

**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)  
Giá hiện tại (VND)  
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)

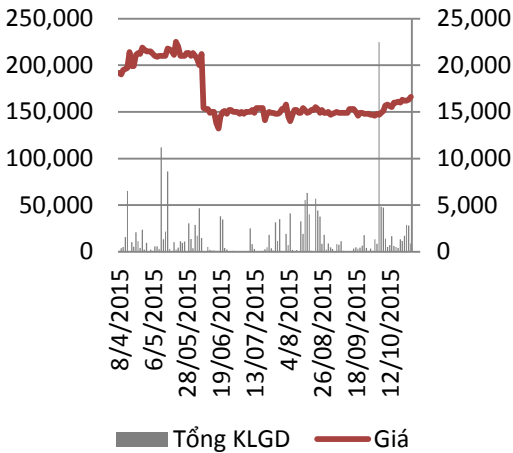
**MUA**

26,378  
16,300  
62%

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của VIT ở mức **26,378** đồng. Giá hiện tại của VIT là 16,300 đồng. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 62%.

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**Điểm nổi bật:**

- ❖ **Ngành gạch ốp lát trong nước đang bắt đầu thời kỳ thuận lợi** khi (1) Bất động sản ấm lên tạo điều kiện cho tăng trưởng doanh thu (2) Gạch trong nước đang thiếu cung 150 triệu m<sup>2</sup> và kỳ vọng 5 năm nữa cung cầu mới cân bằng (3) Gạch trong nước vẫn được nhà nước bảo hộ cao khi thuế nhập khẩu giữ ở mức cao, 5-35%.
- ❖ **Doanh thu dự kiến sẽ tăng trưởng hơn 30% trong năm 2016 nhờ mở rộng sản xuất ở nhà máy Thái Bình.** Trong năm 2015, VIT nâng tổng công suất các nhà máy và kỳ vọng sẽ ghi nhận thêm 10 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế và 720 đồng EPS. Công suất nâng thêm 1.5 triệu m<sup>2</sup> từ mức 4.5 triệu m<sup>2</sup>. VIT cũng đã có kế hoạch nâng công suất nhà máy ở Thái Bình lên 8 triệu m<sup>2</sup> vào năm 2018.
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện đáng kể 2-3% nhờ đầu tư dây chuyền và xu hướng nguyên vật liệu giảm trong ngắn hạn.** Năm 2014, công ty đầu tư 40 tỷ để xây dựng 4 gói sản phẩm giúp màu gạch đều hơn, vân gạch nổi và giảm hao hụt 0.3 - 1%. Chi phí vận chuyển nguyên vật liệu xương và chi phí khí CNG vẫn đang được hưởng lợi do mặt bằng giá dầu giảm, cụ thể giá khí CNG dành cho VIT đã giảm từ 10.5\$/mmBTU xuống còn 9.3\$/mmBTU.
- ❖ **Xuất khẩu là động lực tăng trưởng cho tương lai** vì (1) các quốc gia phát triển như Italia hạn chế sản xuất gạch vì vấn đề môi trường (2) các FTAs mà Việt Nam ký kết sẽ giúp giảm thuế xuất khẩu và (3) Công ty sản xuất nhiều sản phẩm chất lượng cao hơn đảm bảo tiêu chuẩn thế giới. Trong vài năm tới, mảng xuất khẩu kỳ vọng sẽ tăng trưởng 25-40%.

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	16,300
EPS (VND):	2,790
P/E:	5.8
Giá trị sổ sách (VND):	10,300
Hệ số Beta:	0.04
KLGD trung bình:	11,621
KLCP đang niêm yết:	
KLCP đang lưu hành:	13,390,000
Vốn hóa (Tỷ VND):	161

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

TCT Vigracera	51.00%
Nguyễn Thị Minh	6.13%
Đình Quang Huy	1.81%
Nguyễn Văn Sinh	2.70%
Nguyễn Thị Yến	2.05%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

