

TỔNG CÔNG TY VIGLACERA (VGC- HOSE)

“LỢI NHUẬN TRỞ LẠI VÙNG ĐỈNH”

KHẢ QUAN

Lê Quang Trung

Email: trung.lequang@abs.vn

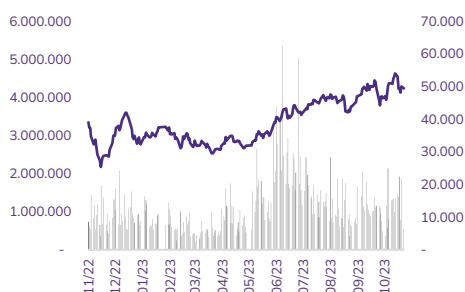
THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành:	Sản xuất gạch ốp lát & Vật liệu lát
Ngày báo cáo:	26/10/2023
Giá hiện tại (VND/CP):	47.200
Giá mục tiêu (VND/CP):	51.050
Tỷ lệ tăng (%):	+8,2%
Vốn hóa (Tỷ VND):	21.162
SLCPĐLH (CP):	448.350.000

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Hạ tầng Gelex	50,21%
Bộ Xây Dựng	38,58%
Cổ đông khác	11,21%

DIỄN BIẾN GIÁ



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23
Tăng trưởng DTT (%)	45,1%	-8,0%
Tăng trưởng LNST (%)	88,5%	-7,7%
Biên LNG (%)	30,7%	31,0%
Biên LNST (%)	16,2%	15,9%
ROA (%)	12,3%	10,8%
ROE (%)	30,4%	26,3%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,37	0,44
EPS (VND/CP)	1.435	1.325
BVPS (VND/CP)	19.852	20.661

Luận điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của VGC khởi sắc với doanh thu thuần quý 2 đạt 3.928 tỷ đồng (-8% svck) & LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 625,6 tỷ đồng (-9% svck).
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, VGC ghi nhận doanh thu thuần đạt 6.702 tỷ đồng (-17% svck) & LNST đạt 777 tỷ đồng (-46% svck). Như vậy, nửa đầu năm VGC đã hoàn thành 43% kế hoạch doanh thu và 85% kế hoạch LNTT năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của VGC sẽ vẫn tích cực dựa trên những yếu tố sau:
 - ✓ Mảng kinh doanh vật liệu xây dựng dự kiến sẽ hồi phục dần trong nửa cuối năm 2023 khi thị trường bất động sản đang có dấu hiệu dần hồi phục. Bên cạnh đó, giá các NVL đầu vào đặc biệt là giá than nội địa được dự báo sẽ không còn tăng mạnh nữa và có thể hạ nhiệt cùng với việc giá bán thành phẩm hồi phục khi mức cạnh tranh không còn gay gắt tới từ việc lượng hàng tồn kho đã được cân đối lại sẽ giúp cho biên lợi nhuận của mảng này được cải thiện.
 - ✓ Doanh thu mảng KCN sẽ tiếp tục tăng trưởng tới từ sự đóng góp của 2 KCN là Thuận Thành I và Tiên Hải – Thái Bình với khoảng 250 ha bổ sung vào tổng diện tích cho thuê (+35% so với trước đó).
- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của của VGC giảm -4,91% svck đạt 13.875 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 1.726 tỷ đồng (-0,2% svck). Năm 2024, doanh thu thuần dự kiến đạt 15.953 tỷ đồng (+14,98% svck) và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 1.982 tỷ đồng (+14,9% svck).
- EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 3.849 đồng/cp & 4.421 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 18.744 đồng/cp & 21.165 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 13,7 lần & 2,8 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 11,9 lần & 2,5 lần.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 51.050 đồng/cp tương ứng mức P/E và P/B dự phóng 2023 là 13,2x và 2,7x. Với tiềm năng tăng giá +8,2% so với giá hiện tại, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VGC.
- Rủi ro:**
 - ✓ Giá cho thuê bất ổn định do nguồn vốn FDI sụt giảm.
 - ✓ Hoạt động kinh doanh vật liệu xây dựng chưa thể hồi phục như kỳ vọng.
- Cơ hội:**
 - ✓ Diện tích cho thuê, giá cho thuê cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm giá tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.

