

CÔNG TY CỔ PHẦN CMC

| Thông tin cổ phiếu | Ngày 02.12.2015 |
|------------------------------|-------------------|
| Mã | CVT |
| Ngành | Vật liệu xây dựng |
| Sàn | HNX |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đồng) | 455,06 |
| KLĐLH | 19.200.700 |
| P/E trailing | 8,1 |
| P/B | 1,6 |
| EPS trailing (đồng) | 3.165 |

- Kết quả kinh doanh 9T.2015 của CVT tiếp tục tăng trưởng khá tích cực. Lũy kế 3 quý, DTT đạt 511,7 tỷ đồng (+10,11% yoy, 64,0% KH), LNTT đạt 56,9 tỷ đồng (+27,7% yoy, 79% KH). Tăng trưởng doanh thu tập trung tại quý 3 nhờ dây chuyền CMC2-2 đi vào hoạt động đóng góp sản lượng và doanh thu từ tháng 8.
- Ngành gạch được dự báo tích cực do nhu cầu đang vượt quá năng lực sản xuất toàn ngành và giá nhiên liệu vận hành nhà máy tiếp tục giảm sâu. Tuy nhiên, năm 2015 là thời điểm các doanh nghiệp gấp rút đầu tư nâng công suất và chất lượng sản phẩm khiến cho áp lực cạnh tranh ngày một lớn trên thị trường. Theo đánh giá của chúng tôi, mức chiết khấu bán hàng cho đại lý của CVT sẽ ngày một tăng.
- Trong quý 4, CVT sẽ tiếp tục phải dừng toàn bộ nhà máy CMC2 trong vòng 1 tuần để cải tạo sửa chữa tiếp, dự báo sản lượng quý 4 sẽ đạt 2,9 triệu m², doanh thu đạt 252,9 tỷ đồng. Dự phóng cả năm 2015, DTT đạt 771,8 tỷ đồng (+27% yoy, 96,5% KH), LNTT đạt 79,3 tỷ đồng (19,8% yoy).
- Năm 2016, sau khi các nhà máy hoạt động ổn định hơn, chúng tôi dự báo DTT đạt 925,8 tỷ đồng (+20% yoy), LNTT đạt 95,2 tỷ đồng (20,2% yoy). Theo đó, giá trị hợp lý của CVT đạt 29.127đ/cp. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ ĐỐI** với cổ phiếu CVT.

| Chỉ tiêu tài chính | 2012 | 2013 | 2014 | 9T2015 |
|--------------------|--------|--------|--------|-----------|
| DTT (tỷ đồng) | 292,1 | 591,0 | 607,4 | 511,7 |
| +/- yoy (%) | 3,3% | 102,4% | 2,76% | 10,11% |
| LNST (tỷ đồng) | 11,8 | 18,9 | 50,7 | 44,4 |
| +/- yoy (%) | -43,0% | 60,2% | 168,8% | 32,0% |
| TTS (tỷ đồng) | 471,0 | 491,1 | 655,7 | 814,1 |
| VCSH (tỷ đồng) | 114,5 | 122,5 | 240,9 | 271,7 |
| Nợ/TTS (%) | 49,6 | 49,24 | 45,0 | 49,7 |
| TS LN góp (%) | 16,9 | 13,6 | 20,4 | 17,5 |
| TS LN ròng (%) | 4,0 | 3,2 | 8,4 | 8,7 |
| BV (đồng) | 14.306 | 15.318 | 15.062 | 14.150(*) |
| EPS - TTM (đồng) | 817,0 | 1.308 | 5.248 | 3.165(*) |
| ROA (%) - TTM | 2,9 | 3,9 | 8,8 | 8,28% |
| ROE (%) - TTM | 10,0 | 15,9 | 27,9 | 23,0% |

(*) Lượng cổ phiếu đang lưu hành tại thời điểm tính là 19,2 triệu cổ phiếu

NỘI DUNG:

- Thông tin doanh nghiệp: Trang 01
- Phân tích hoạt động kinh doanh: Trang 02
- Triển vọng ngành: Trang 03
- Triển vọng công ty: Trang 04
- Quan điểm đầu tư: Trang 05-08