KCN Tiên Sơn, huyện Tiên Du, Tỉnh Bắc Ninh

Tel: +84 241 3839 390/ 279  
Fax: +84 241 3838 917

**Điểm hạn chế:**

- ❖ **Rủi ro lãi suất:** Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn của VIT khá cao, từ 75-80%. Hơn nữa công ty dự định phát hành 100 tỷ đồng trái phiếu để đầu tư cho nhà máy Thái Bình. Theo các chuyên gia đánh giá, đến cuối 2015, đầu 2016 lãi suất cho thế tăng và sẽ ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của VIT.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
DTT (tỷ đồng)	581.886	502.37	547.45	677.87
+/- yoy	30.71%	-13.67%	8.97%	23.82%
LNST (tỷ đồng)	2.328	-9.888	11.57	27.731
+/- yoy	-85.37%	-524.74%	-217.01%	139.68%
TTS (tỷ đồng)	571.307	564.521	595.237	513.815
+/- yoy	4.50%	-1.19%	5.44%	-13.68%
VCSH (tỷ đồng)	123.086	113.336	124.838	152.659
+/- yoy	-9.98%	-7.92%	10.15%	22.29%
Nợ/TTS	0.7846	0.7992	0.7903	0.7029
TS LN gộp	0.1844	0.1762	0.1531	0.1262
TS LN ròng	0.0040	-0.0197	0.0211	0.0409
EPS (đồng)	173.80	-738.90	864.60	2,071.70
ROA	0%	-2%	2%	5%
ROE	2%	-8%	10%	20%

## MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Phân tích ngành	P04
Hoạt động SXKD	P05
Phân tích tài chính	P06
Triển vọng	P08
Định giá	P08

## TỔNG QUAN

### Lịch sử thành lập

Tiền thân của công ty Vigracera Tiên Sơn là Công ty gạch Granite Tiên Sơn, doanh nghiệp thành viên hạch toán phụ thuộc vào Tổng công ty Thủy tinh và Gốm xây dựng (Vigracera), thành lập năm 2001. Hoạt động chủ yếu của công ty và sản xuất gạch ốp lát granite.

Năm 2007, công ty tiến hành cổ phần hóa. Ngày 03/11/2009 công ty niêm yết trên sàn HNX.

Kể từ khi niêm yết đến giữa năm 2015, VIT đã tăng vốn điều lệ 3 lần. Thông tin chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2007	15,000
2008	45,000
2010	99,000
2015	150,000

*Nguồn: cafef.vn*

### Cơ cấu cổ đông

Tính đến nay, cổ đông lớn nhất của VIT là Tổng công ty Vigracera, nắm giữ 51% cổ phần. Tiếp sau đó là bà Nguyễn Thị Minh và ông Đinh Quang Huy. Ông Đinh Quang Huy và các thành viên trong gia đình nắm giữ lên tới 10.7% Thông tin chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ %	Ngày cập nhật
Tổng công ty Vigracera	51.00%	31/12/2014
Nguyễn Thị Minh	6.13%	26/08/2014
Đinh Quang Huy	1.81%	24/09/2015
Nguyễn Văn Sinh	2.7%	31/12/2012
Nguyễn Thị Yến	2.05%	30/06/2015

*Nguồn: cafef.vn*

### Ban lãnh đạo

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Ghi chú
Chủ tịch	Nguyễn Minh Tuấn	Kỹ sư Hóa, Thạc sĩ QTKD
Thành viên	Nguyễn Trí Dũng	Có nhiều kinh nghiệm quản lý các công ty sản xuất gạch men từ năm 1993
Thành viên	Đinh Quang Huy	Chủ tịch hiệp hội gốm sứ xây dựng Việt Nam
Thành viên	Nguyễn Duy Trúc	Giám đốc nhà máy tại Thái Bình
Thành viên	Quách Hữu Thuận	

## PHÂN TÍCH NGÀNH

**Bất động sản ấm lên, nhu cầu xây dựng tăng cao**, nhất là những tháng cuối năm, tạo điều kiện tăng trưởng cho ngành vật liệu xây dựng nói chung và sản xuất gạch nói riêng. Cụ thể, trong năm 2015, giao dịch bất động sản tăng 2 lần so với cùng kỳ năm ngoái.

**Nguyên nhân cho sự ấm lên của thị trường bất động sản phần lớn là do tác động tích cực của Luật nhà ở và luật kinh doanh bất động sản sửa đổi**, luật sửa đổi đã tăng khả năng hoạt động cho doanh nghiệp bất động sản và mở rộng cầu.

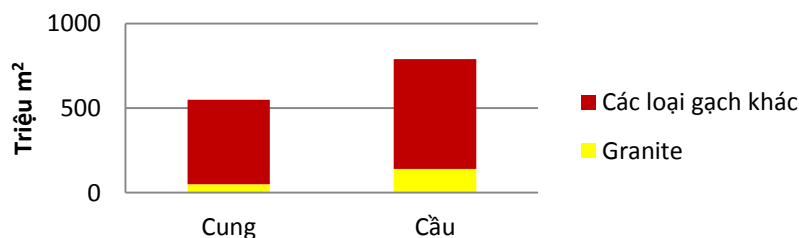
**Ngoài ra chính phủ tập trung đầu tư xây dựng các công trình trọng điểm như giao thông, thủy điện, nhà ở xã hội... và nhu cầu xây dựng của người dân tăng lên** nhất là vào những tháng cuối năm khi hàng loạt các công trình được khởi công là những yếu tố tích cực của bất động sản.