- ✓ Thị trường bất động sản hồi phục mạnh hơn cũng như nhu cầu về vật liệu xây dựng trên thế giới có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự báo của chúng tôi.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của VGC

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	11.194	14.592	13.875	15.953
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	18,7%	30,4%	-4,9%	15,0%
Lợi nhuận gộp	2.873	4.238	3.988	5.059
Biên lợi nhuận gộp (%)	25,7%	29,0%	28,7%	31,7%
Doanh thu tài chính	190	86	162	38
Chi phí tài chính	-206	-324	-82	-98
Chi phí bán hàng	-671	-936	-833	-1.276
Chi phí QLDN	-749	-912	-1.138	-1.356
Lợi nhuận từ HĐKD	1.560	2.264	2.097	2.367
Lãi/Lỗ khác	-18	42	37	34
Lợi nhuận trước thuế	1.541	2.305	2.135	2.401
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.224	1.728	1.726	1.982
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	11,4%	13,1%	13,2%	12,9%
EPS (đồng/cp)	2.729	3.854	3.849	4.421

Nguồn: VGC, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

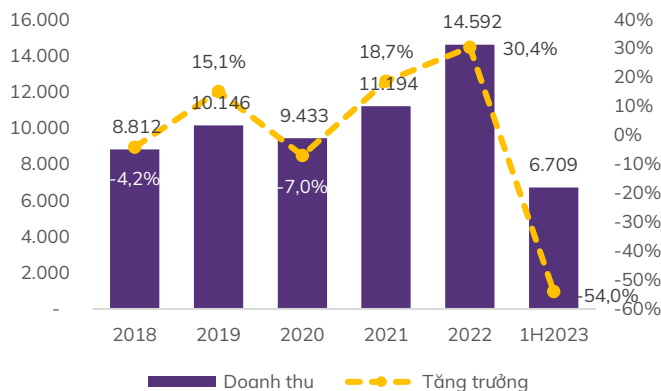
KQKD 6 tháng đầu năm 2023 của VGC

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23	%YoY	1Q23	%QoQ	1H22	1H23	%YoY
Doanh thu thuần	4.269	3.928	-8,0%	2.775	41,6%	8.101	6.703	-17,3%
Lợi nhuận gộp	1.312	1.219	-7,1%	666	83,0%	2.706	1.885	-30,3%
Biên LN gộp	30,7%	31,0%		24,0%		33,4%	28,1%	
Chi phí BH & QLDN	(443)	(348)	-21,5%	(343)	1,6%	(904)	(691)	-23,6%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT	10,4%	8,9%		12,4%		11,2%	10,3%	
Doanh thu tài chính	22	22	1,3%	13	70,4%	39	36	-10,0%
Chi phí tài chính	69	93	34,1%	101	-7,7%	163	193	18,6%
Chi phí lãi vay	60	88	48,0%	83	6,4%	116	171	47,0%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	842	791	-6,1%	231	242,9%	1.742	1.022	-41,3%
Lãi/lỗ từ hoạt động liên doanh, liên kết	21	(9)	N/A	(5)	79,2%	63	(14)	N/A
Lợi nhuận trước thuế	843	804	-4,7%	221	263,9%	1.741	1.025	-41,1%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	643	594	-7,7%	193	208,1%	1.345	787	-41,5%
Biên LN ròng	16,2%	15,9%		5,5%		17,8%	11,6%	