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 9

Thống kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Lê Đức Quang
ldquang@vcbs.com.vn

02.12.2015
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

Kết quả kinh doanh 9T.2015

Tăng trưởng doanh thu 9T tập trung tại quý 3

Cơ cấu sản phẩm thay đổi sau khi các nhà máy cải tạo, xuất hiện gạch ceramic cao cấp nung 2 lần chiếm 45% tỷ trọng doanh thu 9T

Lũy kế 9T.2015, DTT tăng trưởng 10,11% so với cùng kỳ, đạt 511,7 tỷ đồng (64% KH). **Động lực tăng trưởng 9T.2015 tập trung tại quý 3** (DTT đạt 196,5 tỷ đồng, +15,5% yoy) khi:

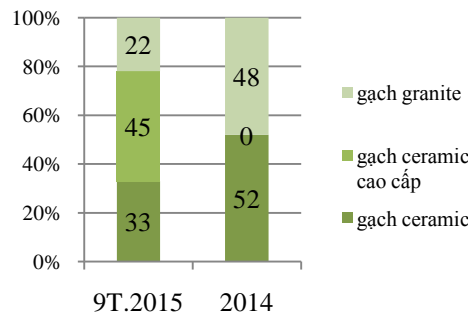
- (1) Nhà máy CMC2-2 sản xuất gạch granite bắt đầu đi vào hoạt động và đóng góp doanh thu từ đầu tháng 8.
- (2) Các nhà máy CMC1 và CMC2-1 đã kết thúc giai đoạn sửa chữa và nâng cấp để tăng công suất.
- (3) Công ty kịp thời chuyển đổi sản xuất từ mặt hàng gạch thẻ sang các mặt hàng khác để tiêu thụ thay thế.

Mặt bằng giá trên thị trường không thay đổi quá nhiều tuy nhiên công ty đã nâng mức chiết khấu thương mại tại các đại lý để tăng cường cạnh tranh.

Doanh thu thuần lũy kế 9T tăng trưởng chậm hơn so với riêng trong quý 3 bởi nửa đầu năm 2015, hoạt động kinh doanh của CVT không quá khởi sắc khi DTT giảm rất nhẹ với cùng kỳ năm ngoái đạt 296,67 tỷ đồng (-0,01% yoy). **Gạch thẻ - sản phẩm mới của công ty khi cải tạo 1 dây chuyền nhà máy CMC1, đã không đem lại hiệu quả như mong đợi.** Sức tiêu thụ gạch thẻ chỉ đạt trung bình 40.000m²/tháng, tương đương 35% tổng công suất của dây chuyền. Đặc thù nhu cầu thị trường ít cộng với sự cạnh tranh từ hàng Trung Quốc khiến cho việc tiêu thụ gặp khó khăn trong đầu năm. **Vào quý 2, các nhà máy đi vào sửa chữa và bảo dưỡng**, đặc biệt là dây chuyền 2 tại nhà máy CMC1 phải dừng để bảo dưỡng thay thế thiết bị. Nhà máy CMC2-1 tạm dừng hoạt động trong hơn 2 tháng để kết nối hệ thống khí và điện với dây chuyền giai đoạn 2. Vì vậy, lũy kế 9T sản lượng tại nhà máy CMC2 mới chỉ đạt 70% theo công suất kế hoạch.

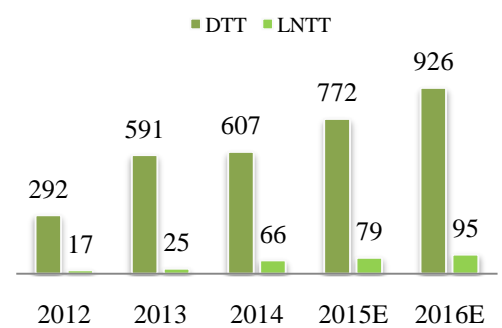
Các mặt hàng đã có sự thay đổi sau sửa chữa, trong đó có **sự tăng trưởng vượt bậc trong tỉ trọng gạch ceramic cao cấp tại nhà máy CMC2-1** với 45% tỷ trọng doanh thu 9T. Với việc chuyển đổi từ gạch giả granite sang gạch ceramic cao cấp, nhà máy CMC2-1 có thể nâng công suất lên tới 6 triệu m²/năm thay vì hao hụt 30% công suất như trước đây do không phù hợp yêu cầu kỹ thuật. Mặc dù mặt hàng này giá không cao như gạch giả granite, nhưng sản lượng tiêu thụ tiêu thụ tốt hơn nhờ vào chất lượng cao với giá cả phải chăng. Trong thời gian tới, gạch granite sẽ chỉ sản xuất tại nhà máy CMC2-2, với mặt hàng chủ lực là granite nung ép liệu 1 lần khổ 800x800, sang năm sẽ có kế hoạch sản xuất thêm gạch granite vi tinh cao cấp với số lượng nhỏ để thăm dò thị trường.

cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: VCBS ước tính và tổng hợp

DTT và LNTT



Nguồn: VCBS tổng hợp và dự phóng

Đơn vị: tỷ đồng

Về mặt sản lượng, theo chúng tôi ước tính, trong 9 tháng, sản lượng sản xuất đạt 6,92 triệu m² (+18,3% yoy), trong đó có 1 triệu m² gạch granite được đóng góp thêm bởi dây chuyền CMC2-2 kể từ đầu quý 3 tạo ra động lực tăng trưởng doanh thu. Bước sang quý 4, hoạt động sửa chữa vẫn tiếp tục diễn ra tại nhà máy CMC2 tại cả 2 dây chuyền vào đầu tháng 10 và trung tuần tháng 11. Theo chúng tôi ước tính, sản lượng tại nhà máy CMC2 chỉ đạt 80% tổng công suất thiết kế trong quý 4.

Biên lợi nhuận gộp 9T.2015 tăng nhẹ đạt 17,5%. Tuy nhiên, LNTT tăng trưởng 27,8% so với cùng kỳ, đạt 56,9 tỷ đồng. Con số này đạt được nhờ vào sự đóng góp từ tăng trưởng doanh thu 10,11%, chi phí lãi vay giảm 9,1% yoy do công ty chi trả nợ gốc vay khoảng 64 tỷ đồng, các chi phí bán hàng và quản lý tăng chưa tới 1% yoy, và 2 tỷ lợi nhuận bất thường khác từ việc thu tiền bán phế liệu trong nửa đầu năm.

Triển vọng kinh doanh

Ngành gạch ốp lát còn nhiều dư địa tăng trưởng, định hướng tập trung phát triển mặt hàng gạch granite.

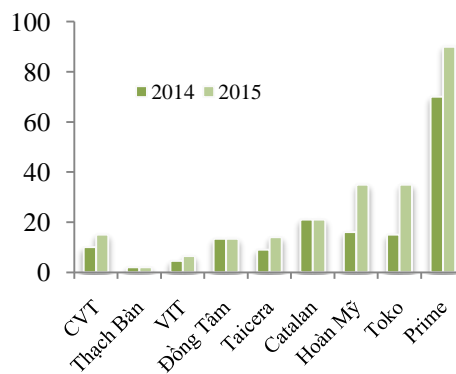
Tuy nhiên, mặt bằng cạnh tranh ngày một lớn khi các doanh nghiệp trong ngành đồng loạt nâng công suất trong năm nay.

Ngành gạch ốp lát nội địa còn nhiều dư địa tăng trưởng

Theo báo cáo của bộ xây dựng năm 2014, **nguồn cung từ doanh nghiệp Việt (tổng công suất hiện khoảng 310 triệu m²/năm) vẫn thấp hơn so với nhu cầu trong nước (360 triệu m²/năm)**. Bên cạnh đó, theo hiệp hội gốm sứ Việt Nam tổng hợp, nhu cầu tiêu thụ đang tăng trưởng ở mức 23,5%/năm (2014), vượt qua tốc độ tăng công suất toàn ngành chỉ đạt 20% (2014). Hơn nữa, tỉ trọng gạch nhập khẩu/gạch tiêu thụ đang giảm rất nhanh (từ 70% năm 2010 về còn 50% năm 2014), có thể thấy chính sách bảo hộ của nhà nước thông qua áp thuế 40% lên các mặt hàng gạch ốp lát Trung Quốc tạo ra lợi thế đáng kể để các doanh nghiệp gạch nội địa chiếm lại thị phần và tiếp tục tăng trưởng.