Rõ ràng, bất động sản đã ảnh hưởng tốt đến kết quả kinh doanh Q3/2015 của các công ty trong ngành mặc dù Q3 này là quý không thuận lợi đối với ngành xây dựng. Đa số các công ty đều ghi nhận kết quả kinh doanh tốt hơn cùng kỳ năm ngoái. Ví dụ, HT1 lãi ròng gần 138 tỷ đồng, tăng gần 77% so với cùng kỳ mặc dù lỗ tỷ giá 72.2 tỷ đồng, HPG doanh thu tăng 19.23%, tỷ suất lợi nhuận tăng trưởng 17.78% so với cùng kỳ.

**Nền kinh tế đã và sẽ tăng trưởng ổn định.** Năm 2014, tăng trưởng GDP đạt mức 5.98%, vượt xa kế hoạch và các dự báo trước đó. Mức tăng trưởng này cũng cao hơn mức 5.42% và 5.25% của năm 2013 và 2012. Sự hồi phục này ngoài tăng cường sức mua còn củng cố niềm tin về nền kinh tế của người tiêu dùng, giúp vật liệu xây dựng được hưởng lợi trong ít nhất 2 năm nữa theo dự báo của các chuyên gia.

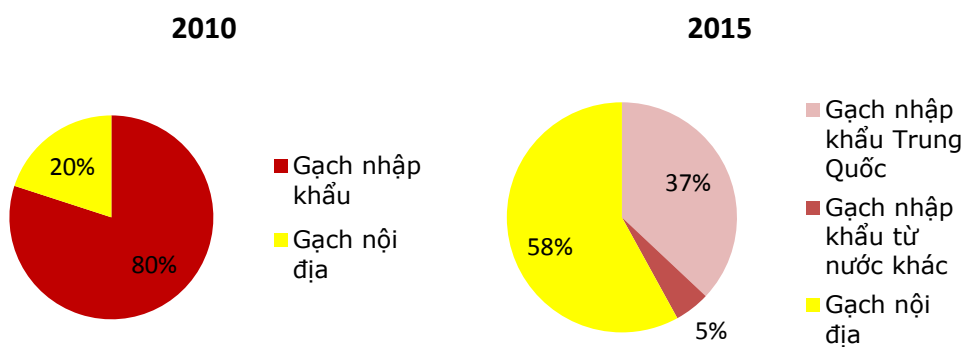
Hiện nay, **gạch trong nước đang thiếu cung.** Tổng thị trường thiếu khoảng 150 triệu m<sup>2</sup> năm 2015, riêng gạch Granite thiếu cung 90 triệu m<sup>2</sup>.

### Cung cầu gạch trong nước 2015



Nguồn: Doanh nghiệp chia sẻ

**Thị phần gạch nhập khẩu giảm** dần từ 80% năm 2010 xuống 42% vào năm 2015.



Nguồn: Sứu tầm

Thị phần nhập khẩu trong tương lai được dự báo sẽ tiếp tục giảm, tạo cơ hội cho các công ty sản xuất gạch trong nước vì:

(1) **thị trường gạch trong nước đang tăng công suất** hàng năm để đáp ứng cầu, từ 200 triệu m<sup>2</sup> năm 2007 lên 400 triệu m<sup>2</sup> năm 2014 và 500 triệu m<sup>2</sup> năm 2015.

(2) **Trong nước sản xuất được loại gạch mà trước đây không sản xuất được với giá thành thấp hơn từ 100.000-250.000/m<sup>2</sup>**. Trước đây, thị trường trong nước phải nhập khẩu các dòng gạch trang trí cao cấp từ châu Âu với mức giá trung bình 1 triệu/m<sup>2</sup> nhưng hiện nay, gạch nội địa chỉ từ 750.000-900.000/m<sup>2</sup>

(3) **Thị trường đã kiểm soát chặt chẽ hơn nên gạch Trung Quốc cũng giảm**. Những năm 2009, 2010 gạch Trung Quốc tràn chiếm đến 70%-80% thị phần, một phần là do giá rẻ, mẫu mã phong phú; một phần là do gian lận thương mại, trốn thuế, nhập lậu...

**Gạch hiện giờ vẫn là mặt hàng được nhà nước bảo hộ cao**, thuế nhập khẩu Granite vẫn ở mức cao, 35%, Ceramic là 15%, trừ thuế nhập khẩu từ một số nước có ký các hiệp định FTAs thì có thấp hơn, 5-35%.

**Sản lượng gạch xuất khẩu sẽ tăng trung bình 10%-15% trong vài năm tới** nhờ (1) các hiệp định FTAs giúp giảm thuế xuất khẩu, giảm giá thành và tăng biên lợi nhuận (2) Các nước tiên tiến hiện nay đã hạn chế sản xuất gạch vì ô nhiễm môi trường.

