

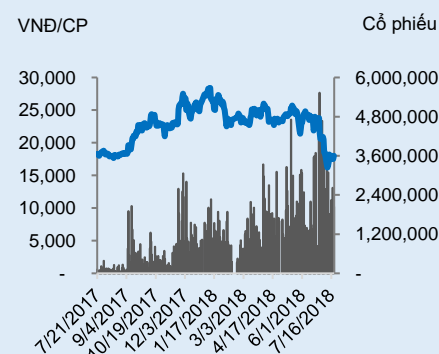
Ngành Xây Dựng và Vật liệu
Báo cáo cập nhật

Tháng 7, 2018

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	24.370
Giá thị trường (20/7/2018)	18.000
Lợi nhuận kỳ vọng	35,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	16.200-28.400
Vốn hóa	8.070 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	448.350.000
KLGD bình quân 10 ngày	2.308.030
% sở hữu nước ngoài	34,5%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	950
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,3%
Beta	1,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ


	YTD	1T	3T	6T
VGC	-34,3%	-22,4%	-22,1%	-33,8%
HNX-Index	-9,5%	-3,9%	-10,4%	-14,8%

Chuyên viên phân tích

Thái Anh Hào

(84 28) 3914.6888 ext 254

thaianhhao@baoviet.com.vn

Tổng Công ty Viglacera - CTCP

Mã giao dịch: VGC

Reuters: VGC.HN

Bloomberg: VGC VN

Triển vọng kinh doanh năm 2018 giảm sút. Câu chuyện thoái vốn là yếu tố hỗ trợ.

Mảng VLXD đang tăng trưởng chậm lại và có phần giảm sút. Lợi nhuận Q2 dự báo giảm khoảng 17,6% so với năm trước.

Sau đợt sụt giảm mạnh lợi nhuận trước thuế trong Q1 2018 (-40%), Kết quả kinh doanh trong Q2 dự kiến tiếp tục âm ảm khi lợi nhuận trước thuế có thể tiếp tục giảm 17,6% so với năm ngoái, còn 219 tỷ đồng. Lũy kế LNTT 6M2018 là 366 tỷ đồng, giảm 28% so với năm ngoái.

Dự báo triển vọng năm 2018.

Về lĩnh vực KCN, Viglacera chấp nhận mức lợi nhuận thấp để thu hút các khách hàng lớn. Tình hình tiêu thụ của các KCN năm nay dự báo khả quan khi VGC đang trong quá trình đàm phán với các khách hàng. Kế hoạch cho thuê trong năm của một số KCN như Đồng Văn IV là 20ha, Yên Phong 2 là 25ha, Yên Phong 1 là 7,5ha. Tuy nhiên, lợi nhuận đem lại có thể không cao do VGC đưa mức giá ưu đãi để thu hút khách hàng lớn, từ đó có thể thu hút thêm nhiều khách hàng khác và có mức giá bán tốt hơn

Chúng tôi thực hiện điều chỉnh dự báo năm 2018 so với lần cập nhật trước do triển vọng kinh doanh có sự thay đổi và điều chỉnh giảm doanh thu lĩnh vực KCN. BVSC dự báo Tổng doanh thu VGC đạt 8.928 tỷ đồng (-2,9% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 752 tỷ đồng (-17,7% yoy). EPS 2018 là 1.242 đồng/cp, tương ứng với PE forward là 14,5 lần.

Dù kết quả cơ bản chưa hỗ trợ, nhưng kỳ vọng vào việc thoái vốn của Nhà nước từ đó sẽ giúp VGC hoạt động hiệu quả hơn.

Câu chuyện thoái vốn của Nhà nước là điểm nhấn đầu tư của Viglacera trong giai đoạn hiện nay và kéo dài sang năm 2019. Với vị thế hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng và bất động sản, thì tin đồn về việc có một nhà đầu tư chiến lược có thể đầu tư chi phối cổ phiếu VGC sẽ giúp doanh nghiệp tinh gọn, hoạt động hiệu quả hơn và giúp giá cổ phiếu biến động tích cực.

