

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ38,700 (từ VNĐ34,000)
 Tiềm năng tăng/giảm: -24.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/12/2021)	51,000
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,500-53,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,750
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	22,866
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,006
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg CP NN được mua (tr.đv)	17.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.91%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (48.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	21.7	38.2	93.5
So với chỉ số	20.2	28.0	23.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2021F	2,262	2,027	11.6
2022F	2,455	2,369	3.6
2023F	2,777	2,374	17.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Viglacera là một trong những chủ đầu tư phát triển KCN lớn nhất và doanh nghiệp vật liệu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Mạnh Khang

Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Bất Động
 khang_bm@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Trưởng Phòng cao cấp, Ngành Bất Động
 trang_htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Thông tin tích cực đã phản ánh vào giá; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- Mặc dù nâng 14% giá mục tiêu sau khi nâng dự báo, HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) sau khi giá cổ phiếu diễn biến khả quan hơn 20% so với thị trường trong 1 tháng qua.
- Chúng tôi lần lượt nâng 31%, 10% và 17% dự báo lợi nhuận năm 2021, 2022 và 2023 sau khi nâng dự báo cho mảng kính xây dựng.
- Tuy nhiên, định giá VGC đã rất đắt. VGC có P/E trượt dự phóng năm 2022 là 20,8 lần; cao hơn 49% so với bình quân P/E trượt 1 năm là 13,9 lần. Hiện thị giá VGC đã cao hơn 32% so với RNAV trong khi quá khứ thấp hơn bình quân 2%.

Sự kiện: Giá cổ phiếu tăng tốt hơn 20% so với VNindex trong 1 tháng qua

HSC đánh giá lại khuyến nghị sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây và cập nhật dự báo sau khi VGC công bố KQKD Q3/2021 khả quan hơn kỳ vọng.

Tác động: Nâng dự báo nhưng giá đã phản ánh hết giá trị

HSC lần lượt nâng 31%, 10% và 17% dự báo năm 2021, 2022 và 2023 lên 1.014 tỷ đồng (tăng trưởng 69%), 1.101 tỷ đồng (tăng trưởng 9%) và 1.245 tỷ đồng (tăng trưởng 13%).

Chúng tôi tin rằng tình trạng thiếu container trên thế giới hiện nay giúp cải thiện triển vọng của các doanh nghiệp sản xuất kính xây dựng trong nước vì hàng nhập khẩu, chủ yếu từ Malaysia sẽ trở nên đắt đỏ và khó giao hàng đúng hạn. Tình hình trên chỉ có tính chất ngắn hạn nhưng HSC vẫn nâng dự báo mảng kính xây dựng trong năm 2021 và 2022).

Chúng tôi hạ giá định lợi ích cổ đông thiểu số ở mảng vật liệu xây dựng với kết quả kém khả quan của mảng này trong năm 2021. Lợi ích cổ đông thiểu số 9 tháng đầu năm 2021 thấp hơn dự tính của HSC.

So với thị trường, ước tính EPS năm 2021, 2022 và 2023 của chúng tôi lần lượt cao hơn 11,6%; 3,6% và 17%.

Định giá và khuyến nghị

HSC sử dụng phương pháp tổng hợp định giá từng phần (SOTP) để định giá VGC. Sau khi nâng dự báo lợi nhuận, chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 14% lên 38.700đ. Giá cổ phiếu VGC đã tăng 22% trong 1 tháng qua, vượt 20% so với mức tăng của VNindex và hiện định giá đã cao.

Hiện thị giá VGC đã cao hơn 32% so với RNAV trong khi quá khứ thấp hơn bình quân 2%. VGC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,8 lần; cao hơn 49% so với bình quân P/E trượt 1 năm là 13,9 lần

Mặc dù triển vọng dài hạn tích cực và VGC hưởng lợi từ sự gia tăng đầu tư công của Chính phủ, sau khi tăng mạnh trong thời gian ngắn, giá cổ phiếu đã phản ánh hết những thông tin tích cực. HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ).

Cuối năm: Tháng 12	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,627	1,497	2,097 ▲	2,420	2,682
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	652	601	1,014 ▲	1,101 ▲	1,245 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,453	1,340	2,262 ▲	2,455 ▲	2,777 ▲
DPS (đồng)	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
BVPS (đồng)	14,263	14,186	15,348	16,703	18,380 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.7	15.2	11.2	9.93	8.81
P/E ĐC (lần)	35.1	38.1	22.5	20.8	18.4
Lợi suất cổ tức (%)	1.96	2.16	2.16	2.16	2.16
P/B (lần)	3.58	3.60	3.32	3.05	2.77
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(7.79)	68.8	8.52	13.1
ROAE (%)	10.3	9.42	15.3	15.3	15.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Thông tin tích cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu

Triển vọng trung dài hạn của VGC tích cực với mảng vật liệu xây dựng đang hồi phục (nhờ sự hồi phục ở hoạt động xây dựng) và mảng KCN đạt kết quả khả quan (nhờ nhu cầu thuê đất KCN từ khối FDI hồi phục). Tuy nhiên, giá cổ phiếu VGC đã tăng 38% trong 3 tháng qua và tăng mạnh hơn 28% so với thị trường chung. Hiện thị giá VGC đã cao hơn 32% so với RNAV trong khi quá khứ thấp hơn bình quân 2%, cho thấy giá đã phản ánh hết thông tin tích cực. Theo đó, HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Mảng vật liệu xây dựng đang trên đà hồi phục

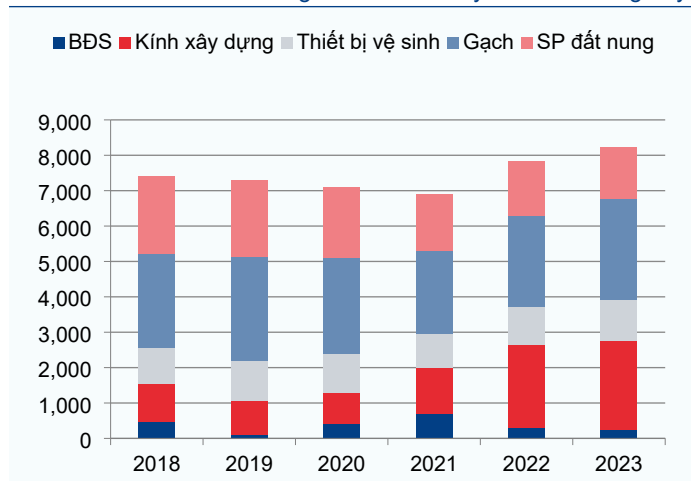
Nói chung, HSC dự báo doanh thu mảng vật liệu xây dựng giảm 7% trong năm 2021 nhưng tăng trưởng 21% vào năm 2022 và 6% vào năm 2023.

Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật gần đây về VGC (“Định giá hợp lý phản ánh triển vọng dài hạn” phát hành trong Báo cáo ngành “Khu công nghiệp: Hấp dẫn giữa dịch Covid-19” ngày 14/10), mảng này đạt kết quả không khả quan trong năm 2021 vì ảnh hưởng của dịch Covid-19. Các lần giãn cách xã hội, đặc biệt là trong Q3/2021, đã gây ra những gián đoạn và/hoặc trì hoãn ở hoạt động xây dựng, từ đó làm giảm nhu cầu đối với vật liệu xây dựng.

Nhờ giãn cách xã hội nới lỏng và tỷ lệ tiêm chủng tăng lên, hoạt động xây dựng đang sôi động trở lại, từ đó có thể giúp mảng vật liệu xây dựng hồi phục từ Q4/2021.

Biểu đồ 1: Dự báo doanh thu vật liệu xây dựng (tỷ đồng)

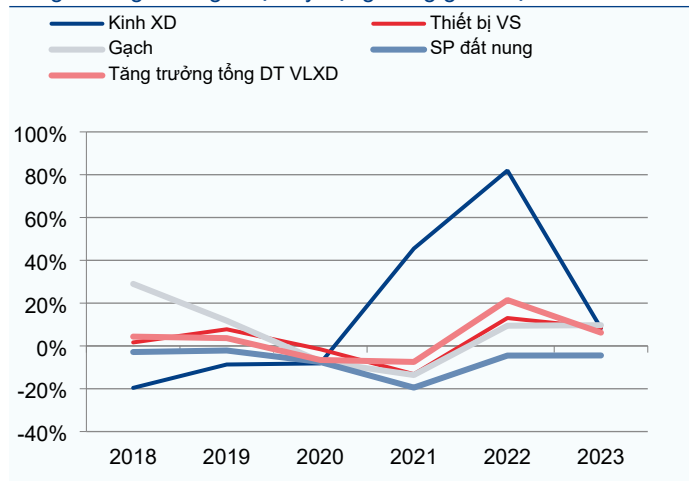
Doanh thu năm 2021 dường như là năm đáy của của mảng này



Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 2: Dự báo tăng trưởng doanh thu vật liệu xây dựng

Tăng trưởng dương được kỳ vọng trong giai đoạn 2022-2023



Nguồn: HSC Research

Mảng kính xây dựng vẫn đạt kết quả tích cực trong năm 2021

Mảng kính xây dựng đã không chịu ảnh hưởng tiêu cực của dịch Covid-19 và giúp lợi nhuận của VGC không giảm sâu hơn. HSC dự báo doanh thu mảng này sẽ tăng trưởng 45% trong năm 2021 và 81% trong năm 2020. Điều này là nhờ:

- Hợp nhất Công ty TNHH Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (PFG; công ty tư nhân – do VGC nắm 65%) vào đầu tháng 10. PFG sở hữu Nhà máy kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (tổng công suất 600 tấn/ngày) tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Đây là nhà máy kính nổi siêu trắng đầu tiên tại Việt Nam và đã được đề cập trong báo cáo cập nhật phát hành ngày 14/10/2021.
- VGC hưởng lợi từ tình trạng thiếu hụt container toàn cầu. Sản phẩm kính xây dựng trong nước chịu sự cạnh tranh của hàng nhập khẩu từ Malaysia nhưng tình trạng thiếu container đã làm tăng chi phí vận chuyển đối với hàng nhập khẩu và khiến hàng nhập khẩu khó giao đúng hạn. Theo đó, HSC ước tính VGC đã có thể lấy lại một phần thị phần (tính theo sản lượng) từ hàng nhập khẩu và hiện đang nắm 32% thị phần kính xây dựng trong nước, tăng từ 30% trong năm 2020.

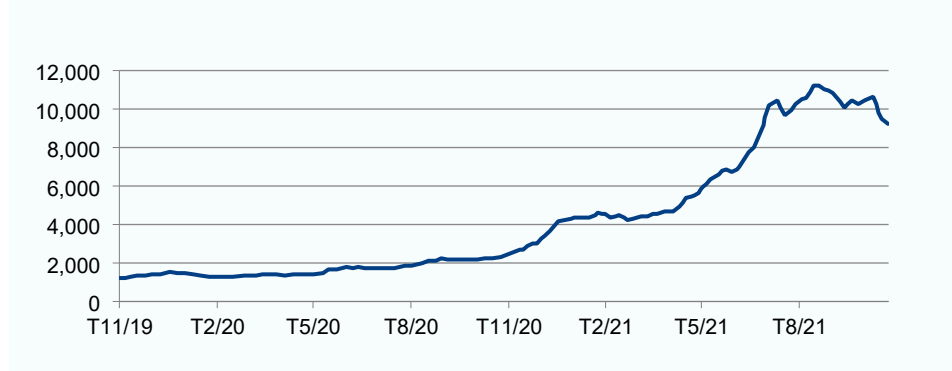
Cước phí vận tải toàn cầu đã tăng hơn 5 lần kể từ đầu năm 2020 nhưng HSC thấy rằng tình hình đã bắt đầu ổn định trở lại với cước vận tải đã giảm 20% trong 2 tháng qua. Chúng tôi tin rằng nhu cầu trong nước đối với các sản phẩm kính của VGC trong những tháng còn lại của năm 2021 sẽ vẫn ở mức cao và tác động của tình trạng thiếu container sẽ kéo dài cả sang năm 2022.

Chúng tôi tin rằng kính xây dựng nhập khẩu giảm sẽ không chỉ giúp nâng sản lượng tiêu thụ của VGC mà còn giúp tăng một chút giá bán. Cộng với sản phẩm có biên lợi nhuận cao từ PFG, HSC dự báo giá bán kính xây dựng của VGC năm 2021 tăng 7%, từ đó giúp tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này tăng 5% lên 19,7%.

Chúng tôi đã phân tích triển vọng tích cực hơn của mảng kính xây dựng trong dự báo của mình. HSC đã lần lượt nâng 14%, 4% và 2% dự báo doanh thu mảng kính xây dựng năm 2021 (tăng trưởng 45,5%), 2022 (tăng trưởng 82%) và 2023 (tăng trưởng 8,3%).

Biểu đồ 3: Chi số vận tải container (USD)

Chi phí vận tải đã tăng gấp 5 lần kể từ tháng 1 năm 2020, do việc hỗ trợ thị trường kính xây dựng trong nước từ hàng nhập khẩu giá rẻ



Nguồn: Freightos Baltic Index

Sản phẩm đất nung tiếp tục gặp khó khăn

HSC cho rằng doanh thu sản phẩm đất nung giảm 19,5% trong năm 2021 và tiếp tục giảm 4,5% trong năm 2022, giảm 4,4% trong năm 2023.

Hiện sản phẩm đất nung đang không được ưa chuộng với mức độ sử dụng giảm dần theo thời gian. Sản xuất sản phẩm đất nung gây ra các vấn đề về môi trường khiến nhiều địa phương trên cả nước ban hành hướng dẫn yêu cầu giảm sử dụng vật liệu nung trong xây dựng.