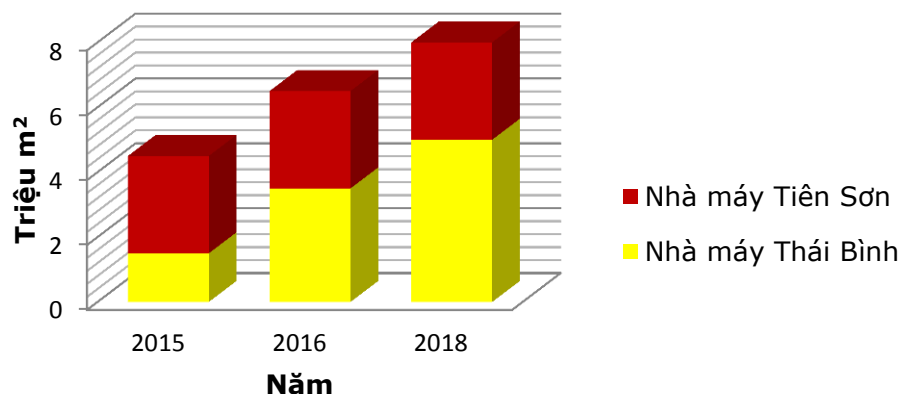
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

**Các nhà máy đang của VIT đang hoạt động tối đa công suất dẫn tới kế hoạch mở rộng gấp đôi sản lượng đến năm 2018.**

Tổng công suất của VIT là 4.5 triệu m<sup>2</sup>/năm, chỉ bằng 1% tổng công suất của cả nước. Các nhà máy luôn hoạt động tối đa công suất vì cung gạch trong nước đang thiếu khoảng 150 triệu m<sup>2</sup>/năm. Các nhà máy định kì bảo dưỡng 1 tháng hàng năm vào dịp nghỉ tết. Tuy nhiên năm nay nhà máy Thái Bình đã có đợt bảo dưỡng vào tháng 8 để chuyển đổi từ sử dụng than sang sử dụng khí CNG.

Tháng 3/2015, công ty khởi công giai đoạn 2 nhà máy tại Thái Bình để tăng công suất nhà máy này thêm 2 triệu m<sup>2</sup>/năm đáp ứng nhu cầu thị trường và dự định đầu Quý 1/2016 sẽ đi vào sản xuất. Tổng vốn đầu tư để tăng năng suất là 200 tỷ đồng, trong đó 30% là vốn tự có, còn lại là vốn vay ngân hàng.

### Công suất VIT

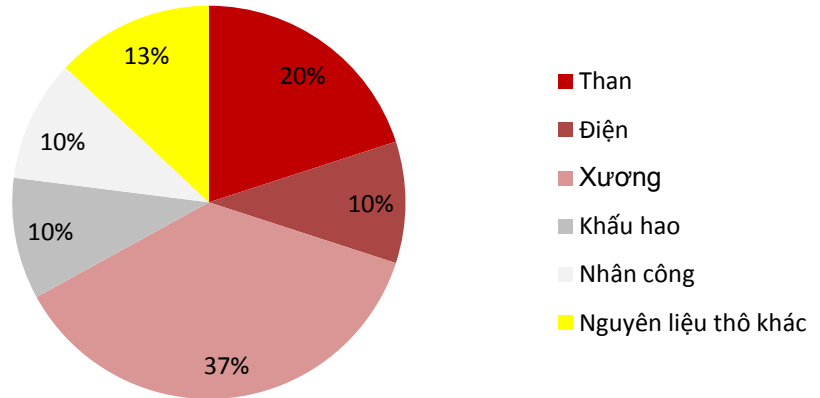


Nguồn: Báo cáo thường niên VIT 2014

Việc nâng tổng công suất giúp VIT tăng thêm gần 10 tỷ lợi nhuận sau thuế mỗi năm và 720 đồng EPS. VIT đã có dự định nâng công suất lên 8 triệu m<sup>2</sup> vào năm 2018.

**Giá vốn hàng bán có xu hướng giảm trong ngắn hạn đến từ việc mặt bằng giá nguyên liệu thấp.**

### Giá vốn hàng bán



*Nguồn: Doanh nghiệp chia sẻ*

VIT có cơ chế đàm phán giá nguyên liệu thô cho cả năm nên không quá lo ngại sự biến động lớn của giá, trong trường hợp giá thay đổi quá nhiều thì công ty sẽ đàm phán để đảm bảo giá chỉ dao động tối đa 10%. Nguyên liệu thô đầu vào chiếm khoảng 13% giá vốn hàng bán gồm đất sét, cao lanh, Feldpart, silicat, phụ gia.....

