

# Tổng Công ty Viglacera - Công ty Cổ phần (VGC: HOSE)



**KHẢ QUAN - Giá mục tiêu 1 năm: 43.600 đồng/cp**

Giá cổ phiếu (Ngày 17/05/2023): 35.800 đồng/cp

**Ngô Thị Kim Thanh**

[thanhntk@ssi.com.vn](mailto:thanhntk@ssi.com.vn)

+84 – 28 3636 3688 ext. 3053

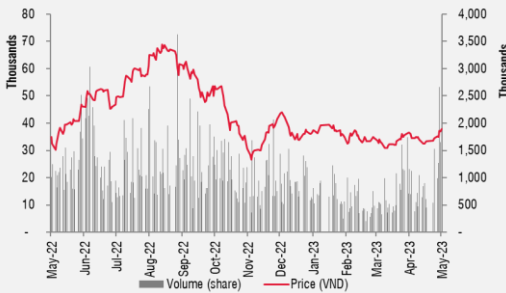
Ngày 18/05/2022

**NGÀNH CÔNG NGHIỆP**

## Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	684
Giá trị vốn hoá (tỷ VND)	16.051
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	448
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	72,3/24,7
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	757.447
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	1,12
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	26,31
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	4,73
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	38,58

## Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## 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.

## LNST vẫn gặp thách thức trong ngắn hạn

**Kế hoạch LNST giảm mạnh trong năm 2023** với doanh thu hợp nhất năm 2023 kế hoạch là 14,5 nghìn tỷ đồng (cao hơn 8% so với kết quả đạt được năm 2022), trong khi kế hoạch LNST hợp nhất được đặt là 1,2 nghìn tỷ đồng (thấp hơn 48% so với kết quả đạt được trong năm 2022).

**Kết quả kinh doanh Q1/2023 giảm mạnh:** Doanh thu thuần đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (118 triệu USD; -27,6% svck). Lợi nhuận ròng đạt 151 tỷ đồng (-79,9% svck).

**Lợi nhuận của VGC trong năm 2023 sẽ gặp thách thức do nhu cầu và giá kính xây dựng dự kiến điều chỉnh giảm.** Chúng tôi dự báo doanh thu thuần trong năm 2023 là 11,7 nghìn tỷ đồng (497 triệu USD; -16,2% svck), thấp hơn kế hoạch của công ty. Lợi nhuận trước thuế dự báo trong năm 2023 đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (-30,1% svck). EPS năm 2023 dự báo là 2.709 đồng, tương đương P/E dự phóng là 13,6x- cao hơn P/E trung bình ngành là 11,5x.

**Luận điểm đầu tư:** Viglacera (VGC) là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực vật liệu xây dựng bao gồm kính, gạch ốp lát và sứ vệ sinh. VGC đã phát triển 11 khu công nghiệp và có diện tích đất cho thuê là 740 ha, tập trung ở miền Bắc và miền Trung, VGC đã thu hút được nhiều khách hàng lớn, bao gồm Samsung, Accor, BYD và nhiều doanh nghiệp khác. Chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ duy trì nguồn lợi nhuận ổn định từ việc cho thuê các khu công nghiệp hiện tại trong dài hạn. VGC đang giao dịch với P/E và P/B 2023 lần lượt là 13,6x và 1,8x.

Về dài hạn, VGC sẽ có thể duy trì tỷ suất lợi nhuận cao hơn từ diện tích cho thuê hơn 740 ha hiện tại, đồng thời công ty tiếp tục mở rộng công suất trong mảng kính xây dựng (mở rộng kính siêu trắng tại nhà máy Phú Mỹ) và gạch granite and ceramic (nhà máy Eurotile sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2023). Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP và đưa ra giá mục tiêu là 43.600 đồng (tiềm năng tăng giá là 21,8%) và khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VGC.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng những thông tin mới về khách thuê diện tích lớn và tăng trưởng xuất khẩu gạch granite và ceramic sẽ hỗ trợ cho giá cổ phiếu.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	10.146	9.433	11.194	14.608	11.648
Lợi nhuận ròng	759	667	1.289	1.913	1.337
EPS (VND)	1.453	1.340	2.615	3.662	2.709
ROE	10,9%	9,5%	16,8%	21,9%	13,7%
ROA	4,1%	3,2%	6,0%	8,5%	5,7%
Tỷ suất cổ tức (%)	2,7%	3,0%	4,1%	5,4%	5,4%
P/E	31	33,6	17,2	12,3	16,6
P/B	3,2	3,2	2,9	2,7	2,3
EV/EBITDA	6	6,1	9,2	6,7	8,7

