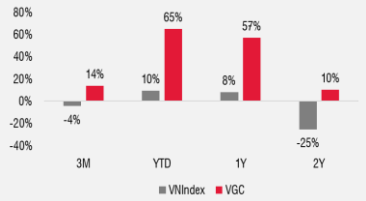
# Tổng Công ty Viglacera - CTCP (VGC: HOSE)

| | |
|---|---|
| **Ngày báo cáo:** | **23/12/2023** |
| **NGÀNH:** | **BẤT ĐỘNG SẢN** |
| CVPT cao cấp: | **Ngô Thị Kim Thanh** |
| Email: | thanhntk@ssi.com.vn |
| SĐT: | +84-28 3636 3688 ext. 3053 |
| **Khuyến nghị:** | **TRUNG LẬP** |
| **Giá mục tiêu 1Y:** | **55.600 Đồng** |
| Giá CP ngày 22/12/2023: | 53.300 Đồng |
| % Tăng giá: | **+4,3%** |
| Giá trị vốn hoá (triệu USD): | 980 |
| Giá trị vốn hoá (tỷ VND): | 23.942 |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu): | 448 |
| KLGD trung bình 3 tháng (cp): | 1.035.907 |
| Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ): | 58/29 |
| GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): | 52,7 |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): | 5,56 |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): | 38,58 |

**Biến động giá cổ phiếu**




*Nguồn: SSI Research*

**Thông tin cơ bản về công ty**

Tổng công ty Viglacera – CTCP (VGC: HOSE) là doanh nghiệp sản xuất VLXD hàng đầu với hơn 40 năm hoạt động. Hiện cơ cấu của VGC gồm 40 công ty thành viên, trong đó có 7 đơn vị trực thuộc, 23 công ty con và 7 công ty liên kết. Hoạt động kinh doanh của công ty có thể được chia thành 2 nhóm phân khúc chính là bất động sản và vật liệu xây dựng, trong đó nhóm thứ hai bao gồm 4 phân khúc chính nhỏ hơn là kính xây dựng, ngói, đất nung và sứ vệ sinh.

## Diện tích đất cho thuê mới và MOU cao nhất kể từ năm 2020

**Lợi nhuận tăng hai chữ số chủ yếu nhờ mảng cho thuê khu công nghiệp.** Trong Q3/2023, doanh thu và LNST lần lượt đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng 8% svck) và 434 tỷ đồng (tăng 64% svck). LNST tăng trưởng chủ yếu nhờ hoạt động cho thuê khu công nghiệp. Lũy kế 9T2023, doanh thu thuần đạt 10,17 nghìn tỷ đồng (giảm 11% svck) và LNST đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (giảm 30% svck) - hoàn thành 131% kế hoạch năm của công ty, kết quả kinh doanh 9T2023 cao hơn dự báo của chúng tôi chủ yếu nhờ hoạt độngcho thuê khu công nghiệp.

**Trong 11T2023, diện tích đất cho thuê mới và MOU đạt mức cao nhất kể từ năm 2020.** Trong 11T2023, diện tích đất cho thuê mới và MOU tại các khu công nghiệp của VGC đã đạt 218 ha – đây là mức cao nhất kể từ năm 2020. VGC dự kiến sẽ ghi nhận 4,2 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 29% svck) với 171 ha đất khu công nghiệp được cho thuê trong năm 2023. Diện tích đất khu công nghiệp đã ký MOUs trong T9-T11/2023 đạt 47 ha với các khách thuê tiềm năng dự kiến được ghi nhận trong năm 2024.

**Lợi nhuận của VGC trong Q4/2023 có thể sẽ gặp khó khăn do giá kính vẫn ở mức thấp và nhu cầu chưa phục hồi.** Trong Q4/2023, chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ bàn giao cho khách thuê 14 ha đất công nghiệp và dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 2,9 nghìn tỷ đồng (giảm 10% svck) và 207 tỷ đồng (giảm 24% svck).