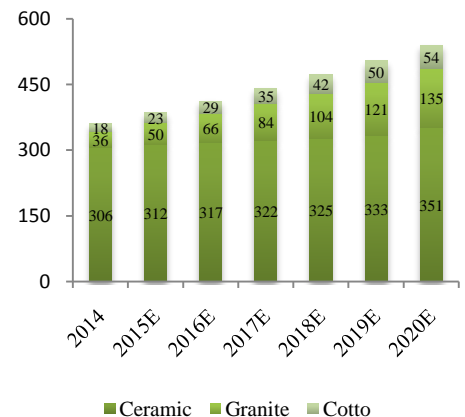
Định hướng phát triển gạch ốp lát trong những năm tới. Bộ xây dựng đã chỉ đạo quy hoạch lại cơ cấu sản phẩm gạch ốp lát trên thị trường. Theo đó, đầu tư mới để nâng công suất toàn ngành lên 540 triệu m²/năm tới năm 2020, nâng tỷ trọng gạch granite lên 25% (140 triệu m²/năm, CAGR tăng trưởng tiêu thụ đạt 25%/năm), không đầu tư mở rộng thêm gạch ceramic. Sản lượng tiêu thụ gạch ceramic được dự báo tăng trưởng ở mức CAGR 2%/năm. Bên cạnh đó, bộ sẽ tiếp tục mở rộng các vùng khai thác nguyên liệu tại Phú Thọ và Quảng Ninh, tạo điều kiện cho các nhà máy gạch trong khu vực tiết giảm chi phí vận chuyển đất sét và cao lanh.

Công suất các doanh nghiệp mở rộng



Nguồn: VCBS tổng hợp
Đơn vị: triệu m²/năm

Công suất tiêu thụ các dòng gạch ốp lát



Nguồn: VCBS ước tính theo quy hoạch của BXD
Đơn vị: triệu m²/năm

Công suất toàn ngành đang tăng nhanh chóng. Trong thời gian gần đây, một loạt các doanh nghiệp lớn đã mạnh tay tăng cường công suất sản xuất cả 2 loại gạch granite và ceramic để nhanh chóng chiếm được thị phần như Prime, Toko, Viktor và Catalan. Đặc biệt trong mảng gạch granite, một loạt các tên tuổi lớn đã mạnh tay đầu tư như hãng Toko với công suất gạch granite ép liệu 2 lần đạt 35 triệu m²/năm, Viglacera Tiên Sơn với tổng công suất 6,5 triệu m²/năm. Hiện tại CVT cũng đã hoàn thành việc đầu tư dây chuyền CMC2-2 với công suất sản xuất gạch granite đạt 4 triệu m²/năm.

Triển vọng kinh doanh trong thời gian tới của CVT

Trong ngắn hạn, yếu tố mùa vụ và giá nhiên liệu giảm tạo thuận lợi cho sản xuất

Nhà máy CMC2-2 tạo động lực tăng trưởng doanh thu trong năm tới.

Yếu tố mùa vụ. Bước vào quý 4, các công trình bắt đầu gia tăng năng suất để đuổi kịp tiến độ, cũng là thời điểm các công ty vật liệu xây dựng bắt đầu tăng cường tiêu thụ. Bên cạnh đó, các công trình đang tiến vào thời điểm hoàn thành trong cuối năm, các mặt hàng mang tính trang trí như gạch ốp lát, gạch thẻ sẽ được tiêu thụ mạnh mẽ hơn so với các mặt hàng như xi măng, sắt thép.

Nhiên liệu vận hành nhà máy giảm giá. Hiện tại, giá than cục để vận hành cả 2 nhà máy gạch (25% GVHB) đã giảm 6% so với cùng kỳ (đạt 3,15 triệu đồng/tấn). Theo chúng tôi nhận định, giá than sẽ khó tăng trở lại trong năm tới khi (1) kinh tế Trung Quốc chưa có tín hiệu mới khởi sắc, (2) nhu cầu than từ các xưởng sản xuất gạch có xu hướng giảm do các doanh nghiệp đang có xu hướng chuyển sang vận hành lò bằng khí NG nhằm nâng hiệu suất và chất lượng sản phẩm.

