



## TỔNG CÔNG TY VIGLACERA – CTCP (VGC – UPCOM)

### Hiệu quả kinh doanh chưa tương xứng với tiềm năng

Tổng công ty Viglacera là nhà sản xuất VLXD và BĐS hàng đầu tại Việt Nam. Với mảng VLXD, thương hiệu Viglacera ở các sản phẩm kính, sứ vệ sinh và gạch đã khá quen thuộc với nhiều người tiêu dùng phân khúc trung cấp và phổ thông. Đối với lĩnh vực BĐS, VGC là tên tuổi lớn trong các dự án nhà ở xã hội ở Hà Nội, đồng thời sở hữu hơn 4.000ha quỹ đất KCN.

Hiện tại, hầu hết các dây chuyền VLXD của VGC đã gần đạt hoặc vượt công suất thiết kế. Chính vì vậy, VGC đang hoặc chuẩn bị đầu tư nhiều dự án mới như dự án kính tiết kiệm năng lượng, sứ vệ sinh, gạch ốp lát và kính siêu trắng để tăng năng lực sản xuất. Đa phần các dự án mới sẽ bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2017 hoặc trong năm 2018 nên doanh thu trong các năm 2016 và 2017 khó có sự cải thiện mạnh.

Đối với HKĐD Bất động sản, dòng vốn FDI dồi dào ở khu vực phía Bắc sẽ tiếp tục hỗ trợ cho mảng kinh doanh KCN trong các năm tới. Tuy nhiên, hiệu quả kinh doanh các KCN của VGC còn tương đối thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi chưa kỳ vọng yếu tố này có thể được cải thiện trước khi Nhà Nước thoái vốn khỏi VGC.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với cổ phiếu VGC là **17.800 đồng**, cao hơn 11,9% so với giá đóng cửa ngày 14/12/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu VGC. Trong ngắn hạn, việc chuyển sàn vào ngày 22/12/2016 có thể hỗ trợ diễn biến giá cổ phiếu. Dù vậy, khả năng pha loãng SLCP nhanh hơn tốc độ tăng trưởng lợi nhuận là yếu tố có thể gây quan ngại cho nhà đầu tư dài hạn.

#### Tiêu điểm đầu tư

- Năng lực sản xuất lớn và hoạt động khá ổn định ở mảng VLXD
- Việc mở rộng năng lực sản xuất VLXD là động lực tăng trưởng chính cho VGC
- Quỹ đất phát triển BĐS KCN lớn ở vị trí thuận lợi là lợi thế dài hạn
- Quá trình thoái vốn nhà nước có thể là chất xúc tác để DN cải thiện hiệu quả kinh doanh

#### Rủi ro

- Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào tăng
- Rủi ro pha loãng cổ phiếu

#### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

| Cuối năm-T12 (Tỷ đồng) | FY2014 | FY2015 | FY2016E | FY2017F |
|------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Doanh thu thuần        | 8.009  | 7.820  | 7.916   | 8.485   |
| % tăng trưởng          | 31     | -2     | 1,2     | 7,2     |
| Lợi nhuận sau thuế     | 296    | 328    | 518     | 560     |
| % tăng trưởng          | 871    | 11,1   | 57,9    | 7,9     |
| Tỷ suất LNST (%)       | 3,7    | 4,2    | 6,5     | 6,6     |
| ROA (%)                | 2,4    | 2,8    | 4,0     | 3,6     |
| ROE (%)                | 11,2   | 12,4   | 16,9    | 13,0    |
| EPS (VND)              | 825    | 1.239  | 1.753   | 1.732   |
| EPS đ/chính (VND)      | 825    | 1.239  | 1.753   | 1.295   |
| Giá trị sổ sách (VND)  | 9.973  | 11.169 | 12.061  | 11.968  |
| Cổ tức tiền mặt (VND)  | 0      | 400    | 600     | 1.000   |
| P/E (x)                | -      | 6,5    | 9,1     | 12,3    |
| P/BV (x)               | -      | 0,6    | 1,3     | 1,3     |

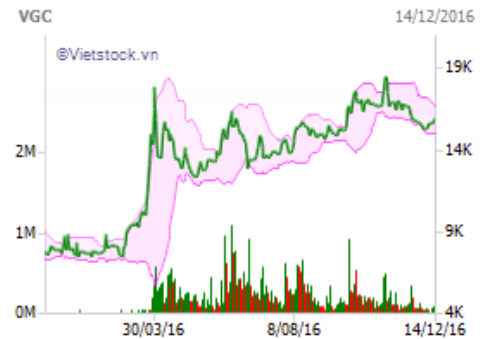
Nguồn: VGC, RongViet Research, sử dụng giá đóng cửa ngày 14/12/2016

## TRUNG LẬP

|                      |         |
|----------------------|---------|
| Giá thị trường (VND) | 15.900  |
| Giá mục tiêu (VND)   | 17.800  |
| Thời gian đầu tư     | Dài hạn |

#### Thông tin cổ phiếu

|                         |             |
|-------------------------|-------------|
| Ngành                   | VLXD        |
| Vốn hóa (tỷ đồng)       | 4.881,3     |
| SLCPLH                  | 307.000.000 |
| Free Float (%)          | 21,2        |
| Giá cao nhất 52 tuần    | 18.400      |
| Giá thấp nhất 52 tuần   | 7.000       |
| KLGD bình quân 20 phiên | 81.473      |



#### Tỷ suất sinh lời (%)

|           | 3T   | 1N    | 3N   |
|-----------|------|-------|------|
| VGC       | 1,0  | 100,8 |      |
| VLXD      | 34,2 | 87,3  |      |
| UPCoM     | 0,4  | 16,3  | 33,4 |
| HNX Index | -5,8 | 0,0   | 20,4 |

#### Cổ đông lớn

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Bộ Xây dựng          | 78,8% |
| Giới hạn sở hữu NTNN | 39,8% |

#### Phạm Thị Hương

08- 6299 2006 – Ext 1314

huong.pt@vdsc.com.vn



## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Năng lực sản xuất lớn và hoạt động khá ổn định ở mảng VLXD

Tổng công ty Viglacera – CTCP (Upcom: VGC) hoạt động ở hai lĩnh vực kinh doanh chính là BĐS và vật liệu xây dựng. Trong đó, mảng VLXD có vai trò quan trọng, đóng góp gần 80% doanh thu và lợi nhuận gộp của TCT. VGC hiện chiếm lần lượt 40%, 11%, 6% và 10% công suất toàn ngành ở các sản phẩm kính xây dựng, gạch granite, gạch ceramic và sứ vệ sinh. Với các đơn vị trực thuộc chuyên phân phối, 60 đại lý cấp 1 và hơn 3.000 cửa hàng bán lẻ trên khắp cả nước, VGC đã xây dựng được một thương hiệu mạnh và quen thuộc với người tiêu dùng từ nhiều năm qua.

**Bảng 1: Doanh thu trong giai đoạn 2012-2015 (tỷ đồng)**

|                          | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Thành phẩm</b>        | <b>5.326,7</b> | <b>5.200,8</b> | <b>7.546,0</b> | <b>7.262,5</b> |
| BDS                      | 1.361,2        | 682,2          | 2.176,6        | 1.560,7        |
| Kính                     | 742,1          | 590,1          | 1.133,2        | 1.201,9        |
| Sứ vệ sinh               | 537,2          | 757,3          | 1.026,2        | 918,9          |
| Gạch ốp lát              | 1.041,1        | 1.300,9        | 1.295,3        | 1.629,7        |
| Gạch xây                 | 1.427,4        | 1.554,4        | 1.711,8        | 1.776,2        |
| Các sản phẩm khác        | 217,5          | 315,9          | 202,9          | 175,1          |
| <b>Dịch vụ</b>           | <b>320,5</b>   | <b>821,3</b>   | <b>360,4</b>   | <b>500,8</b>   |
| KCN và BĐS               | 177,7          | 633,4          | 133,3          | 185,8          |
| Quản lý                  | 77,5           | 123,1          | 155,2          | 230,8          |
| Khác                     | 65,3           | 64,8           | 71,9           | 84,2           |
| <b>Hợp đồng xây dựng</b> | <b>49,0</b>    | <b>68,4</b>    | <b>102,4</b>   | <b>56,6</b>    |
| <b>Tổng</b>              | <b>5.696,2</b> | <b>6.090,6</b> | <b>8.008,7</b> | <b>7.819,9</b> |

Nguồn: VGC

**Bảng 2: LNG ở các mảng kinh doanh (tỷ đồng)**

|                          | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Thành phẩm</b>        | <b>842,9</b>   | <b>824,1</b>   | <b>1.456,9</b> | <b>1.571,3</b> |
| BDS                      | 268,2          | 62,7           | 403,3          | 253,4          |
| Kính                     | 14,1           | 29,4           | 149,6          | 206,6          |
| Sứ vệ sinh               | 135,4          | 156,1          | 203,0          | 261,9          |
| Gạch ốp lát              | 176,7          | 220,4          | 319,3          | 422,4          |
| Gạch xây                 | 223,1          | 305,0          | 344,4          | 377,0          |
| Các sản phẩm khác        | 25,3           | 50,6           | 37,4           | 50,0           |
| <b>Dịch vụ</b>           | <b>135,3</b>   | <b>346,3</b>   | <b>119,6</b>   | <b>143,4</b>   |
| KCN và BĐS               | 71,4           | 305,5          | 61,7           | 75,3           |
| Quản lý                  | 46,8           | 27,8           | 51,3           | 61,9           |
| Khác                     | 17,1           | 13,0           | 6,6            | 6,2            |
| <b>Hợp đồng xây dựng</b> | <b>39,5</b>    | <b>9,4</b>     | <b>8,7</b>     | <b>7,7</b>     |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>     | <b>1.017,7</b> | <b>1.179,8</b> | <b>1.585,2</b> | <b>1.722,4</b> |

Nguồn: VGC

Trong khi việc ghi nhận ở mảng BĐS diễn biến thất thường và phụ thuộc vào tiến độ bàn giao nhà/căn hộ, doanh thu của mảng VLXD có phần ổn định hơn. Trong giai đoạn thị trường BĐS đóng băng (2011-2013), doanh thu mảng VLXD của VGC vẫn giữ được sự tăng trưởng, bình quân khoảng 1%/năm. Khi thị trường BĐS ấm dần, doanh thu VLXD của VGC nhanh chóng bật tăng 18,8% và 6,2% trong các năm 2014 và 2015. Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ở các mảng sản phẩm (CAGR) sứ, gạch ốp lát lần lượt đạt 6,0%, 7,2% trong giai đoạn 2012-2015.

Với mảng VLXD, VGC hiện tập trung chủ yếu vào phân khúc phổ thông, phù hợp với các dự án BĐS tầm trung hoặc nhà ở vừa túi tiền. Mức tiêu thụ các nhóm căn hộ ở phân khúc này trong thời gian vừa qua luôn ổn định và chiếm hơn 40% tổng giao dịch tại cả Hà Nội và HCM. Tính riêng hai thành phố lớn này, số lượng căn hộ phân khúc trung bình dự kiến hoàn thành trong 2 năm tới lên tới là 36.500 căn, tương đương khoảng 2,3 triệu m<sup>2</sup> sàn. Về dài hạn, nhu cầu nhà ở tại Việt Nam còn rất lớn với 374.000 đơn vị nhà ở mới và 320.000 đến 1 triệu căn nhà cần sửa chữa thay thế hàng năm (Worldbank). Thực tế, từ năm 2010 đến nay, diện tích sàn nhà ở bình quân trên đầu người của Việt Nam mỗi năm tăng thêm 1-1,1 m<sup>2</sup>, tương ứng tổng diện tích tăng thêm 85-90 triệu m<sup>2</sup>/năm. Chúng tôi cho rằng đây là một thị trường tiêu thụ chính tiềm năng đối với các sản phẩm **gạch và sứ vệ sinh** của VGC.

Trong khi đó, triển vọng tiêu thụ ở **mảng kính** lại phụ thuộc vào sự phát triển của loại hình BĐS thương mại như cao ốc văn phòng, TTTM. Từ năm 2011, tỷ lệ diện tích văn phòng trống ở hai thành phố lớn có xu hướng giảm mạnh (từ 25% về ~8% năm 2015) và được dự báo ở dưới 5% trong giai đoạn 2016-2018 (CBRE). Bên cạnh đó, dù nguồn cung văn phòng gia tăng từ nhiều dự án mới như 789 Building (65.625 m<sup>2</sup>), Handico Tower (29.040 m<sup>2</sup>), Saigon M&C Tower (49.000 m<sup>2</sup>) nhưng giá cho thuê ở các phân khúc giữ ở mức ổn định, thậm chí tăng nhẹ. Ngoài ra, triển vọng mảng kính còn được hỗ trợ bởi dòng vốn

FDI dồi dào (hơn 52 tỷ USD) vào lĩnh vực BĐS và xu hướng đầu tư vào các nhóm bất động sản tạo dòng tiền ổn định như văn phòng, trung tâm thương mại.

**Bảng 3: Số lượng dự án đang xây dựng tại các thành phố lớn**

|                              | T9/2016    |            |            |           |           |           |           |
|------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                              | TP.HCM     | Hà Nội     | Đà Nẵng    | Cần Thơ   | Nha Trang | Vũng Tàu  | Hải Phòng |
| Văn phòng                    | 147        | 152        | 26         | 15        | 9         | 22        | 23        |
| Bán lẻ                       | 90         | 62         | 29         | 3         | 6         | 8         | 3         |
| Khách sạn và căn hộ cho thuê | 21         | 15         | 34         | 3         | 18        | 9         | 2         |
| Nhà ở                        | 282        | 100        | 16         | 5         | 14        | 11        | 7         |
| <b>Tổng cộng</b>             | <b>540</b> | <b>329</b> | <b>105</b> | <b>26</b> | <b>47</b> | <b>50</b> | <b>35</b> |
|                              | T12/2015   |            |            |           |           |           |           |
| Văn phòng                    | 124        | 125        | 17         | 14        | 8         | 16        | 17        |
| Bán lẻ                       | 90         | 62         | 29         | 3         | 6         | 8         | 3         |
| Khách sạn và căn hộ cho thuê | 23         | 15         | 27         | 2         | 11        | 9         | 2         |
| Nhà ở                        | 174        | 86         | 16         | 5         | 6         | 6         | 5         |
| <b>Tổng cộng</b>             | <b>411</b> | <b>288</b> | <b>89</b>  | <b>24</b> | <b>31</b> | <b>39</b> | <b>27</b> |

Nguồn: CBRE, RongViet Research

### Việc mở rộng năng lực sản xuất VLXD là động lực tăng trưởng chính cho VGC

Hiện tại, các dây chuyền kính, gạch và sứ vệ sinh của VGC hầu hết đã được khai thác hết thậm chí vượt công suất thiết kế. Chính vì vậy, VGC đang tích cực gia tăng công suất ở tất cả các dòng sản phẩm chính.

#### Mảng kính:

VGC là doanh nghiệp tiên phong đầu tư sản xuất các loại sản phẩm mới là kính tiết kiệm năng lượng (solar control và kính low-e) và kính siêu trắng. Trong đó, GĐ 1 của dự án **kính tiết kiệm năng lượng** ở Bình Dương bắt đầu sản xuất từ tháng 7/2016 và hiện đã vận hành khoảng 60% công suất thiết kế. Dự án sử dụng công nghệ hiện đại của Von Ardenne (Đức) với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 480 tỷ đồng (vốn vay 350 tỷ đồng). GĐ 2 dự kiến được xây dựng ở Bắc Ninh sẽ góp phần tăng công suất loại kính này thêm khoảng 2,3-2,7 triệu m<sup>2</sup> QTC/năm. Hai đối tác là Eurowindow và Sado Group đã cam kết mua 2 triệu m<sup>2</sup> kính/năm VGC. Với sự đảm bảo về đầu ra, chúng tôi ước tính dây chuyền kính low-e GĐ 1 có thể đóng góp ~400-500 tỷ đồng cho doanh thu và ~100 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp cho VGC khi hoạt động ổn định.

