

Nhiều tiềm năng với quỹ đất KCN lớn

Kết quả kinh doanh của VGC dự báo giảm trong năm 2023 nhưng kỳ vọng sẽ phục hồi lần lượt 25% y/y và 134% y/y trong năm 2024 với động lực chính là mảng BĐS. Doanh thu từ mảng BĐS Khu công nghiệp dự kiến tăng mạnh nhờ tăng diện tích cho thuê lên 250 ha (+35% y/y). Mảng VLXD cũng được kỳ vọng hồi phục trở lại nhờ thị trường BĐS được tháo gỡ khó khăn và các hoạt động xây dựng dần được khởi động lại từ năm 2024.

VGC là một trong những doanh nghiệp có quỹ đất Khu công nghiệp (KCN) lớn nhất tại Miền Bắc có vị trí thuận lợi và giá chào thuê cao. VGC có KCN tại Bắc Ninh như Yên Phong IIC, Yên Phong MR, Thuận Thành đều còn diện tích lớn, giá chào thuê cao. Bắc Ninh gần với tam giác trọng điểm kinh tế Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh, đang dẫn đầu miền Bắc với tổng diện tích khai thác KCN khoảng 6.847ha với lượng đất công nghiệp sử dụng là khoảng hơn 2.000ha, tỷ lệ lấp đầy khoảng 58,91%.

Doanh thu từ mảng BĐS Khu công nghiệp dự kiến tăng mạnh trong năm 2024 nhờ tăng diện tích cho thuê lên 250 ha (+35% y/y) do bắt đầu mở bán mới KCN Thuận Thành I và KCN Tiên Hải – Thái Bình. Giá bán dự kiến tại KCN Thuận Thành I này vào khoảng 120 USD/m2/kỳ thuê (có thể thay đổi tùy theo vị trí và diện tích của khu đất).

KQKD mảng VLXD dự báo hồi phục trong nửa cuối năm 2023 và 2024. Biên lợi nhuận của các mảng VLXD sẽ cải thiện dù tiêu thụ vẫn gặp khó khăn. Cả 4 lĩnh vực gạch ốp, gạch ngói, kính và sứ, sen vòi đều có KQKD hồi phục nhờ thị trường BĐS và các hoạt động xây dựng dân dụng hồi phục; giá các NVL dự báo hạ nhiệt và giá bán các sản phẩm VLXD tăng trở lại.

Mảng kính và gạch ốp lát của VGC có nhiều tiềm năng tăng trưởng công suất trong tương lai. VGC 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. Nếu nhà máy này đi vào hoạt động sẽ giúp quy mô sản xuất kính của VGC tăng 60% so với công suất hiện tại.

Khuyến nghị

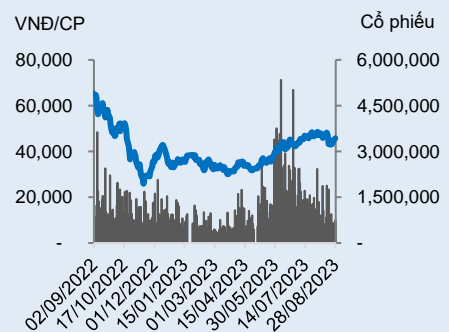
VGC là doanh nghiệp có quỹ đất KCN lớn và dự kiến có ghi nhận lợi nhuận lớn từ diện tích cho thuê trong tương lai. Ngoài ra, mảng VLXD kỳ vọng sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023 và năm 2024 nhờ thị trường BĐS và hoạt động xây dựng được tháo gỡ khó khăn. Chúng tôi đánh giá VGC là một doanh nghiệp tiềm năng, khuyến nghị cho VGC là **OUTPERFORM** với giá mục tiêu là **54.325 đồng/cổ phiếu**, cao hơn giá đóng cửa ngày 28/8/2023 là 19%.

