

Mua vào (giữ nguyên)

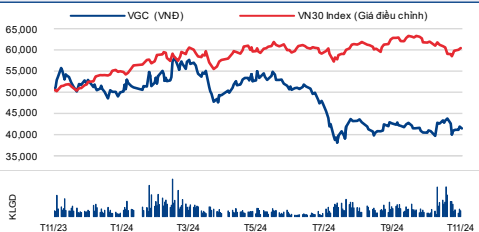
Giá mục tiêu: VNĐ54,900 (từ VNĐ54,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 32.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2024)	41,450
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	38,152-58,151
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,513
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,584
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	732
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg CP NN được mua (tr.đv)	17.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.00%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (50.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.47	(4.91)	(18.0)
So với chỉ số	4.58	(3.30)	(31.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,078	2,079	(0.0)
2025F	2,626	2,626	0.0
2026F	3,264	3,262	0.1

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

Phạm Ngọc Trung

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Bổ sung thêm một dự án; duy trì khuyến nghị
Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VGC nhưng tăng 1% giá mục tiêu nhờ bổ sung thêm một dự án, điều chỉnh cổ tức bằng tiền mặt (1.250đ/cp trong tháng 10) và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6,3%. Mảng BĐS KCN được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng vững chắc và mảng VLXD phục hồi để dẫn dắt tăng trưởng, trong khi dự án KCN Trần Yên dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,5% trong 1 tháng qua, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 31,9% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 14,6%. Chúng tôi dự báo mức chiết khấu sẽ thu hẹp nhờ triển vọng cải thiện.

Sự kiện: Xem xét lại triển vọng

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với VGC sau khi xem xét danh mục dự án đang triển khai, với việc bổ sung thêm một dự án mới - KCN Trần Yên (255 ha, Yên Bái). Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên quan điểm tích cực đối với mảng BĐS KCN của VGC nhờ có quỹ đất lớn và có năng lực phát triển quỹ đất (bổ sung thêm 3 dự án mới kể từ đầu năm nay, với tổng cộng 621 ha đất KCN có sẵn để cho thuê).

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận; tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6,3%

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Cụ thể, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 932 tỷ đồng trong năm 2024, giảm 23,5% so với cùng kỳ, 1.177 tỷ đồng trong năm 2025, tăng trưởng 26,4% và 1.463 tỷ đồng trong năm 2026, tăng trưởng 24,3%.

Động lực tăng trưởng của VGC trong năm 2024 chủ yếu đến từ hoạt động bàn giao 150 ha đất KCN trong khi động lực tăng trưởng cho năm 2025-2026 sẽ đến từ việc bàn giao 145-157 ha đất KCN và sự phục hồi của mảng VLXD. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 6,3%.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng nhẹ 1% giá mục tiêu nhờ tác động tích cực của việc bổ sung thêm một dự án mới, điều chỉnh việc chi trả cổ tức (trong tháng 10) và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025. Đề có được giá mục tiêu mới 54.900đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định 10% so với RNAV (không đổi) để phù hợp với mức chiết khấu trong quá khứ (14,6%) và phản ánh rủi ro liên quan đến việc thoái 38,5% vốn Nhà nước. HSC cho rằng lo ngại kéo dài liên quan đến rủi ro thất bại trong việc thoái vốn có thể tạo ra áp lực lên giá cổ phiếu và làm trì hoãn các kế hoạch kinh doanh quan trọng.

Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VGC nhờ mảng BĐS KCN vững chắc với khoảng 1.300 ha đất KCN có sẵn để cho thuê. Trong khi đó, sự phục hồi của mảng VLXD sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận và thúc đẩy dòng tiền của Công ty. Lưu ý rằng VGC có bảng CĐKT lành mạnh và dự kiến chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định trong nhiều năm (lợi suất cổ tức là 4,8%-5,4%). Cổ phiếu đang được định giá thấp và đang đang giao dịch ở mức chiết khấu 31,9% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 14,6%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 32,4%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,907	5,007	4,275	4,772	5,344
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,728	1,218	932	1,177	1,463
EPS ĐC (đồng)	3,855	2,717	2,078	2,626	3,264
DPS (đồng)	2,612	2,076	2,250	2,000	2,000
BVPS (đồng)	16,986	17,516	17,344	17,970	19,234
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.11	4.37	5.21	4.57	4.10
P/E ĐC (lần)	10.8	15.3	19.9	15.8	12.7
Lợi suất cổ tức (%)	6.30	5.01	5.43	4.83	4.83
P/B (lần)	2.44	2.37	2.39	2.31	2.16
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.4	24.3
ROAE (%)	23.5	15.7	11.9	14.9	17.5