**Luận điểm đầu tư.** VGC là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực VLXD gồm kính xây dựng (chiếm 42% thị phần), gạch ốp lát (30% thị phần gạch ceramic). Ngoài ra, VGC đã phát triển 11 khu công nghiệp với 560ha diện tích đất còn lại, tập trung ở miền Bắc và miền Trung, VGC đã thu hút được những khách hàng lớn, bao gồm Samsung, Accor, BYD và nhiều khách hàng khác. Chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ duy trì được nguồn lợi nhuận ổn định từ việc cho thuê các khu công nghiệp hiện có trong thời gian dài. VGC đang giao dịch ở mức P/E và P/B năm 2024 lần lượt là 16x và 2,3x. Chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính cho năm 2023 và 2024 lần lượt lên 17,3% so với báo cáo trước đó và nâng giá mục tiêu 1 năm từ 43.600 đồng lên **55.600 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 4,3%, theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu.

Trong ngắn hạn, các tin tức tích cực về i) khách thuê diện tích KCN lớn, ii) tăng trưởng xuất khẩu gạch granite và gạch men, iii) giá cho thuê đất KCN cao hơn dẫn đến biên lợi nhuận cao hơn, và iv) thông tin về việc Bộ Xây dựng thoái vốn (hiện Bộ xây dựng đang sở hữu 38,58%) sau khi có chứng thư định giá - sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu VGC. Tuy nhiên, rủi ro giảm giá đối với cổ phiếu VGC có thể đến từ (i) nhu cầu xây dựng chậm sẽ ảnh hưởng đến việc tiêu thụ VLXD của VGC; (ii) cạnh tranh gay gắt trong ngành VLXD; và (iii) chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng cho các KCN mới cao hơn.

## KQKD Q3/2023

Trong Q3/2023, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng 8% svck) và 434 tỷ đồng (tăng 64% svck). Lợi nhuận sau thuế tăng trưởng chủ yếu nhờ vào hoạt động cho thuê khu công nghiệp. Lũy kế 9T2023, doanh thu thuần đạt 10,17 nghìn tỷ đồng (giảm 11% svck) và LNST đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (giảm 30% svck) - hoàn thành 131% kế hoạch năm của công ty.

**Mảng vật liệu xây dựng** (kính xây dựng, thiết bị vệ sinh, gạch granite & ceramic và gạch ngói - chiếm 59% tổng doanh thu) giảm 15,2% svck do thị trường bất động sản vẫn chưa có nhiều chuyển biến tích cực. Cụ thể, theo dữ liệu từ CBRE, số lượng căn hộ mở bán tại TP. HCM trong 3 quý đầu năm 2023 đã giảm 70% svck, trong khi ở TP. HN giảm 40% svck. Điều này cho thấy tốc độ xây dựng chậm nhất trong 10 năm qua, từ đó ảnh hưởng đến doanh thu của mảng vật liệu xây dựng của VGC:

- Doanh thu *kính xây dựng* giảm 27% svck, cũng bị ảnh hưởng bởi nhu cầu kính xây dựng sụt giảm. Giá kính giảm 24% svck, làm biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 3% trong Q3/2023 so với mức 24% trong Q3/2022.

- Doanh thu *thiết bị vệ sinh và gạch ngói* lần lượt giảm 7% và 17% svck trong Q3/2023.

- Doanh thu *gạch granite & gạch ceramic* giảm 8% svck, mặc dù doanh thu xuất khẩu tăng trưởng mạnh 51% svck (chiếm 25% doanh thu) nhưng không thể bù đắp cho mức sụt giảm của doanh thu thị trường nội địa (giảm 28% svck). Biên lợi nhuận gộp của mảng thiết bị vệ sinh và gạch Granite & Ceramic lần lượt đạt 30,4% (giảm 6,9% svck) và 19,7% (giảm 0,4% svck).