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ) **54.325**Giá thị trường (28/8/2023) **45.700**Lợi nhuận kỳ vọng **19%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	25.902-66.905
Vốn hóa	20.490 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	448.350.000
KLGD bình quân 10 ngày	965.816
% sở hữu nước ngoài	5,03%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,5%
Beta	2,18

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VGC	29,6%	-6,0%	11,5%	34,2%
VNIndex	15,1%	-1,3%	8,4%	13,8%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Đức Hoàng, CFA
(84 24) 3928.8080 ext.212
hoangnd@bvsc.com.vn

Dự phóng KQKD 2023 và 2024

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2023 của VGC giảm lần lượt 10% y/y và 40% y/y. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm là do KQKD cả 2 mảng VLXD và BĐS đều suy giảm so với cùng kỳ. Đối với mảng VLXD, thị trường BĐS và xây dựng gặp nhiều khó khăn khiến nhu cầu tiêu thụ các thiết bị trong quá trình hoàn thiện như gạch ốp, gạch ngói, kính và sen vòi, sứ đều giảm. Đặc biệt, giá kính cũng giảm mạnh khiến biên lợi nhuận mảng kính ước tính giảm từ 30% xuống khoảng 6%. Đối với mảng BĐS, dự án Đặng Xá 2 đã ghi nhận hầu hết doanh thu trong năm 2022 và không còn ghi nhận nhiều trong 2023 khiến KQKD mảng BĐS suy giảm.

Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng DT và LNST của VGC phục hồi phần lượt 25% y/y và 134% với động lực chính là mảng BĐS. Doanh thu từ mảng BĐS Khu công nghiệp dự kiến tăng mạnh nhờ tăng diện tích cho thuê lên 250 ha (+35% y/y) nhờ bắt đầu mở bán mới KCN Thuận Thành I và KCN Tiền Hải – Thái Bình. Mảng VLXD cũng được kỳ vọng hồi phục trở lại nhờ thị trường BĐS được tháo gỡ khó khăn và các hoạt động xây dựng dần được khởi động lại từ năm 2024.

Năm (Đvt: tỷ đồng)	2022	2023	2024	2023 y/y	2024 y/y
Doanh thu	14.592	13.071	16.369	-10,4%	25,2%
Mảng BĐS	4.802	3.881	6.786	-19,2%	74,9%
Gạch ốp lát	3.587	3.602	3.687	0,4%	2,4%
Kính, gương	2.895	2.531	2.657	-12,6%	5,0%
Gạch, ngói đất sét nung	1.695	1.610	1.642	-5,0%	2,0%
Sứ, sen vòi và phụ kiện	1.089	855	920	-21,4%	7,5%
Lợi nhuận gộp	4.238	3.139	5.393	-25,9%	71,8%
Mảng BĐS	2.041	1.786	3.602	-12,5%	101,7%
Gạch ốp lát	676	651	782	-3,6%	20,1%
Kính, gương	873	157	399	-82,0%	153,4%
Gạch, ngói đất sét nung	197	177	197	-9,9%	11,3%
Sứ, sen vòi và phụ kiện	377	284	307	-24,7%	8,1%
LNST	1.728	1.036	2.425	-40,1%	134,2%
Biên gộp	29,0%	24,0%	32,9%		
Biên ròng	11,8%	7,9%	14,8%		

Quỹ đất Khu công nghiệp lớn, vị trí thuận lợi, giá chào thuê cao

VGC là một trong những doanh nghiệp có quỹ đất Khu công nghiệp (KCN) lớn nhất tại Miền Bắc. Phần diện tích KCN thương phẩm còn lại của VGC ước tính khoảng 1.139 ha. Tỉnh Bắc Ninh gần với tam giác trọng điểm kinh tế Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh. Các KCN tại Bắc Ninh nói chung cũng như KCN của VGC tại Bắc Ninh nói riêng, đều ưu tiên phát triển các ngành chế biến chế tạo, điện tử, công nghiệp công nghệ cao.