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

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận; tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6,3%

Việc bổ sung thêm dự án KCN Trấn Yên (255 ha, Yên Bái) vào mô hình dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá bao gồm lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025) dẫn đến việc điều chỉnh tăng 1% giá mục tiêu lên 54.900đ. HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6,3%. Mạng BĐS KCN dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng vững chắc và mạng VLXD phục hồi và dẫn dắt tăng trưởng trong giai đoạn này. Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VGC nhờ mạng BĐS KCN vững chắc với khoảng 1.300 ha đất có sẵn để cho thuê và lợi suất cổ tức cao (4,8-5,4%). Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,5% trong 1 tháng qua, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 31,9% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 14,6%. Chúng tôi dự báo mức chiết khấu sẽ thu hẹp khi triển vọng cải thiện.

Bổ sung thêm dự án Trấn Yên (255 ha) tại Yên Bái

Ngày 21/11/2024, Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà ký Quyết định số 1438/QĐ-TTg phê duyệt chủ trương đầu tư dự án KCN Trấn Yên (255 ha, Yên Bái, vốn đầu tư dự kiến là 2,1 nghìn tỷ đồng). VGC là đơn vị phát triển và sở hữu toàn bộ cổ phần tại dự án. Do đó, chúng tôi đã phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận. Chi tiết như sau:

Tỉnh Yên Bái có dân số 0,9 triệu người, xếp thứ 56 và 52 trong số 63 tỉnh/thành về GRDP năm 2023 (1,7 tỷ USD) và tổng vốn FDI đăng ký (0,3 tỷ USD). Dự án cách sân bay quốc tế Nội Bài 120 km về phía Bắc, cách trung tâm Hà Nội 150km về phía Bắc và gần đường cao tốc Hà Nội - Lào Cai.

Tỉnh Yên Bái hiện có 3 KCN đang hoạt động, với tổng diện tích đất là 629 ha và tỷ lệ lấp đầy bình quân đạt 86%, gồm: KCN Minh Quân (109 ha), KCN Âu Lâu (120 ha) và KCN Phía Nam (400 ha). Trấn Yên là KCN mới và sẽ đóng góp khoảng 188 ha đất KCN trên địa bàn tỉnh.

Chúng tôi dự báo nhu cầu thuê đất tại KCN mới này sẽ ở mức trung bình do tỉnh Yên Bái không phải là địa phương nổi bật trong hoạt động thu hút vốn FDI, cũng như cơ sở hạ tầng hiện tại không đủ để đáp ứng nhu cầu mở rộng của các dự án công nghiệp lớn. Dự án dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2027 (10 ha) đóng góp 2,3% (638 tỷ đồng) vào định giá mới của VGC (RNAV là 27,3 nghìn tỷ đồng).

Lưu ý rằng đây là dự án thứ 3 VGC nhận được phê duyệt trong năm 2024, bên cạnh dự án KCN Sông Công II (phê duyệt trong tháng 3) và dự án Dốc Đá Trắng (phê duyệt trong tháng 3). Cả 3 dự án này dự kiến sẽ bổ sung thêm tổng cộng 621 ha đất có sẵn để cho thuê, nâng tổng số đất có thể cho thuê tại các dự án đang triển khai của Công ty lên gần 1.300 ha - diện tích đất rất lớn theo quan điểm của chúng tôi. Điều này tái khẳng định năng lực của Công ty trong hoạt động phát triển quỹ đất.