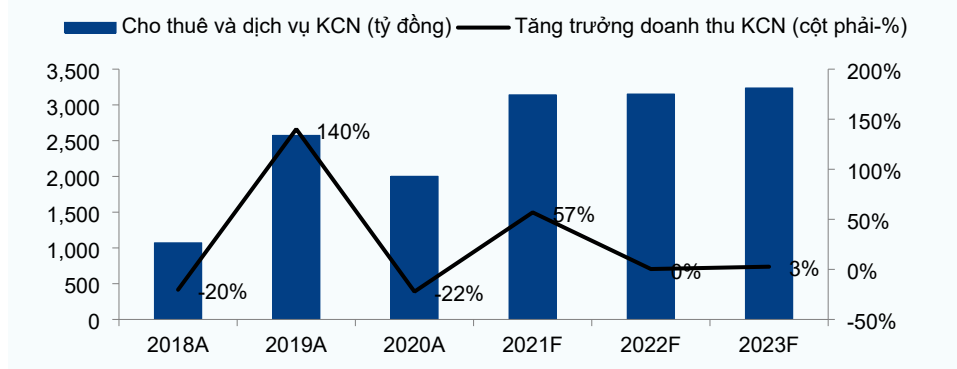
Mảng KCN đạt kết quả khả quan

Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật phát hành ngày 14/10/2021, HSC tin rằng chính sách sống chung với dịch bệnh (nhờ tỷ lệ tiêm vắc xin tăng) và dòng FDI tiếp tục chảy vào Việt Nam sẽ là những nhân tố thúc đẩy mảng BĐS KCN trong những năm tới. VGC là doanh nghiệp hưởng lợi từ xu thế này vì có một số KCN tại 6 tỉnh phía bắc và 1 tỉnh miền trung.

Doanh thu cho thuê KCN của VGC 9 tháng đầu năm 2021 đạt cao. Nếu không có sự thay đổi lớn, HSC cho rằng doanh thu cho thuê đất KCN sẽ tăng trưởng mạnh 60% trong năm 2021 và có thể giữ ổn định trong 2 năm tiếp theo.

Biểu đồ 4: Dự báo doanh thu KCN, VGC

Hiệu quả hoạt động của các mảng khu công nghiệp dự báo vẫn sẽ duy trì mạnh mẽ trong trung hạn



Nguồn: HSC Research

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2023, VGC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận 3 năm tới sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 27,5%

(tỷ đồng)	2021F	Điều chỉnh	% y/y	2022F	Điều chỉnh	% y/y	2023F	Điều chỉnh	% y/y
Tổng doanh thu	10,366	5.4%	9.9%	11,294	0.5%	9.0%	11,783	0.8%	4.3%
BDS	706	94.4%	75.0%	301	0.0%	-57.3%	229	0.0%	-24.0%
KCN	3,141	-1.6%	56.9%	3,152	-2.4%	0.4%	3,237	-0.1%	2.7%
Kính xây dựng	1,287	14.1%	45.5%	2,342	4.1%	82.0%	2,536	2.3%	8.3%
Thiết bị vệ sinh	948	0.0%	-13.2%	1,072	0.0%	13.0%	1,162	0.0%	8.5%
Gạch ốp lát	2,365	1.6%	-13.6%	2,589	0.0%	9.5%	2,840	0.0%	9.7%
SP đất nung	1,602	2.7%	-19.5%	1,530	2.7%	-4.5%	1,462	2.7%	-4.4%
Khác	317	0.0%	-2.6%	308	0.0%	-2.7%	317	0.0%	2.7%
Lợi nhuận gộp	2,790	5.6%	19.9%	3,172	-1.7%	13.7%	3,430	0.6%	8.1%
Chi phí bán hàng	(733)	1.4%	-3.3%	(810)	0.6%	10.4%	(839)	0.3%	3.7%
Chi phí quản lý	(609)	0.4%	0.9%	(664)	0.2%	8.9%	(700)	0.1%	5.4%
Lợi nhuận HĐ	1,448	10.4%	49.9%	1,699	-3.5%	17.4%	1,891	1.0%	11.3%
Thu nhập tài chính	47	-23.1%	-51.1%	44	-20.0%	-5.5%	33	-26.6%	-25.6%
Chi phí tài chính	(196)	-8.4%	-1.3%	(197)	-8.4%	0.2%	(182)	-9.0%	-7.6%
LNTT	1,369	16.4%	62.9%	1,545	-3.4%	12.8%	1,740	1.4%	12.6%
Lợi nhuận thuần	1,014	31.3%	68.8%	1,101	10.1%	8.5%	1,245	17.0%	13.1%

Nguồn: HSC Research

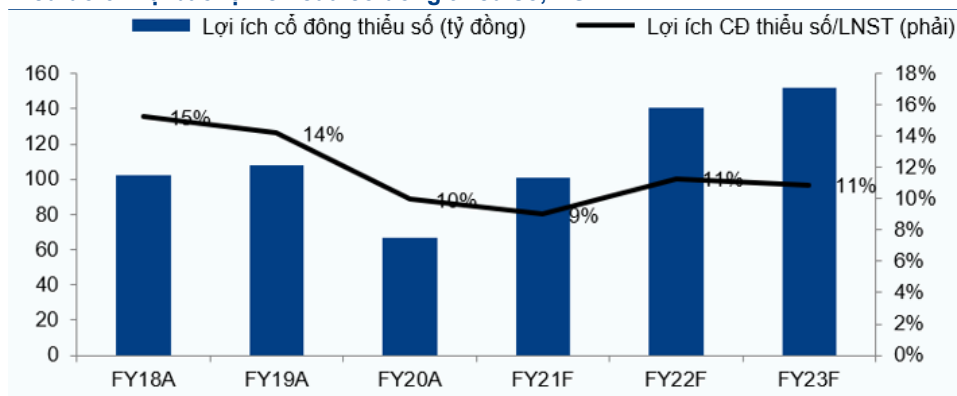
Nâng 10-31% dự báo lợi nhuận**Điều chỉnh dự báo doanh thu**