**Bảng 4: Các dự án mở rộng mảng kính của VGC**

| Dự án                         | Địa điểm                         | Công suất                         | Cơ cấu sở hữu          | Thời gian thực hiện       |
|-------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|------------------------|---------------------------|
| Kính tiết kiệm năng lượng GĐ1 | Dĩ An, Bình Dương                | 2,3 triệu m <sup>2</sup> /năm     | 100% của VGC           | Đã vận hành 60% công suất |
| Kính tiết kiệm năng lượng GĐ2 | Bắc Ninh                         | 2,3-2,7 triệu m <sup>2</sup> /năm |                        | Chưa rõ thời gian         |
| Kính nổi siêu trắng           | KCN Yên Phong, Bắc Ninh          | 650 tấn/ngày                      | VGC: 70%               | 2018                      |
| Kính cán siêu trắng           | Bắc Ninh                         | 250 tấn/ngày                      |                        |                           |
| Kính nổi siêu trắng GĐ 1      | KCN Phú Mỹ II, Bà Rịa - Vũng Tàu | 600 tấn/ngày                      | VGC: 35%<br>Idico: 35% | 2016-2018                 |

Nguồn: VGC

Bên cạnh đó, VGC đã được Chính phủ đồng ý chủ trương xây dựng các dự án **kính siêu trắng**. Loại kính này thường được dùng trong sản xuất các thiết bị yêu cầu độ trong suốt cao như pin năng lượng và các thiết bị điện tử. Công ty định hướng xuất khẩu ~90% sản phẩm đầu ra sang thị trường Mỹ; phần còn lại sẽ được cung cấp cho một doanh nghiệp chuyên lắp ráp kính xuất khẩu ở Bắc Giang. Đối tác Mỹ, sở hữu 30% cổ phần các dự án kính siêu trắng, đã cam kết bao tiêu phần lớn sản lượng đầu ra cho VGC.



Dự án kính cán siêu trắng (250 tấn/ngày) đang được đầu tư phần nhà xưởng để có thể bắt đầu hoạt động từ nửa sau năm 2018. Khi các dự án kính cán siêu trắng (Bắc Ninh) và GĐ 1 kính nổi ở Bà Rịa – Vũng Tàu hoạt động ổn định, doanh thu từ mảng kính có thể tăng gấp 3-4 lần so với hiện tại.

#### **Mảng sứ vệ sinh:**

Để gia tăng năng lực sản xuất mảng sứ, VGC đang đầu tư nhà máy mới ở KCN Mỹ Xuân (Bà Rịa – Vũng Tàu) để sản xuất các loại thiết bị vệ sinh thông minh với công suất 750.000 sản phẩm/năm. Tổng mức đầu tư ước tính khoảng 300 tỷ đồng và dự kiến đi vào hoạt động từ nửa sau năm 2017. Theo dự báo của Bộ Xây dựng, nhu cầu các sản phẩm sứ vệ sinh sẽ tăng gần gấp đôi trong giai đoạn 2015-2020. Chính vì vậy, việc mở rộng năng lực sản xuất ở mảng sứ cao cấp là bước chuẩn bị đón đầu nhu cầu tiêu thụ gia tăng của VGC. Với giả định nhà máy mới sẽ hoạt động khoảng 20% công suất thiết kế trong năm 2017, doanh thu tăng thêm từ dự án này ước tính khoảng 200 tỷ đồng. Tuy nhiên, khi nhà máy khai thác hết công suất thiết kế thì doanh thu dự án mang lại có thể lên đến 1.000 tỷ đồng, tương đương với quy mô mảng sứ hiện tại của VGC.

#### **Mảng gạch ốp lát, gạch xây:**

Với mảng gạch ốp lát, đa phần các dự án mới của VGC được bắt đầu thực hiện từ năm sau nên có thể chỉ đóng góp vào doanh thu tăng thêm cho VGC từ năm 2018. Dù thị trường gạch ốp lát ở Việt Nam vẫn còn tình trạng dư cung nhưng chủ yếu ở dòng sản phẩm cỡ nhỏ và đã lỗi thời. Chính vì vậy, việc sử dụng các công nghệ mới và nắm bắt xu hướng tiêu dùng có thể giúp VGC tiêu thụ sản lượng tăng thêm từ các dự án này. Ngoài ra, các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ, Tây Âu cũng sẽ hỗ trợ triển vọng tiêu thụ từ các sản phẩm gạch ốp lát của VGC.

Tuy vậy, chúng tôi cho rằng trong những năm đầu, biên lợi nhuận đem lại từ sản phẩm của các dự án gạch này sẽ khó có thể đạt mức tương đương hiện tại do nhiều yếu tố liên quan đến suất đầu tư, công suất thực tế, chi phí khấu hao và lãi vay. Trong giai đoạn 2010-2014, suất đầu tư để xây dựng nhà máy gạch công suất 3-4 triệu m<sup>2</sup>/năm (theo ước tính của Bộ xây dựng) đã tăng lần lượt ~13,2% và 13,7% với nhà máy gạch ceramic và granite. Suất đầu tư cao hơn sẽ kéo theo chi phí khấu hao hàng năm lớn hơn so với các nhà máy đầu tư trong giai đoạn trước. Bên cạnh đó, các nhà máy mới cũng cần thời gian chạy thử khoảng 3-6 tháng trước khi đi vào hoạt động ổn định. Giá bán của các sản phẩm mới có thể tốt hơn nhưng khó có thể cao hơn nhiều so với các sản phẩm ở nhà máy hiện hữu do chất lượng thường chưa ổn định, tỷ lệ sản phẩm lỗi cao. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của nhà máy sản xuất gạch granite mới của VIT (công ty con của VGC) đạt khoảng 8-10% trong năm 2016 và có thể cải thiện lên mức 14-16% trong năm 2017.

**Bảng 5: Các dự án ở mảng gạch của VGC và các công ty con**

| Loại hình dự án                      | Địa điểm                 | Loại sản phẩm   | Công suất              | Thời gian thực hiện | Vốn đầu tư dự kiến |
|--------------------------------------|--------------------------|-----------------|------------------------|---------------------|--------------------|
| <b>Gạch ốp lát</b>                   |                          |                 |                        |                     |                    |
| VGC đầu tư mới                       | KCN Phú Hà, Phú Thọ      | Ceramic cao cấp | 6 triệu m <sup>2</sup> | 2016-2017           | 300 tỷ đồng        |
| Nhà máy Viglacera Thái Bình GĐ2      | KCN Tiền Hải, Thái Bình  | Granite         | 3 triệu m <sup>2</sup> | 2016-2017           | 300 tỷ đồng        |
| Đầu tư mới                           | KCN Tiền Hải, Thái Bình  | Ceramic cao cấp | 6 triệu m <sup>2</sup> | 2017-2018           | 300 tỷ đồng        |
| Cải tạo và mở rộng nhà máy Yên Phong | KCN Yên Phong – Bắc Ninh | Ceramic         | 6 triệu m <sup>2</sup> | 2018-2020           | 200 tỷ đồng        |
| <b>Gạch ngói</b>                     |                          |                 |                        |                     |                    |
| GĐ 2 Nhà máy gạch Clinker Đông Triều | Quảng Ninh               | Gạch clinker    | 2 triệu m <sup>2</sup> | 2016                | 130 tỷ đồng        |

Nguồn: VGC

**Quỹ đất phát triển BĐS KCN lớn ở vị trí thuận lợi là lợi thế dài hạn của VGC**

Tiền thân là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Bộ Xây dựng, VGC đã tích lũy được một quỹ đất lớn ở các vị trí khá thuận lợi để phát triển các khu công nghiệp. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (KBC, ITA, LHG), quỹ đất của VGC có diện tích lớn hơn khá nhiều. Hiện tại, Công ty có 11 KCN ở các tỉnh Bắc Ninh, Quảng Ninh, Thái Bình, Phú Thọ, Hà Nam và Huế với tổng diện tích cấp phép lên đến 4.032 ha. Ngoại trừ KCN Yên Phong (GĐ 1) và KCN Tiên Sơn, các KCN còn lại có tỷ lệ lấp đầy tương đối thấp do mới chỉ mới đưa vào khai thác. Diện tích sẵn sàng cho thuê lớn với độ phủ rộng là một thuận lợi không nhỏ trong việc thu hút các khách hàng mới.

Bên cạnh đó, việc thu hút vốn FDI có tác động lớn đến triển vọng kinh doanh các KCN của VGC. Với hơn 31% diện tích các KCN của Viglacera thuộc địa bàn tỉnh Bắc Ninh, địa phương đứng thứ 7 cả nước về giá trị vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm (706 triệu USD) trong 11 tháng đầu năm 2016. Các tỉnh còn lại có các dự án KCN của VGC nhìn chung có triển vọng thu hút vốn đầu tư FDI khá tích cực so với mặt bằng chung của cả nước.

**Bảng 6: Triển vọng thu hút vốn FDI ở các địa phương có KCN của VGC trong 11 tháng đầu năm 2016**

| TT           | Địa phương     | Số dự án cấp mới | Vốn đăng ký cấp mới (triệu USD) | Số lượt dự án tăng vốn | Vốn đăng ký tăng thêm (triệu USD) | Vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm (triệu USD) |
|--------------|----------------|------------------|---------------------------------|------------------------|-----------------------------------|--|
| 7            | Bắc Ninh       | 166              | 452,37                          | 115                    | 254,14                            | 706,51                                       |
| 8            | Hà Nam         | 31               | 604,33                          | 27                     | 98,20                             | 702,53                                       |
| 11           | Quảng Ninh     | 9                | 518,97                          |                        |                                   | 518,97                                       |
| 17           | Hà Tĩnh        | 8                | 154,24                          | 2                      | 133,47                            | 287,71                                       |
| 21           | Phú Thọ        | 11               | 84,13                           | 16                     | 103,04                            | 187,17                                       |
| 36           | Thừa Thiên Huế | 8                | 27,72                           | 1                      | 0,70                              | 28,42  |
| 37           | Thái Bình      | 7                | 27,79                           | 2                      | -0,56                             | 27,23  |
| <b>Tổng</b>  |                | <b>240</b>       | <b>1.869,55</b>                 | <b>163</b>             | <b>588,99</b>                     | <b>2.458,54</b>                              |
| Cả nước      |                | 2.240            | 13.028,18                       | 1.075                  | 5.074,86                          | 18.103,04                                    |
| <b>Tỷ lệ</b> |                | <b>10,7%</b>     | <b>14,4%</b>                    | <b>15,2%</b>           | <b>11,6%</b>                      | <b>13,6%</b>                                 |

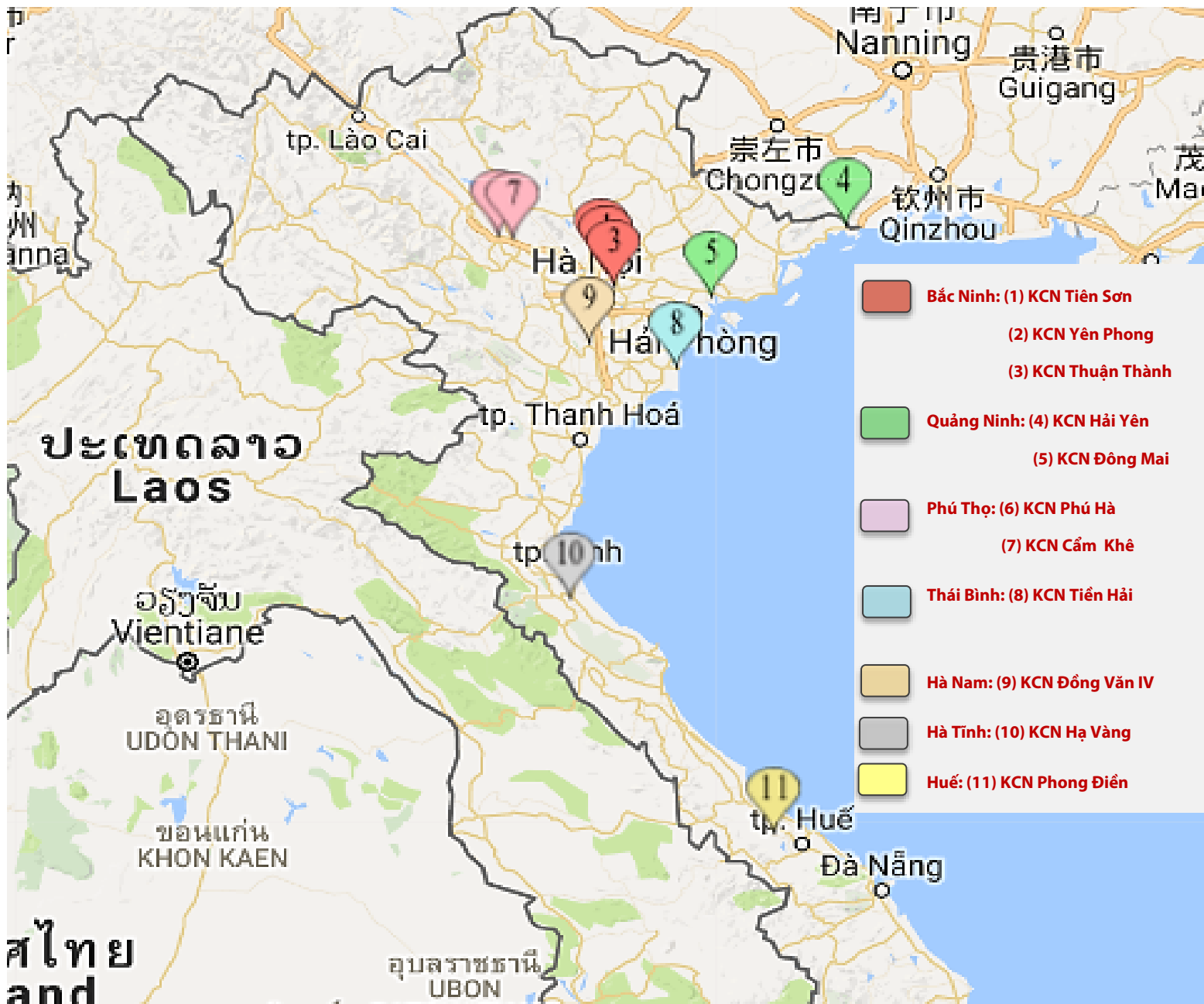
Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài

Nhìn chung, triển vọng cho thuê các KCN của VGC khá tích cực nhờ:

- (1) Vị trí địa lý thuận lợi, gần các cửa ngõ giao thương như cảng Hải Phòng, sân bay quốc tế Nội Bài, cảng nước sâu Lạch Huyện (kế hoạch) thuận lợi cho việc xuất khẩu/trung chuyển hàng hóa sang các nước Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan...
- (2) Giá thuê thấp hơn so với các KCN ở phía Nam
- (3) Các chính sách ưu đãi cho các doanh nghiệp trong KCN như giảm thuế suất thuế TNDN 15% và miễn tiền thuê đất trong 15 năm.
- (4) Những năm qua, các tập đoàn đa quốc gia lớn như Samsung, LG, Ford, Toshiba, Canon... đã đầu tư không nhỏ để xây dựng cơ sở sản xuất trong các KCN của VGC. Đồng thời, các dự án lớn này cũng thu hút hàng loạt doanh nghiệp vệ tinh đến tìm hiểu và đầu tư. Đơn cử như siêu dự án 3 tỷ USD của Samsung tại KCN Yên Phong kéo theo nhiều doanh nghiệp Hàn Quốc như Công ty Sakai Amiori, Công ty TNHH JT Sensor Vina, Công ty TNHH Park Electronic Vina, Công ty TNHH Sunjin F&F kí hợp đồng thuê đất ở các KCN Phú Hà và Đồng Văn IV.

Ngoài ra, các dự án BĐS KCN ngày càng đóng vai trò quan trọng hơn trong KQKD mảng BĐS của VGC khi quỹ đất để phát triển các dự án BĐS Khu dân cư ngày càng thu hẹp.

