

# Viglacera (VGC)

## Khu công nghiệp tỏa sáng

- Mảng vật liệu đi xuống do COVID-19
- Khu công nghiệp tăng trưởng nhờ hợp đồng kí trong 2019
- Khuyến nghị MUA

## Vật liệu và khu công nghiệp trái chiều

Viglacera công bố doanh thu 1Q20 là 2,374 tỷ đồng, tăng 4.6% n/n. Cụ thể, doanh thu bất động sản tăng 28.1% n/n lên 190 tỷ đồng nhờ sự thúc đẩy của các khu công nghiệp, mảng vật liệu thu hẹp 6.0% n/n còn 1,467 tỷ đồng, trong đó (1) gạch ốp lát là 496 tỷ đồng, giảm 10.9% n/n (2) gạch ngói đất nung là 456 tỷ đồng, giảm 5.6% n/n (3) kính và sứ vệ sinh là 382 tỷ đồng, giảm 12.2% n/n.

Lợi nhuận gộp đạt 534 tỷ đồng, tăng 9.1% n/n. Đối với phân khúc bất động sản, lợi nhuận gộp tăng 43.5% n/n lên 275 tỷ đồng. Đối với mảng vật liệu, lợi nhuận gộp giảm 13.0% n/n xuống còn 288 tỷ đồng. Tuy nhiên, chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp tăng 23.4% n/n lên 278 tỷ đồng với ước tính phân khúc vật liệu tăng 29.5% n/n và phân khúc bất động sản tăng 14.7% n/n. Do đó, LNST của cổ đông kiểm soát không thay đổi n/n ở mức 159 tỷ đồng

## Khu công nghiệp tiếp tục tích cực

Chúng tôi tin rằng kết quả tiêu cực của mảng vật liệu do ảnh hưởng COVID-19. Với phân khúc bất động sản, kết quả đáng kinh ngạc đến từ các hợp đồng kí trong năm 2019, trong đó các khoản khách hàng trả tiền trước là 1,816 tỷ đồng, tăng 129.6% n/n và doanh thu chưa thực hiện ổn định ở mức 1,910 tỷ đồng.

Trong 2Q20, chúng tôi hy vọng phân khúc vật liệu sẽ tiếp tục chậm lại do COVID-19 nhưng phân khúc bất động sản sẽ tiếp tục tăng. Mặc dù vốn FDI đăng kí vào lĩnh vực sản xuất và tổng giải ngân trong 4M20 giảm 43% n/n và 9.6% n/n, khoản khách hàng trả tiền trước mà chúng tôi ước tính vào khoảng 1,700 tỷ đồng vào cuối 1Q20 sẽ đảm bảo lợi nhuận năm 2020.

## Duy trì khuyến nghị MUA

Năm 2020, chúng tôi ước tính VGC sẽ ghi nhận doanh thu 9,761 tỷ đồng, giảm 3.8% n/n và lợi nhuận ròng 658 tỷ đồng, tăng 1.5% n/n. Chúng tôi tin rằng Viglacera sẽ là hưởng lợi từ việc chuyển dịch các nhà máy từ Trung Quốc. Sử dụng phương pháp định giá từng phần, chúng tôi định giá cổ phiếu VGC ở mức 20,600 đồng vào cuối năm 2020. Bao gồm cổ tức tiền mặt 1,000 đồng trên mỗi cổ phiếu, tổng lợi nhuận dự kiến là 27.7% với mức giá hiện tại là 16,900 đồng. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA**.

## Đánh giá **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **20,600** từ 21,700  
Lợi nhuận **+27.7%** (gồm 6% cổ tức tiền mặt)

## Thống kê

VNIndex (12/5, điểm)	835
Giá cp (12/5, đồng)	16,900
Vốn hóa (tỷ đồng)	325
SLCP lưu hành (triệu)	448
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	20,500/13,400
GTGDTB 6T (tỷ đồng)	0.17
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	12.3/9.9
Cổ đông lớn (%)	
Bộ Xây Dựng	54.0
Gelex	25.0

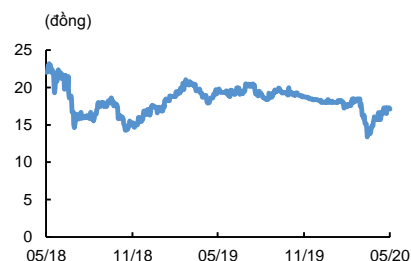
## Định giá

	2019A	2020F	2021F
PE (x)	12.6	12.0	11.8
PB (x)	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	10.5	10.7	10.5
Cổ tức (%)	5.8	5.8	5.8
EV/EBITDA (x)	4.8	4.5	4.7
EPS (đồng)	1,362	1,422	1,451
BPS (đồng)	13,921	14,437	15,016

## Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.1	(0.1)	(0.1)
Tương đối với VNI (%p)	0.0	0.1	0.0

## Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Chu Đức Vĩnh

vinh.cd@kisvn.vn

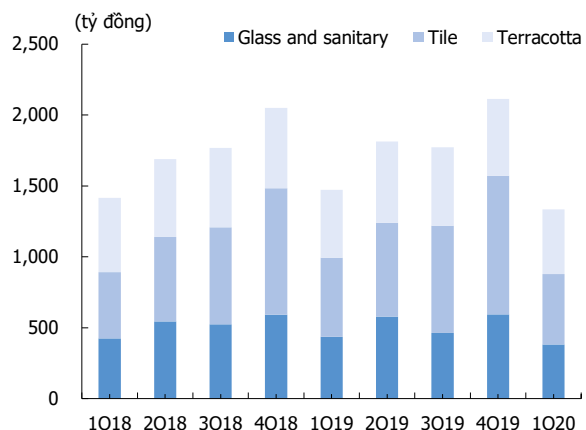
**Bảng 1. Dự phóng lợi nhuận**

(tỷ đồng, %, %p)

	2019				2020	2019	2020F	1Q20		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q			QoQ	YoY	Consensus
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,269</b>	<b>2,567</b>	<b>2,546</b>	<b>2,764</b>	<b>2,374</b>	<b>10,146</b>	<b>9,761</b>	<b>(14.1)</b>	<b>4.6</b>	N.A
Vật liệu	1,561	1,847	1,928	2,063	1,467	7,456	6,705	(28.9)	(6.0)	
Bất động sản	708	720	618	701	907	2,690	3,056	29.4	28.1	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>489</b>	<b>619</b>	<b>671</b>	<b>641</b>	<b>534</b>	<b>2,420</b>	<b>2,295</b>	<b>(16.8)</b>	<b>9.1</b>	
Vật liệu	297	385	425	469	258	1,577	1,386	(44.9)	(13.0)	
Bất động sản	192	234	246	172	275	843	909	59.9	43.5	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>21.5</b>	<b>24.1</b>	<b>26.3</b>	<b>23.2</b>	<b>22.5</b>	<b>23.9</b>	<b>23.5</b>	<b>(0.7)</b>	<b>0.9</b>	
Vật liệu	19.0	20.9	22.0	22.8	17.6	21.1	20.7	(5.1)	(1.4)	
Bất động sản	27.1	32.5	39.8	24.6	30.3	31.4	29.8	5.8	3.3	
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>266</b>	<b>315</b>	<b>295</b>	<b>223</b>	<b>258</b>	<b>1,100</b>	<b>1,080</b>	<b>15.3</b>	<b>(3.1)</b>	
Lợi nhuận trước thuế	223	284	264	196	217	652	680	10.9	(2.9)	
Lợi nhuận sau thuế	178	225	211	142	167	756	766	17.1	(6.2)	
<b>Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ</b>	<b>159</b>	<b>196</b>	<b>168</b>	<b>129</b>	<b>159</b>	<b>652</b>	<b>680</b>	<b>22.7</b>	<b>0.0</b>	<b>N.A</b>
EBITDA	405	435	463	324	419	1,627	1,517	29.0	3.4	
Biên EBITDA	17.8	16.9	18.2	11.7	17.6	16.0	15.5	5.9	(0.2)	
Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	11.7	12.3	11.6	8.1	10.8	10.8	11.1	2.8	(0.9)	