Nguồn: VGC, SSI Research

Chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ do VGC tổ chức với kế hoạch doanh thu hợp nhất năm 2023 được đặt là 14,5 nghìn tỷ đồng (cao hơn 8% so với kết quả đạt được năm 2022), trong khi kế hoạch LNTT hợp nhất được đặt là 1,2 nghìn tỷ đồng (thấp hơn 48% so với kết quả đạt được trong năm 2022). Kế hoạch lợi nhuận thấp cho năm 2023 đến từ sự sụt giảm doanh thu của phân khúc kính (đặc biệt là do mức nền cao được thiết lập năm 2022) và mảng KCN, trong khi gạch granite & ceramic có thể tăng nhẹ do doanh thu xuất khẩu cao hơn.

**Kế hoạch đầu tư CAPEX** là 2,8 nghìn tỷ đồng (tăng hơn 8 lần svck), chủ yếu dành cho chi phí đầu tư đền bù giải phóng mặt bằng và xây dựng các khu công nghiệp, các dự án nhà ở xã hội, nhà ở đô thị. Chi phí CAPEX dự kiến được phân bổ như sau: (i) đầu tư cho Dự án Nhà máy kính nổi siêu trắng Phú Mỹ - Giai đoạn II với công suất 900 tấn/ngày; (ii) đầu tư vào các khu công nghiệp mới với tổng diện tích 2.100 ha, bao gồm KCN Phù Ninh - Phú Thọ (~450 ha, giai đoạn 1 là 150 ha); KCN Phú Hà giai đoạn 2 (100 ha); Khu A KCN Phong Điền - Thừa Thiên Huế (120 ha); KCN Đông Triều - Quảng Ninh (425 ha); KCN Hòa Lạc Hữu Lũng - Lạng Sơn (490ha); Cụm KCN Đô thị - Dịch vụ Tây Phố Yên (900 ha, trong đó có 700 ha đất KCN và 200 ha đất đô thị; và (iii) đầu tư 50.000 căn nhà ở xã hội.

Kế hoạch chi trả **20% cổ tức** bằng tiền mặt cho năm 2023.

**Kế hoạch thoái vốn tại VGC.** Bộ Xây dựng dự kiến sẽ thoái tỷ lệ sở hữu ở VGC từ 38,6% về 0%. VGC tiếp tục thực hiện các công việc (định giá doanh nghiệp, tổ chức đấu giá) theo Quyết định số 1479/QĐ/TTg ngày 29/11/2022 của Thủ tướng Chính phủ về thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp cho giai đoạn 2021-2025.

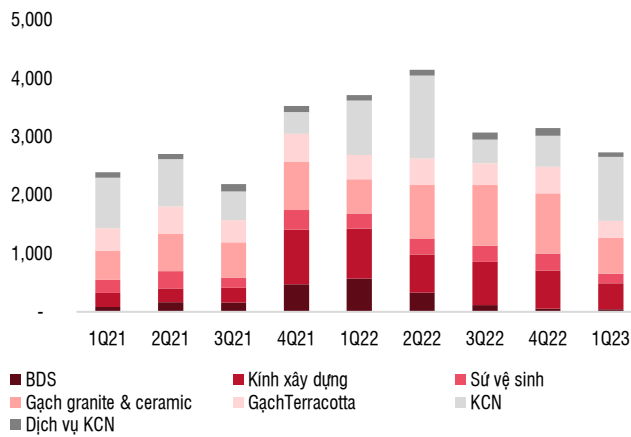
	2022	Kế hoạch 2023	% svck
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>			
Doanh thu công ty mẹ	6.305	5.640	-11%
Doanh thu hợp nhất	14.592	15.750	8%
<b>Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)</b>			
LNTT của công ty mẹ	1.710	1.310	-23%
LNTT hợp nhất	2.305	1.210	-48%
<b>CAPEX (tỷ đồng)</b>			
Bất động sản	107	875	718%
Đầu tư hạ tầng khu công nghiệp và dịch vụ bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ	1.572	1.846	17%
Nghiên cứu & Phát triển và Đào tạo	7	79	1029%
<b>Cổ tức (%)</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>0</b>