Hình 1: Vị trí các KCN của VGC



Nguồn: Google map

### Quá trình thoái vốn nhà nước có thể là chất xúc tác để cải thiện hiệu quả kinh doanh

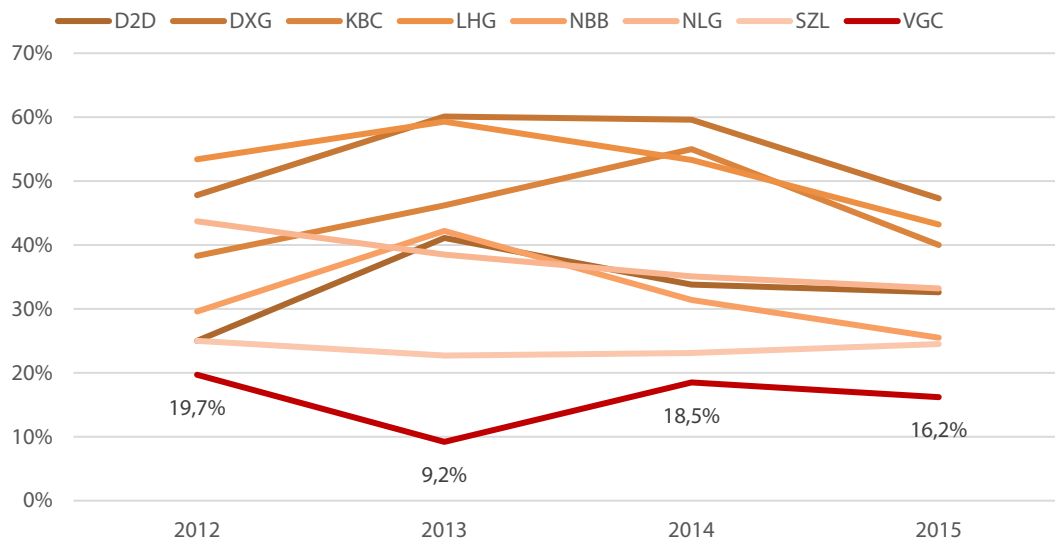
Khởi điểm là một doanh nghiệp do Bộ Xây dựng nắm 100%, Viglacera đã cổ phần hóa cuối năm 2014. Sau khi phát hành thành công 30 triệu cổ phiếu ra công chúng trong tháng 7/2016, tỷ lệ sở hữu của Bộ Xây dựng dù đã giảm nhưng vẫn còn ở mức cao, 78,82%. Cũng như các công ty có sở hữu Nhà Nước khác, điển hình là DIG (sở hữu của Bộ Xây dựng là 51,04%), sự chi phối của bộ chủ quản khiến VGC thiếu năng động trong các kế hoạch kinh doanh và đầu tư. Đồng thời, nguồn lực bị phân tán ở nhiều ngành nghề khiến các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của VGC chưa tương xứng với tiềm năng của doanh nghiệp.

Chẳng hạn, mảng BĐS hiện chiếm 47% doanh thu công ty mẹ và ~25% doanh thu hợp nhất. Trong đó, tỷ trọng đóng góp của BĐS KCN vào hoạt động kinh doanh bất động sản khoảng 70% và có xu hướng



gia tăng khi quỹ đất phát triển các dự án dân cư của VGC giảm dần. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, rõ ràng VGC có lợi thế hơn nhờ sở hữu quỹ đất lớn ở các vị trí thuận lợi và có khả năng mở rộng. Dù vậy, biên lợi nhuận gộp của VGC ở mảng BĐS còn khá khiêm tốn.

**Hình 2: Biên gộp của một số doanh nghiệp BĐS tiêu biểu**



*Nguồn: FinnPro, RongViet Research; sử dụng biên gộp mảng BĐS của VGC*

Tuy nhiên, Bộ Xây dựng có kế hoạch thoái vốn từ 78,82% về 51% trước năm 2020. Được biết, doanh nghiệp có ý định phát hành ra công chúng thêm khoảng 123 triệu cổ phiếu vào đầu năm 2017 để tài trợ các dự án BĐS và kế hoạch mở rộng mảng VLXD. Do Bộ xây dựng sẽ không tham gia đợt phát hành này nên tỷ lệ sở hữu của Nhà Nước ở VGC có thể giảm về 56% trong năm sau. Việc giảm tỷ lệ nắm giữ của cổ đông Nhà Nước không chỉ hỗ trợ thanh khoản mà còn tạo điều kiện tham gia cho các nhà đầu tư mới. Gần đây, các quỹ thuộc Dragon Capital công bố mua vào 5,04% cổ phần của VGC. Chúng tôi cho rằng áp lực từ các cổ đông mới có thể giúp VGC thoát ra khỏi mô hình quản lý của một DNNN, cắt giảm chi phí và cải thiện hiệu quả kinh doanh.

## RỦI RO

### Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào tăng

Chi phí nguyên vật liệu chiếm đến hơn 50% giá vốn các loại VLXD của VGC. Thông qua các công ty con, VGC hiện sở hữu một số mỏ khoáng sản (đất sét, trường thạch và cát trắng) có trữ lượng tương đối lớn, giúp công ty chủ động về nguồn nguyên liệu đầu vào. Dù vậy, hầu hết các mỏ còn sử dụng kỹ thuật khai thác thủ công nên nguyên liệu thường lẫn nhiều tạp chất và khó dùng để sản xuất các sản phẩm VLXD cao cấp.

Bên cạnh đó, quyền khai thác ở mỏ cát Vân Hải (Quảng Ninh) có rủi ro bị thu hồi do các tác động tới môi trường. Mỏ Vân Hải là mỏ cát chủ lực của các nhà máy kính Đáp Cầu và CTCP Kính nổi Viglacera. Do đó, việc dùng khai thác ở mỏ cát này có thể khiến VGC phải tăng lượng nguyên liệu mua ngoài với giá thành và chi phí vận chuyển cao hơn. Trữ lượng và thời gian khai thác ở một số mỏ đất sét chất lượng tốt như Giếng Đáy và Đầm Hà đã gần hết nên VGC cũng sẽ phải thăm dò và đầu tư thêm các mỏ nguyên liệu mới. Ngoài ra, VGC phải nhập khẩu ~3-8% các phối liệu và phụ gia, đặc biệt là các phụ liệu trắng men từ Italia và Tây Ban Nha. Biến động tỷ giá và giá nguyên liệu nhập khẩu có thể ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận của VGC.

**Bảng 7: Các mỏ nguyên liệu của VGC**

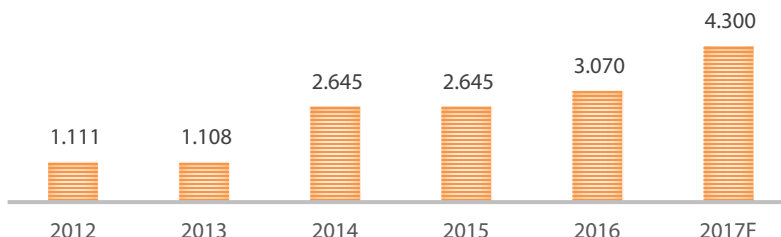
| Tên công ty                | Nguyên liệu                   | Địa điểm   | Diện tích khai thác (ha) | Công suất khai thác (tấn/năm) | Trữ lượng (nghìn tấn) | Thời gian khai thác |
|----------------------------|-------------------------------|------------|--------------------------|-------------------------------|-----------------------|---------------------|
| CTCP Khoáng sản Viglacera  | Mỏ Felspat                    | Lào Cai    | 4,95                     | 52.500                        | 522                   | 2011-2022           |
|                            | Mỏ Granite                    | Yên Bái    | 2,33                     | 48.000                        |                       | 2012-2026           |
| CTCP Nguyên liệu Viglacera | Mỏ đất sét chịu lửa Trúc Thôn | Hải Dương  | 2,3                      |                               |                       | 2015-2016           |
|                            | Mỏ đất sét Kim Sen            | Quảng Ninh | 57                       |                               |                       |                     |
|                            | Mỏ đất sét Giếng Đáy          | Quảng Ninh |                          | 300.000                       | 1.130                 | 2002-2018           |
|                            | Mỏ đất sét Xích Thổ           | Quảng Ninh | 94,5                     | 113.007                       | 4.344                 | 2012-2032           |
| CTCP Viglacera Vân Hải     | Mỏ cát Vân Hải                | Quảng Ninh | 299                      | 250.000                       | 1.021                 | 1996-2021           |

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### Rủi ro pha loãng cổ phiếu

Như đã đề cập ở trên, VGC dự kiến sẽ phát hành thêm 123 triệu cổ phiếu ra công chúng trong năm 2017 để tài trợ cho các dự án xử lý sinh, kính siêu trắng và đầu tư các KCN mới. Giá khởi điểm được xác định dựa trên giá trị sổ sách tại thời điểm cuối quý gần nhất. Nếu thành công, VGC chỉ cần phát hành thêm 44,5 triệu cổ phiếu sau năm 2017 để giảm tỷ lệ sở hữu của Bộ xây dựng về 51%.

**Hình 3: Quá trình tăng vốn điều lệ của VGC (Đơn: tỷ đồng)**



Nguồn: VGC, RongViet Research ước tính

Trong khi đó, đa phần các dự án mới bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2017 và 2018 và thường cần khoảng nửa năm để hoạt động ổn định. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc đầu tư vào cổ phiếu VGC có rủi ro pha loãng khi lợi nhuận tăng thêm từ các dự án nói trên khó có thể bắt kịp tốc độ tăng số lượng cổ phiếu. Tuy nhiên, nếu giá cổ phiếu có nhịp điều chỉnh mạnh về vùng giá hấp dẫn, các nhà đầu tư trung và dài hạn có thể xem xét giải ngân vào cổ phiếu này.



### **QUAN ĐIỂM**

Tổng công ty Viglacera là nhà sản xuất VLXD và BĐS hàng đầu tại Việt Nam. Với mảng VLXD, thương hiệu Viglacera ở các sản phẩm kính, sứ vệ sinh và gạch đá khá quen thuộc với nhiều người tiêu dùng phân khúc trung cấp và phổ thông. Ở mảng BĐS, VGC là tên tuổi lớn trong các dự án nhà ở xã hội ở Hà Nội, đồng thời sở hữu hơn 4.000ha quỹ đất KCN.

Hiện tại, hầu hết các dây chuyền VLXD của VGC đã gần đạt hoặc vượt công suất thiết kế. Chính vì vậy, VGC đang hoặc chuẩn bị đầu tư nhiều dự án mới như dự án kính tiết kiệm năng lượng, sứ vệ sinh, gạch ốp lát và kính siêu trắng để tăng năng lực sản xuất. Đa phần các dự án mới sẽ bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2017 hoặc trong năm 2018 nên doanh thu trong các năm 2016 và 2017 khó có sự cải thiện mạnh.

Đối với HĐKD Bất động sản, dòng vốn FDI dồi dào ở khu vực phía Bắc sẽ tiếp tục hỗ trợ cho mảng kinh doanh KCN trong các năm tới. Tuy nhiên, hiệu quả kinh doanh các KCN của VGC còn tương đối thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi chưa kỳ vọng yếu tố này có thể được cải thiện trước khi Nhà Nước thoái bớt vốn khỏi VGC.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với cổ phiếu VGC là **17.800 đồng**, cao hơn 11,9% so với giá đóng cửa ngày 14/12/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu VGC. Trong ngắn hạn, việc chuyển sàn vào ngày 22/12/2016 có thể hỗ trợ diễn biến giá cổ phiếu. Dù vậy, khả năng pha loãng SLCP nhanh hơn tốc độ tăng trưởng lợi nhuận là yếu tố có thể gây quan ngại cho nhà đầu tư dài hạn.

## **TỔNG QUAN CÔNG TY**

### **VGC là một trong những doanh nghiệp sản xuất VLXD lớn nhất Việt Nam**

Được thành lập từ năm 1974, Tổng công ty Viglacera – CTCP (VGC – Upcom) có là tiền thân Tổng công ty Thủy tinh và Gốm xây dựng trực thuộc Bộ Xây dựng. VGC hoạt động theo mô hình tập đoàn với 10 đơn vị trực thuộc, 19 công ty con và 6 công ty liên kết. Các ngành nghề kinh doanh chính của VGC là BĐS và vật liệu xây dựng.

Mảng BĐS do công ty mẹ VGC kinh doanh, chủ yếu phát triển các khu công nghiệp ở các tỉnh Bắc Ninh, Quảng Ninh, Thái Bình, Phú Thọ, Hà Nam và Huế bên cạnh một số dự án khu dân cư ở Hà Nội.

Mảng VLXD bao gồm kính, gạch, sứ và các thiết bị vệ sinh phần lớn (~70%) được sản xuất và phân phối bởi các công ty con và công ty liên kết. Ở mỗi mảng kinh doanh, quy mô doanh thu của VGC đều tương đối lớn so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành. Riêng mảng gạch ốp lát và gạch xây, các công ty con lớn của VGC cũng là các công ty đã niêm yết, ví dụ như VIT, TLT, VHL.

#### ***Kính xây dựng: Năng lực sản xuất đầu ngành cho phép VGC đi tiên phong trong các sản phẩm mới***

Kính xây dựng là mảng kinh doanh truyền thống và một trong những ưu tiên đầu tư của VGC. Các sản phẩm kính của Viglacera bao gồm kính nổi, kính cán hoa văn, các sản phẩm sau kính như kính tôi, kính in hoa, kính dán, kính mosaic, gương (gương nhôm, gương tráng bạc). Trong đó kính nổi thường được sử dụng để sản xuất các sản phẩm sau kính.

Việt Nam hiện có 4 nhà máy sản xuất kính xây dựng là Chu Lai, Việt Nhật, Bình Dương và Trảng An với tổng công suất là 2.200 tấn thủy tinh/ngày (Hiệp hội Kính thủy tinh Việt Nam). Trong đó, các nhà máy mà VGC có cổ phần là Bình Dương (100% của VGC) và Việt Nhật (29,28%) có công suất thiết kế lần lượt là 450 và 550 tấn thủy tinh/ngày.

VGC cũng là doanh nghiệp trong nước đầu tiên phát triển sản phẩm kính tiết kiệm năng lượng và kính siêu trắng. Đây đều là các loại kính chất lượng cao mà Việt Nam vẫn phải nhập khẩu từ Trung Quốc (60%) và các nước ASEAN về gia công. Kính tiết kiệm năng lượng thường được dùng nhiều cho các tòa nhà, cao ốc cao cấp. Do giá bán cao hơn ~2-2,5 lần so với kính thông thường, tỷ lệ sử dụng loại kính này ở Việt Nam còn khá thấp so với các nước phát triển (Đức: 95%, Mỹ: 85%, Trung Quốc: 20%). Dù vậy, khi các dự án văn phòng cao tầng và căn hộ phân khúc trung và cao cấp được triển khai ngày càng nhiều, nhu cầu với các sản phẩm kính cao cấp như kính tiết kiệm năng lượng sẽ gia tăng. Bên cạnh đó, khi phần lớn các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc bị áp thuế suất nhập khẩu cao (35-40% với kính nguyên liệu và 5% với kính thành phẩm), các sản phẩm kính của VGC có lợi thế hơn ở nguồn cung tại chỗ với chi phí vận chuyển thấp và giá bán có phần cạnh tranh hơn so với các sản phẩm cùng loại nhập khẩu.

#### ***Gạch: Việc chuyển đổi cơ cấu sản phẩm giúp cải thiện khả năng tiêu thụ trong bối cảnh dư cung***

Với 2 loại là gạch ốp lát và gạch xây, mảng gạch hiện đóng góp khoảng 40-45% cho doanh thu hợp nhất của VGC. Đây cũng là mảng có biên lợi nhuận gộp khá cao (khoảng 25%). Ở mảng sản phẩm này, VGC có 8 công ty con và 2 công ty liên kết; trong đó, ba doanh nghiệp Viglacera Hạ Long (VHL), Viglacera Tiên Sơn (VIT) và Viglacera Thăng Long (TLT) có đóng góp lớn nhất vào KQKD cho VGC.

Ở Việt Nam, nhu cầu với các sản phẩm gạch ốp lát nhìn chung vẫn có xu hướng tăng trưởng đều đặn. Sản lượng tiêu thụ nội địa năm 2015 ước đạt 400 triệu m<sup>2</sup>, tăng 29% so với năm 2014. Tuy nhiên, nguồn cung tăng lên nhanh chóng, đặc biệt ở dòng sản phẩm ceramic, khiến ngành gạch ốp lát có tình trạng dư cung nhẹ. Tuy nhiên, Bộ Xây dựng sẽ hạn chế cấp mới giấy phép đầu tư dòng gạch này và khuyến khích việc đầu tư mới/mở rộng các loại sản phẩm cao cấp hơn như porcelain và granite.

