

**CVT – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 11/04/2016)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	22.800
KLGD TB 10 ngày	190.766
Vốn hoá (tỷ đồng)	437.78
Số lượng CPLH	19.200.70 0
% sở hữu nước ngoài	7,97%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Lê Đức Quang  
[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6425 ext 116

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**CVT: Duy trì đà tăng trưởng trong năm 2016**

**CVT tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2015**, với DTT đạt 721,9 tỷ đồng (+16,2% yoy, 90% KH), LNTT đạt 80,5 tỷ đồng (+21,6% yoy, 111% KH). Động lực tăng trưởng đến từ dây chuyền gạch granite công suất 5 triệu m<sup>2</sup>/năm tại nhà máy CMC2-2 bắt đầu đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2015.

**Triển vọng:** (1) Năm 2016 là thời điểm các công trình xây dựng (tăng trưởng bùng nổ từ thời kỳ 2014-2015) đi vào hoàn thiện, tạo ra nguồn cầu lớn đối với ngành gạch ốp lát. (2) CVT tiếp tục được hưởng lợi từ việc tích trữ nguyên liệu tồn kho giá rẻ trong năm 2015. (3) Sau khi cải tạo nhà máy CMC2-1, CVT định hướng tập trung vào phân khúc ceramic trung cấp vốn là thế mạnh của công ty, nâng cao được hiệu quả sản xuất cũng như sản lượng tiêu thụ.

**Rủi ro:** Áp lực cạnh tranh lớn khi công suất toàn ngành tăng mạnh. Sản phẩm gạch granite tại CMC2-2 được dự báo sẽ gặp nhiều thách thức. Đồng thời, công nghệ máy in kỹ thuật số dễ dàng bị sao chép.

**Đánh giá:** Mặc dù dòng sản phẩm của CVT không có triển vọng tích cực do thị trường đã bão hòa, tuy nhiên chúng tôi đánh giá cao chiến lược hướng về sản xuất linh hoạt, đa dạng mẫu mã và cạnh tranh về giá cả của ban lãnh đạo. Theo đó, CVT vẫn còn dư địa tăng trưởng khi tăng công suất. EPS forward ước đạt 3.967 đồng/cp (chưa pha loãng), P/E đạt 5,7 lần, khá thấp so với trung bình ngành ở mức 6,5. Với mức cổ tức tiền mặt 25% mệnh giá (10,9% thị giá) khá hấp dẫn, chúng tôi cho rằng CVT là một cơ hội đầu tư ngắn hạn tốt ở vùng giá hiện tại. Tuy nhiên, nhà đầu tư nên thận trọng vào cuối năm khi rủi ro pha loãng xảy ra.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015
DTT (tỷ đồng)	292,1	591,0	607,4	721,9
+/- yoy (%)	3,3%	102,4%	2,76%	16,2%
LNST (tỷ đồng)	11,8	18,9	50,7	62,6
+/- yoy (%)	-43,0%	60,2%	168,8%	23,5%
VCSH (tỷ đồng)	114,5	122,5	240,9	289,8
Nợ/TTS (%)	49,6%	49,2%	45,0%	49,7%
TS LN gộp (%)	16,9%	13,6%	20,4%	18,2%
ROA – TTM (%)	2,9%	3,9%	8,8%	6,7%
ROE – TTM (%)	10,0%	15,9%	27,9%	23,0%
EPS - TTM (đồng)	817	1.308	5.248	2.970
BVPS (đồng)	14.306	15.318	15.062	15.091

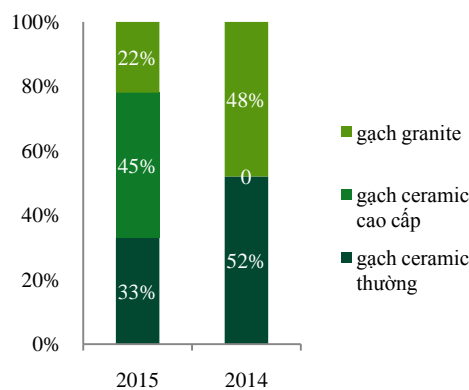
## PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

**KQKD 2015:** CVT tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong năm 2015.

CVT tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong năm 2015, với DTT đạt 721,9 tỷ đồng (+16,2% yoy, 90% KH), LNTT đạt 80,5 tỷ đồng (+21,6% yoy, 111% KH). Động lực tăng trưởng đến từ dây chuyền gạch granite công suất 5 triệu m<sup>2</sup>/năm tại nhà máy CMC2-2 bắt đầu đi vào hoạt động và đóng góp doanh thu thuần và lợi nhuận kể từ tháng 8. Tốc độ tăng trưởng của LNTT cao hơn so với DTT nhờ việc tiết giảm chi phí hoạt động. Cụ thể, mức tăng của chi phí bán hàng (+6,1% yoy) và quản lý doanh nghiệp (+1,4% yoy) chậm hơn rất nhiều so với DTT (+16,2% yoy). Đặc biệt, chi phí lãi vay giảm nhẹ 11,6% yoy cũng đóng góp đáng kể cho kết quả tích cực.