Chuyển đổi sản xuất mặt hàng ceramic cao cấp và granite khổ lớn giúp cho biên lợi nhuận của CVT có thể được tăng cường trong thời gian tới. Trong năm 2015, **CVT đã hoàn thành xong việc cải tạo cho dây chuyền CMC2-1**, chuyển đổi từ gạch cao cấp giả granite sang gạch ceramic nung 2 lần với bề mặt bóng mịn như gạch nhập khẩu, đưa công suất lên đến 6 triệu m²/năm. **Dây chuyền CMC2-2 công suất 4 triệu m²/năm đi vào hoạt động từ tháng 8**, chuyên sản xuất gạch granite khổ lớn cỡ 800x800 với giá trung bình cao gấp đôi gạch ceramic bình thường, tạo động lực tăng trưởng doanh thu trong năm tới.

Sang năm 2016, chúng tôi ước tính dòng gạch thẻ tại CMC1 sẽ được sản xuất thu hẹp lại với sản lượng 400.000m²/năm, dòng gạch granite vi tinh sẽ được tận trọng sản xuất khoảng 100.000m² tiêu thụ trong cả năm, CMC2-2 sẽ dành công suất còn lại cho granite khổ 800x800 và 60x60 với sản lượng đạt 1,9 triệu m²/năm

Áp lực cạnh tranh trong dài hạn ngày một lớn.

Cạnh tranh thị phần với các công ty lớn. Như đã phân tích ở trên, các công ty lớn như Prime, Toko, Hoàn Mỹ đang mạnh tay đầu tư nâng công suất thêm 20 triệu m²/năm/doanh nghiệp. Các mặt hàng ngày một đa dạng, bên cạnh đó, ưu thế về máy in kỹ thuật số trên nền gạch men mài của CVT đã giảm đi đáng kể do trên thị trường mặt hàng này đã bắt đầu phổ biến.

Cạnh tranh chất lượng sản phẩm. Hiện tại các nhà máy gạch đang có xu hướng chuyển sang vận hành bằng khí, mặc dù với chi phí cao hơn 10% so với sử dụng than, nhưng sản phẩm sẽ đạt chất lượng cao với giá bán tốt do bề mặt gạch không bị dính bụi tro. Hiện tại 2 nhà máy CMC vẫn đang chạy than, tỉ suất loại 1 (tốt nhất) ở nhà máy CMC2 vẫn chỉ đạt 65-70% khiến cho sản phẩm không bán được giá cao, đồng thời công ty phải tăng cường chiết khấu khá mạnh tay để tiêu thụ. Hơn nữa, mặt hàng granite vi tinh sắp được sản xuất tại nhà máy CMC2-2 vẫn được chế tác theo phương pháp ép liệu 1 lần và phủ một lớp men dày lên trên, công nghệ này tuy rằng khá mới mẻ trong nước, tuy nhiên vẫn không được ưa chuộng bằng sản phẩm với công nghệ ép liệu 2 lần của Viglacera Tiên Sơn hay Toko.

Như vậy chúng tôi cho rằng, trong năm tới, CVT vẫn tiếp tục có lợi thế trong phân khúc ceramic và phân khúc granite bình dân. Biên lợi nhuận gộp có thể được cải thiện nhẹ nhờ chất lượng các mặt hàng cao cấp hơn, tuy nhiên áp lực cạnh tranh sẽ kìm hãm đà tăng của biên lợi nhuận gộp trong những năm tới.

Định giá

Phương pháp chiết khấu dòng tiền
tự do FCFF: 33.921đ/cp

Định giá bằng phương pháp chiết khấu FCFF:

Một số giả định chính trong mô hình

Mức độ cạnh tranh ngày một lớn trong ngành gạch sẽ khiến cho **tỷ lệ chiết khấu giá bán** cho đại lý sẽ tăng lên đến 7% cho tới năm 2018 và không đổi sau đó.

Theo ước tính của chúng tôi về **sản lượng tiêu thụ** toàn ngành của gạch granite tăng với mức CAGR 25%/năm, gạch ceramic tăng với mức CAGR 2%/năm.