Với ưu điểm là độ bền cao và chịu lực tốt hơn, gạch granite đang dần thay thế cho gạch ceramic. Cũng theo Bộ Xây dựng, nhu cầu gạch granite cả nước tới năm 2020 là 140 triệu m<sup>2</sup> trong khi năng lực sản

xuất gạch granite hiện tại chỉ khoảng 60 triệu m<sup>2</sup>. Vì lý do này, VGC đang đầu tư mở rộng công suất gạch granite tại công ty con Viglacera Tiên Sơn (VIT).

**Bảng 8: Danh sách các công ty sản xuất gạch lớn của VGC**

| DN  | Địa điểm   | Tỷ lệ sở hữu của VGC | Loại sản phẩm   | Ghi chú   |
|-----|------------|----------------------|---|---|
| VIT | Bắc Ninh   | 51,00%               | 6,5 triệu m <sup>2</sup> gạch granite   | Dự kiến tăng công suất thêm 8 triệu m <sup>2</sup> trước 2020 |
| VHL | Quảng Ninh | 50,48%               | Gạch cotto: 4,5 triệu m <sup>2</sup> QTC/năm<br>Gạch tuynel: 180 triệu viên QTC/năm |   |
| TLT | Vĩnh Phúc  | 51,07%               | 8,5 triệu m <sup>2</sup> gạch ceramic   |   |

Nguồn: VGC

Tháng 12/2015, VIT đã chính thức vận hành dây chuyền gạch granite 2 triệu m<sup>2</sup> ở KCN Tiên Hải (Bắc Ninh). Dù vận hành chưa lâu nhưng nhà máy mới đã khai thác vượt công suất thiết kế và sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng KQKD cho VIT trong năm 2016. Trong định hướng phát triển dài hạn của VGC, nhà máy của VIT sẽ đầu tư thêm ~3-8 triệu m<sup>2</sup> sản phẩm cho tới năm 2020.

Công ty con TLT sản xuất sản phẩm ceramic với công suất thiết kế 8,5 triệu m<sup>2</sup>; tỷ lệ khai thác thực tế ổn định ở mức ~70%. Do các dây chuyền sản xuất được đầu tư từ lâu (năm 2004) nên chi phí khấu hao chỉ chiếm chưa tới 5% giá vốn sản xuất của TLT. Vì vậy, tỷ suất lợi nhuận của TLT khá tốt với biên gộp khoảng 18% và biên ròng ~8%.

Khác với VIT và TLT, công ty con VHL chủ yếu kinh doanh (1) gạch cotto, loại gạch cấp thấp nhất trong các sản phẩm ốp lát (dùng để ốp lát sân vườn và các công trình công cộng), (2) gạch xây (gạch tuynel) và (3) ngói và các sản phẩm trang trí. Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận của VHL khá ổn định với biên gộp khoảng 20%.

Ngoài ra, VGC cũng có kế hoạch đầu tư một số dự án gạch ceramic cao cấp và gạch clinker với tổng công suất thiết kế khoảng 20 triệu m<sup>2</sup> QTC/năm. Thị trường gạch ốp lát dù vẫn còn dư thừa công suất nhưng chủ yếu ở các loại gạch ceramic khổ nhỏ và chất lượng thấp. Do đó, với công nghệ đầu tư mới và lợi thế vị trí gần các nguồn nguyên liệu khí NG, chúng tôi đánh giá khả quan với triển vọng tiêu thụ các dự án ceramic cao cấp của VGC.

*Sức khỏe sinh: Biên lợi nhuận cao, triển vọng tăng trưởng lớn*

Với biên lợi nhuận gộp lên đến 28,5%, mảng sứ là mảng có biên lợi nhuận cao nhất trong các mảng kinh doanh của VGC. Đây cũng là mảng có mức tăng trưởng cao nhất với CAGR về doanh thu đạt 19,6%/năm trong giai đoạn 2012-2015. Ở dòng sản phẩm này, VGC hướng tới các sản phẩm thiết bị vệ sinh cao cấp như chậu rửa, bồn cầu và sen cây.

**Bảng 9: Năng lực sản xuất sứ, sen vòi**

| TT               | Tên Công ty                      | Địa điểm      | Năng lực sản xuất (Bộ/Năm) |                  |
|------------------|----------------------------------|---------------|----------------------------|------------------|
|                  |                                  |               | Sản phẩm                   | Sản lượng        |
| 1                | CTCP Sứ Viglacera Thanh Trì      | Hà Nội        | Sứ vệ sinh                 | 475.000          |
| 2                | CTCP Việt Trì Viglacera          | Phú Thọ       | Sứ vệ sinh                 | 400.000          |
| 3                | Công ty Sứ Viglacera Bình Dương  | Bình Dương    | Sứ vệ sinh                 | 350.000          |
| <b>Tổng cộng</b> |                                  |               |                            | <b>1.225.000</b> |
| <b>1</b>         | <b>Công ty Sen vòi Viglacera</b> | <b>Hà Nội</b> | <b>Sen vòi</b>             | <b>500.000</b>   |

Nguồn: VGC

Năng lực sản xuất hiện tại của VGC là 1,25 triệu sp/năm sứ vệ sinh và 500.000 sản phẩm sen vòi. Những năm gần đây, VGC đã khai thác tối đa công suất ở mảng sứ vệ sinh và khoảng 1/3 công suất mảng sen

vòi. Chính vì vậy, VGC đang đầu tư dự án nhà máy sứ vệ sinh mới để tăng công suất ở mảng sản phẩm này thêm 750.000 sản phẩm. Dự án dự kiến đưa vào hoạt động từ cuối năm 2017 và có thể sẽ đóng góp đáng kể cho tăng trưởng doanh thu mảng sứ từ năm 2018.

**Nguyên liệu đầu vào để sản xuất các sản phẩm của VGC phần lớn là mua ngoài**

**Bảng 10: Các loại nguyên liệu chính để sản xuất các loại nguyên liệu của VGC**

|                                       | Tên nguyên liệu        | Lượng sử dụng<br>(tấn/1 triệu đơn vị/năm) |
|---------------------------------------|------------------------|---|
| Kính xây dựng (triệu m <sup>2</sup> ) | Cát                    | 17.740                                    |
|                                       | Nhôm hydroxit          | 337                                       |
|                                       | Đô lô mit              | 2.989                                     |
|                                       | Đá vôi (calcite)       | 285                                       |
|                                       | Soda                   | 5.465                                     |
|                                       | Sunfat Natri           | 77  |
|                                       | Natri Nitrat           | 139                                       |
|                                       | Sodiumantimonate       | 61  |
| Gạch đất sét nung (triệu viên QTC)    | Đất sét chịu lửa       | 530                                       |
|                                       | Than                   | 150                                       |
| Gạch Ceramic (triệu m <sup>2</sup> )  | Đất sét trắng          | 9.880                                     |
|                                       | Feldspat (tràng thạch) | 5.880                                     |
|                                       | Cao lanh               | 1.960                                     |
| Gạch Granite (triệu m <sup>2</sup> )  | Feldspat (tràng thạch) | 11.000                                    |
|                                       | Cao lanh               | 887                                       |
|                                       | Đất sét trắng          | 214                                       |
| Sứ vệ sinh (triệu sản phẩm)           | Feldspat (tràng thạch) | 7.920                                     |
|                                       | Cao lanh               | 3.960                                     |

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Cát, nguồn nguyên liệu quan trọng nhất trong quá trình sản xuất kính, được sử dụng từ các nguồn khác nhau cho các nhà máy kính ở phía bắc và phía nam. Mỏ cát Vân Hải (Quảng Ninh) thuộc quản lý của công ty con CTCP Viglacera Vân Hải là nguồn cung nguyên liệu chính cho nhà máy kính ở Bắc Ninh. Tuy nhiên, quyền khai thác ở mỏ cát này chỉ còn khoảng 5 năm (tới 2021) và có rủi ro bị thu hồi giấy phép trước hạn. Trong khi đó, nhà máy kính nổi Bình Dương phần lớn mua cát từ mỏ Cam Ranh từ đơn vị trực thuộc của Tổng công ty VLXD số 1 (Fico). Đây là mỏ cát có trữ lượng lớn và chất lượng đứng đầu cả nước. Với trữ lượng hơn 10 triệu tấn, nguồn nguyên liệu cát ở đây đảm bảo cho việc sản xuất các loại kính chất lượng cao của VGC ổn định trong thời gian dài.

Các loại nguyên liệu khác như cao lanh và fensfat chủ yếu được công ty mua từ Phú Thọ và Lào Cai. Riêng nguồn đầu vào đất sét dùng cho quá trình sản xuất các loại gạch granite và ceramic, Công ty mua từ các mỏ thuộc địa bàn tỉnh Hải Dương. Trữ lượng mỏ ở các địa phương nói trên đủ cho Công ty hoạt động thêm 20-30 năm nữa. Nhìn chung, phần lớn các loại nguyên liệu được VGC mua ngoài. Tuy nhiên, với vị thế là khách hàng lớn, VGC có khả năng đàm phán giá tốt và được cam kết về nguồn cung nguyên liệu ổn định cho quá trình sản xuất các loại VLXD của Công ty.

**Bảng 11: Quy hoạch, thăm dò, khai thác, chế biến và sử dụng đến năm 2020 của một số nguyên liệu cơ bản**

| Loại khoáng sản  | Tổng số mỏ | Trong đó số mỏ |             | Trữ lượng mỏ đã khảo sát (triệu tấn) |            |                  |
|------------------|------------|----------------|-------------|--------------------------------------|------------|------------------|
|                  |            | Chưa khảo sát  | Đã khảo sát | Tổng cộng                            | B + C1+ C2 | Tài nguyên cấp P |
| Cao lanh         | 347        | 118            | 229         | 849,973                              | 192,541    | 657,432          |
| Đất sét trắng    | 27         | 3              | 24          | 38,283                               | 23,469     | 14,814           |
| Fenspat          | 71         | 26             | 45          | 83,86                                | 46,9       | 36,96            |
| Đất sét chịu lửa | 9          | 1              | 8           | 15,064                               | 13,668     | 1,396            |
| Cát trắng        | 60         | 7              | 53          | 1.403,012                            | 60,926     | 1.342,086        |
| Đolômít          | 80         | 37             | 43          | 2.800,306                            | 124,224    | 2.676,082        |

Nguồn: Quyết định số 152/2008/QĐ-TTg

Cấp A, B: Trữ lượng đo được (measured);

Cấp B, C1: Trữ lượng tính toán được (indicated)

Cấp C2: Trữ lượng đề xuất được (inferred)

Cấp P1: Tài nguyên dự báo (Mineral Reserves), kết quả thăm dò (exploration results)

Cấp P2, P3: Kết quả thăm dò (exploration results)

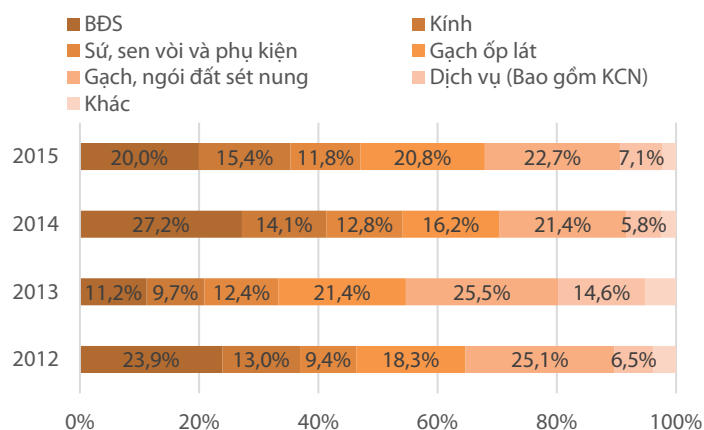
## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### KQKD cải thiện tích cực trong giai đoạn 2012-2015

Nhìn chung, KQKD của VGC có sự tương quan cao với chu kỳ của thị trường BĐS. Không chỉ mảng kinh doanh bất động sản, lĩnh vực sản xuất VLXD cũng chịu ảnh hưởng khi thị trường BĐS kém thuận lợi.

Tuy vậy, trong giai đoạn thị trường BĐS đóng băng (2011-2013), mảng VLXD vẫn ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ (~1%/năm). Năm 2014, khi thị trường BĐS bắt đầu hồi phục, doanh thu ở mảng BĐS và VLXD bật tăng mạnh, lần lượt +219% và +18,8% so với năm 2013. Tốc độ tăng trưởng ở mảng VLXD được duy trì ổn định (6,2%) trong năm 2015 nhưng mảng BĐS lại giảm đáng kể do phần ghi nhận từ các dự án BĐS không cao như năm 2014. Biên lợi nhuận gộp tổng nhìn chung có sự cải thiện đáng kể qua các năm.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu của VGC (%)



Nguồn: VGC

Bảng 12: Tăng trưởng doanh thu ở các mảng sản phẩm (%)

|                          | 2013         | 2014         | 2015         |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Thành phẩm</b>        | <b>-2,4</b>  | <b>45,1</b>  | <b>-3,8</b>  |
| BĐS                      | -49,9        | 219,0        | -28,3        |
| Kính                     | -20,5        | 92,0         | 6,1          |
| Sứ vệ sinh               | 41,0         | 35,5         | -10,5        |
| Gạch ốp lát              | 25,0         | -0,4         | 25,8         |
| Gạch xây                 | 8,9          | 10,1         | 3,8          |
| Các sản phẩm khác        | 45,3         | -35,8        | -13,7        |
| <b>Dịch vụ</b>           | <b>156,3</b> | <b>-56,1</b> | <b>39,0</b>  |
| <b>Hợp đồng xây dựng</b> | <b>39,6</b>  | <b>49,6</b>  | <b>-44,7</b> |
| <b>Tăng trưởng tổng</b>  | <b>6,9</b>   | <b>31,5</b>  | <b>-2,4</b>  |

Nguồn: VGC

Bảng 13: Biên LNG ở các mảng kinh doanh (%)

|                                | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 9T2016      |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Sản phẩm</b>                | <b>15,8</b> | <b>15,8</b> | <b>19,3</b> | <b>21,6</b> | <b>24,6</b> |
| BĐS                            | 19,7        | 9,2         | 18,5        | 16,2        |             |
| Kính                           | 1,9         | 5,0         | 13,2        | 17,2        |             |
| Sứ vệ sinh                     | 25,2        | 20,6        | 19,8        | 28,5        |             |
| Gạch ốp lát                    | 17,0        | 16,9        | 24,7        | 25,9        |             |
| Gạch xây                       | 15,6        | 19,6        | 20,1        | 21,2        |             |
| Các sản phẩm khác              | 11,7        | 16,0        | 18,4        | 28,6        |             |
| <b>Dịch vụ</b>                 | <b>42,2</b> | <b>42,2</b> | <b>33,2</b> | <b>28,6</b> | <b>38,5</b> |
| Cho thuê KCN và BĐS            | 40,2        | 48,2        | 46,3        | 40,5        |             |
| Quản lý                        | 60,3        | 22,6        | 33,1        | 26,8        |             |
| Khác                           | 26,3        | 20,0        | 9,2         | 7,4         |             |
| <b>Hợp đồng xây dựng</b>       | <b>80,6</b> | <b>13,8</b> | <b>8,5</b>  | <b>13,6</b> | <b>9,3</b>  |
| <b>Biên lợi nhuận gộp tổng</b> | <b>17,9</b> | <b>19,4</b> | <b>19,8</b> | <b>22,0</b> | <b>25,2</b> |
| <b>Biên LNST</b>               | <b>0,7</b>  | <b>0,5</b>  | <b>3,7</b>  | <b>4,2</b>  | <b>6,4</b>  |

Nguồn: VGC

Đạt được tốc độ tăng trưởng mạnh về doanh thu trong các năm 2013 và 2014 nhờ tỷ lệ khai thác công suất cao và giá bán có sự cải thiện mạnh, **thiết bị vệ sinh** hiện là mảng sản phẩm có biên lợi nhuận cao



nhất trong các mảng sản phẩm của VGC dù tỷ lệ trong cơ cấu doanh thu còn khá khiêm tốn (chỉ khoảng 12%). Dư địa để tăng trưởng doanh thu ở mảng này là vẫn còn khi nhà máy mới ở Vũng Tàu bắt đầu hoạt động từ nửa cuối năm 2017.