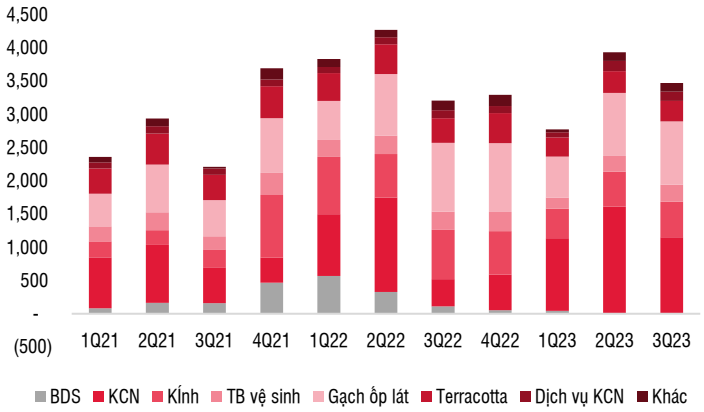
**Hoạt động cho thuê khu công nghiệp** (chiếm 32,9% tổng doanh thu). Trong Q3/2023, VGC đã cho thuê 40 ha đất khu công nghiệp trong Khu công nghiệp Yên Phong, Đông Hà, Yên Mỹ và Phú Hà, giúp doanh thu mảng KCN đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (tăng 180% svck). Giá thuê trung bình theo USD là 109 USD/m2/chu kỳ thuê (tăng 10,2% svck). Lũy kế 9T2023, VGC ghi nhận diện tích cho thuê đất KCN là 157 ha (tăng 30% svck) với tổng doanh thu đạt 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng 40% svck).

Biên lợi nhuận gộp của VGC trong Q3/2023 đạt 30,8% (tăng 5,4% svck) chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp của hoạt động cho thuê KCN tăng 10,2% lên 55% - đây là mức cao nhất kể từ Q1/2021 nhờ giá thuê tăng tại các KCN Yên Phong 2C (tỉnh Bắc Ninh), Yên Mỹ (tỉnh Hưng Yên).

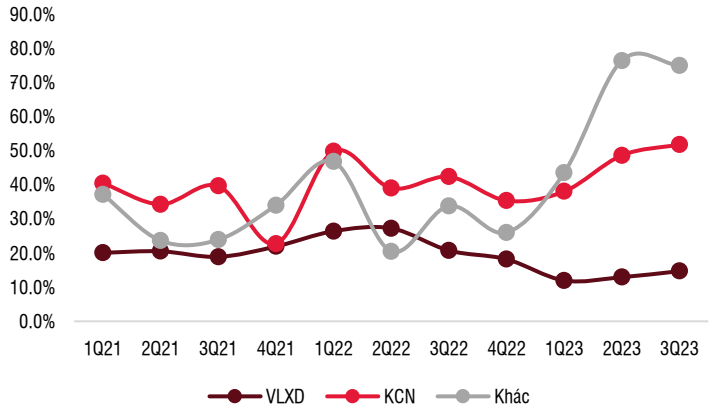
Chi phí lãi vay trong Q3/2023 đạt 92,5 tỷ đồng (tăng 39% svck) do nợ vay tăng 25% svck. Ngay cả khi tỷ lệ nợ tăng thì hệ số D/E vẫn ở mức thấp là 0,45x.

Chi phí quản lý giảm 24% svck do công ty không còn trích trước quỹ phát triển khoa học công nghệ.

**Cơ cấu doanh thu của VGC từ Q1/2021-Q3/2023 (tỷ đồng)**




**Biên lợi nhuận gộp của VGC từ Q1/2021-Q3/2023 (%)**




*Nguồn: VGC*

## Triển vọng

**Lợi nhuận của VGC trong Q4/2023 có thể sẽ gặp khó khăn do giá kính vẫn ở mức thấp và nhu cầu chưa phục hồi.** Trong Q4/2023, chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ bàn giao cho khách thuê 14 ha đất công nghiệp và dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 2,9 nghìn tỷ đồng (giảm 10% svck) và 207 tỷ đồng (giảm 24% svck).