Trong tháng 8/2015, công ty đã chuyển đổi hệ thống của nhà máy Thái Bình từ sử dụng khí than sang sử dụng khí gas tự nhiên NG. Xét về chi phí, giá NG tương đương với khí than nhưng khí tự nhiên này là khí sạch nên giúp máy móc ít hỏng hóc, giảm 20%-70% lượng khí thải độc hại ra môi trường và tiết giảm được công đoạn "khí hóa than" do đó sẽ giúp VIT giảm chi phí sản xuất.

Biến động giá khí thì vẫn đang trong chiều hướng giảm theo giá dầu thế giới. Nếu tháng 8 vừa qua VIT nhập khí CNG với giá 10.5\$/mmBTU thì đến nay update mới nhất với doanh nghiệp đang có giá khí là 9.3\$/mmBTU.

Sau một năm theo dõi, VIT cũng sẽ áp dụng hệ thống này cho nhà máy tại Tiên Sơn.

### Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu là thấp

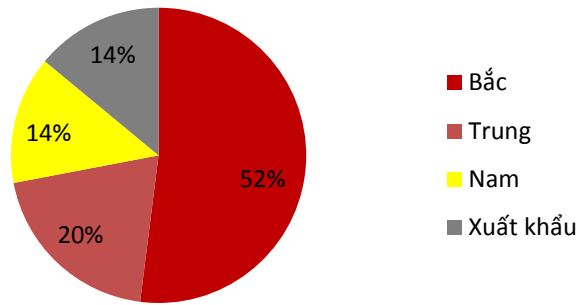
Than chiếm tới 20% giá vốn hàng bán do đó giá than ảnh hưởng lớn tới biên lợi nhuận gộp của VIT. Cuối năm 2014, giá than tăng 5% khiến cho biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 13%, 14% của các quý trước đó xuống còn 9.8% trong Q4/2014. Theo dự báo của tập đoàn than khoáng sản Việt Nam, giá than trong 3 tháng cuối năm 2015 sẽ tiếp tục giảm nhẹ vì các công ty phải nỗ lực giảm tồn kho do lượng tồn kho đã lên tới 11 triệu tấn. Khi giá than giảm từ 1-5% thì giá vốn hàng bán sẽ giảm khoảng 4.5 tỷ đồng một năm.

Giá điện chiếm xấp xỉ 10% giá vốn hàng bán. Cuối năm 2015 và năm 2016, giá điện được dự báo sẽ không tăng, vì vậy điện trong tương lai gần sẽ không gây ảnh hưởng đến công ty.

Nhìn chung, **giá vốn hàng bán của VIT trước mắt sẽ chưa bị ảnh hưởng nhiều.** Trường hợp xấu nhất, giá vốn hàng bán của công ty cũng sẽ chỉ tăng 2.5%.

### Các thị trường tiêu thụ và cạnh tranh

## Tỷ lệ tiêu thụ trên các thị trường



*Nguồn: Doanh nghiệp chia sẻ*

Gạch của VIT được phân phối tiêu thụ trong và ngoài nước. Tuy nhiên công ty vẫn **tập trung chủ yếu phân phối trong nước** hơn với 86% doanh thu đến từ thị trường nội địa. Công ty phân phối sản phẩm qua công ty cổ phần kinh doanh gạch ốp lát Vigracera. Sản phẩm của VIT 52% tiêu thụ ở miền Bắc để giảm chi phí vận chuyển, gấp 3 lần số lượng sản phẩm tại miền Nam và 2.5 lần miền Trung.

**Tại miền Bắc công ty không có quá nhiều đối thủ cạnh tranh** vì hầu hết các nhà sản xuất gạch đều sản xuất khác loại sản phẩm với VIT. Trong khi VIT sản xuất granite cao cấp thì đa số các công ty sản xuất gạch men mài cao cấp, chỉ trừ VHL và Thạch Bàn có sản phẩm tương đồng tuy nhiên cũng không đáng lo ngại. Thạch Bàn có công suất nhỏ, chỉ 1.5 triệu m<sup>2</sup>/năm. VHL sản xuất gạch để lát sân, bậc thềm và ốp mái giả cổ trong khi VIT sản xuất gạch để lát mặt sàn chung cư, trung tâm thương mại.

**Doanh thu xuất khẩu chưa phải mảng chính nhưng đang tăng trưởng tốt (quý 3/2015 vượt 5% kế hoạch) và sẽ là động lực tăng trưởng từ 35% đến 40% trong dài hạn** nhờ việc đầu tư xây dựng 3 bể hồ mới cùng xe rải liệu giúp sản xuất được nhiều loại gạch chất lượng cao hơn và nhờ những điều kiện chung thuận lợi chung toàn ngành như đã trình bày bên trên. Khi xuất khẩu, công ty xuất khẩu qua các công ty thương mại lớn tại các thị trường Đài Loan, Indonesia, Cu Ba... Trong 6 tháng đầu năm, VIT đã đạt 2.174 nghìn USD doanh thu xuất khẩu, vượt 5% kế hoạch đề ra cho mảng này.