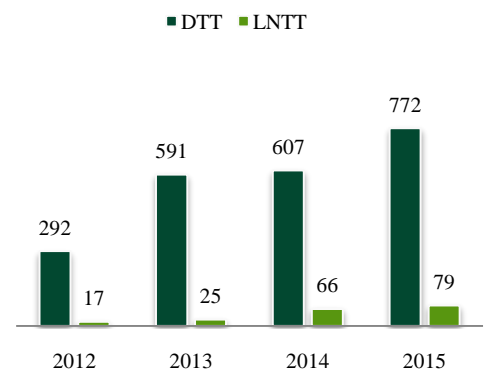
**Thay đổi cơ cấu danh mục sản phẩm sau cải tạo nhà máy, hiệu suất được nâng lên, duy trì thế mạnh ở mảng ceramic.** Dây chuyền tại nhà máy CMC2-1 được cải tạo lại để sản xuất gạch ceramic cao cấp nung 2 lần (có giá bán cao hơn 12,5% so với gạch ceramic thông thường), thay thế cho gạch bán granite không hiệu quả. Thông qua việc cải tạo, công suất nhà máy tăng lên 6 triệu m<sup>2</sup>/năm. Sản phẩm mới có biên lợi nhuận gộp tương đương sản phẩm cũ, tuy nhiên có khả năng tiêu thụ tốt hơn nhờ chất lượng bề mặt cao cấp với giá thành rẻ (chi bằng khoảng 57% so với gạch bán granite).