Giá bán trung bình của gạch ceramic sẽ không có động lực tăng tiếp do đã đạt đến mức độ bão hòa trên thị trường, tuy nhiên do mặt hàng gạch ceramic cao cấp nung 2 lần của CVT được đánh giá cao về mặt chất lượng so với trung bình ngành, do đó chúng tôi vẫn thận trọng để giá gạch mảng ceramic tăng 1%/năm (sắp xỉ mức lạm phát). Giá gạch granite theo dự báo của hiệp hội gốm sứ sẽ tăng khoảng 5%/năm.

CAPEX: Nhà máy CMC1 đã hoàn toàn hết khấu hao. Dây chuyền CMC2-2 sẽ bắt đầu khấu hao với trị giá 298,53 tỷ trong vòng 8-10 năm. Giả định công ty tới năm 2019 sẽ tiếp tục đầu tư cải tạo nhà máy CMC1 theo chu kỳ với tổng trị giá đạt 80 tỷ, phân bổ đều trong 3 năm.

Chi phí lãi vay dài hạn được cố định trong 3 năm đầu tiên ở mức 9,8% và sau đó bằng lãi suất tiền gửi + 2,5%/năm trong 2 năm tiếp theo. Năm 2014, công ty đã thực hiện vay 1 khoản dài hạn trị giá 120 tỷ đồng, phương thức hoàn trả cả gốc lẫn lãi 6 tháng/lần trong 5 năm, theo tính toán của chúng tôi, nợ dài hạn sẽ giảm 25 tỷ đồng/năm cho tới hết 2019. Công ty chưa có thêm kế hoạch vay dài hạn nào khác trong những năm tới.

Tỷ lệ chiết khấu trong mô hình:

| Tỷ lệ chiết khấu | |
|--|-------|
| Lợi suất phi rủi ro – Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm | 6,6% |
| Hệ số beta điều chỉnh | 1,1 |
| Phần bù rủi ro thị trường – ước tính của A.Damodaran | 10,0% |
| Chi phí vốn cổ phần (re - CAPM) | 17,6% |
| Tỷ lệ tăng trưởng sau năm 2019 (g) | 2,0% |
| Chi phí vốn vay (rd) | 9,8% |
| D/(D+E) | 47,6% |
| E/(D+E) | 52,4% |
| Tỷ suất thuế thu nhập doanh nghiệp (t) | 20,0% |
| WACC | 13,0% |

Dự phóng dòng tiền tự do cho doanh nghiệp FCFF:

| FCFF Năm | Dự phóng | | | | |
|-----------------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Lợi nhuận ròng | 63.433 | 76.169 | 90.607 | 110.857 | 123.863 |
| Khấu hao TSCĐ | 41.599 | 59.881 | 61.384 | 63.381 | 64.882 |
| Chi phí lãi vay (sau thuế) | 21.021 | 26.801 | 25.772 | 25.449 | 24.696 |
| Thay đổi vốn lưu động | 9.536 | 32.314 | 12.623 | 5.652 | 18.632 |
| Chi phí vốn cố định | 298.166 | 4.693 | 9.718 | 19.692 | 24.701 |
| Dòng tiền tự do FCFF | (162.576) | 125.843 | 155.422 | 174.344 | 170.109 |

Đơn vị: triệu đồng

Với tỉ lệ chiết khấu được tính tại thời điểm hiện tại là 13%, tỉ lệ tăng trưởng trung bình sau 2019 đạt 2%/năm, chúng tôi đưa ra kết quả định giá như sau:

| FCFF | |
|---|----------------|
| Kết quả định giá | |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền sau năm 2019 (triệu) | 813.004 |
| Tổng giá trị hiện tại của FCFF (triệu) | 258.987 |
| Tổng giá trị của doanh nghiệp (triệu) | 1.071.992 |
| Nợ (triệu) | 572.498 |
| Lượng tiền và tương đương tiền (triệu) | 151.788 |
| Giá trị vốn cổ phần (triệu) | 651.282 |
| Lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | 19 |
| Giá trị mỗi cổ phiếu (VNĐ) | 33.921 |

Phương pháp so sánh tương đối:

P/E: 25.931đ/cp

Định giá bằng phương pháp so sánh tương đối

Chúng tôi chọn những doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh gạch ốp lát niêm yết trên sàn có hoạt động kinh doanh tương tự với CVT là VIT, VHL, TTC, NHC để làm tiêu chí so sánh. Những doanh nghiệp này cũng đang trong giai đoạn nâng công suất và kinh doanh có hiệu quả trong ngành gạch ốp lát ceramic và granite. Sau đây là kết quả định giá:

| 02/12/2015 | VIT | VHL | TTC | NHC | trung bình ngành |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|------------------|
| EPS - TTM | 2.372 | 6.035 | 3.132 | 4.030 | |
| Book value | 12.182 | 27.511 | 15.744 | 13.730 | |
| P/E | 7,9 | 6,4 | 4,4 | 7,4 | 6,5 |
| giá đóng cửa | 18.500 | 39.000 | 13.400 | 30.000 | |
| Định giá | | | | | 25.931 |

Phân bổ tỉ trọng các phương pháp

Cân nhắc giữa các phương pháp, với mô hình FCFF sử dụng khá nhiều giả định, và giá trị sổ sách chưa thể phản ánh hết được giá trị doanh nghiệp do CVT đang trong giai đoạn tăng trưởng, chúng tôi phân bổ 60% tỉ trọng vào phương pháp P/E, 40% vào phương pháp FCFF.

| Phương pháp | FCFF | P/E |
|--------------------------------|-------------------|------------|
| Tỷ trọng | 40% | 60% |
| Định giá | 33.921đ/cp | 25.931đ/cp |
| Giá mục tiêu trung bình | 29.127đ/cp | |

Quan điểm đầu tư

NẮM GIỮ với giá mục tiêu
29.127đ/cp

Trong 9T.2015, hoạt động kinh doanh của CVT chưa thực sự đột phá bởi công ty vẫn đang trong thời gian đầu tư chuẩn bị nâng công suất, các nhà máy liên tiếp phải dừng sản xuất để cải tạo và bảo dưỡng. Đồng thời, áp lực cạnh tranh trên thị trường ngày một lớn khiến tỉ lệ chiết khấu cho các đại lý ngày càng tăng. Cuối năm nay, nhà máy CMC2 tiếp tục phải dừng để sửa chữa 2 lần. Dựa vào những thông tin trên, chúng tôi dự phóng DTT cả năm 2015 đạt 729,9 tỷ đồng (+27% yoy, 96,5% KH), sản lượng năm đạt 9,76 triệu m² gạch. LNTT ước đạt 79,3 tỷ đồng (+19,8% yoy), theo đó EPS forward đạt 3.303 đồng/cổ phiếu.

Sang năm 2016, lợi nhuận được kì vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trở lại với sự đóng góp từ mảng gạch granite tại dây chuyền CMC2-2 và các nhà máy còn lại hoạt động hết công suất sau khi hoàn thiện sửa chữa và cải tạo. Dự báo DTT năm 2016 đạt 925,9 tỷ đồng (+20% yoy), LNTT đạt 95,2 tỷ đồng (+20,2% yoy), EPS forward đạt 3.967 đồng/cổ phiếu, theo đó CVT đang được giao dịch với P/E đạt 6,47 lần, khá gần so với mức 6,5 lần của trung bình ngành.

Sử dụng 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh tương đối với các doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho CVT đạt 29.127 đ/cp, cao hơn 13,3% so với giá đóng cửa ngày 02/12/2015 là 25.700đ. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu CVT.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12&17 tòa nhà Vietcombank, 198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 366 990

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn>

| | |
|------------------------------|---|
| Trụ sở chính Hà Nội | : Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20 |
| Chi nhánh Hồ Chí Minh | : Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104 -106 |
| Chi nhánh Đà Nẵng | : Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, TP. Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13 |
| Chi nhánh Cần Thơ | : Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888 |
| Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng | : Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573 |
| Phòng Giao dịch Giảng Võ | : Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, TP. Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551 |
| Văn phòng Đại diện An Giang | : Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841 |
| Văn phòng Đại diện Đồng Nai | : F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812 |
| Văn phòng đại diện Vũng Tàu | : Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78 |
| Văn phòng đại diện Hải Phòng | : Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Thành phố Hải Phòng. Tel: (+84-31) 382 1630 |