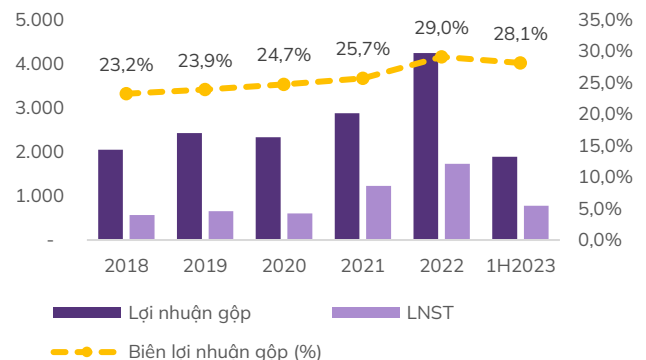
Nguồn: VGC, ABS Research

- Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của VGC khởi sắc** với doanh thu thuần quý 2 đạt 3.928 tỷ đồng, giảm -8% so với cùng kỳ nhưng lại tăng trưởng mạnh +41,6% so với quý trước đó. Hoạt động bán hàng vẫn là hoạt động đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp đạt 2.163 tỷ đồng (chiếm 55% cơ cấu tổng doanh thu) với đóng góp nhiều nhất tới từ dòng sản phẩm gạch ốp lát (942 tỷ đồng, +3% svck) và kính (522 tỷ đồng, -20% svck). Giá vốn trong kỳ cũng ghi nhận giảm 8%, xuống còn 2.709 tỷ đồng, dẫn tới lợi nhuận gộp của doanh nghiệp đạt 1.219 tỷ đồng, giảm -7% svck. Kỳ này, doanh thu tài chính của VGC tăng nhẹ lên 22,39 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí tài chính tăng tới 34%, lên 92,79 tỷ đồng do chi phí lãi vay tăng mạnh. Điểm tích cực là chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của VGC lần lượt giảm -6% và -40%, xuống 226 tỷ đồng và 122,3 tỷ đồng. Từ những yếu tố trên, Viglacera có lãi sau thuế của cổ đông công ty mẹ ghi nhận 583,9 tỷ đồng, giảm -7,7% svck.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023**, VGC ghi nhận doanh thu thuần đạt 6.702 tỷ đồng (-17% svck) & LNST cổ đông công ty mẹ đạt 787 tỷ đồng (-41,5% svck). Doanh thu vẫn được đóng góp chủ yếu bởi hoạt động bán hàng đạt 3.761 tỷ đồng tập trung ở các dòng sản phẩm gạch ốp lát (1.557 tỷ đồng), sản phẩm kính, gương (964 tỷ đồng) và gạch, ngói (623 tỷ đồng). Doanh thu dịch vụ trong kỳ đạt 2.934 tỷ đồng, chủ yếu đến từ doanh thu cho thuê đất đã phát triển cơ sở hạ tầng. Năm 2023, VGC đặt mục tiêu 15.750 tỷ đồng doanh thu và 1.210 tỷ đồng LNNT. Như vậy, nửa đầu năm VGC đã hoàn thành 43% kế hoạch doanh thu và 85% kế hoạch LNNT năm 2023.

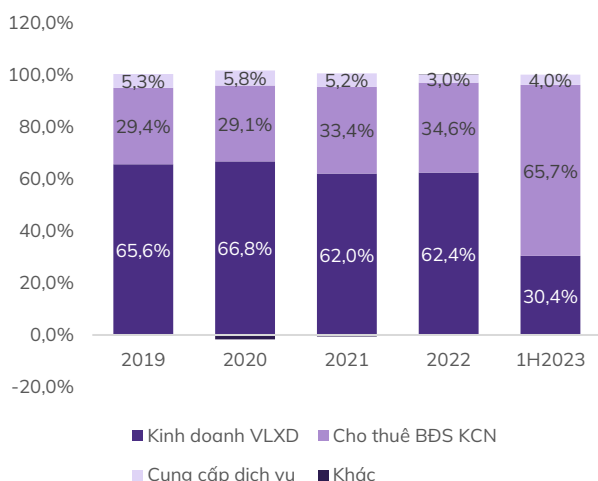
Quy mô & tăng trưởng doanh thu của VGC



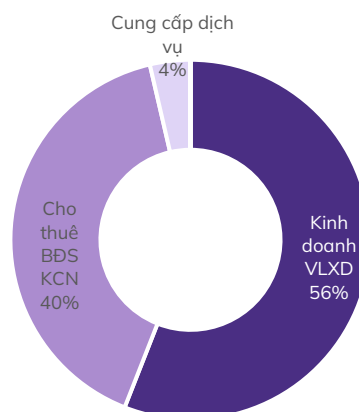
Quy mô lợi nhuận của VGC 2018-1H/2023



Cơ cấu Lợi nhuận gộp của VGC 2019-6T/2023



Cơ cấu doanh thu của VGC 6T/2023 (%)



Nguồn: VGC, ABS Research

• **Tình hình sản xuất kinh doanh của VGC:**

➤ **Hoạt động kinh doanh VLXD:** Hiện mảng kinh doanh VLXD của VGC đang gặp nhiều khó khăn bởi các tác động tiêu cực từ thị trường bất động sản và cũng như áp lực cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu. Cụ thể:

- ✓ **Mảng gạch ốp lát:** 6T/2023 ghi nhận doanh thu tăng trưởng đạt 1.559 tỷ đồng (+2,7% svck). Tuy nhiên, giá vốn trong kỳ ghi nhận tăng trưởng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 1.300 tỷ đồng (+4,7% svck) đã khiến cho biên lợi nhuận gộp của mảng này sụt giảm xuống còn 16,6% so với mức 18,2% của 6T/2022. Các sản phẩm gạch ốp lát của VGC gặp nhiều khó khăn tại thị trường nội địa do thị trường Bất động sản trong nước vẫn đang kém khả quan nhưng ở bên mảng xuất khẩu thì lại được đẩy mạnh khi mà nhu cầu gạch ốp lát tại các thị trường xuất khẩu chính của doanh nghiệp là châu Âu và Mỹ hồi phục trở lại. Theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp 8 tháng đầu năm 2023 doanh thu xuất khẩu sản phẩm gạch ốp lát tăng trưởng 134% svck.
- ✓ **Mảng kính, gương:** Sụt giảm mạnh khi doanh thu chỉ đạt 968 tỷ đồng (-36,1% svck). Bên cạnh đó, ngoài các khó khăn tới từ thị trường bất động sản, VGC còn phải chịu áp lực cạnh tranh mạnh tới từ các sản phẩm giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc khiến cho doanh nghiệp phải điều chỉnh giá các mặt hàng khiến cho biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2023 sụt giảm mạnh chỉ còn 0,5% (cùng kỳ 2022 đạt 38,4%).
- ✓ **Gạch ngói, đất sét nung:** Doanh thu 6 tháng đầu năm 2023 giảm 28,2% svck chỉ đạt 623 tỷ đồng. Biên lợi nhuận sụt giảm chỉ còn ở mức 10,1% so với mức 12,2% của 6T/2022 do áp lực cạnh tranh giá bán với các dòng sản phẩm giá rẻ trên thị trường. Bên cạnh đó, chi phí sản xuất cũng chịu áp lực gia tăng khi giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng gia tăng cụ thể là than.
- ✓ **Sứ, sen vòi:** Được định hướng là sẽ đẩy mạnh thông qua hoạt động xuất khẩu nhưng do khả năng tiêu thụ tại các thị trường hiện chưa hồi phục khiến cho doanh thu 6T/2023 đạt 405 tỷ đồng (-23,2% svck). Bên cạnh đó, việc áp lực cạnh tranh gia tăng cũng tác động tới giá bán của sản phẩm từ đó khiến biên lợi nhuận gộp sụt giảm 5,7 điểm phần trăm chỉ còn 29,4%.

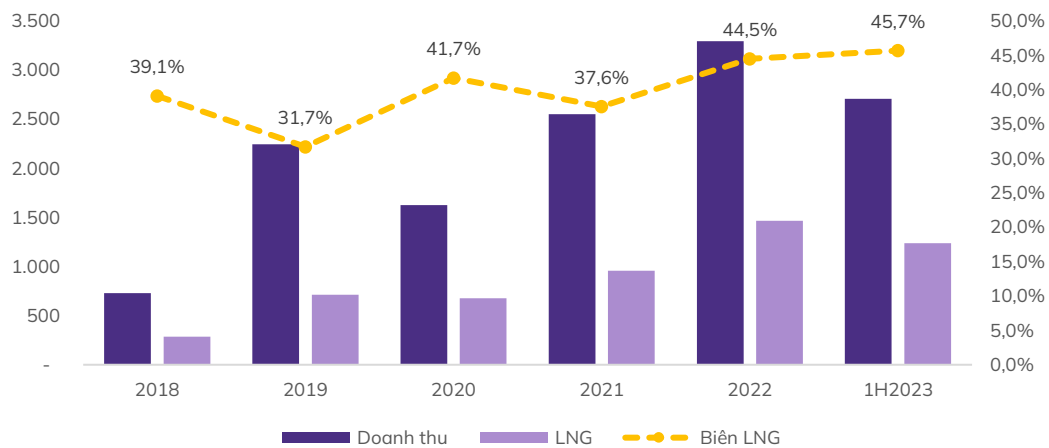
➤ **Hoạt động cho thuê đất KCN:** 6 tháng đầu năm, tổng diện tích cho thuê của VGC dự kiến đạt 100 ha và hiện đã ghi nhận doanh thu cho thuê của 65ha. Các hợp đồng đáng chú ý của doanh nghiệp trong năm qua có thể kể tới hợp đồng đầu tư mở rộng sản xuất, kinh doanh của tập đoàn BYD Việt Nam trị giá 183,7 triệu USD với diện tích khoảng 40 ha tại KCN Phú Hà và hợp đồng Geleximco thuê 50 ha tại KCN Tiền Hải với tổng mức đầu tư 800 triệu USD để xây dựng nhà máy sản xuất, lắp ráp ô tô. Với vị thế là một trong những doanh nghiệp có quỹ đất lớn nhất tại khu vực miền Bắc, hiện VGC vẫn còn hơn 1.139 ha diện tích thương phẩm và diện tích sẵn sàng cho thuê đạt 740 ha.