Cho năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 13,1 nghìn tỷ đồng (giảm 10% svck) và 1,70 nghìn tỷ đồng (giảm 22% svck), tăng 17,2% so với dự báo trước đó - hoàn thành 147% kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ. Trong đó, diện tích đất cho thuê mới và MOU tại các KCN của VGC trong 11T2023 đã đạt 218 ha – đây là mức cao nhất kể từ năm 2020 và VGC dự kiến ghi nhận 4,2 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 29% svck) với 171 ha đất KCN cho thuê. Trong T9-T11/2023 có 47 ha diện tích đất KCN đã được ký MOU với các khách thuê tiềm năng ước tính được ghi nhận trong năm 2024. Tuy nhiên, doanh thu VLXD dự kiến sẽ giảm 15,2% svck đạt 2 nghìn tỷ đồng do thị trường bất động sản chưa có nhiều khởi sắc.

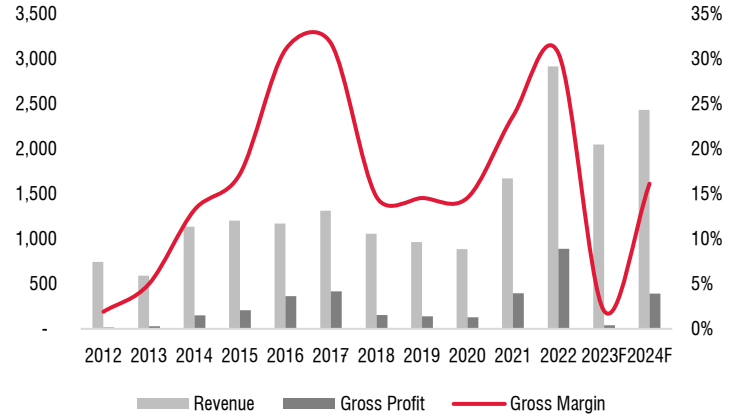
Cho năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế sẽ lần lượt đạt 13,4 nghìn tỷ đồng (tăng 2% svck) và 2,02 nghìn tỷ đồng (tăng 12,8% svck) – tăng 15% so với dự báo trước đó. Cụ thể chúng tôi ước tính như sau:

- **Doanh thu kính xây dựng** dự báo đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng 19% svck) – chiếm 18% tổng doanh thu. Theo Hiệp hội Kính và Thủy tinh Việt Nam, mức tiêu thụ kính dự kiến sẽ tăng khoảng 14% -15% svck trong năm 2024, do số lượng căn hộ mở bán mới sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024 và tăng trưởng từ các dự án đầu tư công như bệnh viện, sân bay... Giá kính xây dựng dự kiến sẽ phục hồi 4% svck, với biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 16,1% (so với 3% trong năm 2023) nhờ sản lượng cao hơn giúp giảm chi phí cố định trên mỗi m2 kính và giá cao hơn.

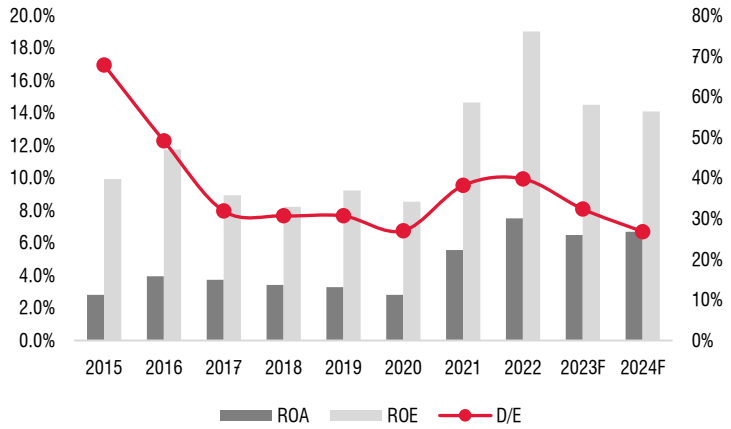
- Doanh thu **thiết bị vệ sinh** đạt 982 tỷ đồng (tăng 2% svck) – chiếm 10% tổng doanh thu, với giả định giá bán đi ngang svck. Biên lợi nhuận gộp dự kiến duy trì ở mức 30% (đi ngang svck).