**Bảng 14: Tình hình hoạt động mảng sứ vệ sinh qua các năm của VGC**

| Năm                            | 2012         | 2013         | 2014           | 2015         |
|--------------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| <b>Công suất thiết kế (sp)</b> |              |              |                |              |
| Sứ                             | 1.225.000    | 1.225.000    | 1.225.000      | 1.225.000    |
| Sen vòi                        | 500.000      | 500.000      | 500.000        | 500.000      |
| <b>% khai thác</b>             |              |              |                |              |
| Sứ                             | 83,4         | 86,1         | 97,6           | 98,0         |
| Sen vòi                        | 32,8         | 43,9         | 43,5           | 42,5         |
| <b>Sản lượng thực tế (sp)</b>  |              |              |                |              |
| Sứ                             | 1.021.985    | 1.054.800    | 1.195.000      | 1.200.500    |
| Sen vòi                        | 163.913      | 219.288      | 217.338        | 212.500      |
| <b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>     |              |              |                |              |
|                                | <b>537,2</b> | <b>757,3</b> | <b>1.026,2</b> | <b>918,9</b> |
| <b>% tăng trưởng DT</b>        |              |              |                |              |
|                                |              | 41,0         | 35,5           | -10,5        |

Nguồn: VGC

Các sản phẩm **ốp lát và gạch xây** chiếm đến 43,6% doanh thu hợp nhất của VGC. Dù biên lợi nhuận gộp có phần kém mảng sứ vệ sinh nhưng đây là mảng có sự cải thiện khá rõ nét ở cả doanh thu và LNG. Thị trường gạch ốp lát và gạch xây ở Việt Nam có khả năng dư cung ở một vài phân khúc. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng tiêu thụ ở các dự án mới là khả quan do sự chuyển hướng đầu tư các sản phẩm nắm bắt thị hiếu tiêu dùng và lợi thế gần nguồn nguyên liệu khí sẽ giúp các sản phẩm của VGC có chất lượng và độ ổn định cao.

Với **mảng kính**, trong giai đoạn 2011-2013, do cạnh tranh khốc liệt với các sản phẩm nhập khẩu, nhiều doanh nghiệp kính đã phải đóng cửa hoặc thu hẹp quy mô sản xuất. Với các doanh nghiệp sản xuất kính, việc dừng lò sản xuất kính tốn chi phí rất cao, lên đến 60-80% chi phí đầu tư nhà máy kính mới. Chính vì vậy, dù lượng hàng tồn kho của VGC trong giai đoạn 2011-2013 tăng cao (~6 tháng sản xuất) nhưng VGC vẫn duy trì hoạt động và chấp nhận lỗ ròng nhẹ trong giai đoạn này. Tính đến cuối năm 2015, mảng kính đã có tỷ suất khai thác công suất thiết kế cao và đóng góp nhiều hơn vào doanh thu của VGC.

**Cấu trúc tài chính dẫn về ngưỡng an toàn hơn**

**Bảng 15: Cơ cấu tài chính của VGC (Đvt: %)**

| Chỉ tiêu          | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tổng nợ/VCSH      | 699,0 | 763,2 | 815,6 | 319,0 | 253,2 |
| Tổng nợ/TTS       | 84,7  | 86,6  | 87,4  | 76,1  | 71,7  |
| Vay ngắn hạn/VCSH | 500,2 | 539,0 | 526,1 | 193,8 | 143,8 |
| Vay dài hạn/VCSH  | 198,8 | 224,2 | 289,6 | 125,2 | 109,4 |
| Vay ngắn hạn/TTS  | 60,6  | 61,2  | 56,4  | 46,2  | 40,7  |
| Vay dài hạn/TTS   | 24,1  | 25,4  | 31,0  | 29,9  | 31,0  |

Nguồn: VGC, RongViet Research

Do sử dụng lượng lớn nợ vay để tài trợ tài sản cố định và vốn lưu động, cơ cấu tài chính của VGC có phần mất cân đối với tỷ lệ Nợ/VCSH khá cao. Tuy nhiên, các chỉ tiêu tài chính của VGC có sự cải thiện khá rõ nét nhờ (1) vốn điều lệ tăng gần 6 lần từ 451,4 tỷ đồng lên 2.645 tỷ đồng do đánh giá lại giá trị tài sản trước khi cổ phần hóa (năm 2014) và (2) dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương giúp Công ty trả bớt nợ vay và tài trợ các dự án mới. Bên cạnh lãi suất đi vay giảm mạnh từ 12-15% về khoảng 9%, việc dư nợ giảm giúp chi phí lãi vay năm 2015 giảm hơn một nửa so với năm 2011.

**Bảng 16: Một số chỉ tiêu thanh toán của VGC trong giai đoạn 2011-2015**

| Chỉ tiêu                                  | 2011  | 2012     | 2013  | 2014  | 2015  |
|---|-------|----------|-------|-------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán ngắn hạn (lần)</b> |       |          |       |       |       |
| Khả năng thanh toán hiện hành             | 0,79  | 0,83     | 0,95  | 1,07  | 1,04  |
| Khả năng thanh toán nhanh                 | 0,32  | 0,32     | 0,35  | 0,42  | 0,46  |
| Khả năng thanh toán tiền mặt              | 0,08  | 0,03     | 0,09  | 0,18  | 0,15  |
| <b>Khả năng thanh toán lãi vay (lần)</b>  |       |          |       |       |       |
| Khả năng chi trả lãi vay                  | 1,4   | 1,0      | 1,7   | 3,1   | 4,6   |
| Khả năng chi trả nợ gốc và lãi vay        | 0,7   | 0,6      | 0,7   | 1,0   | 1,7   |
| EBITDA/Lãi vay                            | 1,4   | 1,0      | 1,7   | 3,1   | 7,2   |
| <b>Phân tích Dupont (%)</b>               |       |          |       |       |       |
| EBIT / Doanh thu (1)                      | 7,3   | 6,6      | 7,9   | 8,6   | 9,4   |
| Doanh thu/ Tổng tài sản (2)               | 71,0  | 53,9     | 54,3  | 65,0  | 67,0  |
| Chi phí lãi vay/ Tổng tài sản (3)         | 3,7   | 3,4      | 2,5   | 1,8   | 1,4   |
| Tổng tài sản/Vốn CSH x (1- thuế suất) (4) | 566,9 | -1,419,4 | 366,0 | 334,7 | 273,8 |
| <b>ROE = {(1)x(2)-(1)x(2)-(3)}x(4)</b>    | 8,6   | -1,8     | 6,7   | 12,8  | 13,5  |

Nguồn: VGC, RongViet Research

**Bảng 17: Các chỉ tiêu hoạt động của VGC**

| Chỉ tiêu                         | 2011   | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------------|--------|------|------|------|------|
| Vòng quay hàng tồn kho (vòng)    | 3,0    | 1,5  | 1,4  | 1,7  | 1,9  |
| Vòng quay khoản phải thu (vòng)  | 6,6    | 3,8  | 3,8  | 5,9  | 6,0  |
| Vòng quay khoản phải trả (vòng)  | 1,7    | 1,2  | 1,1  | 1,5  | 1,6  |
| Chu kỳ thu tiền bình quân (ngày) | (31,9) | 20,0 | 38,5 | 29,8 | 29,2 |

Nguồn: VGC, RongViet Research

## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh của VGC được dự báo dựa trên các giả định sau:

*Các dự án đã có kế hoạch cụ thể sẽ được VGC thực hiện với thời gian hoàn thành trễ hơn so với dự kiến ban đầu của doanh nghiệp khoảng 3 – 6 tháng.*

*Mức tiêu thụ sản phẩm gạch granite và sứ vệ sinh từ dự án mới là khả quan, trong khi, tiêu thụ kính (kính tiết kiệm năng lượng, siêu trắng) có thể thấp so với công suất thiết kế, dưới 65%.*

*Lãi suất vay vốn lưu động tăng nhẹ, lãi suất dài hạn tham chiếu lãi suất vay kế hoạch từng dự án cụ thể.*

**Bảng 18: Một số giả định chính**

|                                | 2016           | 2017           | 2018F          | 2019F           | 2020F           |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Sản lượng</b>               |                |                |                |                 |                 |
| Kính (m <sup>2</sup> )         | 23.075.000     | 23.880.000     | 26.125.000     | 32.020.000      | 35.075.000      |
| % tăng trưởng                  | -8,4           | 3,5            | 9,4            | 22,6            | 9,5             |
| Sứ vệ sinh (sp)                | 1.445.000      | 1.595.000      | 1.820.000      | 1.895.000       | 1.932.500       |
| % tăng trưởng                  | 2,3            | 10,4           | 14,1           | 4,1             | 2,0             |
| Gạch ốp lát (m <sup>2</sup> )  | 12.692.574     | 12.809.926     | 15.554.624     | 16.936.717      | 18.676.251      |
| % tăng trưởng                  | 21,4           | 0,9            | 21,4           | 8,9             | 10,3            |
| <b>Tổng Doanh thu</b>          | <b>7.916,2</b> | <b>8.484,7</b> | <b>9.486,4</b> | <b>10.859,5</b> | <b>11.727,4</b> |
| % tăng trưởng                  | 1,2            | 7,2            | 11,8           | 14,5            | 8,0             |
| BĐS                            | 1.360,7        | 1.443,9        | 1.396,4        | 1.765,6         | 1.897,7         |
| % tăng trưởng                  | -12,8          | 6,1            | -3,3           | 26,4            | 7,5             |
| Kính                           | 1.223,7        | 1.324,7        | 1.512,2        | 2.023,3         | 2.327,2         |
| % tăng trưởng                  | 1,8            | 8,3            | 14,2           | 33,8            | 15,0            |
| Sứ vệ sinh                     | 947,0          | 1,151,5        | 1,463,3        | 1,584,4         | 1,658,0         |
| % tăng trưởng                  | 3,1            | 21,6           | 27,1           | 8,3             | 4,6             |
| Gạch ốp lát                    | 1.823,5        | 1.942,9        | 2.425,9        | 2.761,7         | 3.069,7         |
| % tăng trưởng                  | 11,9           | 6,5            | 24,9           | 13,8            | 11,2            |
| Gạch xây                       | 1.851,3        | 1.904,9        | 1.943,0        | 1.962,4         | 1.972,2         |
| % tăng trưởng                  | 4,2            | 2,9            | 2,0            | 1,0             | 0,5             |
| <b>Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)</b> | <b>1.975,7</b> | <b>2.112,8</b> | <b>2.296,8</b> | <b>2.656,6</b>  | <b>2.846,2</b>  |
| <b>% tăng trưởng</b>           | <b>14,7</b>    | <b>6,9</b>     | <b>8,7</b>     | <b>15,7</b>     | <b>7,1</b>      |
| BĐS                            | 250,5          | 253,1          | 207,0          | 234,5           | 274,4           |
| Kính                           | 320,7          | 344,9          | 363,2          | 448,6           | 526,6           |
| Sứ vệ sinh                     | 271,8          | 299,8          | 354,7          | 405,7           | 429,0           |
| Gạch ốp lát                    | 481,2          | 536,0          | 658,8          | 730,0           | 835,7           |
| Gạch xây                       | 449,8          | 461,4          | 472,2          | 475,0           | 478,2           |
| <b>Biên LNG (%)</b>            |                |                |                |                 |                 |
| BĐS                            | 18,4           | 17,5           | 14,8           | 13,3            | 14,5            |
| Kính                           | 26,2           | 26,0           | 24,0           | 22,2            | 22,6            |
| Sứ vệ sinh                     | 28,7           | 26,0           | 24,2           | 25,6            | 25,9            |
| Gạch ốp lát                    | 26,4           | 27,6           | 27,2           | 26,4            | 27,2            |
| Gạch xây                       | 24,3           | 24,2           | 24,3           | 24,2            | 24,2            |
| <b>LNST (tỷ đồng)</b>          | <b>518,5</b>   | <b>559,7</b>   | <b>599,6</b>   | <b>719,6</b>    | <b>778,0</b>    |
| Tăng trưởng LNST               | 57,9           | 7,9            | 7,1            | 20,0            | 8,1             |
| Biên LNST                      | 6,5            | 6,6            | 6,3            | 6,6             | 6,6             |
| EPS cơ bản (đồng/cp)           | 1.753          | 1.732          | 1.856          | 2.227           | 2.407           |
| EPS pha loãng (đồng/cp)        | 1.753          | 1.295          | 1.388          | 1.665           | 1.800           |

Nguồn: RongViet Research

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này



Ở mảng **kính**, việc đưa vào hoạt động nhà máy kính tiết kiệm năng lượng có thể tăng sản lượng tiêu thụ của VGC thêm ~575.000 m<sup>2</sup> kính trong năm 2016 (giả định nhà máy mới vận hành 25% công suất thiết kế). Tuy nhiên, việc nhà máy kính cán Đắp Cầu ngừng hoạt động để đầu tư dây chuyền kính cán siêu trắng có thể khiến sản lượng của VGC giảm khoảng 2,2-3 triệu m<sup>2</sup>/năm. Nhìn chung, tổng sản lượng tiêu thụ của VGC trong năm 2016 ước tính giảm ~8,4%. Dù vậy, chúng tôi ước tính giá bán kính sẽ tăng lên tương ứng nhờ thiếu cung khi nhà máy Trảng An (~14% công suất toàn ngành) dừng hoạt động để đại tu. Cộng thêm với giá kính tiết kiệm năng lượng cao hơn khoảng 2-2,5 lần so với các loại kính thông thường, doanh thu mảng kính có thể vẫn tăng nhẹ khoảng 2% so với năm 2015.

Sang năm 2017, chúng tôi giả định nhà máy cũ Bình Dương vẫn khai thác khoảng 90% công suất thiết kế như hiện tại trong khi nhà máy kính tiết kiệm năng lượng có thể đạt công suất khai thác khoảng 60%, sản lượng kính tiêu thụ có thể tăng trưởng nhẹ 3,5% so với năm 2016. Từ năm 2018 dự án kính siêu trắng ở Bắc Ninh (250 tấn/ngày) sẽ được đưa vào hoạt động và khai thác khoảng 15% công suất thiết kế trong năm 2018 và 50% trong năm 2019. Riêng dự án Bà Rịa - Vũng Tàu (600 tấn/ngày) có thể hoạt động từ năm 2020 nên chưa được đưa vào dự phóng cũng như định giá.

**Với sản phẩm thiết bị vệ sinh**, VGC hiện đã khai thác gần tối đa công suất thiết kế của dây chuyền hiện hữu. Do đó, dư địa để tăng trưởng sản lượng ở mảng này là không nhiều. Tuy nhiên, Công ty sẽ đẩy mạnh tiêu thụ bộ kết liền (phần bệ ngồi và thùng chứa nước liền khối với nhau) có giá bán và biên lợi nhuận tốt hơn bộ kết rời (hai bộ phận trên không liền khối) nên doanh thu ở mảng này vẫn có thể tăng trưởng khoảng 3,1% trong năm 2016. Bên cạnh đó, VGC đang đầu tư mới dây chuyền sứ vệ sinh cao cấp công suất 750.000 sản phẩm/năm ở KCN Mỹ Xuân (Bà Rịa Vũng Tàu) và có thể bắt đầu sản xuất thử nghiệm từ nửa cuối năm 2017. Với giả định dây chuyền mới chỉ vận hành ở 25% công suất thiết kế trong năm 2017, sản lượng tiêu thụ có thể tăng khoảng 10,4% so với năm 2016. Do nhà máy mới sản xuất các loại sản phẩm cao cấp hơn với giá bán cao hơn, doanh thu mảng sứ có thể tăng khoảng 21,6%, hơn gấp đôi so với tốc độ tăng trưởng của sản lượng.