Nguồn: VGC

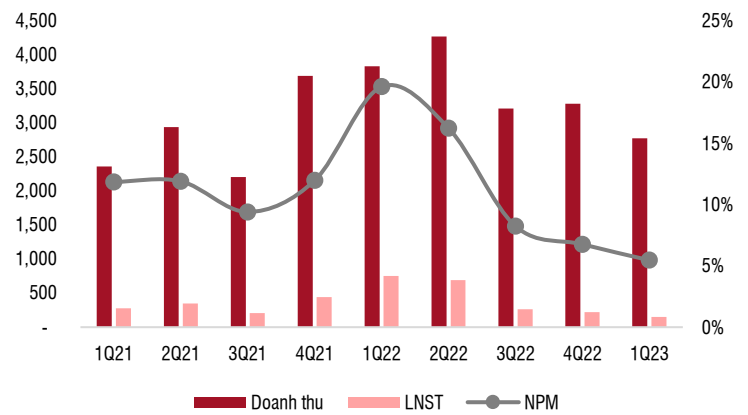
**Kết quả kinh doanh Q1/2023 giảm mạnh:** Doanh thu thuần đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (118 triệu USD; -27,6% svck), thấp hơn ước tính doanh thu của công ty là -15% svck trong Q1/2023.

- Cụ thể hơn, mảng **vật liệu xây dựng** (kính xây dựng, sứ vệ sinh, gạch granite & ceramic, gạch ngói - chiếm 55% tổng doanh thu) giảm 28,4% svck do thị trường bất động sản sụt giảm. Theo CBRE: (i) doanh số bán căn hộ tại TP.HCM giảm 23% svck, đây là mức thấp kỷ lục trong Q1/2023; (ii) số lượng căn hộ mới chào bán tại TP. Hà Nội giảm 43% so với quý trước và giảm 44% svck – đây là mức tăng trưởng so với quý trước thấp nhất kể từ Q1/2020.
- Doanh thu kính xây dựng giảm 48% svck. Doanh thu thiết bị vệ sinh và ngói lần lượt giảm 34% và 30% svck trong Q1/2023.
- Doanh thu gạch granite & ceramic tăng 4% svck nhờ thị trường xuất khẩu tăng trưởng 2,3 lần svck (chiếm 35% doanh thu), bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu của thị trường nội địa.
- Khu công nghiệp:** VGC cho thuê 11 ha tại các khu công nghiệp Yên Phong, Yên Phong mở rộng, Đông Mai, Phú Hà và các khu công nghiệp khác, giúp doanh thu đạt 1,09 nghìn tỷ đồng (+18% svck) - chiếm 40,1% tổng doanh thu. Giá thuê trung bình là 91 USD/m2/chu kỳ thuê (+11% svck). Ngược lại, doanh thu BĐS nhà ở chỉ đạt 43 tỷ đồng (-92% svck) khi chỉ ghi nhận kết quả của các dự án nhà ở cho công nhân như dự án Yên Phong.

## Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng) của VGC từ Q1/21 đến Q1/2023



## Doanh thu, LNST (tỷ đồng) và tỷ suất lợi nhuận ròng (%) của VGC từ Q1/21 đến Q1/2023



Nguồn: VGC

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q1/2023 đạt 24% (-12,4% svck) do (1) Các KCN mới (KCN Phú Hà và Tiên Hải) có chi phí đầu tư cao hơn và giá thuê thấp hơn so với các KCN cũ như KCN Yên Phong hay Yên Phong mở rộng do vị thế kém thuận lợi hơn; (2) Giá kính giảm 24% svck, làm giảm tỷ suất lợi nhuận; (3) Tỷ suất lợi nhuận của nhà ở xã hội thấp hơn so với các dự án khu dân cư. Nhìn chung, những yếu tố này đều có khả năng thu hẹp/mở rộng tỷ suất lợi nhuận trong tương lai.