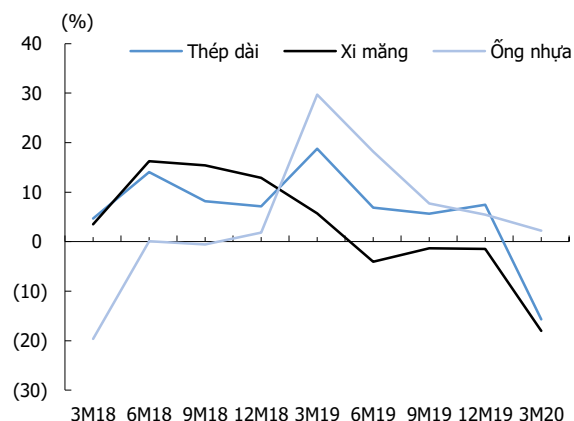
Nguồn: VGC, KIS

**Hình 1. Doanh thu vật liệu của Viglacera**



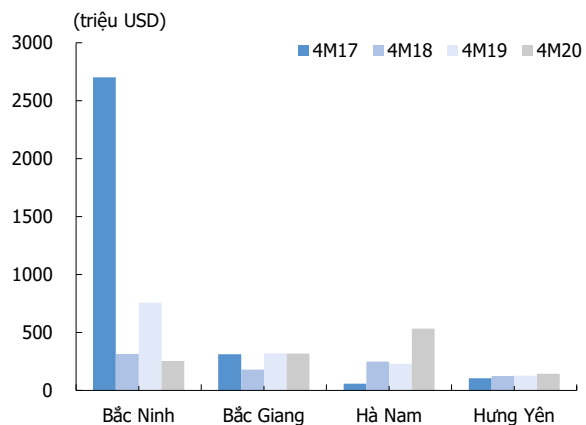
Nguồn: VGC, KIS

**Hình 2. Tăng trưởng tiêu thụ nội địa so với cùng kỳ**



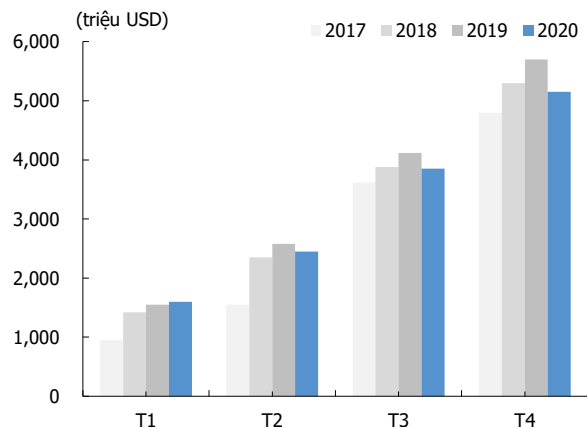
Nguồn: VSA, VNCA, BMP, NTP, KIS

**Hình 3. Vốn đăng kí FDI vào mảng sản xuất chế tạo Việt Nam**



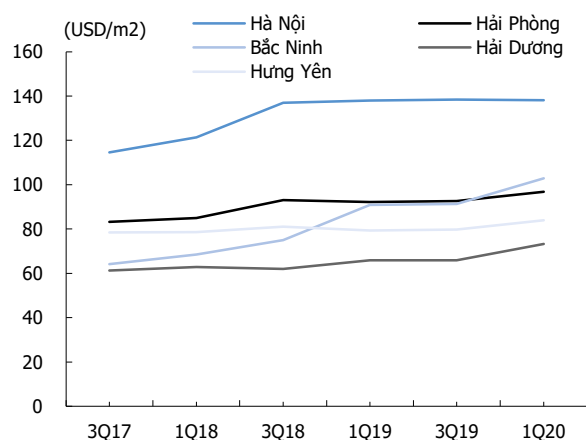
Nguồn: MPI, KIS

**Hình 4. Vốn FDI giải ngân vào Việt Nam**



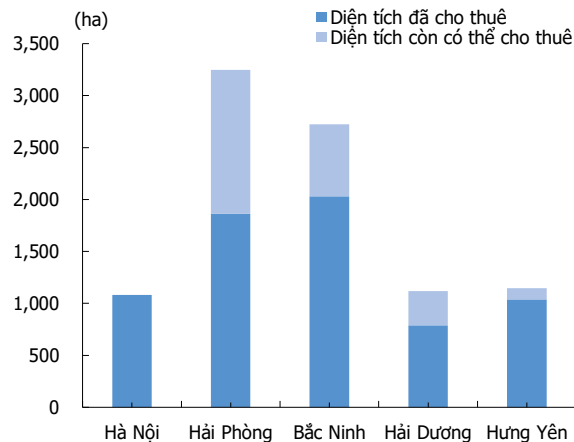
Nguồn: MPI, KIS

**Hình 5. Giá cho thuê khu công nghiệp tại các địa phương**



Nguồn: JLL, KIS

**Hình 6. Diện tích các khu công nghiệp ở phía bắc**



Nguồn: JLL, KIS

**Bảng 2. Định giá doanh nghiệp**

(tỷ đồng, đồng, %)