HSC nâng 14,1% dự báo doanh thu mảng kính xây dựng vì chi phí nhập khẩu tăng sẽ có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất kính xây dựng trong nước. Chúng tôi cũng lần lượt nâng 4,1% và 2,3% dự báo doanh thu mảng này trong năm 2022 và 2023.

Sau khi tăng trưởng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2021 (vượt 12% dự báo của HSC cho năm 2021), HSC nâng 94% dự báo doanh thu mảng BDS nhà ở cho năm 2021 lên 706 tỷ đồng (tăng trưởng 75%). Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2022 và 2023.

Điều chỉnh giả định lợi ích cổ đông thiểu số

Lợi ích cổ đông thiểu số 9 tháng đầu năm 2021 công bố thấp hơn đáng kể so với ước tính trước đó của HSC. Tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số/LNST là 2,4%; thấp hơn mức 10,3% trong 9 tháng đầu năm 2021 và mức ước tính của HSC cho 9 tháng đầu năm 2021 là 17,9%. Các công ty con của VGC hoạt động trong lĩnh vực vật liệu xây dựng đã đạt kết quả không được khả quan trong năm 2021 trước ảnh hưởng của dịch Covid-19, từ đó tác động tiêu cực đến lợi ích cổ đông thiểu số trên BCTC của VGC.

Biểu đồ 6: Dự báo lợi ích của cổ đông thiểu số, VGC


Nguồn: HSC Research

Vì vậy, HSC giảm giả định lợi ích cổ đông thiểu số. Theo giả định mới, lợi ích cổ đông thiểu số các năm 2021, 2022 và 2023 lần lượt là 101 tỷ đồng, 140 tỷ đồng và 152 tỷ đồng (thay vì 169 tỷ đồng, 280 tỷ đồng và 309 tỷ đồng trong dự báo trước đây). Chúng tôi dự báo tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số/LNST sẽ giảm xuống 9% trong năm 2021 từ 10% trong năm 2020; và tăng lên khoảng 11% trong 2 năm tiếp theo vì 35% lợi ích cổ đông thiểu số tại công ty con mới hợp nhất là PFG bắt đầu đóng góp.

Lợi nhuận thuần và cổ tức

HSC lần lượt nâng 31,3%; 10,1% và 17% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021, 2022 và 2023 lên 1.014 tỷ đồng (tăng trưởng 68,8%), 1.101 tỷ đồng (tăng trưởng 8,5%) và 1.245 tỷ đồng (tăng trưởng 13,1%). Theo đó, lợi nhuận thuần các năm 2020-2023 tăng trưởng với tốc độ CAGR là 27,5%.

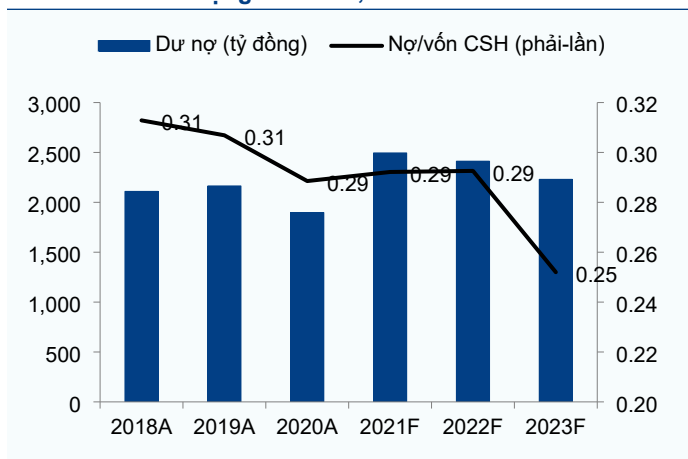
Chúng tôi dự báo VGC sẽ trả cổ tức 1.100đ/năm cho năm 2022 và 2023, tương đương tỷ lệ lợi nhuận dùng để chi trả cổ tức là 45% và 40%. Lợi suất cổ tức là 2,2%.

Bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền ổn định

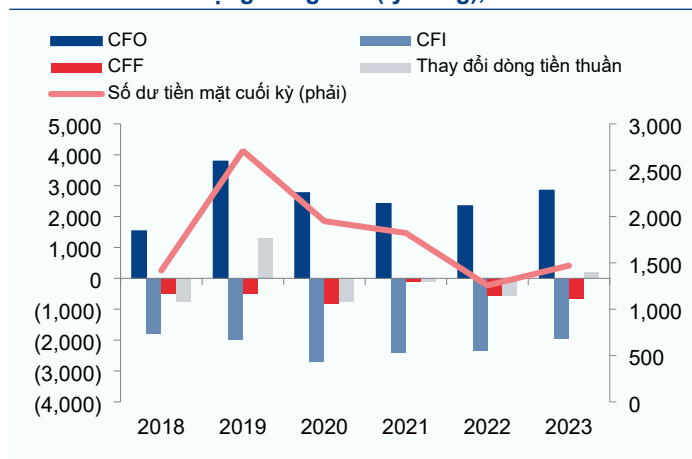
Bảng CĐKT của VGC rất lành mạnh. Tỷ lệ nợ/vốn CSH dự báo duy trì ở mức thấp là 0,29 lần trong năm 2021 và 2022 trước khi giảm xuống 0,25 lần vào năm 2023 nhờ dòng tiền từ cho thuê đất KCN tăng lên.

HSC dự báo mảng KCN sẽ phát triển mạnh nên VGC sẽ cần đầu tư mạnh cho mảng này. Mặc dù lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư ở mức cao trong giai đoạn 2021-2022, HSC cho rằng VGC vẫn có thể trả cổ tức.

Lưu chuyển tiền thuần dự báo sẽ dương trở lại trong năm 2023 sau khi âm trong giai đoạn 2020-2022 nhưng số dư tiền mặt dự báo sẽ ở mức cao trong thời gian dự báo.

Biểu đồ 7: Triển vọng tài chính, VGC


Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 8: Triển vọng dòng tiền (tỷ đồng), VGC


Nguồn: HSC Research

Giá đã phản ánh hết giá trị; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

HSC sử dụng phương pháp SOTP để định giá VGC. Chúng tôi nâng 14% giá mục tiêu lên 38.700đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giá định lợi ích cổ đông thiểu số ở mảng vật liệu xây dựng.

Thông tin chi tiết và các giả định định giá của HSC như sau:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá các KCN. Giá trị mảng KCN là 10,3 nghìn tỷ đồng, đóng góp 53% vào giá trị tài sản hoạt động của VGC.
- HSC cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng vật liệu xây dựng. Ở mảng này, chúng tôi hợp nhất nhà máy Phú Mỹ và nâng dự báo lợi nhuận cho mảng kính xây dựng. Giá trị mảng này là 9 nghìn tỷ đồng, đóng góp 47% vào giá trị tài sản hoạt động của VGC.
- Lợi ích cổ đông thiểu số được điều chỉnh giảm 65% xuống còn 954 tỷ đồng, giúp giá cổ phiếu tăng thêm 3.900đ.
- Giả định chi phí vốn bình quân WACC là 10,4% với lãi suất phi rủi ro là 3%; chi phí vay nợ là 9,8% và chi phí vốn CSH là 11,1%.

Bảng 9: Định giá, VGC

(tỷ đồng)	Phương pháp	Lợi ích của VGC	Giá trị hiện tại ròng
KCN			10,289
Yên Phong 1	DCF	100%	456
Yên Phong 2	DCF	100%	1,226
Phú Hà	DCF	100%	1,294
Đồng Văn 4	DCF	100%	448
Tiền Hải	DCF	100%	798
Đông Mai	DCF	100%	241
Hải Yên	DCF	100%	482
Phong Điền	DCF	100%	632
Yên Mỹ	DCF	60%	1,440
Yên Phong IIC	DCF	100%	1,576
Tiên Sơn	DCF	100%	434
Thuận Thành	DCF	100%	1,260
Vật liệu xây dựng	DCF		9,098
(-) Nợ thuần			(1,074)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			(954)
Giá trị vốn CSH			17,358
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành			448,350,000
Giá trị mỗi CP			38,700

Nguồn: HSC Research

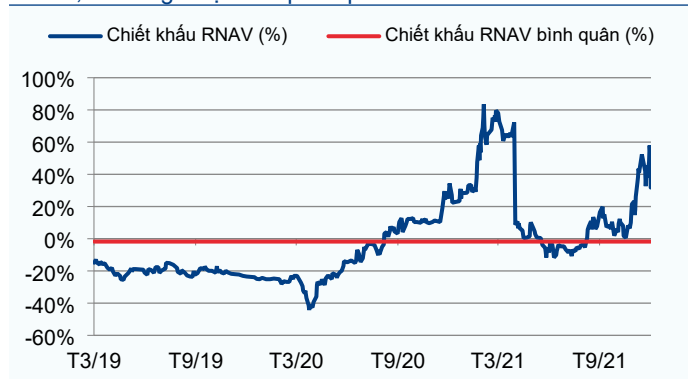
Giá cổ phiếu VGC đã tăng 38% (vượt 28% so với mức tăng của thị trường) trong 3 tháng qua và tăng 22% (vượt 20% so với mức tăng của thị trường) trong 1 tháng qua. Sau khi tăng mạnh, HSC cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh hết các thông tin tích cực và hiện định giá đã cao.