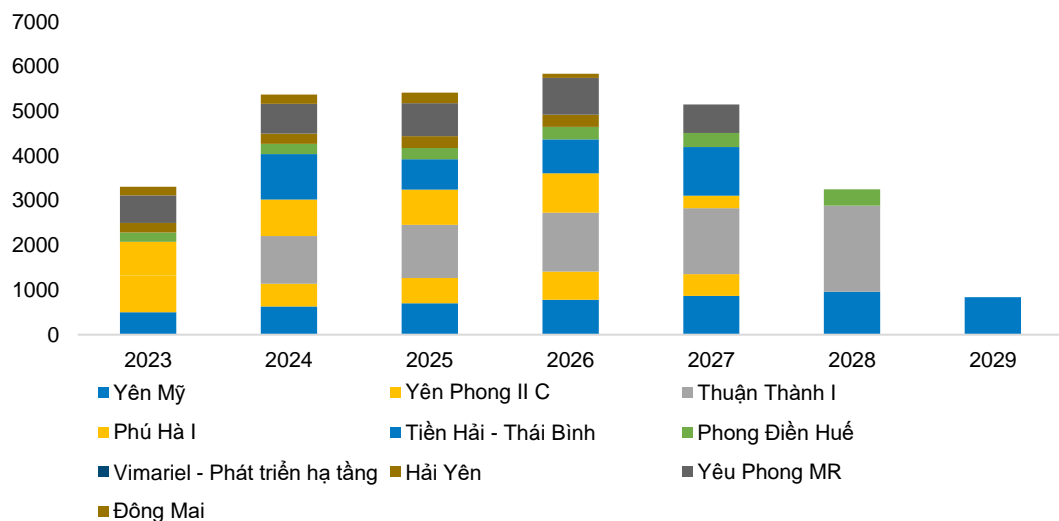
Tên Khu công nghiệp	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm hiện tại quy hoạch	Diện tích chưa đền bù	Diện tích đã đền bù	Diện tích thương phẩm còn lại chưa kinh doanh theo quy hoạch	Giá bán (USD/m ² /kỳ thuê)	Tỷ lệ lấp đầy (%)
Yên Mỹ	280,0	204			136	130	33,5%
Yên Phong II C	219,2	148	29	192	109	100	26,4%
Thuận Thành I	262,7	181	164	89	181	120	0,0%
Phú Hà I	350,3	273	43	307	160	80	41,4%
Tiền Hải - Thái Bình	466,0	191	159	134	149	80	22,0%
Phong Điền Huế	284,0	217	0	284	181	30	16,6%
Hải Yên	182,0	137	77	105	79	46	42,3%
Yêu Phong MR	313,9	227	5	310	94	130	58,6%
Đông Mai	313,0	126	0	167	50	56	60,0%
Tổng cộng	2.671,1	1.704	477	1.588	1.139		

Tốc độ chào thuê KCN trong 2023 vẫn ổn định

Hai hợp đồng lớn trong 2023: Tập đoàn BYD có thể tiếp tục đầu tư mở rộng sản xuất, kinh doanh tăng vốn đầu tư tại dự án BYD Việt Nam thêm 183,7 triệu USD để đầu tư sản xuất linh kiện điện tử tại KCN Phú Hà; đi vào hoạt động từ năm 2024. Dự kiến nếu như quyết định đầu tư, diện tích ký tại Phú Hà với BYD vào khoảng 40ha. Geleximco ký MOU xây dựng nhà máy sản xuất, lắp ráp ô tô tại KCN Tiền Hải với quy mô 50ha tổng mức đầu tư 800 triệu USD. Hiện tại vẫn đang trong giai đoạn đàm phán về giá.

BVSC dự báo doanh thu trong năm 2023 của VGC từ mảng KCN với tổng diện tích ghi nhận dự kiến 185ha, trong đó 6T đầu năm đã ghi nhận được 65ha.