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm**



Nguồn: VCBS tổng hợp và ước tính

**DTT và LNTT**



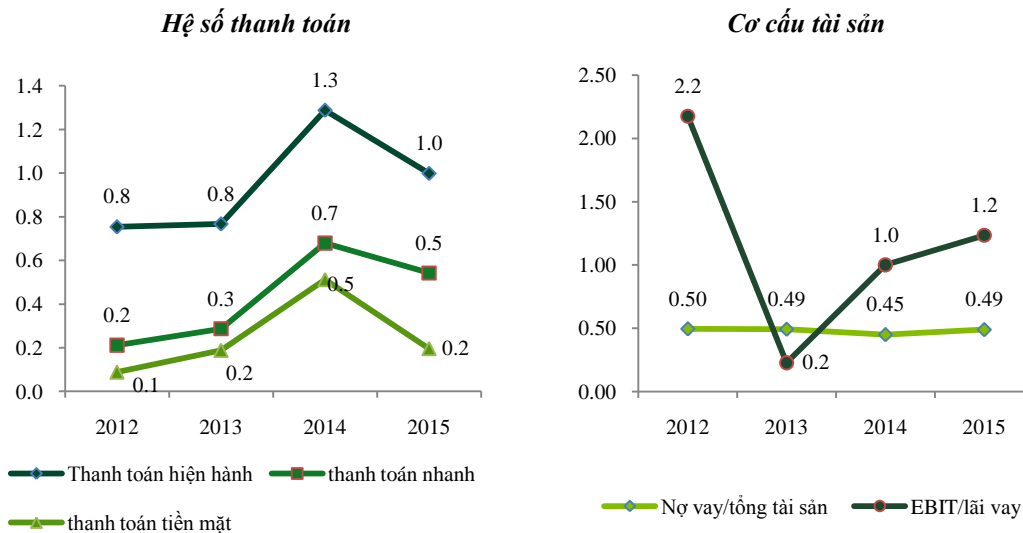
Nguồn: BCTC CVT, VCBS tổng hợp

Đơn vị: tỷ đồng

**Dây chuyền sản xuất gạch granite công suất 5 triệu m<sup>2</sup>/năm tại nhà máy CMC2-2 đã đi vào hoạt động từ tháng 8/2015.** Bắt kịp xu hướng của ngành đang chuyển đổi sang dòng gạch granite, CVT quyết định đầu tư một dây chuyền công suất 5 triệu m<sup>2</sup>/năm tại nhà máy CMC2-2 chuyên sản xuất gạch granite. Dòng sản phẩm mới này hoàn toàn khác so với dòng sản phẩm cũ tại CMC2-1, trong đó sử dụng bài xương granite phủ tráng men và in kỹ thuật số trên nền men mài. Nhờ vậy, sản phẩm bán granite của CVT sẽ có ưu điểm đa dạng hơn về mặt thiết kế so với các sản phẩm granite tại các công ty khác. Thị trường mục tiêu dòng sản phẩm này hướng tới những khách hàng trung cấp và bình dân hơn, do có mẫu mã đẹp nhưng bài xương cốt liệu chưa đủ đạt yêu cầu tại các công trình cao cấp.

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Cơ cấu nguồn vốn của CVT vẫn tiếp tục duy trì ổn định.** Trong đó dư nợ vay chiếm xấp xỉ một nửa tổng tài sản. Hệ số nợ/tổng tài sản năm 2015 tăng so với 2014 do công ty tăng dư nợ vay dài hạn (162 tỷ đồng) để tài trợ cho dự án CMC2-2.



Nguồn: BCTC CVT, VCBS tổng hợp

**Khả năng thanh toán suy giảm đáng kể** chủ yếu do các khoản phải trả tăng khá mạnh, tập trung chủ yếu tại khoản phải trả ngắn hạn cho các nhà cung cấp nguyên liệu (+78,3% yoy). Tuy nhiên, với hệ số EBIT/lãi vay tiếp tục được cải thiện (tăng từ 1 lên 1,2 trong năm 2015), chúng tôi cho rằng áp lực trả nợ lãi vay vẫn trong tầm kiểm soát của công ty.

**Hàng tồn kho tăng mạnh** (+43% yoy). Vòng quay hàng tồn kho giảm từ 2,9 về 2,1 trong năm 2015. Lượng tồn kho tăng chủ yếu từ nguyên vật liệu (+27,6% yoy) và thành phẩm (+72,7% yoy). Lí do bởi CVT bắt đầu nâng chu kỳ tích trữ nguyên vật liệu lên 6 tháng – 1 năm nhằm (1) đáp ứng yêu cầu sản xuất kịp thời theo đặc thù ngành, (2) tận dụng giá nguyên vật liệu rẻ trong kỳ.

Lượng thành phẩm tồn kho tăng mạnh, được nhận định chủ yếu là lượng gạch thẻ tiêu thụ không hiệu quả. Trong năm 2015, CVT đã cải tạo 1 dây chuyền tại CMC1 với công suất 1 triệu m<sup>2</sup>/năm để sản xuất gạch thẻ có giá trị cao. Tuy nhiên, vì đặc thù sản phẩm mang tính trang trí nhỏ, mức tiêu thụ ít, do đó xảy ra tình trạng thừa công suất. Ước tính cả năm, CVT mới tiêu thụ được khoảng 300 nghìn m<sup>2</sup> gạch thẻ. Công ty hiện đang giải quyết tình trạng bằng cách sản xuất xen kẽ các sản phẩm khác trên dây chuyền này, giảm công suất mặt hàng gạch thẻ xuống nhằm tránh tình trạng tồn kho thành phẩm tiếp tục tăng lên.

## THÔNG TIN KHÁC

### Nhà máy tại Vĩnh Long

**Khả năng cao CVT sẽ thực hiện chi trả cổ tức 25% mệnh giá vào sau kì họp đại hội cổ đông diễn ra vào đầu tháng 5/2016.** Theo đó, CVT dự kiến sẽ trình kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt ở mức khá hấp dẫn là 2.500 đồng/cp. Chúng tôi cho rằng kế hoạch chi trả cổ tức tương đối khả thi, bởi lượng cổ tức tương đương 48 tỷ đồng tiền mặt chỉ chiếm khoảng 76% lợi nhuận giữ lại. Tuy nhiên, điều này

có thể sẽ khiến các khoản vay ngắn hạn tăng lên để bù đắp cho vốn lưu động.

## Kế hoạch đầu tư dây chuyền 10 triệu m<sup>2</sup>/năm

**CVT dự kiến thực hiện đầu tư thêm dây chuyền ceramic mới công suất 10 triệu m<sup>2</sup>/năm tại CMC2-2, khởi công trong tháng 7/2016.** Hiện tại, dự án vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu phương án đầu tư cụ thể.

