

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CTCP GẠCH KHANG MINH (GKM-HNX)

Báo cáo chi tiết 25/12/2017

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	20.600
Tiền năng tăng giá	> 40%
Cổ tức (VND)	
Lợi suất cổ tức	

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 25/12/2017

Giá hiện tại (VND)	14.500
Số lượng CP niêm yết	4.500.000
Vốn điều lệ (tỷ VND)	45
Vốn hóa TT(tỷ VND)	65,25
Khoảng giá 52 tuần (VND)	13.400-20.200
% sở hữu nước ngoài	0%
% giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2014	2015	2016
EPS (vnd)	112	2.914	698
BVPS (vnd)	6.495	11.278	11.976
Cổ tức (vnd)			
ROA (%)	0,3%	13,7%	2,6%
ROE (%)	1,7%	25,8%	5,8%

Hoạt động kinh doanh chính

Công ty cổ phần Gạch Khang Minh là một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam về sản xuất gạch không nung xi măng cốt liệu. Công suất và quy mô nhà máy hiện tại là 195 triệu viên QTC/năm, chất lượng hàng đầu do sản phẩm có tính năng chống thấm, khác biệt ích hơn so với nhiều nhà máy khác. Sản phẩm của Công ty đa dạng mẫu mã, đáp ứng linh hoạt mọi giải pháp ứng dụng và thi công của khách hàng.

Nguồn: MBS tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH TĂNG TRƯỞNG KHÁ SO VỚI CÙNG KỲ

Unit: Tỷ VND	2014	2015	2016	9T2017	2017F
DTT	49	91	124	105	154
LNG	8,74	23,31	17,32	16,95	29
LNST	0,234	13,11	3,14	12,57	14,65
Biên LNG (%)	18%	26%	14%	16,1%	19%
Biên LNR (%)	0%	14%	3%	12%	9,6%
EPS (VNĐ)	112	2.914	698	2.794	3.257
Vốn điều lệ	21	45	45	45	45

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị Mua đôi với cổ phiếu GKM của Công ty cổ phần Gạch Khang Minh với mức định giá 20.600 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá > 40% so với giá 14.500 đồng/cp ngày 25/12/2017 trên cơ sở:

■ Kết quả hoạt động kinh doanh cải thiện so với cùng kỳ

Trong 9 tháng đầu năm 2017, GKM đạt doanh thu 105,23 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 12,5 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 33,1% về doanh thu và 400% về lợi nhuận. Đạt được kết quả này là nhờ các yếu tố sau: (1) **GKM đẩy mạnh được sản lượng tiêu thụ tăng doanh thu, đồng thời tiết giảm giá vốn giúp tăng biên lợi nhuận gộp;** (2) **Có phần đóng góp đáng kể từ phần lợi nhuận khác liên quan đến việc Gạch Khang Minh mua lại 1 công ty cùng ngành để lập dự án xây dựng nhà máy số 2. Phần lợi nhuận khác này là 7,3 tỷ, chiếm 58% tổng lợi nhuận trước thuế trong 9 tháng đầu năm và là giá trị chênh lệch giữa giá thực mua công ty so với giá trị phần vốn góp thực tế trước đây của nhóm cổ đông cũ.**

Việc đẩy mạnh được sản lượng hàng bán giúp doanh thu chung của GKM tăng 33,1% so với cùng kỳ, tuy nhiên giá vốn chỉ tăng 31,7% so với cùng kỳ, do đó biên lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2017 đạt mức 16,1%, cao hơn đáng kể so với mức bình quân 14% năm 2016. Thực tế này giúp phần lợi nhuận từ HĐSXKD của GKM đạt 7,6 tỷ đồng, tăng trưởng 137,5% so với cùng kỳ. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với kết quả tăng trưởng lợi nhuận từ HĐSXKD của GKM.

■ Năng lực sản xuất tốt và tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn

Năng lực hiện tại:

GKM hiện nay là đơn vị sản xuất gạch xi măng cốt liệu có công suất lớn nhất Việt Nam. Công ty hiện sở hữu nhà máy gồm 6 dây chuyền sản xuất với tổng công suất 195 triệu viên quy tiêu chuẩn/năm. Sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng trưởng khá hàng năm, với mức tiêu thụ chỉ 30,8 triệu viên năm 2012 đã tăng nhanh lên mức 125 triệu viên năm 2016, tương ứng đạt tỷ lệ khai thác khoảng 64% năng lực sản xuất.