Quỹ đất khu công nghiệp của VGC

Khu công nghiệp	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Diện tích đã đến bù (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Giá bán (USD/m ² /kỳ thuê)	Diện tích còn lại (ha)
Yên Mỹ	280	204,0		33,5%	130	136
Yên Phong II	219,2	148,0	192	26,4%	100	109
Thuận Thành I	262,7	181,0	89	0,0%	120	181
Phú Hà I	350,3	273,0	307	41,4%	80	160
Tiền Hải - Thái Bình	466,0	191,0	134	22,0%	80	149
Phong Điền Huế	284,0	217,0	284	16,6%	30	181
Hải Yên	182,0	137,0	105	42,3%	46	79
Yên Phong MR	313,9	227,0	310	58,6%	130	94
Đông Mai	313,0	126,0	167	60,0%	56	50
Tổng cộng	2.671,1	1.704,0	1.588			1.139

Nguồn: VGC, ABS Research

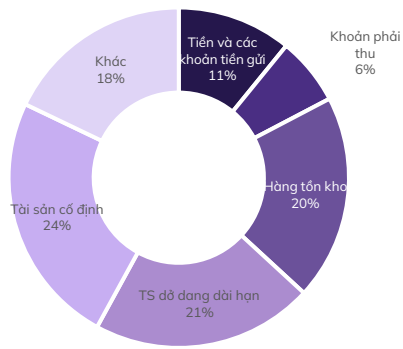
Doanh thu (tỷ đồng) và Biên LNG (%) hoạt động cho thuê KCN



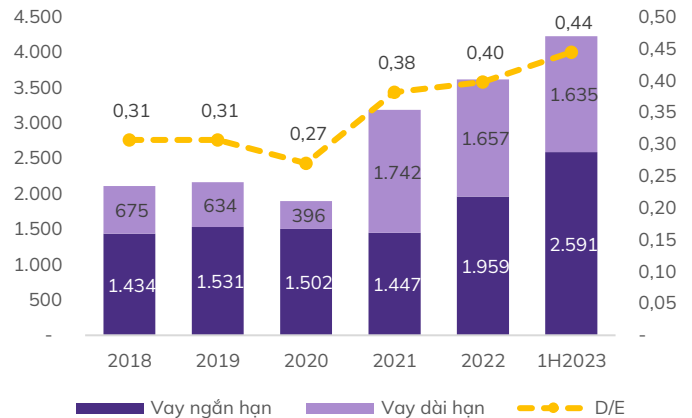
Nguồn: VGC, ABS Research

- **Cơ cấu tài sản lành mạnh với lượng tiền mặt cao.** Giá trị tiền và tương đương tiền cùng với đầu tư tài chính ngắn hạn của VGC tại thời điểm 30/06/2023 đạt 2.520 tỷ đồng (+17,4% ytd, chiếm 10,9% cơ cấu tổng tài sản) bao gồm 2.392 tỷ đồng tiền và 128 tỷ đồng đầu tư tài chính ngắn hạn. Bên cạnh đó giá trị các khoản có tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu tổng tài sản tập trung chủ yếu tại tài sản dở dang dài hạn đạt 4.893 tỷ đồng (-15,3% ytd, chiếm 21,1% cơ cấu tổng tài sản) và hàng tồn kho đạt 4.522 tỷ đồng (+6,8% ytd, chiếm 19,5% cơ cấu tổng tài sản) với đa phần là giá trị của các dự án BĐS mà doanh nghiệp đang triển khai và dự kiến sẽ mang lại nguồn thu trong tương lai.
- **Nợ vay gia tăng** với tổng giá trị đạt 4.226 tỷ đồng (+16,9% ytd) bao gồm 2.591 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn và 1.635 tỷ đồng nợ vay dài hạn. Việc duy trì tỷ trọng nợ vay ngắn hạn ở mức cao sẽ gia tăng áp lực tài chính cho doanh nghiệp khiến chi phí tài chính gia tăng và bào mòn lợi nhuận. Hệ số Nợ vay/VCSH tăng lên mức 0,44x từ mức 0,40x đầu năm.

