

Triển vọng trái chiều cho cổ phiếu Viglacera trong năm 2018.

Doanh thu và lợi nhuận 2017 tăng trưởng lần lượt 11% và 18% so với cùng kỳ.

Cả năm 2017, doanh thu thuần của VGC đạt 9.070 tỷ đồng (tăng 11,4% yoy) và LNTT đạt 910 tỷ đồng (tăng 18,3% yoy), trong bối cảnh giá kính nổi tăng bình quân 7% trong năm và doanh thu cho thuê đất Khu công nghiệp ghi nhận đột biến được hơn 1.000 tỷ đồng nhờ thay đổi cách hạch toán doanh thu một lần. Biên gộp đạt 23,1%, giảm nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái là 24,3%. Nguyên nhân là do tỷ suất lợi nhuận từ mảng kinh doanh gạch ngói và thiết bị vệ sinh có phần sụt giảm. Như vậy, VGC đã hoàn thành vượt 13% kế hoạch doanh thu và 8% kế hoạch LNTT đặt ra từ đầu năm.

Yếu tố cơ bản và câu chuyện thoái vốn của Nhà Nước sẽ là động lực cho cổ phiếu Viglacera tăng trưởng trong năm 2018.

Động lực tăng trưởng của VGC trong năm 2018 chủ yếu đến từ:

1) Mảng KCN với doanh thu dự báo 1.988 tỷ đồng.

Năm 2018, VGC dự kiến diện tích KCN cho thuê có thể đạt 110ha. Trong đó, KCN Yên Phong mở rộng có thể là động lực chính với diện tích cho thuê hơn 62 ha từ tập đoàn Samsung và các công ty vệ tinh của Samsung.

2) Đóng góp doanh thu từ các dự án mới: gạch Mỹ Đức và sứ Mỹ Xuân.

Nhà máy gạch Mỹ Đức hoạt động từ tháng 7/2017, có công suất 2,4 triệu m2 gạch granite/năm, doanh thu năm 2018 dự báo đạt khoảng 300 tỷ đồng. Đối với mảng sứ, nhà máy Mỹ Xuân dự kiến đi vào hoạt động trong Q2/2018. Chúng tôi dự báo nhà máy có thể vận hành 70% công suất trong năm nay, đạt doanh thu khoảng 180 tỷ đồng.

Kỳ vọng từ đợt thoái vốn của Nhà Nước.

Bộ Xây Dựng đã có kế hoạch sẽ thoái toàn bộ phần vốn góp ở VGC trong hai giai đoạn, thoái 20% trong Q2/2018 và 33,97% còn lại trong năm 2019. Phương thức thoái vốn là chào bán đấu giá ra công chúng. VGC thực sự cần thu hút một nhà đầu tư chiến lược để giữ vai trò cầm trịch trong việc quản trị doanh nghiệp sau khi Nhà Nước thoái vốn hoàn toàn.

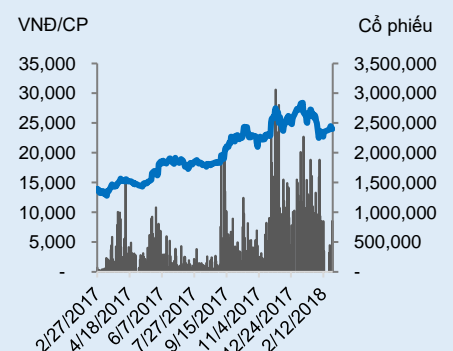
Tuy nhiên, mảng kính xây dựng đối mặt với nỗi lo dư cung.

Năm 2018, nguồn cung kính xây dựng cả nước sẽ rất dồi dào khi không còn nhà máy kính nào phải bảo dưỡng, đồng thời, thị trường còn đón nhận thêm sản lượng từ nhà máy kính Chu Lai (CFG) Ninh Bình. Nhà máy này có 2 dây chuyền với tổng công suất thiết kế là 1.200 tấn/ngày (80 triệu m2 QTC/năm). Trong khi đó, tổng

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	12.780-28.400
Vốn hóa	10.760 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	448.350.000
KLGD bình quân 10 ngày	734.350
% sở hữu nước ngoài	34,5%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	900
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4%
Beta	1,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VGC	-12,4%	-12,1%	-8,0%	30,4%
HNX-Index	6,1%	-0,1%	12,6%	21,5%

Chuyên viên phân tích

Thái Anh Hào

(84 8) 3914.6888 ext 254

thaianhhao@baoviet.com.vn

công suất của 4 nhà máy kính ở Việt Nam trước đây mới chỉ đạt 2.200 tấn/ngày, như vậy tổng nguồn cung kính xây dựng năm nay sẽ tăng 1,5 lần.