	2020F	2021F	Chú thích
<b>1) Mảng vật liệu</b>			<b>Định giá EV/EBITDA</b>
EBITDA	808	869	
Hệ số EV/EBITDA	4.5	4.5	Trung bình EV/EBITDA 1 năm của 3 doanh nghiệp: Hòa Phát, Bình Minh, Hà Tiên 1
Giá trị tài sản mảng vật liệu (A)	3,636	3,911	
<b>2) Mảng bất động sản</b>			<b>RNAV và DCF</b>
Khu công nghiệp	2,596		RNAV cho các khu công nghiệp và DCF cho các hoạt động dịch vụ, WACC = 15%, tốc độ tăng trưởng dài hạn = 4%
Dự án dân dụng	1,426		Giá trị sổ sách 2019
Giá trị tài sản mảng bất động sản (B)	4,022		
<b>3) Đầu tư dài hạn</b>			<b>Giá trị sổ sách</b>
Giá trị tài sản các khoản đầu tư dài hạn (C)	792		
<b>Giá trị doanh nghiệp (D) = (A) + (B) + (C)</b>	<b>8,449</b>		
Nợ vay ròng (E)	(1,677)		
Lợi ích cổ đông thiểu số (F)	900		
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (G) = (D) - (E) - (F)</b>	<b>9,226</b>		
Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	448		
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>20,600</b>		
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	21.8		
Suất sinh lợi cổ tức	5.9		
<b>Tổng suất sinh lời kì vọng</b>	<b>27.7</b>	<b>2020</b>	

Nguồn: VGC, KIS

### ■ Tổng quan về công ty

Viglacera là nhà sản xuất vật liệu xây dựng hàng đầu với hơn 40 năm hoạt động. Hiện tại, hoạt động kinh doanh được chia thành 2 mảng, đó là bất động sản bao gồm các dự án nhà ở và khu công nghiệp ở miền Bắc, và vật liệu xây dựng bao gồm kính xây dựng, gạch, đất nung và sứ vệ sinh.

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	8,654	7,891	9,033	10,297	9,956
Tiền và tương đương tiền	2,411	1,774	2,801	3,823	3,404
Phải thu	1,486	1,288	1,393	1,395	1,366
Hàng tồn kho	4,757	4,829	4,839	5,079	5,187
Tài sản dài hạn	6,915	8,104	10,191	9,257	9,116
Tài sản cố định	6,181	7,332	9,399	9,257	9,116
Đầu tư tài chính	734	773	792	0	0
Khác	465	538	664	664	664
<b>Tổng tài sản</b>	<b>16,034</b>	<b>16,533</b>	<b>19,888</b>	<b>20,218</b>	<b>19,736</b>
Người mua trả trước	176	268	1,933	1,558	1,747
Doanh thu chưa thực hiện	3,018	2,989	2,998	2,998	2,653
Phải trả người bán	2,666	2,869	4,317	4,722	4,306
Khác	1,312	1,425	1,421	1,421	1,421
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,266	1,434	1,531	1,540	1,555
Nợ và TP dài hạn	877	675	634	607	329
<b>Tổng nợ và phải trả</b>	<b>9,315</b>	<b>9,661</b>	<b>12,833</b>	<b>12,845</b>	<b>12,011</b>
VCSH	6,116	6,166	6,241	6,473	6,717
Vốn điều lệ	4,484	4,484	4,484	4,484	4,484
Thặng dư	913	929	932	932	932
Quỹ khác	-46	23	2	2	2
LN giữ lại	765	730	824	1,056	1,300
Lợi ích cổ đông thiểu số	604	706	814	900	1,008
<b>Tổng VCSH</b>	<b>6,720</b>	<b>6,872</b>	<b>7,055</b>	<b>7,373</b>	<b>7,725</b>

**Bảng lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dòng tiền hoạt động	1,441	1,550	4,290	993	1,539
LN ròng	706	665	756	766	800
Khấu hao và khấu trừ	454	493	528	438	438
Tăng vốn lưu động ròng	281	392	3,006	(211)	301
Dòng tiền đầu tư	(799)	(582)	(315)	496	(296)
Tài sản cố định	(381)	(543)	(296)	(296)	(296)
Tăng đầu tư tài chính	(419)	(39)	(19)	792	-
Dòng tiền tài chính	407	123	(1,463)	(929)	(944)
Tăng vốn chủ	2,274	-	25	-	-
Tăng nợ	(1,351)	604	(972)	(1,040)	157
Chi trả cổ tức	(516)	(481)	(516)	(448)	(448)
Dòng tiền khác	-	-	-	-	-
<b>Tăng tiền mặt</b>	<b>1,049</b>	<b>1,091</b>	<b>2,512</b>	<b>560</b>	<b>299</b>

**Kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)

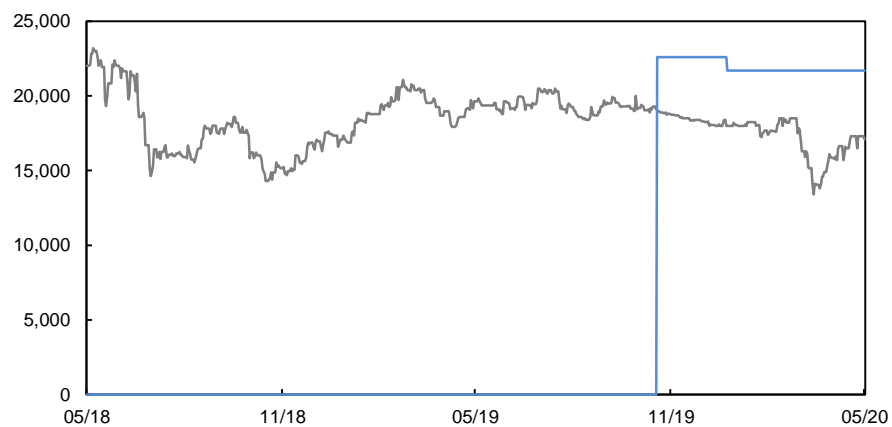
Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu	9,197	8,812	10,146	9,761	9,861
Giá vốn hàng bán	7,056	6,768	7,726	7,466	7,624
Lợi nhuận gộp	2,141	2,044	2,420	2,295	2,238
Chi phí bán hàng & QLDN	1,136	1,135	1,320	1,215	1,153
LN hoạt động	1,005	910	1,100	1,080	1,084
Doanh thu tài chính	78	137	98	88	121
Thu nhập lãi	54	79	72	88	121
Chi phí tài chính	170	202	211	153	146
Chi phí lãi vay	151	173	169	153	146
LN khác	(11)	28	(35)	(35)	(35)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	16	3	3	-	-
LN trước thuế	898	844	967	980	1,023
Thuế TNDN	192	180	211	214	223
LN sau thuế	706	665	756	766	800
LN ròng cho công ty mẹ	600	565	652	680	693
<b>EBITDA</b>	<b>1,459</b>	<b>1,403</b>	<b>1,627</b>	<b>1,517</b>	<b>1,522</b>

**Chỉ số tài chính**

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	1,295	1,183	1,362	1,422	1,451
BPS	13,641	13,753	13,921	14,437	15,016
DPS	950	950	1,000	1,000	1,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	13.0	(4.2)	15.1	(3.8)	1.0
LN hoạt động	15.9	(9.5)	20.9	(1.8)	0.4
LN ròng	24.1	(5.9)	13.8	1.3	4.5
EPS	82.5	(8.7)	15.2	4.4	2.1
EBITDA	12.1	(3.8)	16.0	(6.8)	0.3
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	10.9	10.3	10.8	11.1	11.0
Biên LN ròng	7.7	7.5	7.5	7.8	8.1
Biên EBITDA	15.9	15.9	16.0	15.5	15.4
ROA	4.4	4.0	3.8	3.8	4.1
ROE	12.0	9.2	10.5	10.7	10.5
Suất sinh lợi cổ tức	5.6	5.6	5.8	5.8	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức	73.4	80.3	73.4	70.3	68.9
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(269)	336	(636)	(1,677)	(1,520)
Nợ ròng/VCSH (%)	(4.0)	4.9	(9.0)	(22.7)	(19.7)
Định giá (x)					
PE	13.2	14.5	12.6	12.0	11.8
PB	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.5	6.2	4.8	4.5	4.7

**Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu**

Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	% so với giá TB	% cao (thấp)
Viglacera (VGC)	12-05-20	Mua	20,600		
	14-01-20	Mua	21,700		
	01-11-19	Mua	22.600		



■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không ký vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 12/05/2020.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 12/05/2020.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Viglacera (VGC) và không là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Chu Đức Vĩnh

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. 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 đánh giá cá nhân hoặc 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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.