Hiện thị giá VGC đã cao hơn 32% so với RNAV trong khi quá khứ thấp hơn bình quân 2%. VGC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,8 lần; cao hơn 49% so với bình quân P/E trượt 1 năm là 13,9 lần.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Biểu đồ 10: Chiết khấu RNAV quá khứ, VGC

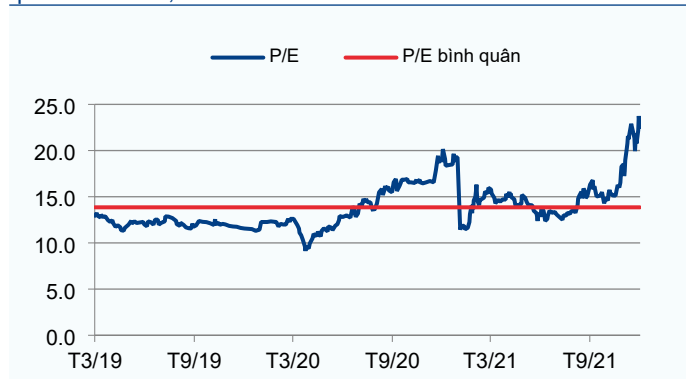
Cổ phiếu VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 32% đối với RNAV, so với giá trị bình quân quá khứ là 2%



Note: Data since Mar-19.
Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 11: P/E lịch sử, VGC

VGC có P/E năm 2022 là 20,8 lần 2022, so với P/E bình quân quá khứ là 13,9 lần



Note: Data since Mar-19.
Nguồn: HSC Research

Bảng 12: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro

Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 3%

Lãi suất phi rủi ro	Giá mục tiêu
2.0%	41,200
2.5%	39,900
3.0%	38,700
3.5%	37,600
4.0%	36,500

Nguồn: HSC Research

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với lãi suất phi rủi ro như trên đây.

Rủi ro không đạt dự báo/tiềm năng vượt dự báo

Tiềm năng vượt dự báo từ mảng cho thuê đất KCN. VGC có hơn 1.000 ha diện tích đất KCN chưa cho thuê. Nếu Công ty đẩy nhanh cho thuê và/hoặc thành lập thêm KCN mới, sẽ có tiềm năng kết quả thực tế vượt dự báo và định giá của HSC.

Rủi ro không đạt dự báo từ tình trạng thiếu container trong ngắn hạn. Hiện chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ tình trạng này cho đến năm 2022 vì thị trường nói chung cho rằng cước phí vận tải sẽ tiếp tục ở mức cao. Tuy nhiên nếu chi phí vận chuyển giảm đột ngột, có thể do tình hình bình thường trở lại nhanh hơn kỳ vọng và/hoặc hoạt động sản xuất vỏ container được đẩy mạnh, thì điều này có thể dẫn đến rủi ro không đạt dự báo.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Doanh thu	10,146	9,433	10,366	11,294	11,783
Lợi nhuận gộp	2,420	2,328	2,790	3,172	3,430
Chi phí BH&QL	(1,320)	(1,362)	(1,343)	(1,473)	(1,539)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,100	966	1,448	1,699	1,891
Lãi vay thuần	(97.2)	(112)	(136)	(139)	(135)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	3.13	4.27	96.3	23.7	23.7
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(35.4)	(17.6)	(39.0)	(39.0)	(39.0)
LNTT	970	841	1,369	1,545	1,740
Chi phí thuế TNDN	(211)	(173)	(255)	(304)	(343)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(108)	(66.6)	(101)	(140)	(152)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	652	601	1,014	1,101	1,245
Lợi nhuận thuần ĐC	652	601	1,014	1,101	1,245
EBITDA ĐC	1,627	1,497	2,097	2,420	2,682
EPS (đồng)	1,453	1,340	2,262	2,455	2,777
EPS ĐC (đồng)	1,453	1,340	2,262	2,455	2,777
DPS (đồng)	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
Slg CP bình quân (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Tiền & tương đương tiền	2,710	1,950	1,822	1,257	1,471
Đầu tư ngắn hạn	90.4	80.9	80.9	80.9	80.9
Phải thu khách hàng	1,148	1,012	1,111	1,217	1,270
Hàng tồn kho	3,340	3,415	3,435	3,799	3,852
Các tài sản ngắn hạn khác	273	358	358	358	358
Tổng tài sản ngắn hạn	7,561	6,816	6,808	6,712	7,032
TSCĐ hữu hình	3,862	3,627	4,446	4,277	4,115
TSCĐ vô hình	169	172	174	176	177
Bất động sản đầu tư	4,800	5,479	6,908	8,203	9,363
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	784	812	491	491	491
Tài sản dài hạn khác	2,704	4,408	4,850	5,341	5,515
Tổng tài sản dài hạn	12,327	14,507	16,877	18,496	19,669
Tổng cộng tài sản	19,888	21,323	23,685	25,208	26,701
Nợ ngắn hạn	1,531	1,502	1,518	1,567	1,496
Phả trả người bán	1,190	1,090	1,165	1,247	1,284
Nợ ngắn hạn khác	1,412	1,786	1,786	1,786	1,786
Tổng nợ ngắn hạn	6,310	7,353	7,715	8,116	8,223
Nợ dài hạn	634	396	977	845	734
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	33.9	61.1	61.1	61.1	61.1
Nợ dài hạn khác	5,666	6,303	6,734	7,240	7,833
Tổng nợ dài hạn	6,334	6,759	7,772	8,146	8,628
Tổng nợ phải trả	12,833	14,299	15,673	16,449	17,038
Vốn chủ sở hữu	6,395	6,360	6,881	7,489	8,241
Lợi ích cổ đông thiểu số	660	664	1,131	1,271	1,423
Tổng vốn chủ sở hữu	7,055	7,024	8,012	8,760	9,663
Tổng nợ phải trả và VCSH	19,888	21,323	23,685	25,208	26,701
BVPS (đ)	14,263	14,186	15,348	16,703	18,380
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(546)	(52.4)	673	1,155	759