Bảng 1: Danh mục dự án BĐS KCN, VGC

VGC đã bổ sung thêm dự án Sông Công II & Dốc Đá Trắng, Trấn Yên trong năm 2024

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tiến độ
Phú Hà	Phú Thọ	271	58%	Đang cho thuê & bàn giao
Tiền Hải	Thái Bình	190	50%	Đang cho thuê & bàn giao
Hải Yên	Quảng Ninh	137	70%	Đang cho thuê & bàn giao
Phong Điền	Huế	217	31%	Đang cho thuê & bàn giao
Yên Mỹ	Hưng Yên	207	36%	Đang cho thuê & bàn giao
Yên Phong IIC	Bắc Ninh	141	92%	Đang cho thuê & bàn giao
Thuận Thành	Bắc Ninh	184	0%	Đẩy nhanh tiến độ xây dựng và bắt đầu cho thuê
Sông Công II	Thái Nguyên	219	0%	Đang tiến hành đền bù đất
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	213	0%	Đang tiến hành đền bù đất
Trấn Yên	Yên Bái	188	0%	Vừa được chấp thuận đầu tư
Tổng cộng		1,967	37%	

Nguồn: HSC

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Cụ thể, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 932 tỷ đồng trong năm 2024, giảm 23,5% so với cùng kỳ, 1.177 tỷ đồng trong năm 2025, tăng trưởng 26,4% và 1.463 tỷ đồng trong năm 2026, tăng trưởng 24,3%.

Mảng BĐS KCN được dự báo sẽ tiếp tục dẫn dắt lợi nhuận và dòng tiền vì Công ty bàn giao 145-157 ha đất mỗi năm trong giai đoạn 2024-2026, từ các dự án KCN Phú Hà, Tiền Hải, Yên Mỹ, Yên Phong IIC và Thuận Thành. Dự án Sông Công II dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2025 (10 ha), trong khi dự án Dốc Đá Trắng và Trấn Yên dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2026-2027.

Trong khi đó, chúng tôi dự báo mảng VLXD sẽ phục hồi trong năm 2025, phù hợp với đà phục hồi của thị trường BĐS. Tỷ suất lợi nhuận mảng VLXD dự kiến phục hồi nhẹ từ mức nền thấp trong năm 2023 (13,2%) lên 14% trong năm 2024, 15,4% trong năm 2025 và 16,6% trong năm 2026. Tuy nhiên, tỷ lệ trên vẫn thấp hơn tỷ suất lợi nhuận bình quân của giai đoạn 2020-2022 ở mức 21,6%.

HSC dự báo doanh thu từ hoạt động cho thuê đất KCN/VLXD/dịch vụ KCN và các mảng kinh doanh khác sẽ đóng góp 30-31%/58-61%/9-10% doanh thu và 55-59%/32-37%/9-10% lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2024-2026.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 6,3%. Mảng BĐS KCN dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng vững chắc và mảng VLXD phục hồi và dẫn dắt tăng trưởng trong giai đoạn này.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2026, VGC

HSC dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2023-2026 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 6,3%

Tỷ đồng	2023A	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	CAGR 3 năm
Tổng doanh thu	13,194	12,017	-8.9%	13,465	12.0%	14,769	9.7%	3.8%
BDS	5,179	4,641	-10.4%	5,025	8.3%	5,465	8.8%	1.8%
Vật liệu xây dựng	7,807	7,017	-10.1%	8,156	16.2%	8,982	10.1%	4.8%
Khác	208	359	72.8%	283	-21.1%	321	13.3%	15.6%
Lợi nhuận gộp	3,519	3,120	-11.4%	3,599	15.4%	4,091	13.7%	5.1%
Chi phí BH&QL	(1,568)	(1,530)	-2.4%	(1,677)	9.6%	(1,742)	3.8%	3.6%
Lợi nhuận HĐ	1,951	1,589	-18.5%	1,921	20.9%	2,349	22.3%	6.4%
LNTT	1,602	1,207	-24.7%	1,564	29.6%	2,042	30.6%	8.4%
Lợi nhuận thuần	1,218	932	-23.5%	1,177	26.4%	1,463	24.3%	6.3%

Nguồn: HSC

Tăng 1% giá mục tiêu lên 53.900đ; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC tăng nhẹ 1% giá mục tiêu nhờ tác động tích cực của việc bổ sung thêm một dự án mới, điều chỉnh việc chi trả cổ tức (trong tháng 10) và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025. Chi tiết như sau:

- Giá định WACC của VGC là 12,2% (so với 12,3% trước đó). Cụ thể, lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH đã được điều chỉnh giảm 9% (từ 10% - sau khi phần bù rủi ro CSH tiêu chuẩn nội bộ giảm 100 điểm cơ bản) và tiếp tục giảm 1,5 điểm phần trăm phụ trội xuống 7,5% (từ 8,5% trước đó). Hệ số beta cũng cao hơn ở mức 1,2 lần, so với 1,1 lần trước đó.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ ViMariel (ở Cuba) – đối với KCN này chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách và cũng sử dụng giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác, bao gồm một số dự án khu dân cư và các khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết.
- Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng VLXD cũng như áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% (không đổi) để chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF).
- Các tài sản hoạt động khác, chủ yếu bao gồm BĐS dân dụng và các khoản đầu tư dài hạn, được định giá theo giá trị sổ sách.
- Phản ánh dự án Trần Yên vào mô hình dự báo lợi nhuận.
- Chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).
- Để có được giá mục tiêu mới 54.900đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định 10% so với RNAV (không đổi) để phù hợp với mức chiết khấu trong quá khứ (14,6%) và phản ánh rủi ro liên quan đến việc thoái 38,5% vốn Nhà nước. VGC đang làm việc với bên thứ 3 để tiến hành định giá và dự kiến sẽ tổ chức đấu giá trong Q1/2025. HSC cho rằng rủi ro thoái vốn không thành công có thể tạo áp lực lên giá cổ phiếu, mặc dù quá trình này có thể kéo dài, dẫn đến sự chậm trễ trong các KHKD quan trọng.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

Bảng 3: Định giá, VGC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của VGC	NPV giữa 2025
BĐS KCN	DCF, BV	51-100%	18,693
Vật liệu xây dựng	DCF	25-100%	7,547
Tài sản khác, điều chỉnh	BV		2,725
Tổng giá trị tài sản			28,965
(-) Nợ/tiền mặt thuần			(1,711)
Giá trị của vốn CSH			27,254
Tổng Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			448.4
RNAV của cổ phiếu	đồng/cp		61,000
Chiết khấu giả định			10%
Giá mục tiêu	đồng/cp		54,900

Nguồn: HSC

Bảng 4: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định quan trọng, VGC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng/cp	Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	55,800	56,700	57,600	58,500	59,400
	3.5%	54,900	54,900	55,800	56,700	57,600
	4.0%	53,100	54,000	54,900	55,800	56,700
	4.5%	52,200	53,100	54,000	54,000	54,900
	5.0%	51,300	52,200	52,200	53,100	54,000

Nguồn: HSC

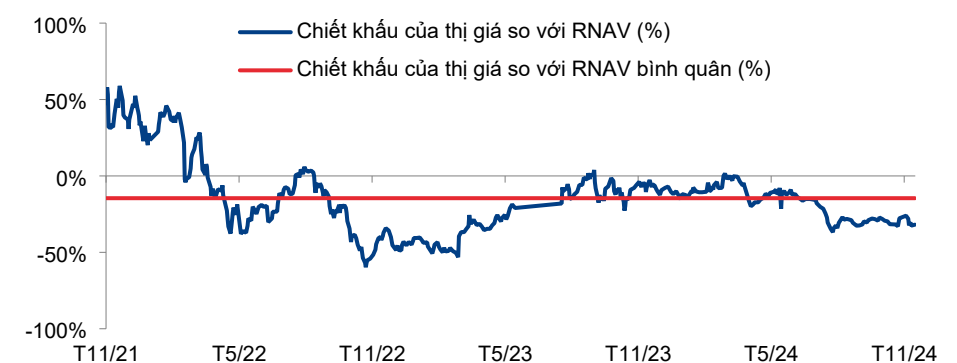
Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	0%	5%	10%	15%	20%
Giá mục tiêu	61,000	57,900	54,900	51,800	48,800
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	46.8%	39.4%	32.1%	24.7%	17.4%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, VGC

VGC đang giao dịch với chiết khấu 31,9% so với RNAV, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 14,6%



Nguồn: HSC

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,6% trong 3 tháng qua, VGC diễn biến tích cực hơn VN Index và đang giao dịch ở mức chiết khấu 31,9% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 14,6%.