- Doanh thu **gạch granite & ceramic** dự kiến đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (tăng 3% svck) – chiếm 25,6% doanh thu dự kiến do nhu cầu xuất khẩu tăng lên. Mảng gạch granite & ceramic đang có mức giá bán cạnh tranh hơn và có nhiều lựa chọn đa dạng hơn cho người tiêu dùng. Các khách hàng mới của công ty bao gồm InterBao từ Đức và La Fenice từ Ý, cùng với những khách hàng khác. Trong khi đó, doanh thu nội địa dự kiến phục hồi 2% svck do gạch ốp lát do VGC sản xuất là sản phẩm trung cấp có giá cả cạnh tranh. Biên lợi nhuận dự kiến đạt 20% (tăng 2% svck) chủ yếu do giá cao hơn.

**Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng kính xây dựng (tỷ đồng)**




**Khả năng sinh lời và đòn bẩy của VGC**




*Nguồn: VGC*

Doanh thu **cho thuê KCN** dự báo đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (giảm 11,9% svck), chiếm 23% doanh thu dự kiến. Tổng diện tích cho thuê dự kiến đạt 175 ha (tăng 2% svck), trong đó 19 ha tại Khu công nghiệp Yên Phong IIC (tỉnh Bắc Ninh) do các công ty vệ tinh của Samsung thuê. Ngoài ra, 30 ha dự kiến sẽ được cho thuê tại KCN Thuận Thành (tỉnh Bắc Ninh) và 60 ha dự kiến sẽ được BYD thuê (nhà máy sản xuất xe điện) tại Phú Hà (tỉnh Phú Thọ).

Giá thuê trung bình năm 2024 dự kiến giảm 9% svck do giá thuê tại các KCN của VGC tại tỉnh Phú Thọ và Quảng Ninh cthấp hơn các KCN tại tỉnh Bắc Ninh (Yên Phong mở rộng và Yên Phong II C) .

Biên lợi nhuận gộp của hoạt động cho thuê KCN là 49% (tăng 2% svck) do các KCN chính cho thuê trong năm 2024 là KCN Phú Hà (biên lợi nhuận gộp là 47%) và Thuận Thành (biên lợi nhuận gộp là 50%) - trong khi so với cùng kỳ năm trước, các khu công nghiệp cho thuê chính tại Yên Mỹ (biên lợi nhuận gộp là 44%) và Yên Phong 2C (biên lợi nhuận gộp là 51%).

**VGC: Danh mục KCN**

| KCN | Tổng diện tích (ha) | Diện tích thương mại (ha) | Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng) | Diện tích còn lại (ha) | Giá thuê (USD/m2/chu kỳ) | Tiến độ bồi thường đất (ha) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | *Diện tích đất đền bù* | *Phần diện tích còn lại sẽ được đền bù* |
| Tiên Sơn - Bắc Ninh | 332 | 255 | 434 | 0 | 0 | 332 | 0 |
| Yên Phong - Bắc Ninh | 345 | 259 | 990 | 0 | 125 | 345 | 0 |
| IIC Yên Phong - Bắc Ninh | 221 | 148 | 2.234 | 19 | 100 | 192 | 0 |
| Yên Phong mở rộng – Bắc Ninh | 314 | 227 | 3.000 | 21 | 130 | 310 | 5 |
| Hải Yên- Quảng Ninh | 182 | 137 | 317 | 70 | 45 | 105 | 40 |
| Đông Mai - Quảng Ninh | 167 | 126 | 1.114 | 0 | 60 | 167 | 0 |
| Phú Hà - Phú Thọ | 350 | 273 | 1.587 | 147 | 55 | 307 | 43 |
| Phong Điền - Thừa Thiên Huế | 284 | 217 | 682 | 175 | 18 | 284 | 0 |
| Tiền Hải (chặng 1) - Thái Bình | 293 | 191 | 1.657 | 129 | 60 | 134 | 159 |
| Đồng Văn IV - Hà Nam | 300 | 231 | 1.947 | 10 | 60 | 300 | 0 |
| Thuận Thành I | 250 | 162 | 2.800 | 184 | 120 | 89 | 134 |

*Nguồn: VGC*

Chi phí lãi vay dự kiến đạt 306 tỷ đồng (tăng 8% svck) do nợ ngắn hạn và dài hạn tăng nhẹ 6% svck trong năm 2024.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế sẽ đạt 2,02 nghìn tỷ đồng (tăng 12,9% svck). EPS năm 2024 dự kiến đạt 3.528 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E dự phóng là 16x - cao hơn mức trung bình ngành là 12,5x.