Chi phí lãi vay trong Q1/2023 đạt 88 tỷ đồng (+46% svck) do lãi suất tăng và nợ vay tăng 12% svck. Tỷ lệ nợ/VCSH (D/E) là 0,4x. Lợi nhuận ròng đạt 151 tỷ đồng (-79,9% svck).

## Triển vọng năm 2023

**Lợi nhuận VGC năm 2023 sẽ gặp thách thức do giá kính xây dựng dự kiến điều chỉnh giảm.** Chúng tôi dự báo doanh thu thuần trong năm 2023 là 11,7 nghìn tỷ đồng (497 triệu USD; -16,2% svck), thấp hơn kế hoạch của công ty.

- **Doanh thu mảng kính xây dựng** dự báo đạt 1,8 nghìn tỷ đồng (74 triệu USD) (-39,8% svck) – chiếm 18% tổng doanh thu, do giá giảm 18% svck ảnh hưởng từ nhu cầu giảm và cạnh tranh gia tăng từ kính nhập khẩu do chi phí logistics giảm so với năm 2022. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến đạt 18,3% (so với 37,8% trong năm 2022). Trong năm 2022, doanh thu kính xây dựng có mức nền cao do ít cạnh tranh từ các sản phẩm nhập khẩu khi chi phí logistics tăng mạnh và nhà máy Chu Lai (nhà sản xuất kính chiếm 15% thị phần) phải đóng cửa để sửa chữa.
- **Doanh thu nhà ở thương mại** dự kiến đạt 100 tỷ đồng trong năm nay do phần lớn doanh số 1,5 nghìn tỷ đồng từ dự án Đặng Xá 2 đã được ghi nhận trong năm 2022.
- Doanh thu **mảng thiết bị vệ sinh** là 1,0 nghìn tỷ đồng (-9% svck) – chiếm 10% tổng doanh thu. Mức giảm này chủ yếu là do sản lượng tiêu thụ giảm. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến duy trì ở mức 30% (-0,4% svck);
- Doanh thu **gạch granite & ceramic** dự báo đạt 2,9 nghìn tỷ đồng (+3,7% svck) – chiếm 25,6% tổng doanh thu, nhờ nhu cầu xuất khẩu dự báo sẽ tăng. Gạch granite & ceramic dự kiến sẽ chiếm một nửa tổng doanh thu xuất khẩu trong năm 2023 (doanh thu xuất khẩu chiếm 35% tổng doanh thu gạch granite & ceramic trong năm 2022). Tăng trưởng xuất khẩu mảng gạch granite & ceramic nhờ giá bán cạnh tranh và sản phẩm đa dạng. Những khách hàng mới bao gồm InterBao từ Đức và La Fenice từ Ý... Trong khi đó, doanh thu nội địa giảm nhẹ do sản phẩm phân khúc trung cấp của VGC chiếm tỷ trọng cao, phân khúc ít bị ảnh hưởng bởi hoạt động xây dựng các dự án khu dân cư bị sụt giảm như hiện nay. Tỷ suất lợi nhuận dự kiến đạt 18,1% (-0,6% svck).

- **Doanh thu khu công nghiệp** dự báo đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (-11,9% svck), chiếm 23% tổng doanh thu. Tổng diện tích cho thuê dự kiến đạt 130 ha (-11% svck), trong đó 35 ha từ KCN Yên Phong IIC; 20 ha sẽ được Gliximco dự kiến thuê tại Khu công nghiệp Tiên Hải, tỉnh Thái Bình và 60 ha cho nhà máy sản xuất xe điện tại KCN Phú Hà. Giá thuê trung bình cho năm 2023 đi ngang so với cùng kỳ. Mảng khu công nghiệp tạo ra tỷ suất lợi nhuận gộp là 46%.