Trong khi **gạch xây** duy trì ổn định, mảng **gạch ốp lát** có thể tăng trưởng mạnh trong năm 2016 do dây chuyền 2 triệu m<sup>2</sup> sản phẩm gạch granite của VIT vận hành từ tháng 12/2015. Hiện tại, dây chuyền này đã khai thác vượt công suất thiết kế 5% và là động lực chủ yếu của tăng trưởng sản lượng 21,4% cho VGC trong năm 2016 và 0,9% trong năm 2017. Do tỷ lệ sản phẩm loại một của nhà máy này (96%) chưa đạt kỳ vọng nên doanh thu có thể chỉ tăng ~11,9%, chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng của sản lượng; đồng thời, biên lợi nhuận gộp của VIT có thể giảm nhẹ 0,7 điểm phần trăm về 14,4% trong năm 2016 và đạt ~14,9% trong năm 2017. Các nhà máy gạch của TLT và VHL dự kiến vẫn hoạt động ổn định. Biên lợi nhuận mảng gạch ốp lát dần có sự cải thiện và có thể vươn lên là mảng sản phẩm của biên cao nhất trong các mảng kinh doanh của VGC.

**Bảng 19: Giả định diện tích cho thuê ở các KCN của VGC (Đơn vị: ha)**

| <i>Khu công nghiệp</i> | 2016        | 2017        | 2018         | 2019         | 2020         |
|------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiên Sơn               | -           | -           | -            | -            | -            |
| Yên Phong 1            | -           | -           | -            | -            | -            |
| Phong Điền             | 5,0         | 5,0         | 8,0          | 8,0          | 8,0          |
| Hải Yên                | 6,8         | 9,6         | 9,6          | 9,6          | 13,7         |
| Yên Phong mở rộng      | 4,7         | 4,7         | 7,1          | 11,8         | 11,8         |
| Phú Hà                 | 7,9         | 13,2        | 16,5         | 19,8         | 23,2         |
| Cẩm Khê                | 9,9         | 13,2        | 16,5         | 19,8         | 23,2         |
| Hạ Vàng                | 4,2         | 6,3         | 12,6         | 18,9         | 21,0         |
| Đồng Văn               | 10,5        | 14,7        | 16,8         | 17,9         | 20,0         |
| Thuận Thành            | 9,4         | 9,4         | 9,4          | 9,4          | 13,1         |
| Đồng Mai               | 4,5         | 4,5         | 5,6          | 9,0          | 9,0          |
| Tiên Hải               | 16,73       | 16,73       | 16,73        | 16,73        | 16,73        |
| <b>Tổng</b>            | <b>79,6</b> | <b>97,3</b> | <b>118,8</b> | <b>140,8</b> | <b>159,5</b> |

*Nguồn: RongViet Research ước tính*



Riêng ở **mảng BĐS**, VGC sẽ ghi nhận phần doanh thu còn lại từ các dự án 671 Hoàng Hoa Thám, Thăng Long No 1, ngã 6 Bắc Ninh và KĐT Xuân Phương ước tính lần lượt là 445 và 350 tỷ đồng các năm 2016 và 2017. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của mảng khu dân cư có thể đạt khoảng 22-23%. Với sản phẩm KCN, diện tích cho thuê ở một số KCN mới như Yên Phong, Phú Hà, Phong Điền, Đồng Văn có thể sẽ chưa lớn do mới được triển khai. Diện tích đất cho thuê mới ở tất cả các KCN của VGC ước tính đạt khoảng 79,6ha trong năm 2016 và 97,3ha trong năm 2017, trong đó tỷ lệ doanh số cho thuê được ghi nhận một lần là 70%. Nhìn chung, với sự sụt giảm mạnh doanh thu từ các dự án dân cư và sự gia tăng nhẹ doanh thu ghi nhận từ các KCN mới cho thuê, doanh thu mảng BĐS trong năm 2016 có thể giảm 12,5% so với năm 2015. Biên lợi nhuận gộp của các KCN này trong thời gian đầu có thể chưa cao, dao động trong khoảng từ 12-20%.

**Bảng 20: Các chỉ tiêu tài chính của VGC (Đơn vị: tỷ đồng)**

|                                | 2014         | 2015         | 2016F        | 2017F        | 2018F        | 2019F         | 2020F         |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>         | <b>8.009</b> | <b>7.820</b> | <b>7.916</b> | <b>8.485</b> | <b>9.486</b> | <b>10.859</b> | <b>11.727</b> |
| <i>Tăng trưởng DTT (%)</i>     | 31,5         | -2,4         | 1,2          | 7,2          | 11,8         | 14,5          | 8,0           |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>           | <b>1.598</b> | <b>1.717</b> | <b>1.976</b> | <b>2.113</b> | <b>2.297</b> | <b>2.657</b>  | <b>2.846</b>  |
| <i>Biên LNG (%)</i>            | 20,0         | 22,0         | 25,0         | 24,9         | 24,2         | 24,5          | 24,3          |
| CPBH và CPQLDN                 | (909)        | (982)        | (1.045)      | (1.111)      | (1.243)      | (1.423)       | (1.536)       |
| Lợi nhuận từ HĐKD              | 690          | 735          | 931          | 1.002        | 1.054        | 1.234         | 1.310         |
| EBITDA                         | 1.102        | 1.153        | 1.404        | 1.479        | 1.600        | 1.849         | 1.929         |
| EBIT                           | 422          | 492          | 755          | 821          | 867          | 1.047         | 1.135         |
| Chi phí tài chính              | (247)        | (199)        | (177)        | (183)        | (192)        | (192)         | (181)         |
| <i>- Chi phí lãi vay</i>       | (220)        | (161)        | (139)        | (146)        | (154)        | (155)         | (144)         |
| Khấu hao                       | (680)        | (661)        | (648)        | (658)        | (734)        | (802)         | (793)         |
| LNTT                           | 461          | 524          | 786          | 850          | 894          | 1.073         | 1.160         |
| <b>LNST</b>                    | <b>296</b>   | <b>328</b>   | <b>518</b>   | <b>560</b>   | <b>600</b>   | <b>720</b>    | <b>778</b>    |
| <i>Biên ròng (%)</i>           | 3,7          | 4,2          | 6,5          | 6,6          | 6,3          | 6,6           | 6,6           |
| <b>EPS cơ bản (đồng/cp)</b>    | <b>825</b>   | <b>1.239</b> | <b>1.753</b> | <b>1.732</b> | <b>1.856</b> | <b>2.227</b>  | <b>2.407</b>  |
| <b>EPS pha loãng (đồng/cp)</b> | <b>825</b>   | <b>1.239</b> | <b>1.753</b> | <b>1.295</b> | <b>1.388</b> | <b>1.665</b>  | <b>1.800</b>  |

Nguồn: RongViet Research tổng hợp, \* sử dụng số lượng cổ phiếu cuối năm 2016 để tính EPS cho các năm 2017-2020 và tỷ lệ trích lập khen thưởng phúc lợi 5%

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2016 của VGC có thể đạt 7.916 tỷ đồng, tăng 1,2% so với năm 2015. LNST của công ty mẹ có thể đạt 518 tỷ đồng, tương ứng với EPS cơ bản cho năm 2016 là 1.753 đồng/cp.

Năm 2017, doanh thu dự phóng tiếp tục tăng 7,2% với đóng góp thêm từ nhà máy kính tiết kiệm năng lượng, dây chuyền sản xuất granite, nhà máy xử lý sinh mới và sự cải thiện giá bán sản phẩm. LNST năm 2017 ước đạt 560 tỷ đồng hay 1.732 đồng/cp (dựa trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành). Tuy nhiên, nếu giả định VGC sẽ phát hành thêm 123 triệu cổ phiếu ở ngay đầu năm sau, EPS pha loãng năm 2017 chỉ đạt 1.295 đồng/cp.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp Tổng các giá trị thành phần (SOTP) để định giá VGC, bao gồm định giá riêng hoạt động kinh doanh Vật Liệu Xây Dựng (dùng phương pháp EV/EBITDA) và định giá lại các dự án bất động sản.

Đối với **mảng VLXD**, chúng tôi tính toán EBITDA dựa trên việc tách riêng các thu nhập và chi phí của hoạt động kinh doanh bất động sản (theo BCTC và một số tỷ lệ phân bổ chi phí tương đối của ngành).

Theo bảng 21, tỷ lệ EV/EBITDA của ngành VLXD vào khoảng 5,5 lần. Cân nhắc hiệu quả kinh doanh của VGC cùng với cơ cấu phức tạp gồm nhiều công ty con, chúng tôi sử dụng mức EV/EBITDA tham chiếu là 5 lần cho hoạt động kinh doanh VLXD của VGC. Giá trị doanh nghiệp của mảng VLXD ước tính là 6.253 tỷ đồng.

**Bảng 21: EV/EBITDA của các doanh nghiệp cùng ngành tiêu biểu**

| STT        | Mã CK | Vốn hóa (tỷ đồng) | EV/EBITDA  |
|------------|-------|-------------------|------------|
| 1          | PTB   | 2.549             | 7,2        |
| 2          | BTS   | 1.047             | 6,5        |
| 3          | VHL   | 816               | 4,4        |
| 4          | CVT   | 678               | 6,0        |
| 5          | VIT   | 387               | 5,6        |
| Trung bình |       |                   | <b>5,5</b> |

Nguồn: FinnPro, sử dụng giá đóng cửa ngày 13/12/2016, loại các doanh nghiệp có EV/EBITDA lớn hơn 9

**Bảng 22: Định giá mảng VLXD của VGC**

|                  | 2017                        | 2018  | 2019   | 2020   |
|------------------|-----------------------------|-------|--------|--------|
| EBITDA (tỷ đồng) | 1.251                       | 1.353 | 1.557  | 1.762  |
| <b>EV/EBITDA</b> | <b>Giá trị doanh nghiệp</b> |       |        |        |
| 4,5              | 5.628                       | 6.091 | 7.007  | 7.928  |
| 5,0              | <b>6.253</b>                | 6.767 | 7.786  | 8.809  |
| 5,5              | 6.878                       | 7.444 | 8.564  | 9.690  |
| 6,0              | 7.504                       | 8.121 | 9.343  | 10.571 |
| 6,5              | 8.129                       | 8.797 | 10.122 | 11.452 |

Nguồn: RongViet Research

Do hoạt động BĐS chỉ có ở công ty mẹ nên chúng tôi cho rằng toàn bộ giá trị lợi ích của cổ đông thiểu số là của mảng VLXD. Đối chiếu giá trị khoản mục tiền và tương đương tiền của VGC ở hai báo cáo riêng và hợp nhất, chúng tôi xác định tương đối giá trị này của lĩnh vực VLXD là 453 tỷ đồng.

**Bảng 23: Xác định vốn chủ sở hữu của mảng VLXD**

| Chỉ tiêu                        | Giá trị (tỷ đồng) |
|---------------------------------|-------------------|
| GTDN mảng VLXD                  | 6.253             |
| Tổng nợ của VLXD                | 4.310             |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số    | 394               |
| Tiền mặt                        | 453               |
| <b>Giá trị vốn chủ của VLXD</b> | <b>2.001</b>      |

Nguồn: RongViet Research



Đối với lĩnh vực BĐS, chúng tôi định giá lại các dự án mà VGC đang thực hiện, trong đó có tính đến các chi phí phải đầu tư thêm cho đến khi dự án hoàn thành để xác định giá trị hàng tồn kho của mảng BĐS. Kết hợp với GTTT khác thuộc mảng BĐS, tổng giá trị định giá lại của mảng này là 10.769 tỷ đồng, cao hơn 13% so với giá trị sổ sách. Loại trừ tổng nợ của mảng BĐS, VCSH ước tính là 3.461 tỷ đồng.

**Bảng 24: Định giá lại tài sản các KCN của VGC**

| KCN                     | Tổng diện tích<br>m <sup>2</sup> | Diện tích đất thương phẩm<br>m <sup>2</sup> | Tổng đầu tư<br>(tỷ đồng) | Đã đầu tư<br>(tỷ đồng) | Cần đầu tư thêm<br>(tỷ đồng)* | Diện tích đã cho thuê<br>m <sup>2</sup> | Diện tích còn lại<br>m <sup>2</sup> | Giá thuê<br>USD/m <sup>2</sup> | Doanh số cho thuê còn lại<br>(tỷ đồng)* | Giá trị tiền thuê<br>(tỷ đồng)* |
|-------------------------|----------------------------------|---|--------------------------|------------------------|-------------------------------|---|-------------------------------------|--------------------------------|---|---------------------------------|
| KCN Tiên Sơn            | 3.320.500                        | 2.490.375                                   | 854                      | 854                    | -                             | 2.490.375                               | -                                   | 80                             | -                                       | -                               |
| KCN Yên Phong           | 3.636.000                        | 2.727.000                                   | 935                      | 935                    | -                             | 2.727.000                               | -                                   | 72                             | -                                       | -                               |
| KCN Yên Phong - mở rộng | 3.139.000                        | 2.354.250                                   | 2.345                    | 94                     | 2.251                         | 235.425                                 | 2.118.825                           | 69                             | 1.393                                   | 300                             |
| KCN Hải Yên             | 1.824.200                        | 1.368.150                                   | 1.069                    | 411                    | 658                           | 601.986                                 | 766.164                             | 46                             | 791                                     | 396                             |
| KCN Đông Mai            | 1.600.000                        | 1.200.000                                   | 670                      | 435                    | 235                           | 601.986                                 | 598.014                             | 33                             | 377                                     | 78                              |
| KCN Phú Hà              | 3.500.900                        | 2.625.675                                   | 1.269                    | -                      | 1.269                         | -                                       | 2.625.675                           | 33                             | 699                                     | 133                             |
| KCN Phong Điền          | 2.843.199                        | 2.132.399                                   | 1.154                    | 236                    | 919                           | 59.707                                  | 2.072.692                           | 69                             | 1.069                                   | 307                             |
| KCN Thuận Thành         | 2.500.000                        | 1.875.000                                   | 1.158                    | 239                    | 920                           | 56.250                                  | 1.818.750                           | 58                             | 1.017                                   | 426                             |
| KCN Hạ Vàng             | 3.000.000                        | 2.100.000                                   | 1.558                    | 271                    | 1.287                         | 252.000                                 | 1.848.000                           | 36                             | 736                                     | 104                             |
| KCN Tiên hải            | 4.460.000                        | 3.345.000                                   | 2.201                    | 670                    | 1.531                         | 685.725                                 | 2.659.275                           | 58                             | 1.446                                   | 623                             |
| KCN Cẩm Khê             | 4.500.000                        | 3.375.000                                   | 1.938                    | 172                    | 1.766                         | 231.525                                 | 3.143.475                           | 35                             | 1.090                                   | 164                             |
| KCN Đồng Văn 4          | 3.000.000                        | 2.250.000                                   | 1.378                    | 176                    | 1.203                         | -                                       | 2.250.000                           | 43                             | 1.056                                   | 439                             |
| <b>Tổng</b>             | <b>37.323.799</b>                | <b>27.842.849</b>                           | <b>16.255</b>            | <b>4.582</b>           | <b>6.704</b>                  |   |                                     |                                | <b>9.673</b>                            | <b>2.969</b>                    |

Nguồn: RongViet Research, \* quy về giá trị hiện tại

**Bảng 25: Định giá lại vốn chủ sở hữu của mảng BĐS (Đv: tỷ đồng)**

|                                  | Giá trị sổ sách | Định giá lại tài sản |
|----------------------------------|-----------------|----------------------|
| BĐS KCN                          |                 | 2.664                |
| BĐS Khu dân cư                   | 1.614           | 188                  |
| Các tài sản thuộc mảng BĐS khác  | 7.918           | 7.918                |
| <b>Tổng tài sản của mảng BĐS</b> | <b>9.531</b>    | <b>10.769</b>        |
| Tổng nợ của mảng BĐS             | 7.308           | 7.308                |
| <b>Vốn chủ của mảng BĐS</b>      | <b>2.223</b>    | <b>3.461</b>         |

Nguồn: RongViet Research

Kết hợp giá trị định giá từ hai mảng kinh doanh nói trên, giá trị hợp lý của VGC được xác định tại mức **17.800 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 11,9% so với giá đóng cửa ngày 14/12/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu VGC.

**Bảng 26: Kết quả định giá**

| Chỉ tiêu                                   | Giá trị (tỷ đồng) |
|--|-------------------|
| Vốn chủ của VLXD                           | 2.001             |
| Vốn chủ của BĐS                            | 3.461             |
| <b>Tổng vốn chủ của VGC</b>                | <b>5.462</b>      |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (cp)       | 307.000.000       |
| <b>Giá trị vốn chủ trên cổ phần (đồng)</b> | <b>17.790</b>     |

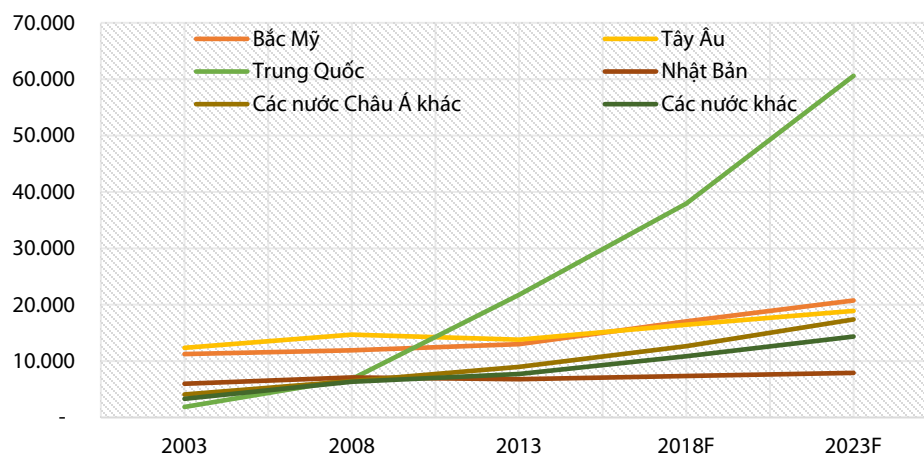
Nguồn: RongViet Research

## TỔNG QUAN NGÀNH

### Nhu cầu kính xây dựng chất lượng cao còn khá lớn

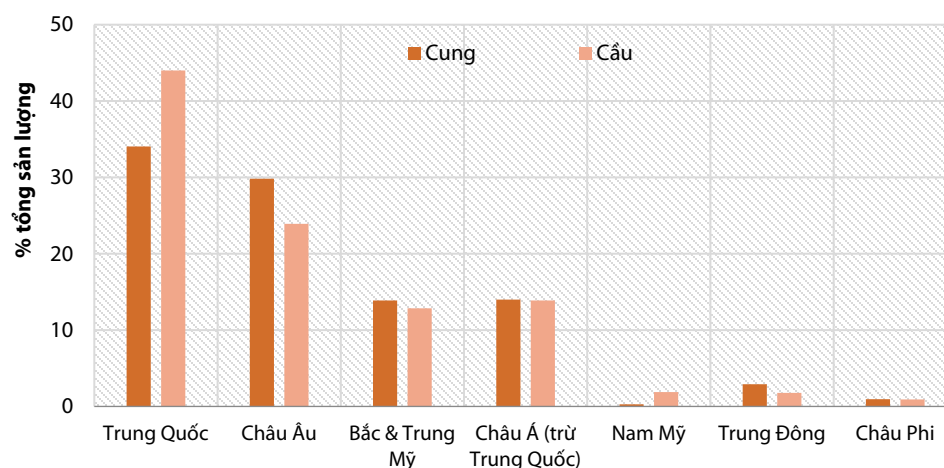
Hoạt động xây dựng ở các nền kinh tế lớn như Tây Âu, Bắc Mỹ cùng với đô thị hóa nhanh của các quốc gia mới nổi như Trung Quốc, Ấn Độ, Việt Nam, Indonesia và Thái Lan sẽ là động lực lớn hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ kính nổi trên thế giới. Theo nghiên cứu của tổ chức Literated Market Research, nhu cầu kính thế giới ước tính sẽ đạt 10 tỷ m<sup>2</sup> cho đến năm 2018, tương ứng với mức tăng trưởng 6,6%/năm. Trong đó, khu vực Châu Á – Thái Bình Dương được dự báo có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất, 41% trong giai đoạn 2013-2018 và 37% cho giai đoạn 2019-2023. Ở khu vực này, Trung Quốc là nước tiêu thụ kính nhiều nhất với hơn 48% sản lượng kính trong năm 2013 và có thể tăng lên 52% cho đến năm 2018.

**Hình 5: Dự báo nhu cầu tiêu thụ kính xây dựng**



Nguồn: The Freedonia

**Hình 6: Tình hình sản xuất & tiêu thụ kính xây dựng 2015 theo khu vực**



Nguồn: Market & Markets

Trong khi đó, công suất kính xây dựng toàn cầu nhìn chung còn dư thừa ở các sản phẩm phân khúc cấp thấp. Trong các năm 2005-2015, số lượng nhà máy sản xuất kính đã giảm 32% ở khu vực Bắc Mỹ; các nước châu Âu cũng có sự giảm nhẹ 1-2 nhà máy. Dù dư cung nhưng các nhà máy đóng cửa đa phần có công nghệ lạc hậu, không đáp ứng được nhu cầu gia tăng về các loại kính chất lượng cao. Hơn một nửa sản lượng của Trung Quốc, quốc gia chiếm hơn 50% công suất thế giới, là sản phẩm chất lượng thấp, phải bán phá giá qua các nước kém phát triển hơn như Việt Nam.

Cũng theo báo cáo của tổ chức này, sự chuyển dịch qua sử dụng kính có tính năng tiết kiệm năng lượng (kính Low-E, Solar control) đang là xu hướng xây dựng phổ biến trong những năm gần đây với hơn 60% thị phần đến từ các doanh nghiệp hàng đầu thế giới như Asahi (Nhật), Pilkington (Mĩ), Saint-Gobain (Pháp).

### Dư địa tăng trưởng tiêu thụ kính ở Việt Nam còn lớn

Theo dự báo của Bộ xây dựng, nhu cầu tiêu thụ kính nội địa dự báo tăng trưởng đến 38% trong giai đoạn 2015-2020. Trong khi đó, về phía nguồn cung, các doanh nghiệp trong nước mới chỉ chiếm khoảng 60% thị phần với các nhà cung cấp lớn như nhà máy kính Chu Lai, nhà máy kính Việt Nhật, nhà máy kính Bình Dương, nhà máy kính Tràng An và Sado Group. Hiện tại, phần lớn các doanh nghiệp Việt Nam chỉ sản xuất được các sản phẩm kính trắng và kính màu dùng các công trình dân dụng. Do đó, ở phân khúc kính cao hơn như kính phản quang và kính low-e, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu từ Trung Quốc (60%) và các nước trong khối ASEAN (30-35%) dù giá bán cao và thời gian chờ đợi dài.

**Bảng 27: Dự báo nhu cầu trong nước của các loại VLXD chính**

| Loại sản phẩm   | Đơn vị               | Năm 2015 | Năm 2020 |
|-----------------|----------------------|----------|----------|
| Kính xây dựng   | Triệu m <sup>2</sup> | 80       | 110      |
| Vật liệu ốp lát | Triệu m <sup>2</sup> | 320      | 470      |
| Sứ vệ sinh      | Triệu sản phẩm       | 12,69    | 20,68    |
| Vật liệu xây    | Tỷ viên              | 26       | 30       |

Nguồn: Đề án quy hoạch phát triển VLXD tới 2020

**Bảng 28: Các doanh nghiệp sản xuất kính xây dựng tiêu biểu**

| Tên doanh nghiệp                     | Trụ sở     | Tỷ lệ sở hữu của VGC | Loại sản phẩm                             | Công suất thiết kế                   |
|--------------------------------------|------------|----------------------|---|--------------------------------------|
| Công ty kính nổi Viglacera (VIFG)    | Bình Dương | 100%                 | Gương nhôm, kính nổi, gương tráng bạc     | 23 triệu m <sup>2</sup> kính QTC/năm |
| CTCP Kính Viglacera Đáp Cầu          | Bắc Ninh   | 51%                  | Kính an toàn, kính mosaic, kính trang trí | 11 triệu m <sup>2</sup> QTC/năm      |
| Công ty TNHH kính nổi Việt Nam (VFG) | Bắc Ninh   | 29,28%               | Kính nổi không màu, Kính nổi màu          | 30 triệu m <sup>2</sup> kính QTC/năm |
| Trang An Glass                       | Ninh Bình  |                      | Kính nổi                                  | 17 triệu m <sup>2</sup> kính QTC/năm |
| CTCP Kính nổi Chu Lai                | Quảng Nam  |                      | Kính nổi                                  | 42 triệu m <sup>2</sup> kính QTC/năm |

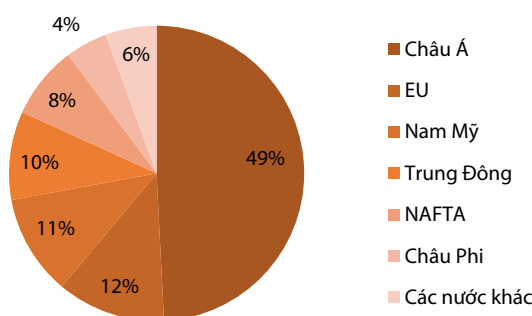
Nguồn: RongViet Research tổng hợp; QTC: đơn vị kính quy tiêu chuẩn 2mm

### Thị trường BĐS là động lực tăng trưởng chính cho các sản phẩm sứ vệ sinh

Nhu cầu với các sản phẩm sứ vệ sinh trên thế giới đang được hỗ trợ mạnh mẽ bởi tăng trưởng của thị trường BĐS ở Mỹ, Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc và các nước Trung Đông. Ở các thị trường phát triển, cầu thị trường chủ yếu đến từ nhu cầu thay thế sang các sản phẩm chất lượng cao hơn. Theo báo cáo của tổ chức MarketandMarkets, giá trị của thị trường sứ vệ sinh được dự báo sẽ đạt 46 tỷ USD vào năm 2019, tương ứng với mức tăng 10,1%/năm (CAGR) trong giai đoạn 2014-2019.

Về phía nguồn cung, Trung Quốc dẫn đầu thị trường thế giới với hơn 120 triệu tấn sản phẩm sứ vệ sinh/năm, chiếm hơn 20% thị phần toàn cầu. Trong khi đó, Brazil là nước sản xuất lớn thứ hai nhưng chỉ sản xuất 24 triệu sản phẩm/năm. Việc sản xuất các sản sứ và thiết bị vệ sinh ngày chủ yếu đến từ các tập đoàn đa quốc gia như Lixil (Inax, American Standard), TOTO, Kohler.

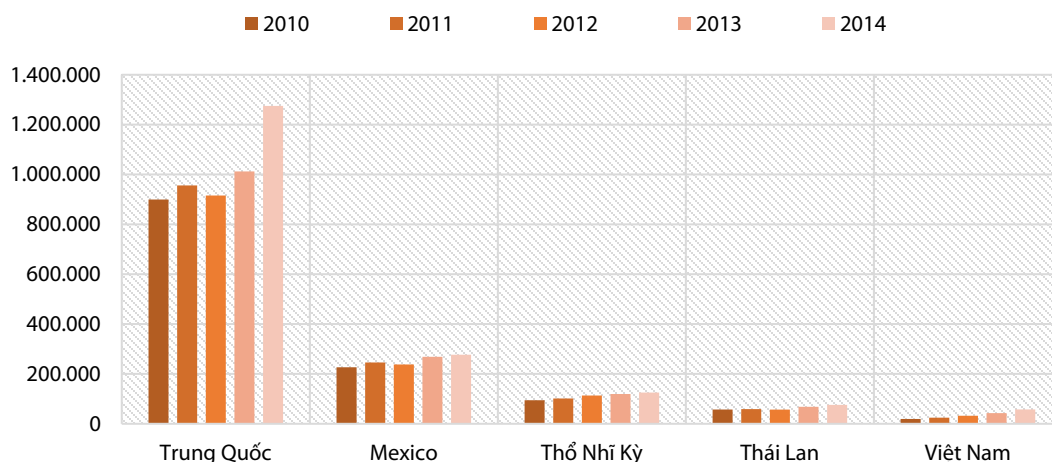
**Hình 7: Đóng góp sản lượng theo khu vực năm 2014**



Nguồn: Ceramic World Review

Bên cạnh các nước xuất khẩu lớn như Trung Quốc (45% tổng sản lượng xuất khẩu), Mexico và Thổ Nhĩ Kỳ, Việt Nam cũng nổi lên là một trong những nhà xuất khẩu hàng đầu sản phẩm sứ vệ sinh. Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam khá tốt, CAGR đạt 19% và là nước xuất khẩu đứng thứ 9 thế giới với 57.424 tấn sản phẩm trong năm 2014.

**Hình 8: Các nước xuất khẩu lớn năm 2014 (Đv: tấn sản phẩm)**

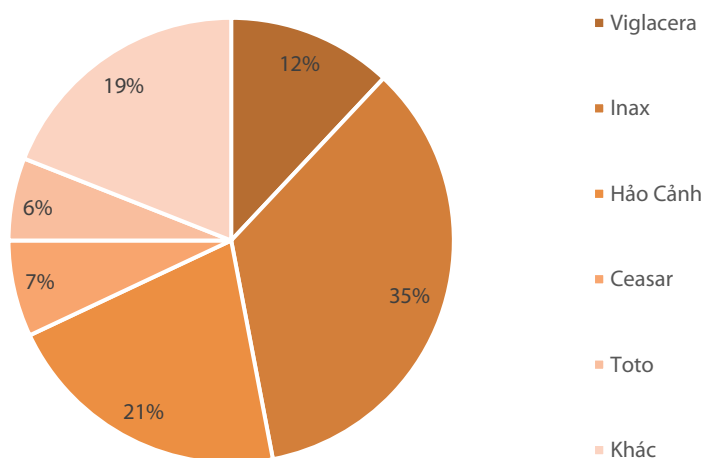


Nguồn: Ceramic World Review

Ở thị trường nội địa, Bộ Xây dựng dự báo nhu cầu về các sản phẩm sẽ tăng khoảng 63% trong giai đoạn 2015-2020, tương đương với 20,68 triệu sản phẩm. Tuy nhiên, phần lớn nhu cầu nội địa đang

được đáp ứng bởi các thương hiệu nước ngoài như Inax, Ceasar, Toto cũng như các sản phẩm Trung Quốc do mẫu mã các sản phẩm Việt Nam chưa đa dạng và chất lượng sản phẩm đa phần ở phân khúc bình dân. Chính vì vậy, việc chủ động đầu tư nhà máy mới của VGC để sản xuất các sản phẩm chất lượng cao sẽ là bước đón đầu nhu cầu nội địa gia tăng.

**Hình 9: Công suất thiết kế của một số doanh nghiệp sản xuất sứ vệ sinh lớn**



*Nguồn: RongViet Research tổng hợp*

**PHỤ LỤC 1: DANH SÁCH CÁC KCN CỦA MỘT SỐ DOANH NGHIỆP BĐS KCN LỚN**

| Doanh nghiệp       | Tổng diện tích (ha) | KCN                       | Vị trí     | Diện tích (ha) | Tỷ lệ lấp đầy (%) | Giá thuê đất (USD/m <sup>2</sup> /50 năm) | Thời gian triển khai |
|--------------------|---------------------|---------------------------|------------|----------------|-------------------|---|----------------------|
| ITA                | 879                 | Tân Tạo                   | Tp. HCM    | 343,9          | 87                | 220-260                                   | 1996-2000            |
|                    |                     | Tân Đức 1                 | Long An    | 273            | 85                | 60-108                                    | 2003-2005            |
|                    |                     | Tân Đức 2                 | Long An    | 262            | 25                | 90-120                                    | 2005-2008            |
| LHG                | 374                 | Long Hậu                  | Long An    | 250            | 87                | 90-100                                    | 2006-2010            |
|                    |                     | Long Hậu 3                | Long An    | 124            | n/a               | n/a                                       | 2016-2019            |
|                    |                     | Quế Võ hiện hữu           | Bắc Ninh   | 310            | 95                | 40-45                                     | 2002                 |
| KBC                | 2.579               | Quế Võ mở rộng            | Bắc Ninh   | 300            | 63                | 55-60                                     | 2007                 |
|                    |                     | Tràng Duệ 1               | Hải Phòng  | 187            | 95                | 60-68                                     | 2007                 |
|                    |                     | Tràng Duệ 2               | Hải Phòng  | 214            | 43                | 60-69                                     | 2014                 |
|                    |                     | Quang Châu                | Bắc Giang  | 426            | 27                | 50-60                                     | 2006                 |
|                    |                     | Tân Phú Trung             | Tp. HCM    | 542            | 23                | 63-75                                     | 2003                 |
|                    |                     | Tràng Duệ 3               | Hải Phòng  | 600            | n/a               | n/a                                       | 2016                 |
|                    |                     | Đại Đồng-Hoàn Sơn (21%)   | Bắc Ninh   | 264,3          | 65                | 60-70                                     | 2005                 |
| Liên doanh của KBC | 1.975               | Hòa Khánh mở rộng (19,5%) | Đà Nẵng    | 132,6          | 65                | 33  | 2004                 |
|                    |                     | Liên Chiêu (19,5%)        | Đà Nẵng    | 298,4          | 64                | 33  | 1998                 |
|                    |                     | Sài Gòn - Chân Mây (10%)  | Huế        | 650            | 10                | 30  | 2009                 |
|                    |                     | Sài Gòn - Nhơn Hội (10%)  | Bình Định  | 630            | 10                | 16-18                                     | 2005                 |
|                    |                     | Tiên Sơn                  | Bắc Ninh   | 332            | 100               | 80  | 1999 - 2011          |
| VGC                | 4.032               | Yên Phong                 | Bắc Ninh   | 364            | 100               | 72  | 2006 - 2015          |
|                    |                     | Hải Yên                   | Quảng Ninh | 182            | 44                | 46  | 2004 - 2007          |
|                    |                     | Đồng Mai                  | Quảng Ninh | 160            | 50                | 33  | 2010 - 2016          |
|                    |                     | Phú Hà                    | Phú Thọ    | 350            | 0                 | 33  | 2015 - 2020          |
|                    |                     | Phong Điền                | Huế        | 284            | 3                 | 69  | 2015 - 2020          |
|                    |                     | Yên Phong - mở rộng       | Bắc Ninh   | 314            | 10                | 69  | 2016 - 2021          |
|                    |                     | Tiền Hải                  | Thái Bình  | 446            | 21                | 58  | 2016-2020            |
|                    |                     | Cẩm Khê                   | Phú Thọ    | 450            | 7                 | 35  | 2015-2022            |
|                    |                     | Đồng Văn 4                | Hà Nam     | 600            | 0                 | 43  | 2016-2020            |
|                    |                     | Thuận Thành               | Bắc Ninh   | 250            | 3                 | 58  | 2017-2020            |
|                    |                     | Hạ vàng                   | Hà Tĩnh    | 300            | 12                | 36  | 2010                 |

Nguồn: RongViet Research tổng hợp



**PHỤ LỤC 2: CÁC DỰ ÁN BĐS CỦA VGC**

| STT              | Tên dự án   | Vị trí     | Tổng diện tích toàn dự án (m <sup>2</sup> ) | Diện tích đất thương phẩm (m <sup>2</sup> ) | DT kinh doanh còn lại (triệu đồng) | Tỷ lệ DT kinh doanh còn lại (%) |
|------------------|---|------------|---|---|------------------------------------|---------------------------------|
| <b>I</b>         | <b>KCN đã và đang triển khai</b>                  |            | <b>22.793.099</b>                           | <b>16.997.849</b>                           | <b>8.433.370</b>                   | <b>50</b>                       |
| 1                | KCN Tiên Sơn                                      | Bắc Ninh   | 3.250.000                                   | 2.490.375                                   | -                                  | 0                               |
| 2                | KCN Yên Phong                                     | Bắc Ninh   | 3.636.000                                   | 2.727.000                                   | -                                  | 0                               |
| 3                | KCN Yên Phong mở rộng                             | Bắc Ninh   | 3.139.000                                   | 2.354.250                                   | 2.118.825                          | 90                              |
| 4                | KCN Hải Yên                                       | Quảng Ninh | 1.824.000                                   | 1.368.150                                   | 766.164                            | 56                              |
| 5                | KCN Đông Mai                                      | Quảng Ninh | 1.600.000                                   | 1.200.000                                   | 598.014                            | 50                              |
| 6                | KCN Phú Hà  | Phú Thọ    | 3.500.900                                   | 2.625.675                                   | 2.625.675                          | 100                             |
| 7                | KCN Phong Điền                                    | Huế        | 2.843.199                                   | 2.132.399                                   | 2.072.692                          | 97                              |
| 8                | KCN Hạ Vàng                                       | Hà Tĩnh    | 3.000.000                                   | 2.100.000                                   | 252.000                            | 12                              |
| <b>II</b>        | <b>KCN dự kiến triển khai giai đoạn 2016-2020</b> |            | <b>14.460.000</b>                           | <b>10.845.000</b>                           | <b>9.871.500</b>                   | <b>91</b>                       |
| 1                | KCN Thuận Thành                                   | Bắc Ninh   | 2.500.000                                   | 1.875.000                                   | 1.818.750                          | 97                              |
| 2                | KCN Tiễn Hải                                      | Thái Bình  | 4.460.000                                   | 3.345.000                                   | 2.659.275                          | 80                              |
| 3                | KCN Đồng Văn 4                                    | Hà Nam     | 3.000.000                                   | 2.250.000                                   | 2.250.000                          | 100                             |
| 4                | KCN Cẩm Khê                                       | Phú Thọ    | 4.500.000                                   | 3.375.000                                   | 3.143.475                          | 93                              |
| <b>III</b>       | <b>Khu đô thị - Nhà ở</b>                         |            | <b>1.922.722</b>                            | <b>1.922.722</b>                            | <b>295.886</b>                     | <b>15</b>                       |
| 1                | Thăng Long No 1 GĐ 1                              | Hà Nội     | 19.429                                      |   |                                    | 0                               |
| 2                | Thăng Long No 1 GĐ 2                              | Hà Nội     | 18.95                                       |   | 8.198                              | 43                              |
| 3                | 628 Hoàng Hoa Thám                                | Hà Nội     | 4.345                                       |   |                                    | 0                               |
| 4                | 671 Hoàng Hoa Thám GĐ 1                           | Hà Nội     | 6.515                                       |   |                                    |                                 |
| 5                | 671 Hoàng Hoa Thám GĐ 2                           | Hà Nội     | 2.765                                       |   |                                    |                                 |
| 6                | 671 Hoàng Hoa Thám GĐ 3                           | Hà Nội     | 7.27  |   | 2.699                              | 37                              |
| 7                | Đặng Xá 1   | Hà Nội     | 296.541                                     |   | 27.361                             | 9                               |
| 8                | Đặng Xá 2   | Hà Nội     | 390.226                                     |   | 41.036                             | 11                              |
| 9                | Xuân Phương                                       | Hà Nội     | 145.768                                     |   | 6.313                              | 4                               |
| 10               | Tây Mỗ  | Hà Nội     | 85.904                                      |   |                                    | 0                               |
| 11               | Đại Mỗ  | Hà Nội     | 20.953                                      |   |                                    | 0                               |
| 12               | Kim Chung   | Hà Nội     | 36.964                                      |   |                                    |                                 |
| 13               | Ngã 6 Bắc Ninh                                    | Bắc Ninh   | 10.572                                      |   |                                    |                                 |
| 14               | Nhà ở cho CNCNV KCN Yên Phong                     | Bắc Ninh   | 499.7                                       |   | 152.846                            | 30                              |
| 15               | Chung cư KCN Tiên Sơn                             | Bắc Ninh   | 249.625                                     |   | 38.994                             | 16                              |
| 16               | Hoàn Sơn  | Bắc Ninh   | 106.006                                     |   |                                    | 0                               |
| 17               | Đình Bảng   | Bắc Ninh   | 21.234                                      |   |                                    | 0                               |
| <b>TỔNG CỘNG</b> |   |            | <b>39.175.821</b>                           | <b>29.765.571</b>                           | <b>18.600.756</b>                  | <b>62</b>                       |

Nguồn: VGC



Đvt: tỷ đồng

| KQ HĐKD                     | FY2014       | FY2015       | FY2016E      | FY2017E      |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần             | 8.009        | 7.820        | 7.921        | 8.528        |
| Giá vốn                     | 6.410        | 6.103        | 5.957        | 6.414        |
| <b>Lãi gộp</b>              | <b>1.598</b> | <b>1.717</b> | <b>1.964</b> | <b>2.115</b> |
| Chi phí bán hàng            | 490          | 537          | 562          | 597          |
| Chi phí quản lý             | 419          | 445          | 483          | 529          |
| Thu nhập từ HĐTC            | 39           | 32           | 31           | 29           |
| Chi phí tài chính           | 247          | 199          | 177          | 183          |
| Lợi nhuận khác              | -29          | -78          | -16          | -14          |
| LN từ liên doanh, liên kết  | 8            | 33           | 17           | 17           |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>461</b>   | <b>524</b>   | <b>773</b>   | <b>837</b>   |
| Thuế TNDN                   | 92           | 118          | 142          | 155          |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | 73           | 78           | 121          | 131          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>296</b>   | <b>328</b>   | <b>510</b>   | <b>551</b>   |
| EBIT                        | 690          | 735          | 918          | 989          |
| EBITDA                      | 1.102        | 1.153        | 1.514        | 1.589        |

Đvt: %

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH   | FY2014 | FY2015 | FY2016E | FY2017E |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Tăng trưởng</b> |        |        |         |         |
| Doanh thu          | 31,5   | -2,4   | 1,3     | 7,7     |
| EBITDA             | 40,6   | 4,6    | 31,4    | 4,9     |
| EBIT               | 42,5   | 6,5    | 24,9    | 7,7     |
| Lợi nhuận sau thuế | 882,8  | 11,1   | 55,4    | 8,0     |
| Tổng tài sản       | 9,8    | -5,3   | 12,2    | 17,2    |
| Vốn chủ sở hữu     | 120,3  | 12,0   | 25,1    | 38,9    |

|                          |      |      |      |      |
|--------------------------|------|------|------|------|
| <b>Khả năng sinh lợi</b> |      |      |      |      |
| LN gộp / Doanh thu       | 20,0 | 22,0 | 24,8 | 24,8 |
| EBITDA/ Doanh thu        | 13,8 | 14,7 | 19,1 | 18,6 |
| EBIT/ Doanh thu          | 8,6  | 9,4  | 11,6 | 11,6 |
| LNST/ Doanh thu          | 3,7  | 4,2  | 6,4  | 6,5  |
| ROA                      | 2,4  | 2,8  | 3,9  | 3,6  |
| ROIC hay RONA            | 10,4 | 10,6 | 11,2 | 9,8  |
| ROE                      | 11,2 | 11,1 | 13,8 | 10,7 |

|                           |     |     |     |     |
|---------------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Hiệu quả hoạt động</b> |     |     |     |     |
| Vòng quay kh. phải thu    | 6,3 | 5,9 | 6,5 | 6,5 |
| Vòng quay hàng tồn kho    | 1,7 | 2,2 | 1,8 | 1,6 |
| Vòng quay khoản phải trả  | 1,5 | 1,9 | 1,6 | 1,6 |

|                            |     |     |     |     |
|----------------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |     |     |     |     |
| Hiện hành                  | 1,1 | 1,0 | 1,3 | 1,5 |
| Nhanh                      | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 |

|                           |      |      |      |      |
|---------------------------|------|------|------|------|
| <b>Cấu trúc tài chính</b> |      |      |      |      |
| Tổng nợ/ Vốn CSH          | 95,1 | 75,8 | 63,3 | 48,8 |
| Vay ngắn hạn / Vốn CSH    | 57,4 | 48,4 | 34,8 | 25,3 |
| Vay dài hạn/ Vốn CSH      | 37,7 | 27,5 | 28,5 | 23,5 |

Đvt: tỷ đồng

| BẢNG CĐKT                       | FY2014        | FY2015        | FY2016        | FY2017        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền                            | 1.026         | 708           | 1.462         | 2.381         |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn       | 0             | 10            | 15            | 28            |
| Các khoản phải thu              | 1.263         | 1.324         | 1.222         | 1.315         |
| Tồn kho                         | 3.672         | 2.761         | 3.314         | 3.976         |
| Tài sản ngắn hạn khác           | 130           | 129           | 136           | 142           |
| Tài sản cố định hữu hình        | 5.304         | 5.812         | 5.967         | 6.493         |
| Tài sản cố định vô hình         | 109           | 103           | 100           | 65            |
| Đầu tư vào liên doanh, liên kết | 215           | 250           | 283           | 317           |
| Tài sản dài hạn khác            | 598           | 564           | 592           | 622           |
| <b>TỔNG TÀI SẢN</b>             | <b>12.317</b> | <b>11.662</b> | <b>13.090</b> | <b>15.339</b> |
|                                 | -             | -             | -             | -             |
| Tiền hàng phải trả và ứng trước | 4.179         | 3.297         | 3.627         | 3.990         |
| Vay và nợ ngắn hạn              | 1.515         | 1.429         | 1.286         | 1.299         |
| Vay và nợ dài hạn               | 993           | 811           | 1.054         | 1.206         |
| Vay và nợ dài hạn khác          | 2.647         | 2.774         | 2.913         | 3.058         |
| Khoản phải trả dài hạn khác     | 2             | 23            | 26            | 29            |
| Quỹ đầu tư phát triển công nghệ | 40            | 26            | 32            | 37            |
| <b>TỔNG NỢ</b>                  | <b>9.377</b>  | <b>8.361</b>  | <b>8.937</b>  | <b>9.618</b>  |
| Vốn đầu tư của CSH              | 2.645         | 2.645         | 3.070         | 4.300         |
| Cổ phiếu quỹ                    | (0)           | (0)           | (0)           | (0)           |
| Lợi nhuận giữ lại               | 75            | 304           | 568           | 719           |
| Lợi nhuận/lỗ khác               | (179)         | (96)          | (96)          | (96)          |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác      | 97            | 102           | 153           | 208           |
| <b>TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>      | <b>2.638</b>  | <b>2.954</b>  | <b>3.695</b>  | <b>5.131</b>  |
|                                 | -             | -             | -             | -             |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 289           | 337           | 459           | 590           |

Đvt: tỷ đồng

| LƯU CHUYỂN TIẾP                                  | FY2013       | FY2014       | FY2015E        | FY2016F        |
|--|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>LN TT</b>                                     | <b>461</b>   | <b>524</b>   | <b>773</b>     | <b>837</b>     |
| Khấu hao   | 468          | 391          | 596            | 600            |
| Các điều chỉnh                                   | (929)        | 267          | -              | -              |
| Thay đổi vốn lưu động                            | 1.059        | (279)        | 836            | 770            |
| <b>Tiền thuần từ HĐKD</b>                        | <b>1.059</b> | <b>904</b>   | <b>2.206</b>   | <b>2.207</b>   |
| Thay đổi TSCĐ                                    | (788)        | (555)        | (228)          | (240)          |
| Thay đổi các khoản mục đầu tư khác               | 586          | (368)        | 33             | 33             |
| Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia                | 8            | 33           | -              | -              |
| <b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>                   | <b>(194)</b> | <b>(889)</b> | <b>(195)</b>   | <b>(207)</b>   |
| Nhận/trả lại vốn góp                             | 1.537        | (0)          | 425            | 1.230          |
| Vay mới/trả nợ vay                               | (654)        | (268)        | (313)          | (81)           |
| Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL | (1)          | (0)          | (1)            | (2)            |
| <b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>                | <b>(425)</b> | <b>(335)</b> | <b>(1.256)</b> | <b>(1.081)</b> |
| <b>Tiền đầu năm</b>                              | <b>586</b>   | <b>1.026</b> | <b>707</b>     | <b>1.462</b>   |
| Tiền thuần trong kỳ                              | 440          | (320)        | 755            | 919            |
| <b>Tiền cuối kỳ</b>                              | <b>1.026</b> | <b>707</b>   | <b>1.462</b>   | <b>2.381</b>   |

## BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

| Khuyến nghị<br>LN kỳ vọng | MUA  | TÍCH LŨY    | TRUNG LẬP    | GIẢM TỶ TRỌNG | BÁN   |
|---------------------------|------|-------------|--------------|---------------|-------|
| Trung hạn (đến 6 tháng)   | >20% | 10% đến 20% | -5% đến 10%  | -15% đến -5%  | <-15% |
| Dài hạn (trên 6 tháng)    | >30% | 15% đến 30% | -10% đến 15% | -15% đến -10% | <-15% |

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long..., cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

Tầng 08, 95-97-99 Võ Văn Tần, Quận Ninh Kiều, Tp Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities. 2016.**