## Phát hành cho cổ đông hiện hữu tỉ lệ 2:1

**Kế hoạch phát hành cho cổ đông hiện hữu, tăng vốn tỉ lệ 2:1 vào quý 4/2016.** Chúng tôi cho rằng dòng tiền từ việc phát hành sẽ được dùng để tài trợ cho dự án dây chuyền mới công suất 10 triệu m<sup>2</sup>/năm tại CMC2-2. Giá phát hành dự kiến sẽ ở mức 14.000-15.000 đồng/cp. Sau khi phát hành, lượng cổ phiếu lưu hành đạt 28,8 triệu cổ phiếu. Lượng vốn thu về đạt 144 tỷ đồng tài trợ cho dự án dây chuyền mới. Với giả định giá trị đầu tư cho dự án đạt khoảng 450 tỷ đồng phân bổ trong 2 năm, CVT sẽ phải tăng cường vay dài hạn thêm 150 tỷ đồng trong năm nay, để cân bằng tỷ lệ dư nợ vay/tổng tài sản ở mức 50%.

## TRIỂN VỌNG

### Triển vọng 2016

*Dư địa tăng trưởng đối với gạch ceramic vẫn còn khi ngành xây dựng đang bước vào thời kỳ hoàn thiện. CVT có ưu thế về linh hoạt sản xuất, tập trung tại phân khúc trung cấp và bình dân không yêu cầu cao về chất lượng. Do đó, chúng tôi cho rằng CVT vẫn còn tiềm năng tăng trưởng trong năm nay.*

**Số lượng công trình tăng đột biến trong thời kỳ 2014-2015 đi vào hoàn thiện trong năm 2016, dự báo sẽ làm tăng sức cầu đối với mặt hàng gạch ốp lát.** Thị trường bất động sản – xây dựng đã chứng kiến mức tăng mạnh trong năm 2014-2015. Số lượng các công trình tăng mạnh nhất tập trung chủ yếu tại các dự án hộ dân cư và văn phòng. Đến năm 2016, quá trình hoàn thiện và trang trí cho các dự án sẽ tăng mạnh, tạo ra dư địa tăng trưởng tiêu thụ đối với các mặt hàng gạch ốp lát.

**Việc chuyển đổi chiến lược mặt hàng tập trung tại mảng ceramic truyền thống, được đánh giá sẽ nâng cao hiệu quả sản xuất và bán hàng** nhờ (1) nâng cao sản lượng sản xuất thông qua đồng bộ kỹ thuật tại CMC2-1, (2) sức cạnh tranh trong phân khúc trung cấp được nâng lên nhờ tập trung vào mặt hàng ceramic in kỹ thuật số trên men mài có mẫu mã đa dạng và giá cả phải chăng hơn so với dòng gạch granite, (3) máy móc sản xuất gạch ceramic linh hoạt hơn so với gạch granite, đảm bảo khả năng đáp ứng với nhu cầu thay đổi liên tục trên thị trường.

**Biên LNG tăng nhờ hưởng lợi từ nguyên liệu tồn kho giảm giá.** Theo đặc thù ngành gạch với chu kỳ tích trữ nguyên liệu sản xuất từ 6 tháng – 1 năm, với việc giá nguyên liệu đầu vào như tràng thạch, đất sét (-3% yoy) và giá than (-8% yoy), CVT sẽ được hưởng lợi về chi phí sản xuất ít nhất trong nửa đầu năm 2016. Theo ước tính của chúng tôi, giá vốn hàng bán trên từng đơn vị sản phẩm sẽ giảm khoảng 2% nhờ sự sụt giảm của nguyên vật liệu.