### Danh mục KCN của VGC

Khu công nghiệp	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)	Tiền 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	69	100	192	29
Yên Phong mở rộng – Bắc Ninh	314	227	3.000	36	130	310	5
Hải Yên- Quảng Ninh	182	137	317	79	45	105	77
Đông Mai - Quảng Ninh	167	126	1.114	22	60	167	0
Phú Hà - Phú Thọ	350	273	1.587	147	55	307	43
Phong Điền - Thừa Thiên Huế	284	217	682	179	18	284	0
Tiên Hải (chặng 1) - Thái Bình	293	191	1.657	149	60	134	159
Đồng Văn IV - Hà Nam	300	231	1.947	14	60	300	0
Thuận Thành I	250		2.800	184	120	89	164

Nguồn: VGC

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (-30,1% svck). EPS năm 2023 dự báo là 2.709 đồng, tương đương P/E dự phóng là 13,6x- cao hơn P/E trung bình ngành là 11,5x.

### Luận điểm đầu tư

Viglacera (VGC) là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực vật liệu xây dựng bao gồm kính, gạch ốp lát và sứ vệ sinh. VGC đã phát triển 11 khu công nghiệp và có diện tích đất cho thuê là 740 ha, tập trung ở miền Bắc và miền Trung, VGC đã thu hút được nhiều khách hàng lớn, bao gồm Samsung, Accor, BYD và nhiều doanh nghiệp khác. Chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ duy trì nguồn lợi nhuận ổn định từ việc cho thuê các khu công nghiệp hiện tại trong dài hạn. VGC đang giao dịch với P/E và P/B 2023 lần lượt là 13,6x và 1,8x.

Về dài hạn, VGC sẽ có thể duy trì tỷ suất lợi nhuận cao hơn từ diện tích cho thuê hơn 740 ha hiện tại, đồng thời công ty tiếp tục mở rộng công suất trong mảng kính xây dựng (mở rộng kính siêu trắng tại nhà máy Phú Mỹ) và gạch granite and ceramic (nhà máy Eurotile sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2023). Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP và đưa ra giá mục tiêu là 43.600 đồng (tiềm năng tăng giá là 21,8%) và khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VGC.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng những thông tin mới về khách thuê diện tích lớn và tăng trưởng xuất khẩu gạch granite và ceramic sẽ hỗ trợ cho giá cổ phiếu.

**Rủi ro:** (i) Nhu cầu xây dựng chậm ảnh hưởng đến mức tiêu thụ vật liệu xây dựng của VGC; (ii) Cạnh tranh gay gắt trong ngành vật liệu xây dựng; (iii) Tăng chi phí đền bù giải phóng mặt bằng cho các khu công nghiệp mới.