Giá trị hợp đồng các KCN của VGC trong tương lai (đv: tỷ đồng):



Nguồn: BVSC ước tính

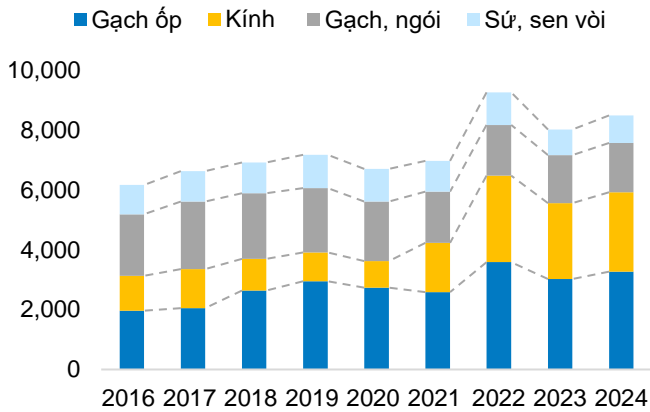
Mảng VLXD: khó khăn trong năm 2023, hồi phục trở lại năm 2024

Năm 2023, mảng VLXD dự báo có DT và LNG đạt lần lượt 8.598 tỷ đồng (-7% y/y) và 1.349 tỷ đồng (-40% y/y). Cả 4 mảng VLXD chính của VGC là Sứ, sen vòi; Gạch ngói; Gạch ốp lát; Kính đều có KQKD suy giảm. Nguyên nhân chính: (1) Mảng BĐS vẫn đang gặp khó khăn khiến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm hoàn thiện nội thất suy giảm; (2) Giá bán kính giảm mạnh thời điểm đầu năm do áp lực cạnh tranh lớn từ kính xây dựng nhập khẩu Trung Quốc vì chi phí vận chuyển đường biển giảm; (3) Giá NVL sản xuất tiếp tục tăng trong năm 2023.

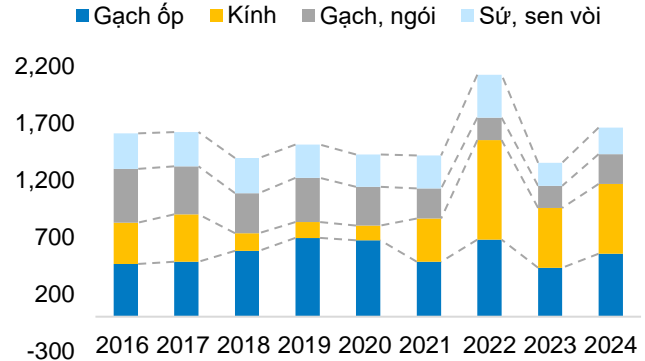
Mảng (Đvt: tỷ đồng)		2022	2023F	Cơ sở dự báo
Gạch ốp lát	Doanh thu	3.587	3.602	- Thị trường BĐS khó khăn, tuy nhiên XK được đẩy mạnh.
	Lợi nhuận gộp	676	651	- Giá than chiếm khoảng 25-30% giá thành, giá than nội địa dự báo tăng 10% y/y trong 2023 gây áp lực lên biên lợi nhuận.
	Biên gộp	18,8%	18,1%	
Kính, gương	Doanh thu	2.895	2.531	- Giá kính giảm sâu thời điểm đầu năm do kính giá rẻ Trung Quốc nhập tràn về Việt Nam khi giá vận tải biển giảm xuống.
	Lợi nhuận gộp	873	157	- Ngành BĐS và xây dựng gặp khó khăn.
	Biên gộp	30,2%	6,2%	- VGC buộc phải hạ giá bán sản phẩm để có thể tránh tồn kho lớn.
Gạch, ngói đất sét nung	Doanh thu	1.695	1.610	- Giá than nhiên liệu dự báo tăng 10% y/y gây áp lực lên chi phí sản xuất trong năm 2023.
	Lợi nhuận gộp	197	177	- Cạnh tranh khốc liệt về giá bán.
	Biên gộp	11,6%	11,0%	- Tuy nhiên, nhờ việc TQ đã mở cửa trở lại nên hoạt động giao thương, bán hàng sang TQ hồi phục trở lại.
Sứ, sen vòi và phụ kiện	Doanh thu	1.089	855	- Nhu cầu tiêu thụ trong nước yếu nhưng VGC định hướng đẩy mạnh hoạt động XK.
	Lợi nhuận gộp	377	284	- Các sản phẩm chịu cạnh tranh lớn từ các sản phẩm trong nước và nhập khẩu từ Trung Quốc.
	Biên gộp	34,6%	33,2%	