## Luận điểm đầu tư

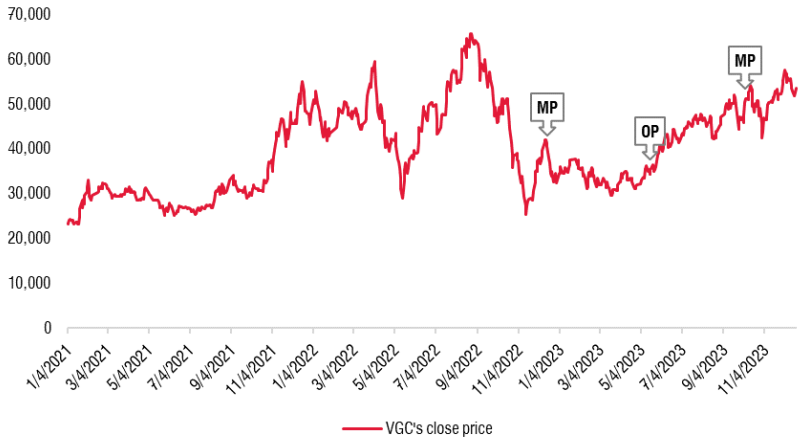
VGC là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực VLXD gồm kính xây dựng (chiếm 42% thị phần), gạch ốp lát (30% thị phần gạch ceramic). Ngoài ra, VGC đã phát triển 11 khu công nghiệp và còn 560ha diện tích đất KCN còn lại cho thuê, tập trung ở miền Bắc và miền Trung, VGC đã thu hút được những khách hàng lớn, bao gồm Samsung, Accor, BYD và nhiều khách hàng khác. Chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ duy trì được nguồn lợi nhuận ổn định từ việc cho thuê các khu công nghiệp hiện có trong thời gian dài. VGC đang giao dịch ở mức P/E và P/B năm 2024 lần lượt là 16x và 2,3x.

Về dài hạn, VGC có thể duy trì biên lợi nhuận cao hơn nhờ 560ha đất còn lại – trong đó 200 diện tích sẵn sàng cho thuê. Doanh thu đá granite và ceramic sẽ tăng khi nhà máy Eurotile đi vào hoạt động vào cuối năm 2023. Chúng tôi nâng giá mục tiêu 1 năm từ 43.600 đồng lên **55.600 đồng/cổ phiếu** do: (1) chúng tôi tăng P/E bình quân mảng VLXD từ 10x lên 12x; giảm giả định WACC từ 12% xuống 10,6% và (3) tăng ước tính lợi nhuận cho năm 2024. Tuy nhiên, với mức giá hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu.

Trong ngắn hạn, các thông tin  tích cực về i) khách thuê diện tích KCN lớn, ii) tăng trưởng xuất khẩu gạch granite và gạch men, iii) giá cho thuê đất KCN cao hơn dẫn đến biên lợi nhuận cao hơn, và iv) thông tin về việc Bộ Xây dựng thoái vốn (hiện Bộ xây dựng đang sở hữu 38,58%) sau khi có chứng thư định giá sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu VGC.

**Rủi ro giảm giá đối với cổ phiếu VGC** có thể đến từ (i) nhu cầu xây dựng chậm sẽ ảnh hưởng đến việc tiêu thụ VLXD của VGC; (ii) cạnh tranh gay gắt trong ngành VLXD; và (iii) chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng cho các KCN mới cao hơn.