Với quỹ đất công nghiệp vững chắc bao gồm khoảng 1.300 ha đất có sẵn để cho thuê còn lại (khoảng 800 ha tại những vị trí chiến lược – những tỉnh dẫn đầu về thu hút vốn FDI tại Việt Nam như Bắc Ninh, Hưng Yên, Quảng Ninh), VGC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam. Trong khi đó, trong trung-dài hạn, sự phục hồi của mảng VLXD và mảng BĐS KCN tiếp tục vững chắc sẽ thúc đẩy lợi nhuận và dòng tiền cho Công ty.

Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu VGC nhờ bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền mạnh. Đây là nền tảng vững chắc để Công ty chi trả cổ tức tiền mặt ổn định trong nhiều năm tới (lợi suất cổ tức là 4,8%-5,4%). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 32,4%.

Rủi ro

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng từ việc (i) khởi công xây dựng nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2: Việc xây dựng nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2 sẽ giúp tăng đáng kể công suất sản xuất kính xây dựng. Khi dự án này bắt đầu hoạt động, sẽ có rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo; (ii) quỹ đất mới: VGC đã và đang mua lại một lượng quỹ đất lớn (tại Yên Bái, Hưng Yên, Phú Thọ, v.v.) để mở rộng KCN, nhưng chúng tôi chưa phản ánh điều này vào mô hình dự báo và định giá do thiếu thông tin chi tiết về mốc thời gian phát triển. Dự án này được triển khai sẽ có rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi.

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng xảy ra khi (i) sự suy thoái thị trường BĐS nhà ở tác động lên hiệu suất kinh doanh của mảng VLXD mạnh hơn dự kiến (ii) rủi ro thương mại toàn cầu tăng chậm lại, tác động đến quyết định mở rộng HĐKD của các doanh nghiệp FDI. Điều này sẽ ảnh hưởng đến tiến độ cho thuê đất KCN, cũng như tác động đến định giá và lợi nhuận của Công ty.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	14,592	13,194	12,017	13,465	14,769
Lợi nhuận gộp	4,238	3,519	3,120	3,599	4,091
Chi phí BH&QL	(1,848)	(1,568)	(1,530)	(1,677)	(1,742)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,390	1,951	1,589	1,921	2,349
Lãi vay thuần	(175)	(300)	(330)	(368)	(341)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	112	(36.4)	(40.7)	22.6	46.0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(21.8)	(12.1)	(12.1)	(12.1)	(12.1)
LN TT	2,305	1,602	1,207	1,564	2,042
Chi phí thuế TNDN	(392)	(440)	(241)	(308)	(399)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(185)	55.9	(33.6)	(78.1)	(180)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,728	1,218	932	1,177	1,463
Lợi nhuận thuần ĐC	1,728	1,218	932	1,177	1,463
EBITDA ĐC	4,907	5,007	4,275	4,772	5,344
EPS (đồng)	3,855	2,717	2,078	2,626	3,264
EPS ĐC (đồng)	3,855	2,717	2,078	2,626	3,264
DPS (đồng)	2,612	2,076	2,250	2,000	2,000
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)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,019	1,842	1,643	2,605	1,763
Đầu tư ngắn hạn	129	627	627	627	627
Phải thu khách hàng	1,183	1,116	1,450	1,610	1,567
Hàng tồn kho	4,235	4,740	4,697	4,720	4,764
Các tài sản ngắn hạn khác	542	779	779	779	779
Tổng tài sản ngắn hạn	8,108	9,104	9,197	10,341	9,500
TSCĐ hữu hình	5,217	5,225	5,193	5,081	4,940
TSCĐ vô hình	166	160	154	147	140
Bất động sản đầu tư	1,952	1,942	1,333	789	615
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	680	430	389	412	458
Tài sản dài hạn khác	6,827	7,229	7,848	8,671	9,952
Tổng tài sản dài hạn	14,851	14,996	14,925	15,108	16,113
Tổng cộng tài sản	22,959	24,099	24,122	25,448	25,613
Nợ ngắn hạn	1,959	2,897	2,979	3,069	3,069
Phải trả người bán	1,590	1,576	1,336	1,700	1,687
Nợ ngắn hạn khác	2,230	1,865	1,865	1,865	1,865
Tổng nợ ngắn hạn	8,391	8,337	8,297	8,811	8,942
Nợ dài hạn	1,657	2,237	2,334	2,770	2,032
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	144	161	161	161	161
Nợ dài hạn khác	3,273	3,414	3,424	3,441	3,466
Tổng nợ dài hạn	5,074	5,812	5,918	6,371	5,659
Tổng nợ phải trả	13,873	14,575	14,641	15,609	15,027
Vốn chủ sở hữu	7,616	7,853	7,776	8,057	8,624
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,470	1,671	1,705	1,783	1,962
Tổng vốn chủ sở hữu	9,085	9,524	9,481	9,840	10,586
Tổng nợ phải trả và VCSH	22,959	24,099	24,122	25,448	25,613
BVPS (đ)	16,986	17,516	17,344	17,970	19,234
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,598	3,293	3,670	3,234	3,339