Chúng tôi kỳ vọng KQKD tiếp tục phục hồi trong năm 2024. DT và LNST của mảng VLXD dự báo đạt lần lượt 8.906 tỷ đồng (+3% y/y) và 1.684 tỷ đồng (+32% y/y). Cả 4 lĩnh vực gạch ốp, gạch ngói, kính và sứ, sen vòi đều có KQKD hồi phục nhờ các động lực chính: (1) Thị trường BĐS và các hoạt động xây dựng dân dụng kỳ vọng hồi phục trong 2024; (2) Giá các NVL dự báo không còn tăng mạnh nữa và có thể hạ nhiệt, trong đó giá than nội địa dự báo không còn tăng giá; và (3) Giá bán các sản phẩm VLXD hồi phục khi mức cạnh tranh không còn gay gắt khi hàng tồn kho cao như giai đoạn đầu năm 2023.

Cơ cấu doanh thu mảng VLXD
(tỷ đồng)



Cơ cấu lợi nhuận gộp mảng VLXD
(tỷ đồng)



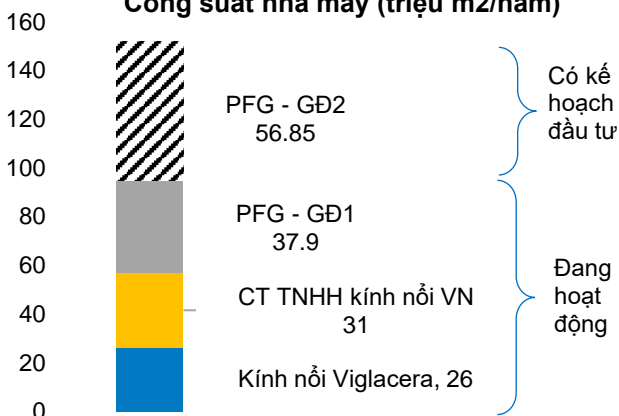
Nguồn: BCTC VGC, BVSC dự báo

Mảng kính và gạch ốp lát: tiềm năng tăng trưởng công suất trong tương lai

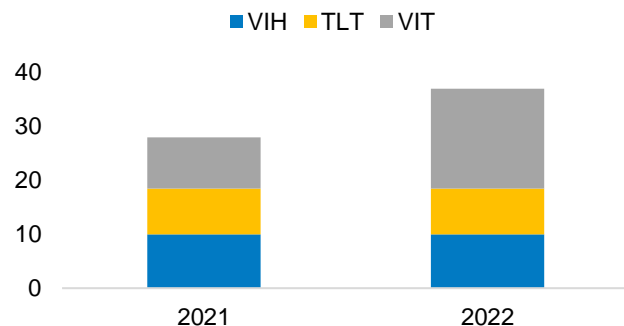
Hiện VGC là doanh nghiệp sản xuất kính xây dựng lớn nhất Việt Nam với quy mô 94,9 triệu m²/năm và chiếm khoảng 42% thị phần kính tiêu thụ tại Việt Nam. VGC hiện vẫn đang có kế hoạch triển khai giai đoạn 2 nhà máy Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ với công suất khoảng 56,8 triệu m²/năm. Nếu nhà máy này đi vào hoạt động sẽ giúp quy mô sản xuất kính của VGC tăng lên 151,7 triệu m²/năm, tăng 60% so với công suất hiện tại.

VGC đã thực hiện mua và cải tạo Nhà máy gạch Viglacera Eurotile với công suất 9 triệu m²/năm vào năm 2021, nâng tổng công suất gạch ốp lát của VGC lên 37 triệu m²/năm, tăng 32% so với công suất trước đó là 28 triệu m²/năm. Năm 2022, nhà máy bắt đầu đi vào hoạt động và có sản phẩm, tổng sản lượng sản xuất năm 2022 là 31,6 triệu m², công suất 85%.