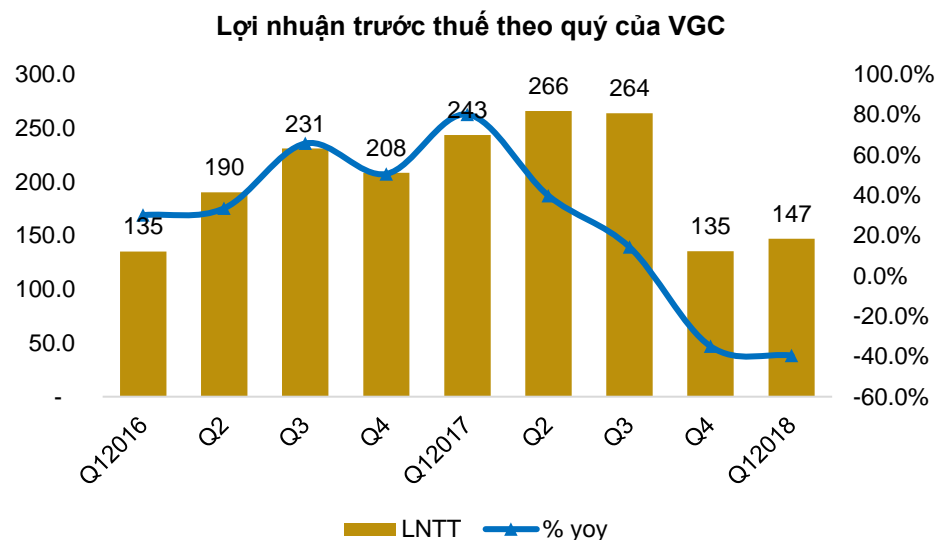
Khuyến nghị. Việc thoái vốn trong năm nay không như dự kiến đã làm giảm kỳ vọng của nhà đầu tư, nhờ vậy giá cổ phiếu đã giảm khá mạnh (-23%) về vùng giá an toàn và hấp dẫn hơn. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu điều chỉnh là **24.370 đồng/cp** đối với VGC. Tuy nhiên cơ hội đầu tư phù hợp cho mục tiêu dài hạn hơn, đối với nhà đầu tư ngắn hạn có thể tiếp tục theo dõi để lựa chọn thời điểm đầu tư phù hợp. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật tình hình kinh doanh và kế hoạch thoái vốn của Nhà nước khi có sự thay đổi trong những báo cáo tới.

Chỉ số tài chính	2015	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	7.820	8.139	9.197	8.928
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.717	1.979	2.141	1.922
EBIT (tỷ đồng)	735	868	1.005	843
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	328	514	600	557
EPS (đồng/cổ phần)	1.242	1.673	1.242	1.242
P/E (x)	14,5	10,8	13,4	14,5
P/B (x)	1,6	1,4	1,3	1,3
ROA (%)	2,7%	4,2%	4,1%	3,5%
ROE (%)	11,7%	14,9%	11,8%	8,8%

Mảng VLXD đang tăng trưởng chậm lại và có phần giảm sút. Lợi nhuận Q2 dự báo giảm khoảng 17,6% so với năm trước.

Lợi nhuận trước thuế Q1/2018 giảm mạnh 40% so với cùng kỳ do ảnh hưởng từ mảng kính xây dựng và gạch ốp lát.

Doanh thu và lợi nhuận trước thuế trong Q1/2018 của Viglacera đã tiếp tục suy giảm lần lượt 9,8% và 39,6% yoy, đạt 1.830 tỷ đồng và 147 tỷ đồng. Đây là quý sụt giảm thứ 2 liên tiếp của VGC kể từ khi niêm yết. Nguyên nhân là do ảnh hưởng từ mảng kính xây dựng và gạch ốp lát.



Nguồn: VGC

Lợi nhuận Q2 dự báo có thể đạt khoảng 219 tỷ đồng, giảm 17,6% yoy.

Kết quả kinh doanh trong Q2 dự kiến tiếp tục âm đạm khi lợi nhuận trước thuế có thể giảm 17,6% so với năm ngoái, còn 219 tỷ đồng. Lũy kế LNTT 6M2018 là 366 tỷ đồng, giảm 28% so với năm ngoái.

Phân theo lĩnh vực, mảng BDS đã vượt qua mảng kính xây dựng để chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu lợi nhuận, với khoảng 52% LNTT. Trong đó, đóng góp chủ yếu là từ KCN Yên Phong mở rộng. Lĩnh vực gạch ốp lát đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận trong kỳ (trong khi cùng kỳ năm trước có tỷ trọng khoảng 13%). Nguyên nhân là do lợi nhuận các công ty con như VIT và TLT đều ở mức thấp.