**Công nghệ sản xuất liên tục được cải tiến giúp tăng chất lượng sản phẩm và giảm hao hụt 0.3%-1%.** Năm 2014, VIT đầu tư 40 tỷ để xây dựng 4 gói thiết bị mới. Xây 3 bể hồ với dung tích 1000 m<sup>3</sup> mỗi bể và có thể đáp ứng được 7000-9000 sản phẩm/bể thay vì 2000 sản phẩm như trước đây. Việc xây dựng 3 bể hồ mới này giúp công ty khắc phục lỗi không đồng màu và nâng cao chất lượng gạch. VIT đầu tư xe rải liệu mới để giúp vân màu được tự nhiên. Loại thiết bị hiện đại này mới chỉ được áp dụng tại Trung Quốc.

4 gói thiết bị mới giảm giá thành sản phẩm từ 3-5%, giảm chi phí sản xuất 10%, giảm phế phẩm tại các công đoạn và giảm hao hụt từ 7% như trước đây xuống 4-5%. Cụ thể, năm 2014 và 6 tháng đầu năm 2015, hao hụt tại nhà máy Tiên Sơn là 5.2%, giảm 0.3% so với thời kỳ trước đó và ở nhà máy Thái Bình là 4%, giảm 1% so với trước đây.

**So sánh với các dòng sản phẩm xương ceramic và bán sứ, dòng men mài cao cấp có được đặc tính nổi trội khi đạt cường độ cao, độ hút nước thấp nên sản phẩm có độ bền cao và không bị thấm ngược.** Dòng sản phẩm chủ lực của nhà máy là gạch ốp Granite men mài, kích thước lớn 600x600, 800x800 (mm) được in trên máy in kỹ thuật số với nhiều đặc tính nổi trội như sản phẩm có được độ chính xác cao; các cạnh của sản phẩm được vát cạnh chuẩn, dễ thao tác khi thi công, đảm bảo tính thẩm mỹ. Đặc biệt khi kết hợp cùng công nghệ Nano, sản phẩm được tạo ra sẽ có bề mặt siêu bóng và siêu chống thấm.

Công ty có nhiều loại sản phẩm với giá cả phù hợp do đó đáp ứng được nhu cầu của khách hàng. Ví dụ, giá gạch 600x600 rẻ hơn 20% so với gạch 800x800, gạch màu nhạt rẻ hơn 50% so với gạch màu đậm.

**Thay đổi phương pháp trích khấu hao tài sản cố định giúp chi phí khấu hao sẽ giảm trung bình 1.75% trong các năm sau.** Bắt đầu từ năm 2014, công ty thay đổi phương pháp trích khấu hao từ phương pháp đường thẳng sang phương pháp khấu hao nhanh 1.5 lần. Lý do là trong thời gian trước đây, công ty định tuổi thọ của máy móc dài hơn thời gian hoạt động thực tế nên đến nay, công ty sử dụng phương pháp khấu hao nhanh để giảm thời gian quay vòng vốn.

Chi phí khấu hao năm 2014 là 41.4 tỷ đồng, tăng 12.1 tỷ đồng so với năm 2013 nhưng trong những năm tới, chi phí khấu hao giảm sẽ làm lợi nhuận tăng.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	445.17	581.89	502.37	547.45	677.87
+/- yoy	8.53%	30.71%	-13.67%	8.97%	23.82%
Lợi nhuận gộp	88.607	107.275	88.514	83.792	85.576
+/- yoy	10.48%	21.07%	-17.49%	-5.33%	2.13%
Lợi nhuận sau thuế	15.913	2.328	-9.888	11.57	27.731
+/- yoy	8.47%	-85.37%	-524.74%	-217.01%	139.68%
EPS	1,411	173	-739	865	2,072

*Nguồn: Báo cáo tài chính các năm*

Lợi nhuận gộp của công ty trong những năm 2012 và 2013 liên tục giảm lý do vì nhu cầu tiêu dùng gạch trong thời kỳ kinh tế suy giảm, bất động sản tụt dốc. Trong thời kỳ khó khăn ấy, công ty vẫn phải sản xuất để giảm chi phí cố định và công ty phải hạ giá bán để giải quyết hàng tồn kho vì vậy ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận gộp của công ty. Lợi nhuận gộp giảm lần lượt 17.5% và 5.33% trong năm 2012 và 2013.