Cơ cấu tài sản của VGC tại 30/6/2023



Cơ cấu nợ vay của VGC 2019-H1/2023



Nguồn: VGC, ABS Research

Triển vọng dài hạn lạc quan

Chúng tôi dự báo triển vọng kinh doanh của VGC trong giai đoạn 2023-2025 sẽ khả quan do:

- **Mảng kinh doanh vật liệu xây dựng dự kiến sẽ hồi phục dần trong nửa cuối năm 2023** khi thị trường bất động sản đang có dấu hiệu dần hồi phục. Bên cạnh đó, giá các NVL đầu vào đặc biệt là giá than nội địa được dự báo sẽ không còn tăng mạnh nữa và có thể hạ nhiệt cùng với việc giá bán thành phẩm hồi phục khi mức cạnh tranh không còn gay gắt tới từ việc lượng hàng tồn kho đã được cân đối lại sẽ giúp cho biên lợi nhuận của mảng này được cải thiện.
- **Triển vọng tăng công suất của mảng kính và gạch ốp lát.** VGC hiện đang có kế hoạch triển khai giai đoạn 2 nhà máy kính nổi siêu trắng Phú Mỹ với công suất khoảng 56,8 triệu m²/năm. Hiện VGC đang là doanh nghiệp có thị phần tiêu thụ kính xây dựng lớn nhất tại Việt Nam (42% thị phần) cùng với tổng công suất ở mức 94,9 triệu m²/năm. Do đó, khi GD 2 của nhà máy kính nổi siêu trắng Phú Mỹ được đưa vào hoạt động sẽ giúp tăng tổng công suất của mảng kính lên hơn 60% so với hiện tại ở mức 151,7 triệu m²/năm. Bên cạnh đó, mảng gạch ốp lát thời gian qua cũng đã được cải thiện công suất sau khi VGC tiến hành mua và cải tạo Nhà máy gạch Viglacera Eurotile vào năm 2021, nâng tổng công suất gạch ốp lát của VGC lên 37 triệu m²/năm.
- **Doanh thu mảng KCN sẽ tiếp tục tăng trưởng** tới từ sự đóng góp của 2 KCN là Thuận Thành I và Tiên Hải – Thái Bình với khoảng 250 ha bổ sung vào tổng diện tích cho thuê (+35% so với trước đó).
- **Giá cho thuê bình quân dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao** nhờ sự cải thiện của nguồn vốn FDI trong xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng khỏi thị trường Trung Quốc. Tính đến ngày 20/8/2023, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam đạt gần 18,15 tỷ USD, tăng 8,2% so với cùng kỳ. Số vốn giải ngân được khoảng 13,1 tỷ USD tăng 1,3% so với cùng kỳ năm 2022. Chúng tôi nhận định Giá thuê bình quân cả nước dự kiến cho năm 2023 theo USD là 140 USD/m²/chu kỳ thuê (+7% svck).

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

- Chúng tôi đưa ra dự phóng trên cơ sở giả định giá cho thuê bình quân tại các khu công nghiệp của VGC năm 2023 ở mức 110 USD/m² (+30% svck).
- Dựa trên cơ sở hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2023 của VGC, chúng tôi giả định diện tích cho thuê năm 2023 dự kiến đạt 199 ha với đóng góp chủ yếu tới từ 2 KCN Phú Hà và Tiên Hải – Thái Bình.
- Hoạt động kinh doanh vật liệu xây dựng sẽ sụt giảm nhẹ trong năm 2023 trước khi hồi phục trở lại vào năm 2024 nhờ các lợi thế về xuất khẩu cũng như áp lực cạnh tranh trong nước hạ nhiệt.
- Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của VGC giảm -4,91% svck đạt 13.875 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 1.726 tỷ đồng (-0,2% svck). Năm 2024, doanh thu thuần dự kiến đạt 15.953 tỷ đồng.