Dự báo triển vọng năm 2018.

Chúng tôi thực hiện điều chỉnh dự báo năm 2018 so với lần cập nhật trước do triển vọng kinh doanh có sự thay đổi và điều chỉnh giảm doanh thu lĩnh vực KCN. BVSC dự báo doanh thu đạt 8.928 tỷ đồng (-2,9% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 752 tỷ đồng (-17,7% yoy). EPS 2018 là 1.242 đồng/cp, tương ứng với PE forward là 14,5 lần.

Chỉ tiêu	2016	2017	2018F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.139	9.197	8.928
<i>Tăng trưởng doanh thu (%)</i>		13,0%	-2,9%
LNST (tỷ đồng)	621	722	617
<i>Biên ròng (%)</i>	7,6%	7,9%	6,9%
LNST cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	514	600	557
ROE (%)	14,9%	11,8%	8,8%
ROA (%)	4,2%	4,1%	3,5%
P/E (x)	10,8	13,4	14,5
P/B (x)	1,4	1,3	1,3
EPS (đồng/cp)	1.673	1.339	1.242

Nguồn: BVSC dự báo

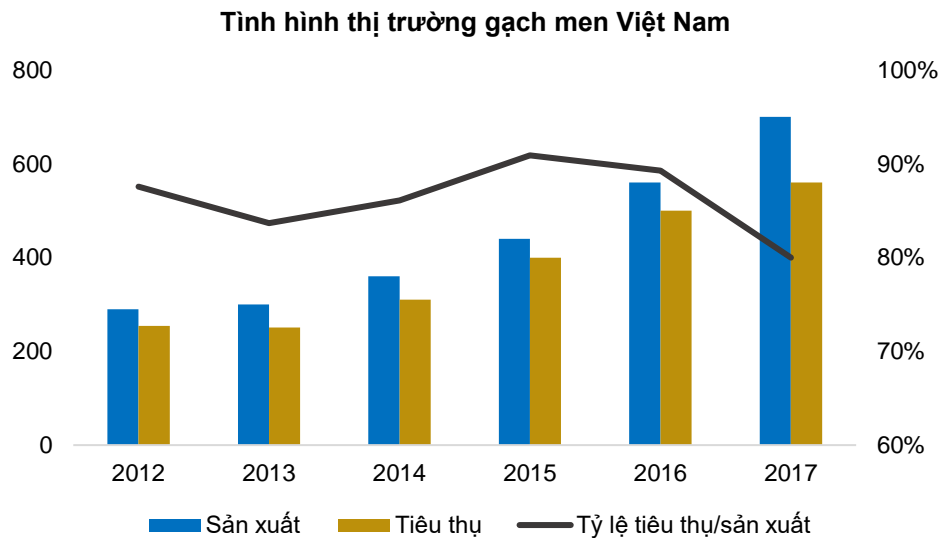
Khu công nghiệp: Viglacera chấp nhận mức lợi nhuận thấp để thu hút các khách hàng lớn.

Về tình hình tiêu thụ của các KCN năm nay dự báo khả quan khi VGC đang trong quá trình đàm phán với các khách hàng. Kế hoạch cho thuê trong năm của một số KCN như Đồng Văn IV là 20ha, Yên Phong 2 là 25ha, Yên Phong 1 là 7,5ha. Tuy nhiên, lợi nhuận đem lại có thể không cao do VGC đưa mức giá ưu đãi để thu hút khách hàng lớn, từ đó có thể thu hút thêm nhiều khách hàng khác và có mức giá bán tốt hơn. Mức giá ưu đãi ở KCN Yên Phong 2 năm nay có thể vào khoảng 58 USD/m² (chỉ bằng khoảng 68% so với mức giá ở KCN Yên Phong 1). Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh doanh thu dự báo cho KCN còn khoảng 1.100 tỷ đồng (tăng 10,3% so với cùng kỳ).

Lĩnh vực kính xây dựng và gạch ốp lát gặp khó khăn.

Về thị trường kính xây dựng, chúng tôi giữ quan điểm từ lần cập nhật trước khi cho rằng thị trường năm 2018 sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi i) nguồn cung trong nước tăng mạnh, đồng thời còn vấp phải ii) sự cạnh tranh của kính nhập khẩu từ thị trường ASEAN (chủ yếu là thị trường Malaysia) do thuế nhập khẩu của kính nổi giảm từ 5% về 0% từ đầu năm 2018. Phía Viglacera cũng đồng ý là mức biên gộp hơn 31% đạt được trong năm 2016 và 2017 là khá cao và không bền vững nên nhiều khả năng sẽ giảm xuống trong tương lai.

Sau giai đoạn tăng trưởng nóng 2015-2017, thị trường gạch nhìn chung đã xuất hiện tình trạng dư cung. Theo chia sẻ từ đại diện tập đoàn Viglacera, nguồn cung gạch năm 2017 có thể đã lên tới 700 triệu m². Trong khi đó, nhu cầu, theo ước tính của chúng tôi, chỉ đạt khoảng 550-580 triệu m². Tỷ lệ tiêu thụ/sản xuất đang ngày càng giảm sút, đạt khoảng 80%. Do đó, BVSC nhận định giá gạch có thể tiếp tục xu hướng giảm giá trong năm 2018. Thêm vào đó, các công ty con về gạch ốp lát của VGC có thể gặp khó khăn trong việc bán hàng trong bối cảnh cạnh tranh như hiện nay. Đặc biệt là VIT, đơn vị chiếm khoảng 50% doanh thu mảng gạch ốp lát, đang gặp khó khăn khi chưa thể đẩy mạnh doanh số trong khi các chi phí cố định tăng cao như khấu hao hay lãi vay.



Nguồn: Hiệp hội Gốm sứ xây dựng, BVSC tổng hợp

Dù kết quả cơ bản chưa hỗ trợ, nhưng kỳ vọng vào việc thoái vốn của Nhà nước từ đó sẽ giúp VGC hoạt động hiệu quả hơn.

Câu chuyện thoái vốn của Nhà nước là điểm nhấn đầu tư của Viglacera trong giai đoạn hiện nay và kéo dài sang năm 2019. Đợt bán đầu tiên hơn 80 triệu cp (20% cổ phần) kéo dài từ ngày 27/6/2018 đến 20/7/2018. Đến thời điểm hiện tại, Bộ Xây Dựng vẫn chưa thực hiện bán thành công. Chúng tôi cho rằng có thể nguyên nhân chính là do nhiều nhà đầu tư khác tận dụng “điểm yếu” trong phương án thoái vốn để có thể bán được giá cao (nhà đầu tư có thể đặt bán ở mức giá từ 26.000 đồng trở xuống để có thể khớp trước số lượng bán của Bộ Xây Dựng – quy định là không thấp hơn 26.100 đồng) nên phía bên mua và Viglacera có thể đã tính toán một phương án khác hoặc chờ sang năm tới 2019 để có thể thực hiện giao dịch với toàn bộ vốn góp (53,97% cổ phần) của Bộ Xây Dựng.

Với vị thế hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng và bất động sản, thì tin đồn về việc có một nhà đầu tư chiến lược có thể đầu tư chi phối cổ phiếu VGC sẽ giúp doanh nghiệp tinh gọn, hoạt động hiệu quả hơn và giúp giá cổ phiếu biến động tích cực.

Khuyến nghị đầu tư

Việc thoái vốn trong năm nay không như dự kiến đã làm giảm kỳ vọng của nhà đầu tư, nhờ vậy giá cổ phiếu đã giảm mạnh (-23%) về vùng giá an toàn và hấp dẫn hơn. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu điều chỉnh là **24.370 đồng/cp** đối với VGC. Tuy nhiên cơ hội đầu tư phù hợp cho mục tiêu dài hạn hơn, đối với nhà đầu tư ngắn hạn có thể tiếp tục theo dõi để lựa chọn thời điểm đầu tư phù hợp. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật tình hình kinh doanh và kế hoạch thoái vốn của Nhà nước khi có sự thay đổi trong những báo cáo tới.

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

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

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

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

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

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

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

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

Nguyễn Bình Nguyên
Cao su tự nhiên
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược, Vận tải
hathithuhang@baoviet.com.vn

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

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
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