**Lịch sử khuyến nghị**




*Nguồn: SSI Research*

*Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan*

# PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Tỷ đồng | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|---|---|---|---|
| **Bảng cân đối kế toán** | | | | |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền | 2.711 | 2.019 | 2.106 | 965 |
| + Đầu tư ngắn hạn | 231 | 129 | 116 | 119 |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn | 886 | 1.183 | 1.039 | 1.063 |
| + Hàng tồn kho | 3.657 | 4.235 | 3.892 | 3.892 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 456 | 542 | 488 | 499 |
| **Tổng tài sản ngắn hạn** | **7.941** | **8.108** | **7.641** | **6.538** |
| + Các khoản phải thu dài hạn | 288 | 304 | 304 | 335 |
| + GTCL Tài sản cố định | 5.289 | 5.383 | 6.393 | 7.551 |
| + Bất động sản đầu tư | 1.961 | 1.952 | 124 | 124 |
| + Tài sản dài hạn dở dang | 5.206 | 5.775 | 6.765 | 7.777 |
| + Đầu tư dài hạn | 618 | 689 | 620 | 634 |
| + Tài sản dài hạn khác | 694 | 749 | 674 | 689 |
| **Tổng tài sản dài hạn** | **14.056** | **14.851** | **14.880** | **17.078** |
| **Tổng tài sản** | **21.997** | **22.959** | **22.520** | **23.615** |
| + Nợ ngắn hạn | 8.551 | 8.391 | 7.429 | 7.458 |
| *Trong đó: vay ngắn hạn* | *1.447* | *1.959* | *1.763* | *1.666* |
| + Nợ dài hạn | 5.089 | 5.483 | 5.031 | 4.936 |
| *Trong đó: vay dài hạn* | *1.742* | *1.657* | *1.491* | *1.342* |
| **Tổng nợ phải trả** | **13.640** | **13.873** | **12.460** | **12.394** |
| + Vốn góp | 4.484 | 4.484 | 4.484 | 4.484 |
| + Thặng dư vốn cổ phần | 930 | 930 | 930 | 930 |
| + Lợi nhuận chưa phân phối | 1.411 | 1.660 | 2.313 | 3.056 |
| + Quỹ khác | 1.533 | 2.012 | 2.075 | 2.144 |
| **Vốn chủ sở hữu** | **8.357** | **9.085** | **10.060** | **11.221** |
| **Tổng nợ phải trả và vốnchủ sở hữu** | **21.997** | **22.959** | **22.520** | **23.615** |
| | | | | |
| **Lưu chuyển tiền tệ** | | | | |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh | 4.794 | 2.481 | 3.694 | 2.613 |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư | -3.523 | -2.523 | -2.805 | -3.058 |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính | -509 | -643 | -810 | -695 |
| **Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ** | **762** | **-684** | **80** | **-1.140** |
| Tiền đầu kỳ | 1.950 | 2.711 | 2.026 | 2.106 |
| **Tiền cuối kỳ** | **2.711** | **2.026** | **2.106** | **965** |
| | | | | |
| **Các hệ số khả năng thanh toán** | | | | |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 0,93 | 0,97 | 1,03 | 0,88 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 0,5 | 0,46 | 0,5 | 0,35 |
| Hệ số thanh toán tiền mặt | 0,32 | 0,24 | 0,28 | 0,13 |
| Nợ ròng / EBITDA | 0,12 | 0,31 | 0,25 | 0,64 |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 8,59 | 7,98 | 7,3 | 7,62 |
| Ngày phải thu | 22,5 | 22 | 22 | 22 |
| Ngày phải trả | 56,4 | 55,3 | 55,3 | 55,3 |
| Ngày tồn kho | 158,2 | 147,2 | 147,2 | 147,2 |
| | | | | |
| **Cơ cấu vốn** | | | | |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản | 0,38 | 0,4 | 0,45 | 0,48 |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản | 0,62 | 0,6 | 0,55 | 0,52 |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu | 1,63 | 1,53 | 1,24 | 1,1 |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu | 0,38 | 0,4 | 0,32 | 0,27 |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu | 0,17 | 0,22 | 0,18 | 0,15 |