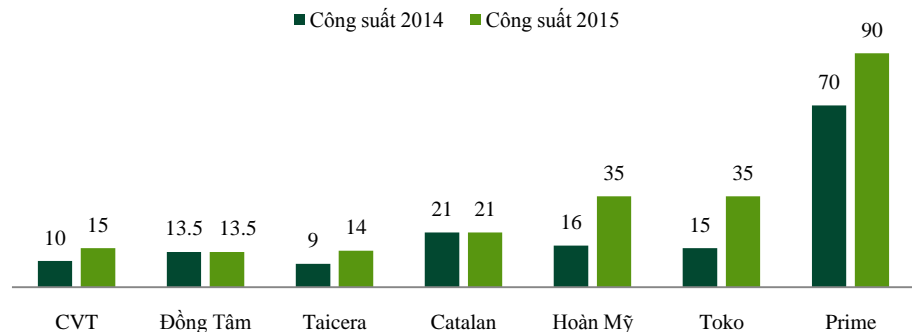
**Dòng sản phẩm gạch granite được dự báo sẽ gặp nhiều thách thức trong năm nay.** Theo khảo sát sơ bộ trên thị trường, giá gạch granite của CVT đã hạ từ mức 150.000 đồng/m<sup>2</sup> xuống còn 125.000 đồng/m<sup>2</sup> (-16,7%). Dòng sản phẩm granite phủ men tuy có giá rẻ hơn so với granite cao cấp ép liệu 2 lần nhưng chưa vượt trội so với dòng gạch ceramic cao cấp nung 2 lần do yêu cầu về chất lượng xương không ngất nghều, mẫu mã từ men mài không có sự khác biệt, và giá cả cạnh tranh hơn (chỉ bằng 75% giá gạch granite). Theo đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp từ CMC2-2 sẽ thu hẹp lại trong 2016.

**Dự phóng kết quả kinh doanh trong năm 2016, DTT đạt 925 tỷ đồng (+28,3% yoy, 96,4% KH), LNTT đạt 95,2 tỷ đồng (+19% yoy, 105,7% KH).** Theo đó EPS forward đạt 3.967 đồng/cp (chưa pha loãng), P/E đạt 5,7 lần. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng LNTT ở mức 19% trong năm 2016, thấp hơn so với DTT (+28,3% yoy) bởi (1) biên LNG từ CMC2-2 giảm (như đã phân tích ở trên), (2) áp lực cạnh tranh khiến lượng chiết khấu giá bán cho đại lý tăng lên, (3) chi phí lãi vay (trên khoản vay 162 tỷ tài trợ cho dự án nhà máy) và chi phí khấu hao bắt đầu được ghi nhận khi nhà máy CMC2-2 chuyển sang tài sản cố định.

**Rủi ro và thách thức**

**Áp lực từ cạnh tranh ngày một lớn.** Hiện tại dòng gạch ceramic đã đi vào giai đoạn bão hòa khiến cho dư địa tăng giá của sản phẩm không còn, các công ty trong ngành liên tục tăng công suất để tranh giành thị phần. Công nghệ in kỹ thuật số đã trở nên phổ biến khiến cho các mẫu mã dễ dàng bị sao chép. Bên cạnh đó, nguồn cung giá rẻ lớn từ Trung Quốc vẫn tiếp tục tràn sang khiến cạnh tranh trong ngành ngày một gay gắt.

*Công suất các doanh nghiệp lớn ngành gạch*



*Nguồn: VCBS tổng hợp*

*Đơn vị: triệu m<sup>2</sup>/năm*

**Thách thức từ 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. Bài toán nâng chất lượng sản phẩm vẫn cần được chú trọng trong năm 2016.

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**MUA**

CVT được đánh giá là một trong những doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát hàng đầu trên thị trường. Mặc dù triển vọng của dòng sản phẩm mà CVT theo đuổi không quá tích cực, tuy nhiên, nhờ sự nhạy bén với xu hướng thị trường, và đặc biệt là khả năng linh hoạt trong sản xuất vượt trội hơn so với các doanh nghiệp khác luôn bị cố định về kích cỡ và mẫu mã, chúng tôi đánh giá cao khả năng CVT vẫn còn dư địa tăng trưởng khi mở rộng công suất.

Dự phóng kết quả kinh doanh trong năm 2016, DTT đạt 925 tỷ đồng (+28,3% yoy, 96,4% KH), LNTT đạt 95,2 tỷ đồng (+19% yoy, 105,7% KH). Theo đó EPS forward đạt 3.967 đồng/cp (chưa pha loãng), P/E đạt 5,7 lần, khá thấp so với trung bình ngành ở mức 6,5. Với mức cổ tức tiền mặt 25% mệnh giá khá hấp dẫn, chúng tôi cho rằng CVT là một cơ hội tốt để đầu tư ngắn hạn ở vùng giá hiện tại. Tuy nhiên, nhà đầu tư nên thận trọng vào thời điểm nửa cuối năm khi rủi ro pha loãng xảy ra.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Anh Tuấn, CFA**  
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu  
tatuan@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang**  
Chuyên viên phân tích  
ldquang@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949843
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918815
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
<b>Văn phòng đại diện Bình Dương</b>	314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771