**Lịch sử khuyến nghị**

Nguồn: Bloomberg, 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	2020	2021	2022	2023F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.950	2.711	2.019	2.120
+ Đầu tư ngắn hạn	81	231	129	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.012	886	1.183	1.304
+ Hàng tồn kho	3.415	3.657	4.235	3.956
+ Tài sản ngắn hạn khác	358	456	542	372
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.816</b>	<b>7.941</b>	<b>8.108</b>	<b>7.752</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	229	288	304	319
+ GTCL Tài sản cố định	3.799	5.289	5.383	5.859
+ Bất động sản đầu tư	5.479	1.961	1.952	2.049
+ Tài sản dài hạn dở dang	3.916	5.206	5.775	5.775
+ Đầu tư dài hạn	820	618	689	1.361
+ Tài sản dài hạn khác	264	694	749	786
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>14.507</b>	<b>14.056</b>	<b>14.851</b>	<b>16.149</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>21.323</b>	<b>21.997</b>	<b>22.959</b>	<b>23.901</b>
+ Nợ ngắn hạn	7.353	8.551	8.391	7.546
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>1.502</i>	<i>1.447</i>	<i>1.959</i>	<i>1.224</i>
+ Nợ dài hạn	6.946	5.089	5.483	5.997
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>396</i>	<i>1.742</i>	<i>1.657</i>	<i>0</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>14.299</b>	<b>13.640</b>	<b>13.873</b>	<b>13.543</b>
+ Vốn góp	4.484	4.484	4.484	4.484
+ Thặng dư vốn cổ phần	932	930	930	930
+ Lợi nhuận chưa phân phối	712	1.411	1.660	2.875
+ Quỹ khác	897	1.533	2.012	2.070
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.024</b>	<b>8.357</b>	<b>9.085</b>	<b>10.358</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>21.323</b>	<b>21.997</b>	<b>22.959</b>	<b>23.901</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.733	-991	1.272	4.712
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-2.710	502	230	-372
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-820	1.291	427	-2.393
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-797</b>	<b>802</b>	<b>1.929</b>	<b>1.947</b>
Tiền đầu kỳ	2.710	1.950	2.752	4.681
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>1.910</b>	<b>2.752</b>	<b>4.681</b>	<b>6.628</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,93	0,93	0,97	1,03
Hệ số thanh toán nhanh	0,41	0,45	0,4	0,45
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,28	0,34	0,26	0,28
Nợ ròng / EBITDA	-0,19	0,09	0,33	0,15
Khả năng thanh toán lãi vay	6,22	10,59	10,17	7,26
Ngày phải thu	33	24,8	19,9	29,9
Ngày phải trả	58,5	52,5	51	62,5
Ngày tồn kho	178,5	155,1	139,1	177,3
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,33	0,38	0,4	0,43
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,67	0,62	0,6	0,57
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,04	1,63	1,53	1,31
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,27	0,38	0,4	0,12
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,21	0,17	0,22	0,12

Nguồn: VGC, SSI Research

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.433</b>	<b>11.194</b>	<b>14.608</b>	<b>11.648</b>
Giá vốn hàng bán	-7.105	-8.322	-10.354	-8.433
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.328</b>	<b>2.873</b>	<b>4.254</b>	<b>3.214</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	95	190	86	65
Chi phí tài chính	-199	-206	-324	-300
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-758	-671	-936	-699
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-604	-749	-912	-779
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>866</b>	<b>1.560</b>	<b>2.264</b>	<b>1.598</b>
Thu nhập khác	-26	-18	42	0
Lợi nhuận trước thuế	841	1.541	2.305	1.598
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>667</b>	<b>1.289</b>	<b>1.913</b>	<b>1.337</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>601</b>	<b>1.234</b>	<b>1.728</b>	<b>1.279</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	67	55	185	58
EPS cơ bản (VND)	1.340	2.615	3.662	2.709
Giá trị sổ sách (VND)	14.084	15.730	16.895	19.605
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	2.000	2.000
EBIT	1.002	1.702	2.557	1.853
EBITDA	1.533	2.287	3.126	2.408
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-7,0%	18,7%	30,5%	-20,3%
EBITDA	-8,1%	49,2%	36,7%	-23,0%
EBIT	-12,1%	69,9%	50,2%	-27,5%
Lợi nhuận ròng	-12,1%	93,2%	48,4%	-30,1%
Vốn chủ sở hữu	-0,4%	19,0%	8,7%	14,0%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	4,8%	3,2%	4,4%	4,1%
<b>Định giá</b>				
PE	33,6	17,2	12,3	13,6
PB	3,2	2,9	1,6	1,8
Giá/Doanh thu	2,1	1,8	1,4	1,7
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	-0,1	9,2	6,7	8,7
EV/Doanh thu	0	1,9	1,4	1,8
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24,7%	25,7%	29,1%	27,6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	10,4%	15,2%	16,8%	15,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7,1%	11,5%	13,1%	11,5%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	8,0%	6,0%	6,4%	6,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	6,4%	6,7%	6,2%	6,7%
ROE	9,5%	16,8%	21,9%	13,7%
ROA	3,2%	6,0%	8,5%	5,7%
ROIC	8,8%	13,9%	17,5%	12,8%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo 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.

## 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 kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời 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

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

tungdn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

### Phân tích Ngành Bao bì giấy

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051