Trong những năm 2011-2013, lãi suất vay tăng cao, có lúc gấp đôi thời điểm hiện tại nên gây ra gánh nặng chi phí tài chính cho công ty.

Đến năm 2014, hoạt động kinh doanh của công ty tăng trưởng trở lại, doanh thu thuần tăng gần 24% và lợi nhuận sau thuế tăng gần 40% so với năm 2013.

Trong 6 tháng đầu năm 2015, doanh thu và lợi nhuận trước thuế của công ty lần lượt chỉ bằng 46% và 30% so với kế hoạch đề ra. Tuy nhiên hoạt động kinh doanh của VIT có tính mùa vụ. Doanh thu thường tăng cao đặc biệt vào 3 tháng cuối nên lợi nhuận Quý 4 kỳ vọng sẽ tăng hơn 37% so với trung bình 3 quý đã qua và có thể sẽ giúp VIT đạt 720 tỷ đồng doanh thu cả năm.

Quý 3/2015, lợi nhuận trước thuế của VIT xấp xỉ 13.4 tỷ đồng, thấp hơn 2% so với cùng kỳ năm ngoái. Lý do là trong tháng 8, nhà máy Thái Bình dừng sản xuất 15 ngày sửa chữa máy móc thiết bị và chuyển đổi hệ thống từ sử dụng khí hóa than sang khí NG cho lò nung. Chi phí dùng sản xuất cao, hệ thống chuyển đổi khí chưa ổn định nên giá thành sản phẩm cao hơn so với cùng kỳ 2014. Bên cạnh đó, tỷ giá ảnh hưởng tới chi phí tài chính, tăng 33% so với cùng kỳ. Nếu nhà máy không bị dừng 15 ngày thì lợi nhuận trước thuế của nhà máy sẽ tăng gần 2 tỷ đồng.



## Chỉ số tài chính

	2011	2012	2013	2014	6 tháng 2015
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Thanh toán hiện hành	0.61	0.73	0.65	0.68	0.73
Thanh toán nhanh	0.22	0.33	0.34	0.29	0.32
Thanh toán nợ ngắn hạn	0.02	0.00	0.08	0.07	0.06
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	39.00%	41.00%	42.00%	37.00%	45.00%
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	78.00%	80.00%	79.00%	70.00%	76.00%
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	364.00%	398.00%	377.00%	237.00%	311.00%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay Tổng tài sản	1.04	0.88	0.94	1.22	0.32
Vòng quay tài sản ngắn hạn	2.77	2.22	2.28	3.06	0.74
Vòng quay vốn chủ sở hữu	4.48	4.25	4.60	4.89	1.31
Vòng quay Hàng tồn kho	4.19	3.05	3.75	5.15	1.10
<b>Tỷ suất sinh lời</b>					
Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần	1.00%	-2.00%	2.00%	5.00%	9.00%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	0.00%	-2.00%	2.00%	4.00%	7.00%
ROA	0.00%	-2.00%	2.00%	5.00%	2.00%
ROE	2.00%	-8.00%	10.00%	20.00%	9.00%

*Nguồn: Báo cáo tài chính các năm*

**Khả năng thanh toán:** So với trung bình ngành thì các khả năng thanh toán của công ty thấp hơn. Cụ thể năm 2014, hệ số thanh toán hiện hành trung bình ngành là 80% trong khi của công ty chỉ là 68%. Điều này cho thấy công ty có nguy cơ phải đối mặt với những rủi ro thanh toán.

Tuy nhiên những chỉ số về khả năng thanh toán đã được cải thiện trong những năm gần đây để giảm thiểu rủi ro này. Hệ số thanh toán hiện hành tăng từ 61% năm 2011 lên 65% năm 2013 và 68% năm 2014. Trong 6 tháng đầu năm, chỉ số này là 73%.

**Cấu trúc tài chính:** Đặc điểm chung của các công ty cùng ngành là có tỷ lệ vay nợ rất cao vì vậy cấu trúc tài chính của công ty tương đương với trung bình ngành, nợ phải trả/tổng nguồn vốn dao động từ 75-80%. Với tỷ lệ vay nợ cao như vậy, VIT dễ gặp phải những rủi ro lãi suất. Theo các chuyên gia, đến cuối năm 2015, lãi suất cho vay bắt đầu tăng. VIT có 30,700 tỷ tổng tiền vay ngắn hạn và dài hạn, ngoài ra còn có dự định phát hành 100 tỷ trái phiếu để đầu tư cho nhà máy Thái Bình vì vậy lãi suất tăng trong tương lai có thể ảnh hưởng mạnh tới lợi nhuận của công ty

**Tỷ suất sinh lời:** Các chỉ số thuộc nhóm tỷ suất sinh lời đều có xu hướng tăng lên trong 2 năm gần đây. Nhất là năm 2014, các chỉ số đều tăng khoảng 2 lần so với năm 2013 thể hiện sự phục hồi của VIT. Theo dự báo về triển vọng ngành và những cơ hội của công ty, các chỉ số sinh lời này sẽ tiếp tục tăng lên trong những năm tới.

### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	VIT	CVT	VHL	TTC	DTC	DAC
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	160	374	627	80	34	7
EPS cơ bản (VND)	2,790	3,326	6,257	2,611	1,513	-3,201
Book Value (VND)	10,300	13,200	25,900	14,400	-9,400	13,600
P/E cơ bản	5.8	7.0	6.3	5.1	5.6	-2.3
Thanh toán nợ ngắn hạn	0.07	0.51	0.32	0.43	0.03	0.06
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.37	0.58	0.43	0.84	0.26	0.39
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	0.7	0.63	0.54	0.46	1.17	0.59
Biên lợi nhuận gộp	12.62%	20.43%	18.04%	11.87%	17.73%	13.57%
LNST/DDT	4.09%	8.35%	5.79%	3.57%	0.11%	1.58%
ROA	5.00%	9.00%	10.00%	9.00%	0.00%	2.00%
ROE	20.00%	28.00%	24.00%	17.00%	-1.00%	4.00%

Nguồn: cophieu68.com

**Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần của VIT thuộc nhóm các công ty có tỷ suất lợi nhuận trung bình theo bảng xếp hạng của các chuyên gia.** Như trong các công ty được đưa ra để so sánh bên trên, LNSS/DDT của VIT chỉ bằng ½ so với CVT nhưng gấp từ 3-5 lần của những công ty khác như DTC, DAC.

Vì VIT tập trung sản xuất gạch Granit và Ceramic cao cấp nên biên lợi nhuận gộp khá cao (12.62%). Trong khi các loại gạch ceramic thông thường có biên lợi nhuận 16-18% thì những loại gạch của VIT có biên lợi nhuận cao hơn 3-4 lần. Chi phí sản xuất dao động quanh mức 80,000 đồng nhưng giá bán gần gấp đôi mức chi phí sản xuất ấy.

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dựa trên phân tích của chúng tôi về tình hình ngành khả quan của gạch hiện nay và vài năm nữa cùng các kế hoạch kinh doanh thuận lợi, **chúng tôi đánh giá VIT sẽ phát triển bút phá trong những năm tới.**

Nhờ hệ dây chuyền sản xuất hiện đại, sản phẩm chất lượng cao, và tiềm năng xuất khẩu, VIT sẽ tiếp tục đạt được tăng trưởng doanh thu cao.

Theo dự báo của lãnh đạo công ty, năm 2015 công ty kỳ vọng doanh thu 1000 tỷ và lợi nhuận 46 tỷ. Năm 2016, lợi nhuận kỳ vọng 60-70 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận thận trọng như bảng dưới đây.

#### Dự phóng doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu	720.04	858.43	990.53	1147.58	1335.03
LNST	30.88	47.63	58.79	72.20	88.35

### ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Đối với cổ phiếu VIT, chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là phương pháp DFCF, P/E và P/B.

#### Phương pháp DFCF

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu	720.04	858.43	990.53	1147.58	1335.03
LNST	30.88	47.63	58.79	72.20	88.35
Lãi suất (1-T)	18.11	18.71	19.33	19.97	20.62
Khấu hao TSCĐ	40.68	39.96	39.26	38.58	37.90

Dòng tiền tự do (FCFF)	89.67	106.30	117.38	130.74	146.88
Giá trị hiện tại (NPV)	89.67	96.64	97.01	98.23	100.32
Giá trị DN sau 2020					1,370.39
Giá trị doanh nghiệp					1,470.71
Giá trị nợ					1,117.74
Tỷ lệ pha loãng					
Số lượng cổ phiếu					12,800,186.00
Giá trị cổ phiếu (đồng)					27,575.34

### Phương pháp P/E và P/B

<b>P/E</b>	8.8	3,167	<b>27,870</b>
<b>P/B</b>	2.3	10,300	<b>23,690</b>

### Khuyến nghị

Mức giá trung bình của 3 kết quả định giá với tỉ trọng ngang nhau là **26,378** đồng cho mỗi cổ phiếu. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu VIT, tầm nhìn đầu tư dài hạn hơn 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 62%.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Phạm Việt Duy

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q. Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

**VŨ THỊ THU TRANG**

**PHẠM VIỆT DUY**

Trưởng phòng Phân tích

Chuyên viên Phân tích

[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)

[duyvp@apec.com.vn](mailto:duyvp@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649