Công suất nhà máy (triệu m²/năm)



Công suất gạch ốp lát (triệu m²/năm)



Nguồn: BCTC VGC, BVSC dự báo

Định giá

Chúng tôi định giá VGC dựa trên phương pháp phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV).

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	BCTC công ty mẹ Q2/2023	Giá trị đánh giá lại	Chú thích
TỔNG TÀI SẢN	14.449	31.503	
Tài sản ngắn hạn	4.186	4.349	
- Tiền và tương đương tiền	1.222	1.222	
- Đầu tư tài chính ngắn hạn	3	3	
- Phải thu ngắn hạn	802	802	
- Hàng tồn kho	1.881	2.044	Đánh giá lại phần NOXH
- Tài sản ngắn hạn khác	279	279	
Tài sản dài hạn	10.264	27.154	
- Phải thu dài hạn	218	218	
- TSCĐ	1.709	1.709	
- BĐS Đầu tư và Tài sản dở dang dài hạn	4.892	13.876	Giá trị BĐS KCN tăng thêm
- Đầu tư tài chính dài hạn	3.296	6.045	Đánh giá lại công ty con
- Giá trị các công ty hoạch toán phụ thuộc		5.158	
- Tài sản dài hạn khác	148	148	

Định giá NAV	Đơn vị	Giá trị
Tổng tài sản sau khi định giá lại	tỷ đồng	31.503
- Nợ phải trả	tỷ đồng	-7.146
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	24.357
Số lượng cổ phần pha loãng tối đa	cổ phần	448.350.000
Giá cổ phần	đồng/cổ phần	54.325

Khuyến nghị

VGC là doanh nghiệp có quỹ đất KCN lớn và dự kiến có ghi nhận lợi nhuận lớn từ diện tích cho thuê trong tương lai. Ngoài ra, mảng VLXD kỳ vọng sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023 và năm 2024 nhờ thị trường BĐS và hoạt động xây dựng được tháo gỡ khó khăn. Chúng tôi đánh giá VGC là một doanh nghiệp tiềm năng, khuyến nghị cho VGC là **OUTPERFORM** với giá mục tiêu là **54.325 đồng/cổ phiếu**, cao hơn giá đóng cửa ngày 28/8/2023 là 19%.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	11.194	14.592	13.071	16.369
Giá vốn	-8.322	-10.354	-9.932	-10.976
Lợi nhuận gộp	2.873	4.238	3.139	5.393
Chi phí bán hàng	-671	-936	-784	-1.050
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-749	-912	-719	-1.023
Doanh thu tài chính	190	86	124	133
Chi phí tài chính	-206	-324	-336	-301
Lợi nhuận sau thuế	1.224	1.728	1.036	2.425

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.711	2.019	3.555	5.535
Các khoản phải thu ngắn hạn	886	1.183	1.244	1.558
Hàng tồn kho	3.657	4.235	4.374	4.833
Tài sản cố định	5.289	5.383	4.981	4.432
Tổng tài sản	21.997	22.959	22.399	22.917
Nợ ngắn hạn	8.551	8.391	8.086	8.795
Nợ dài hạn	5.089	5.483	5.125	4.835
Vốn chủ sở hữu	8.357	9.085	9.188	9.287
Tổng nguồn vốn	21.997	22.959	22.399	22.917

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2021	2022	2023F	2024F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	19%	30%	-10%	25%
Tăng trưởng LNST	104%	41%	-40%	134%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	26%	29%	24%	33%
Lợi nhuận thuần	11%	12%	8%	15%
ROA	6%	8%	5%	11%
ROE	16%	20%	11%	26%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	62%	60%	59%	59%
Tổng nợ/Tổng VCSH	163%	153%	144%	147%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.729	3.855	2.310	5.364
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.639	20.264	20.492	20.714

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Đức Hoàng** 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.

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, 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