đồng (+14,98% svck) và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 1.982 tỷ đồng (+14,9% svck). EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 3.849 đồng/cp & 4.421 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 18.744 đồng/cp & 21.165 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 13,7 lần & 2,8 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 11,9 lần & 2,5 lần.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của VGC năm 2023-2024 theo mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh	2020	2021	2022	2023F	2024F
1. Bán hàng					
Doanh thu	7.292.723	8.117.187	10.640.495	8.034.108	8.991.099
% YOY	-2,64%	11,31%	31,09%	-24,49%	11,91%
% Tổng doanh thu	77,31%	72,51%	72,92%	57,90%	56,36%
Giá vốn hàng bán	-5.737.864	-6.334.982	-7.994.927	-6.710.807	-7.117.774
Lợi nhuận gộp	1.554.858	1.782.205	2.645.568	1.323.301	1.873.325
% YOY	-2,04%	14,62%	48,44%	-49,98%	41,56%
2. Cho thuê BĐS KCN					
Doanh thu	1.624.336	2.552.291	3.294.086	5.270.538	6.324.646
% YOY	-27,69%	57,13%	29,06%	60,00%	20,00%
% Tổng doanh thu	17,22%	22,80%	22,57%	37,98%	39,64%
Giá vốn hàng bán	-946.865	-1.593.777	-1.827.250	-2.740.680	-3.288.816
Lợi nhuận gộp	677.471	958.514	1.466.837	2.529.858	3.035.830
% YOY	-55,83%	41,48%	53,03%	72,47%	20,00%
3. Cung cấp dịch vụ					
Doanh thu	443.717	450.675	498.959	553.649	618.800
% YOY	15,59%	1,57%	10,71%	10,96%	11,77%
% Tổng doanh thu	4,70%	4,03%	3,42%	3,99%	3,88%
Giá vốn hàng bán	-309.532	-301.020	-373.685	-415.165	-464.389
Lợi nhuận gộp	753.249	751.695	872.644	138.483	154.411
% YOY	491,62%	-0,21%	16,09%	-84,13%	11,50%
4. Hợp đồng xây dựng					
Doanh thu	72.273	74.161	158.910	17.063	18.769
% YOY	188,26%	2,61%	114,28%	-89,26%	10,00%
% Tổng doanh thu	0,77%	0,66%	1,09%	0,12%	0,12%
Giá vốn hàng bán	-111.107	-92.008	-158.440	-20.929	-23.022
Lợi nhuận gộp	-38.834	-17.847	470	-3.866	-4.253
% YOY	-254,89%	-54,04%	-102,63%	-922,61%	10,00%
Tổng doanh thu	9.433.049	11.194.313	14.592.450	13.857.917	15.934.130
% YOY	-7,02%	18,67%	30,36%	-4,91%	14,98%
Tổng giá vốn hàng bán	-7.105.369	-8.321.787	-10.354.301	-9.887.581	-10.894.001
Tổng lợi nhuận gộp	2.327.680	2.872.526	4.238.149	3.987.776	5.059.313
Biên lợi nhuận gộp	24,68%	25,66%	29,04%	28,74%	31,71%

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu VGC dựa theo phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV)

Một số giả định khác:

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm. Tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2023 dự kiến 20%.
- WACC ở mức 9%/năm

Phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV):

Phương pháp	Đơn vị	Giá trị
Tổng tài sản sau khi đánh giá lại	Tỷ đồng	45.847
- Nợ phải trả	Tỷ đồng	22.959
Giá trị của VCSH	Tỷ đồng	22.888
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Cổ phiếu	448.350.000
Giá một cổ phần (đồng/cổ phiếu)		51.050

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 51.050 đồng/cp tương ứng mức P/E và P/B dự phóng 2023 là 13,2x và 2,7x. Với tiềm năng tăng giá +8,2% so với giá hiện tại, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VGC.

Rủi ro:

- ✓ Giá cho thuê bất ổn định do nguồn vốn FDI sụt giảm.
- ✓ Hoạt động kinh doanh vật liệu xây dựng chưa thể hồi phục như kỳ vọng.