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBIT	1,100	966	1,448	1,699	1,891
Khấu hao	(528)	(531)	(649)	(721)	(792)
Lãi vay thuần	(97.2)	(112)	(136)	(139)	(135)
Thuế TNDN đã nộp	(211)	(173)	(255)	(304)	(343)
Thay đổi vốn lưu động	2,541	1,586	657	389	664
Khác	(66.1)	(24.4)	57.3	(15.3)	(15.3)
LCT thuần từ HKKD	3,794	2,773	2,421	2,351	2,853
Đầu tư TS dài hạn	(2,326)	(2,778)	(2,424)	(2,340)	(1,964)
Góp vốn & đầu tư	(109)	(47.2)	0	0	0
Thanh lý	364	60.3	0	0	0
Khác	86.7	54.9	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,984)	(2,710)	(2,424)	(2,340)	(1,964)
Cổ tức trả cho CSH	(516)	(559)	(493)	(493)	(493)
Thu từ phát hành CP	25.4	2.05	0	0	0
Tăng/giảm nợ	21.5	(192)	368	(82.8)	(182)
Khác	(45.9)	(71.2)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(515)	(820)	(125)	(576)	(675)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,417	2,710	1,950	1,822	1,257
LCT thuần trong kỳ	1,295	(756)	(128)	(565)	214
Ảnh hưởng của tỷ giá	(2.23)	(3.58)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,710	1,950	1,822	1,257	1,471
Dòng tiền tự do	1,468	(4.57)	(3.13)	10.9	889

Các chỉ số tài chính	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	23.9	24.7	26.9	28.1	29.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.0	15.9	20.2	21.4	22.8
Tỷ suất LNT (%)	6.42	6.37	9.78	9.75	10.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.7	20.6	18.6	19.7	19.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	15.1	(7.02)	9.89	8.95	4.33
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	16.0	(8.02)	40.1	15.4	10.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.2	(7.79)	68.8	8.52	13.1
Tăng trưởng EPS (%)	15.2	(7.79)	68.8	8.52	13.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(7.79)	68.8	8.52	13.1
Tăng trưởng DPS (%)	5.26	10.0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	68.8	82.1	48.6	44.8	39.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.3	9.42	15.3	15.3	15.8
ROACE (%)	8.60	7.01	9.67	10.3	10.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.56	0.46	0.46	0.46	0.45
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.45	2.87	1.67	1.38	1.51
Số ngày tồn kho	158	175	166	171	168
Số ngày phải thu	54.2	52.0	53.5	54.7	55.5
Số ngày phải trả	56.2	56.0	56.1	56.1	56.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	21.7	42.2	53.5	59.2	50.7
Nợ/tài sản (%)	20.6	21.7	23.2	22.6	21.2
EBIT/lãi vay (lần)	11.3	8.65	10.7	12.3	14.0
Nợ/EBITDA (lần)	2.52	3.10	2.63	2.35	2.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.20	0.93	0.88	0.83	0.86
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.20	2.42	2.27	2.13	2.01
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.7	15.2	11.2	9.93	8.81
P/E (lần)	35.1	38.1	22.5	20.8	18.4
P/E ĐC (lần)	35.1	38.1	22.5	20.8	18.4
P/B (lần)	3.58	3.60	3.32	3.05	2.77
Lợi suất cổ tức (%)	1.96	2.16	2.16	2.16	2.16

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn