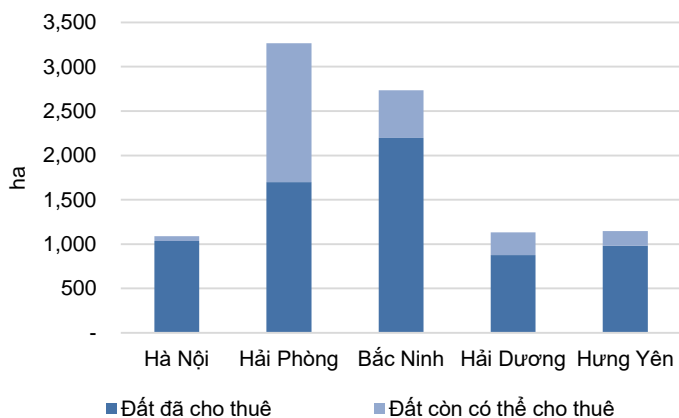
Nguồn: Bộ Kế hoạch Đầu tư, KIS

Hình 04. Vốn FDI giải ngân lũy kế



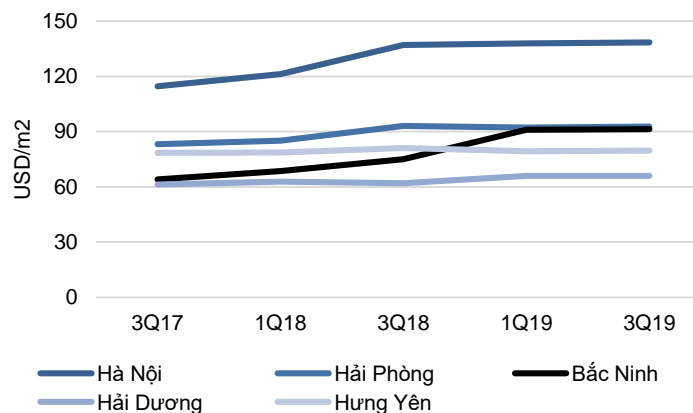
Nguồn: Bộ Kế hoạch Đầu tư, KIS

Hình 05. Diện tích các KCN phía Bắc 3Q2019



Nguồn: JLL, KIS

Hình 06. Giá thuê trung bình các tỉnh phía Bắc



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>9,593</b>	<b>9,741</b>
Tăng trưởng (%)	4%	13%	-4%	9%	2%
Gạch gốm ốp lát	1,966	2,047	2,640	2,760	2,824
Gạch nung, ngói	2,059	2,261	2,197	1,999	1,819
Kính xây dựng	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	2,506	2,635
Bất động sản khác	1,025	864	478	103	153
Khác	341	355	340	363	363
<b>GVHB</b>	<b>6,160</b>	<b>7,056</b>	<b>6,768</b>	<b>7,312</b>	<b>7,413</b>
Biên LN gộp (%)	26.0%	23.0%	21.0%	16.8%	18.2%
Chi phí BH & QLDN	1,111	1,136	1,135	1,153	1,173
<b>EBITDA</b>	<b>1,302</b>	<b>1,459</b>	<b>1,403</b>	<b>1,545</b>	<b>1,571</b>
Biên lợi nhuận (%)	16.0%	15.9%	15.9%	16.1%	16.1%
Khấu hao	434	454	493	416	416
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>868</b>	<b>1,005</b>	<b>910</b>	<b>1,129</b>	<b>1,155</b>
Biên LN HĐKD (%)	10.7%	10.9%	10.3%	11.8%	11.9%
Chi phí lãi vay ròng	143	96	93	106	92
% so với nợ ròng	11%	24%	278%	80%	-25%
Khả năng trả lãi vay (x)	6.1	10.4	9.8	10.7	12.5
Lãi/lỗ khác	44	5	30	12	-
Thuế	148	192	174	212	218
Thuế suất hiệu dụng (%)	19%	21%	21%	21%	21%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>621</b>	<b>722</b>	<b>673</b>	<b>822</b>	<b>844</b>
Biên lợi nhuận (%)	7.6%	7.9%	7.6%	8.6%	8.7%
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>721</b>	<b>743</b>
Số lượng CP (triệu)	307	448	448	448	448
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>614</b>	<b>1,032</b>	<b>1,031</b>	<b>1,300</b>	<b>1,340</b>
Tăng EPS (%)	49%	68%	0%	26%	3%
Cổ tức (VND)	400	950	950	1,000	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	<b>8,139</b>	<b>9,197</b>	<b>8,812</b>	<b>9,593</b>	<b>9,741</b>

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	359	193
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>856</b>	<b>1,054</b>
Phát hành cổ phiếu	563	2,274	-	-	-
Cổ tức	134	516	481	448	448
Thay đổi nợ ròng	-440	-1,351	604	-408	-605
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>1,082</b>	<b>-269</b>	<b>336</b>	<b>-72</b>	<b>-678</b>
Giá trị doanh nghiệp	10,128	8,899	9,605	9,299	8,795
<b>Tổng VCSH</b>	<b>6,720</b>	<b>9,062</b>	<b>9,145</b>	<b>9,381</b>	<b>9,635</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	482	604	706	807	909
<b>VCSH</b>	<b>6,238</b>	<b>8,458</b>	<b>8,439</b>	<b>8,574</b>	<b>8,726</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	9,245	18,865	18,822	19,122	19,462
Nợ ròng / VCSH (%)	16%	-3%	4%	-1%	-7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.8	-0.2	0.2	-	-0.4
<b>Tổng tài sản</b>	<b>16,034</b>	<b>18,511</b>	<b>18,669</b>	<b>18,635</b>	<b>18,426</b>

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

Vốn lưu động: gồm các tài sản dễ dàng 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%	8.2%	6.8%	8.5%	8.6%
<b>ROA (%)</b>	3.9%	3.9%	3.6%	4.4%	4.6%
<b>ROIC (%)</b>	10.7%	9.6%	8.2%	9.7%	10.1%
<b>WACC (%)</b>	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>PER (x)</b>	31.1	18.5	18.5	14.7	14.3
<b>PBR (x)</b>	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>PSR (x)</b>	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
<b>EV/EBITDA (x)</b>	7.8	6.1	6.8	6.0	5.6
<b>EV/Sales (x)</b>	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9
<b>Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)</b>	1.0%	5.0%	5.0%	5.2%	5.2%

## 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

**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**.