| Tỷ đồng | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|---|---|---|---|
| **Báo cáo kết quả kinh doanh** | | | | |
| **Doanh thu thuần** | **11.194** | **14.608** | **13.137** | **13.429** |
| Giá vốn hàng bán | -8.322 | -10.354 | -9.514 | -9.516 |
| **Lợi nhuận gộp** | **2.873** | **4.254** | **3.623** | **3.913** |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 190 | 86 | 77 | 72 |
| Chi phí tài chính | -206 | -324 | -285 | -307 |
| Thu nhập từ các công ty liên kết | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí bán hàng | -671 | -936 | -815 | -834 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -749 | -912 | -850 | -869 |
| **Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh** | **1.560** | **2.264** | **1.796** | **2.028** |
| Thu nhập khác | -18 | 42 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1.541 | 2.305 | 1.796 | 1.995 |
| **Lợi nhuận ròng** | **1.289** | **1.913** | **1.491** | **1.683** |
| **Lợi nhuận chia cho cổ đông** | **1.234** | **1.728** | **1.461** | **1.582** |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 55 | 185 | 30 | 101 |
| | | | | |
| EPS cơ bản (VND) | 2.615 | 3.662 | 3.258 | 3.528 |
| Giá trị sổ sách (VND) | 15.730 | 16.895 | 22.438 | 25.028 |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu) | 0 | 0 | 2.000 | 2.000 |
| EBIT | 1.765 | 2.588 | 2.081 | 2.334 |
| EBITDA | 3.871 | 5.105 | 4.580 | 3.191 |
| | | | | |
| **Tăng trưởng** | | | | |
| Doanh thu | 18,7% | 30,5% | -10,1% | 2,2% |
| EBITDA | 49,2% | 31,9% | -10,3% | -30,3% |
| EBIT | 69,9% | 46,6% | -19,6% | 12,2% |
| Lợi nhuận ròng | 93,2% | 48,4% | -22,1% | 12,9% |
| Vốn chủ sở hữu | 19,0% | 8,7% | 10,7% | 11,5% |
| Vốn điều lệ | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Tổng tài sản | 3,2% | 4,4% | -1,9% | 4,9% |
| | | | | |
| **Định giá** | | | | |
| PE | 17,4 | 9,4 | 17,3 | 16 |
| PB | 2,5 | 1,8 | 2,5 | 2,3 |
| Giá/Doanh thu | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Tỷ suất cổ tức | 0,0% | 0,0% | 3,6% | 3,6% |
| EV/EBITDA | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 1,4 |
| EV/Doanh thu | 1,9 | 1,4 | 1,8 | 1,7 |
| | | | | |
| **Các hệ số khả năng sinh lời** | | | | |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 25,7% | 29,1% | 28,8% | 29,7% |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động | 13,9% | 15,5% | 13,7% | 15,1% |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | 11,5% | 13,1% | 11,3% | 12,5% |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần | 6,0% | 6,4% | 6,2% | 6,2% |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần | 6,7% | 6,2% | 6,5% | 6,5% |
| ROE | 14,6% | 19,0% | 14,5% | 14,1% |
| ROA | 5,6% | 7,5% | 6,5% | 6,7% |
| ROIC | 13,9% | 17,5% | 13,6% | 14,4% |

*Nguồn: VGC, SSI ước tính*

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lôi kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ


**Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư**

**Hoàng Việt Phương**
Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

**Vĩ mô**

**Phạm Lưu Hưng**
Kinh tế trưởng
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

**Thái Thị Việt Trinh**
Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhttv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

**Phân tích Định lượng**

**Lê Huyền Trang**
Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu
tranglh1@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

**Nguyễn Bùi Minh Châu**
Chuyên viên Phân tích dữ liệu
chaunbm@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

**Phân tích Ngành BĐS**

**Ngô Thị Kim Thanh**
Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

**Dữ liệu**

**Lương Thị Việt**
Chuyên viên cao cấp hỗ trợ
vietlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

**Nguyễn Thị Kim Tân**
Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

**Nguyễn Thị Anh Thư**
Chuyên viên hỗ trợ
thunta2@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

**Chiến lược thị trường**

**Nguyễn Lý Thu Ngà**
Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

**Nguyễn Quốc Bảo**
Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư
baonq1@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

**Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA**
Chuyên gia Chiến lược đầu tư
hieuhht1@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

**Trần Thị Bảo Châu**
Chuyên viên Chiến lược đầu tư
chauttb@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043