Cơ hội:

- ✓ Diện tích cho thuê, giá cho thuê cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Thị trường bất động sản hồi phục mạnh hơn cũng như nhu cầu về vật liệu xây dựng trên thế giới có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự báo của chúng tôi.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	11.194	14.592	13.875	15.953
Giá vốn hàng bán	-8.322	-10.354	-9.888	-10.894
Lợi nhuận gộp	2.873	4.238	3.988	5.059
Doanh thu tài chính	190	86	162	38
Chi phí tài chính	-206	-324	-82	-98
Chi phí bán hàng	-671	-936	-833	-1.276
Chi phí QLDN	-749	-912	-1.138	-1.356
Lợi nhuận từ HĐKD	1.560	2.264	2.097	2.367
Lãi/Lỗ khác	-18	42	37	34
Lợi nhuận trước thuế	1.541	2.305	2.135	2.401
Lợi nhuận sau thuế	1.279	1.913	1.836	2.065
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.224	1.728	1.726	1.982

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HĐKD	4.695	2.363	230	1.831
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-3.523	-2.523	-1	0
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-509	-643	-177	-455
LCT thuần trong kỳ	662	-803	52	1.376
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1.950	2.711	2.019	2.071
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2.611	1.907	2.071	3.446

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	0,93	0,97	1,08	1,25
Khả năng thanh toán nhanh	0,45	0,40	0,44	0,61
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,34	0,26	0,26	0,38
Khả năng thanh toán lãi vay	10,59	10,17	26,91	25,51

Cơ cấu vốn	2021	2022	2023F	2024F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,38	0,40	0,44	0,46
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,62	0,60	0,56	0,54
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,38	0,40	0,43	0,43

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2021	2022	2023F	2024F
Số ngày phải thu	24,8	19,9	26,1	30,8
Số ngày phải trả	52,5	51,0	51,7	56,7
Số ngày tồn kho	155,1	139,1	147,3	163,4

Khả năng sinh lời	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25,7%	29,0%	28,7%	31,7%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	13,7%	16,6%	14,5%	15,2%
Tỷ suất LNST	11,4%	13,1%	13,2%	12,9%
ROE	16,6%	21,9%	21,5%	19,4%
ROA	5,9%	8,5%	8,6%	8,7%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.711	2.019	2.071	3.446
+ Đầu tư ngắn hạn	231	129	129	129
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	886	1.183	1.543	2.108
+ Hàng tồn kho	3.657	4.235	4.640	5.113
+ Tài sản ngắn hạn khác	456	542	734	898
Tài sản ngắn hạn	7.941	8.108	9.117	11.693
+ Các khoản phải thu dài hạn	288	304	270	311
+ Tài sản cố định	5.289	5.383	4.760	4.137
+ Bất động sản đầu tư	1.961	1.952	2.553	3.121
+ Tài sản dở dang dài hạn	5.206	5.775	4.775	3.775
+ Đầu tư dài hạn	618	689	690	690
+ Tài sản dài hạn khác	694	749	782	862
Tài sản dài hạn	14.056	14.851	13.830	12.896
Tổng Tài sản	21.997	22.959	22.947	24.589
+ Vay ngắn hạn	1.447	1.959	2.658	2.929
+ Nợ ngắn hạn khác	7.104	6.431	5.815	6.407
Nợ ngắn hạn	8.551	8.391	8.473	9.336
+ Vay dài hạn	1.742	1.657	1.678	1.849
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	3.347	3.826	2.771	2.211
Nợ dài hạn	5.089	5.483	4.449	4.060
Tổng nợ phải trả	13.640	13.873	12.922	13.396
+ Vốn cổ phần	4.484	4.484	4.484	4.484
+ Thặng dư vốn cổ phần	930	930	930	930
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1.411	1.660	2.489	3.574
+ Quỹ khác	1.533	2.012	2.134	2.217
Vốn chủ sở hữu	8.357	9.085	10.037	11.205
Tổng cộng nguồn vốn	21.997	22.959	22.959	24.601

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	18,7%	30,4%	-4,9%	15,0%
Tăng trưởng LNNT	69,9%	50,2%	-13,3%	12,7%
Tăng trưởng LNST	91,7%	49,6%	-4,0%	12,5%
Tăng trưởng VCSH	19,0%	8,7%	10,5%	11,6%
Tăng trưởng Tổng tài sản	3,2%	4,4%	15,4%	7,2%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	17,4	8,4	13,7	11,9
P/B	3,0	1,9	2,8	2,5
EPS (VND/CP)	2.729	3.854	3.849	4.421
BVPS (VND/CP)	15.730	16.895	18.744	21.165

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huệ - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

Bán lẻ, Thực phẩm, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Hóa chất, Dệt may, Hàng công nghiệp

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn

BDS dân cư, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Tài chính, BDS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Logistics, Công nghệ

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminhh@abs.vn