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	2,390	1,951	1,589	1,921	2,349
Khấu hao	(2,517)	(3,056)	(2,685)	(2,851)	(2,995)
Lãi vay thuần	(175)	(300)	(330)	(368)	(341)
Thuế TNDN đã nộp	(392)	(440)	(241)	(308)	(399)
Thay đổi vốn lưu động	(1,918)	(1,783)	(404)	259	154
Khác	53.1	218	(12.1)	(12.1)	(12.1)
LCT thuần từ HKKD	2,474	2,702	3,288	4,343	4,746
Đầu tư TS dài hạn	(2,751)	(3,568)	(2,656)	(3,011)	(3,954)
Góp vốn & đầu tư	(898)	(594)	0	0	0
Thanh lý	1,004	86.0	0	0	0
Khác	122	311	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(2,523)	(3,764)	(2,656)	(3,011)	(3,954)
Cổ tức trả cho CSH	(1,171)	(931)	(1,009)	(897)	(897)
Thu từ phát hành CP	100	294	0	0	0
Tăng/giảm nợ	483	1,578	178	526	(738)
Khác	(55.2)	(59.8)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(643)	882	(831)	(370)	(1,634)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,711	2,019	1,842	1,643	2,605
LCT thuần trong kỳ	(692)	(180)	(198)	962	(843)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.09)	3.30	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,019	1,842	1,643	2,605	1,763
Dòng tiền tự do	(277)	(866)	632	1,332	792

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.0	26.7	26.0	26.7	27.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.6	37.9	35.6	35.4	36.2
Tỷ suất LNT (%)	11.8	9.23	7.75	8.74	9.91
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.0	27.4	20.0	19.7	19.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	30.4	(9.58)	(8.92)	12.0	9.69
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	37.9	2.03	(14.6)	11.6	12.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.4	24.3
Tăng trưởng EPS (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.4	24.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.4	24.3
Tăng trưởng DPS (%)	137	(20.5)	8.40	(11.1)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	67.8	76.4	108	76.2	61.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.5	15.7	11.9	14.9	17.5
ROACE (%)	17.1	12.9	10.1	11.8	14.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.65	0.56	0.50	0.54	0.58
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.04	1.39	2.07	2.26	2.02
Số ngày tồn kho	149	179	193	175	163
Số ngày phải thu	41.7	42.1	59.5	59.6	53.6
Số ngày phải trả	56.1	59.5	54.8	62.9	57.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.5	62.3	69.3	62.2	61.0
Nợ/tài sản (%)	26.2	27.9	29.1	29.9	27.4
EBIT/lãi vay (lần)	13.6	6.50	4.82	5.22	6.89
Nợ/EBITDA (lần)	1.23	1.34	1.64	1.60	1.31
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.97	1.09	1.11	1.17	1.06
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.38	1.66	1.85	1.62	1.48
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.11	4.37	5.21	4.57	4.10
P/E (lần)	10.8	15.3	19.9	15.8	12.7
P/E ĐC (lần)	10.8	15.3	19.9	15.8	12.7
P/B (lần)	2.44	2.37	2.39	2.31	2.16
Lợi suất cổ tức (%)	6.30	5.01	5.43	4.83	4.83

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