Khuyến nghị. BVSC cho rằng triển vọng VGC năm 2018 có phần trái chiều với những thông tin tốt xen lẫn bất lợi. Thông tin tích cực là i) triển vọng tăng trưởng cao trong ngành gạch ốp lát, sứ vệ sinh và doanh thu KCN tăng trưởng đột biến nhờ việc thay đổi phương pháp hạch toán doanh thu và ii) câu chuyện Nhà Nước thoái vốn kỳ vọng sẽ tạo hiệu ứng tích cực đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, khả năng cao giá kính xây dựng giảm sẽ ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận chung của VGC. BVSC ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu năm 2018 là **28.100 đồng/cp** và khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VGC trong trung và dài hạn. Nhà đầu tư có thể tận dụng những nhịp giảm trong ngắn hạn của cổ phiếu để có thể mua vào với lợi nhuận tốt hơn.

Chỉ số tài chính	2015	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	7.820	8.139	9.070	10.386
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.717	1.979	2.093	2.395
EBIT (tỷ đồng)	735	868	935	1.155
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	328	514	635	730
EPS (đồng/cổ phần)	1.242	1.673	1.417	1.628
P/E (x)	18,44	13,68	16,16	14,74
P/B (x)	2,04	1,78	1,63	1,62
ROA (%)	2,7%	4,2%	4,5%	4,7%
ROE (%)	11,7%	14,9%	12,4%	11,3%

Giá kính tăng và việc thay đổi cách thức hạch toán doanh thu KCN mang lại kết quả tích cực cho Viglacera trong năm 2017.**Doanh thu và lợi nhuận 2017 tăng trưởng lần lượt 11% và 18% so với cùng kỳ.**

Cả năm 2017, doanh thu thuần của VGC đạt 9.070 tỷ đồng (tăng 11,4% yoy) và LNTT đạt 910 tỷ đồng (tăng 18,3% yoy), trong bối cảnh giá kính nổi tăng bình quân 7% trong năm và doanh thu cho thuê đất Khu công nghiệp ghi nhận đột biến được hơn 1.000 tỷ đồng nhờ thay đổi cách hạch toán doanh thu một lần. Biên gộp đạt 23,1%, giảm nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái là 24,3%. Nguyên nhân là do tỷ suất lợi nhuận từ mảng kinh doanh gạch ngói và thiết bị vệ sinh có phần sụt giảm. Như vậy, VGC đã hoàn thành vượt 13% kế hoạch doanh thu và 8% kế hoạch LNTT đặt ra từ đầu năm.

Các dự án mới và câu chuyện thoái vốn của Nhà Nước sẽ là động lực cho cổ phiếu Viglacera tăng trưởng trong năm 2018.**Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng tốt nhờ thay đổi chính sách kế toán KCN và các dự án mới đi vào hoạt động.**

Tăng trưởng doanh thu Q4/2017 có phần chững lại (-4,8% yoy) do ảnh hưởng từ mảng vật liệu xây dựng. Nguyên nhân có thể là do đợt Tết Nguyên Đán năm nay bắt đầu muộn hơn so với năm 2017 (14/2/2018 và 26/1/2017) nên việc chi tiêu của khách hàng kéo dài sang đầu Q1/2018. Do đó, BVSC vẫn đánh giá triển vọng tăng trưởng doanh thu năm 2018 của VGC lạc quan khi các yếu tố vĩ mô và nhu cầu xây dựng, BĐS đang diễn biến tích cực.

Động lực tăng trưởng của VGC trong năm 2018 chủ yếu đến từ:

1) Mảng KCN với doanh thu dự báo 1.988 tỷ đồng.

Năm 2018, VGC dự kiến diện tích KCN cho thuê có thể đạt 110ha. Trong đó, KCN Yên Phong mở rộng có thể là động lực chính với diện tích cho thuê hơn 62 ha từ tập đoàn Samsung và các công ty vệ tinh của Samsung. Hồi giữa năm 2017, Samsung đã ký kết biên bản ghi nhớ với công ty về việc đầu tư và thuê 62ha đất KCN Yên Phong mở rộng. Giá thuê đất ở KCN Yên Phong mở rộng cũng cao hơn các KCN khác như Đồng Văn IV hay Tiền Hải, đạt khoảng 82 USD/m² nên doanh thu dự báo cũng tăng trưởng mạnh. BVSC dự báo doanh thu KCN năm 2018 đạt 1.988 tỷ đồng.

2) Đóng góp doanh thu từ các dự án mới: gạch Mỹ Đức và sứ Mỹ Xuân.

Năm 2018, VGC sẽ ghi nhận thêm doanh thu từ hai nhà máy mới là gạch men granite Mỹ Đức và sứ vệ sinh cao cấp Mỹ Xuân. Nhà máy gạch Mỹ Đức hoạt động từ tháng 7/2017, có công suất 2,4 triệu m² gạch granite/năm, doanh thu năm 2018 dự báo đạt khoảng 300 tỷ đồng. Đối với mảng sứ, nhà máy Mỹ Xuân đang được gấp rút hoàn thiện và lắp đặt máy móc, thiết bị để trong Q2 có thể đi vào hoạt động. Nhà máy được định hướng mở rộng thị trường phía Nam và tập trung dòng sản phẩm cao cấp, giúp Viglacera lấp đầy sản phẩm ở các phân khúc khác nhau. Chúng tôi dự báo nhà máy có thể vận hành 70% công suất trong năm nay, đạt doanh thu khoảng 180 tỷ đồng. Ngoài ra, sản phẩm mới còn có thể giúp công ty thúc đẩy thêm doanh số sản phẩm sen vòi khi khách hàng thường mua kèm các sản phẩm này cho phòng tắm.

Kỳ vọng từ đợt thoái vốn của Nhà Nước.

Tiếp nối thành công của những đợt thoái vốn tại các doanh nghiệp Nhà Nước trong năm 2017 như Vinamilk hay Sabeco, tiến trình thoái vốn của Nhà Nước năm 2018 dự kiến sẽ tiếp tục được đẩy mạnh và quyết liệt, trong đó có Viglacera. Bộ Xây Dựng đã có kế hoạch sẽ thoái toàn bộ phần vốn góp ở VGC trong hai giai đoạn, thoái 20% trong Q2/2018 và 33,97% còn lại trong năm 2019. Phương thức thoái vốn là chào bán đấu giá ra công chúng. Hiện nay, phương án thoái vốn và giá bán đang được xây dựng để trình Bộ Xây Dựng phê duyệt. VGC thực sự cần thu hút một nhà đầu tư chiến lược để giữ vai trò cầm trịch trong việc quản trị doanh nghiệp sau khi Nhà Nước thoái vốn hoàn toàn.

Tuy nhiên, mảng kính xây dựng đối mặt với nỗi lo dư cung.

Nhiều khả năng giá kính xây dựng sẽ giảm do nguồn cung tăng đột biến. Ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận dự báo của mảng kính xây dựng VGC.

Năm 2018, nguồn cung kính xây dựng cả nước sẽ rất dồi dào khi không còn nhà máy kính nào phải bảo dưỡng, đồng thời, thị trường còn đón nhận thêm sản lượng từ nhà máy kính Chu Lai (CFG) Ninh Bình (hoạt động từ ngày 20/10/2017). Đây là nhà máy kính thứ 2 của CFG và là nhà máy kính có công suất lớn nhất cả nước tính đến nay, nhà máy có 2 dây chuyền với tổng công suất thiết kế là 1.200 tấn/ngày (80 triệu m² QTC/năm). Trong khi đó, tổng công suất của 4 nhà máy kính ở Việt Nam trước đây mới chỉ đạt 2.200 tấn/ngày, như vậy tổng nguồn cung kính xây dựng năm nay sẽ tăng 1,5 lần.

BVSC cho rằng thị trường kính xây dựng năm nay có thể bị ảnh hưởng xấu bởi nguồn cung lớn như vậy. Trước đây, kính xây dựng đã trải qua những giai đoạn giảm giá mạnh như 2005-2006 hay 2012-2013, mức giảm từ 10% đến 30%. Nguyên nhân là nguồn cung dư thừa, nhiều nhà máy kính đi vào sản xuất và thị trường bất động sản trầm lắng, nhu cầu xây dựng ảm đạm. BVSC đánh giá giai đoạn hiện nay, ngành kính mới chỉ đối mặt với rủi ro dư cung, còn nhu cầu vẫn được duy trì tốt từ thị trường bất động sản. Do đó, chúng tôi dự báo giá kính xây dựng có thể giảm từ 7%-9% yoy, dẫn đến lợi nhuận từ kính xây dựng của VGC sẽ bị mất khoảng 90 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp mảng kính dự báo giảm xuống còn khoảng 27% (năm 2017: 33%).

Cho cả năm 2018, BVSC dự báo doanh thu đạt 10.386 tỷ đồng, tăng 14,5% yoy và LNTT đạt 1.064 tỷ đồng, tăng 17% yoy. EPS 2018 dự báo đạt 1.628 đồng/cp (+14,9% yoy).

Chỉ tiêu	2016	2017	2018F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.139	9.070	10.386
<i>Tăng trưởng doanh thu (%)</i>		11,4%	14,5%
LNST (tỷ đồng)	621	756	873
<i>Biên ròng (%)</i>	7,6%	8,3%	8,4%
LNST cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	514	635	730
ROE (%)	14,9%	12,4%	11,3%
ROA (%)	4,2%	4,5%	4,7%
P/E (x)	13,7	16,2	14,7
P/B (x)	1,8	1,6	1,6
EPS (đồng/cp)	1.673	1.417	1.628

Nguồn: BVSC dự báo

Khuyến nghị đầu tư

BVSC cho rằng triển vọng VGC năm 2018 có phần trái chiều với những thông tin tốt xen lẫn bất lợi. Thông tin tích cực là i) triển vọng tăng trưởng cao trong ngành gạch ốp lát, sứ vệ sinh và doanh thu KCN tăng trưởng đột biến nhờ việc thay đổi phương pháp hạch toán doanh thu và ii) câu chuyện Nhà Nước thoái vốn kỳ vọng sẽ tạo hiệu ứng tích cực đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, khả năng cao giá kính xây dựng giảm sẽ ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận chung của VGC. BVSC ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu năm 2018 là **28.100 đồng/cp** và khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VGC trong trung và dài hạn. Nhà đầu tư có thể tận dụng những nhịp giảm trong ngắn hạn của cổ phiếu để có thể mua vào với lợi nhuận tốt hơn.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	8.009	7.820	8.139	9.070
Giá vốn	(6.410)	(6.103)	(6.160)	(6.976)
Lợi nhuận gộp	1.598	1.717	1.979	2.093
Doanh thu tài chính	39	32	85	74
Chi phí tài chính	(247)	(199)	(202)	(164)
Lợi nhuận sau thuế	296	328	514	635

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Tiền & khoản tương đương tiền	1.026	708	1.054	2.398
Các khoản phải thu ngắn hạn	952	1.024	909	1.118
Hàng tồn kho	3.672	2.761	2.920	2.936
Tài sản cố định hữu hình	2.872	2.913	2.934	3.455
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	215	250	315	738
Tổng tài sản	12.317	11.663	12.989	15.876
Nợ ngắn hạn	5.696	4.750	4.433	4.945
Nợ dài hạn	3.681	3.612	4.190	4.137
Vốn chủ sở hữu	2.940	3.302	4.367	6.794
Tổng nguồn vốn	12.317	11.663	12.989	15.876

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	31,5%	-2,4%	4,1%	11,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	882,8%	11,1%	56,4%	23,7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	20,0%	22,0%	24,3%	23,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,7%	4,2%	6,3%	7,0%
ROA (%)	2,5%	2,7%	4,2%	4,4%
ROE (%)	14,3%	10,5%	13,4%	11,4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,76	0,72	0,66	0,57
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	3,19	2,53	1,97	1,34
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.118	1.242	1.673	1.417
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.114	12.484	14.225	15.154

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Thái Anh Hào**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trường
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888