Việc còn dư địa gần 36% trên tổng công suất 195 triệu viên quy tiêu chuẩn/năm cho thấy tiềm năng tăng trưởng của GKM nếu doanh nghiệp thúc đẩy tốt hoạt động tiêu thụ tiến tới vận hành tối đa công suất thiết kế của nhà máy.

Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn:

Trong năm 2018, Công ty sẽ tiến hành đầu tư xây dựng nhà máy số 2 từ việc mua lại 1 công ty cùng ngành, sở hữu mảnh đất rộng 40.168 m2 và nằm gần nhà máy số 1, rất phù hợp cho Khang Minh mở rộng sản xuất. Việc đầu tư nhà máy số 2 sẽ giúp tăng quy mô sản xuất chung của Công ty, đồng thời củng cố vững chắc vị thế số 1 trong ngành gạch không nung xi măng cốt liệu. Công ty sau khi mua lại được đổi tên thành Công ty TNHH Một thành viên Sản xuất Gạch Khang Minh. Đây cũng là pháp nhân đại diện Công ty CP Gạch Khang Minh đầu tư xây dựng nhà máy số 2.

Trong tương lai gần có khả năng có thêm nguồn lợi nhuận bất thường lớn từ việc bán CERs – Đơn vị giảm phát thải khí CO2 (khí gây hiệu ứng nhà kính):

Công ty CP Gạch Khang Minh là đơn vị sản xuất gạch không nung duy nhất tại Việt Nam đã đăng ký và được Liên Hiệp Quốc chứng nhận và cấp Chứng chỉ giảm phát thải theo Cơ chế phát triển sạch (CDM – Clean Development Mechanism). CDM là chứng chỉ cấp cho các dự án sản xuất không tạo ra khí thải CO2 và có sản phẩm thay thế cho các nhà máy cùng ngành nghề có tạo ra khí thải CO2 (Gạch không nung thay thế gạch đất sét nung).

Lượng giảm phát thải khí CO2 từ mỗi dự án được đo lường bằng các phương pháp chuẩn hoá quốc tế và thể hiện bằng đơn vị đo lường chuẩn gọi là CER (Certified Emission Reduction units – Đơn vị giảm phát thải đã được chứng nhận). Tại Việt Nam, một số lĩnh vực khác như Thủy điện, Trồng rừng... cũng đã được chứng nhận là dự án phát triển sạch, được cấp chứng nhận CDM và giao dịch bán CERs trên thị trường quốc tế.

Trên thực tế, Gạch Khang Minh đã ký Hợp đồng bán CERs cho Tập đoàn ENECO ENERGY TRADE B.V. (Hà Lan) từ ngày 16/06/2011 và Tập đoàn ENBW TRADING GMBH (Đức) từ ngày 27/05/2011. Vấn đề chỉ là Khang Minh đang tập hợp khối lượng CERs đủ lớn rồi mới tiến hành chuyển giao.

■ Cơ cấu sản phẩm đa dạng, nhiều chủng loại, đáp ứng đa dạng nhu cầu

Sản phẩm chính được GKM sản xuất là gạch xi măng cốt liệu đa dạng về chủng loại, mẫu mã và kích thước. Về chủng loại bao gồm cả gạch đặc (dùng xây móng và tường chịu lực) và gạch rỗng 40% (trọng lượng nhẹ dùng để xây tường ngăn). Về mẫu mã, GKM đang sản xuất hơn 35 mẫu sản phẩm các loại. Về kích thước, sản phẩm của GKM đáp ứng đầu đủ mọi quy chuẩn, và có thể sản xuất theo kích thước đặt hàng. Ưu điểm của sản phẩm gạch không nung của GKM là khả năng chống xuyên nước (chống thấm) tốt, trọng lượng viên gạch được tối ưu hoá (nhẹ hơn) phù hợp với công nhân Việt Nam, giúp thuận tiện cho thi công.

■ Tình hình tài chính ổn định phù hợp với quy mô sản xuất

Cơ cấu tài sản phù hợp với quy mô sản xuất, trong tổng tài sản 163 tỷ đồng bao gồm 101 tỷ là tài sản ngắn hạn (trọng yếu là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho), phần tài sản dài hạn có giá trị 62 tỷ đồng thì chủ yếu là tài sản cố định là máy móc, nhà xưởng phục vụ sản xuất (chiếm hơn 40 tỷ đồng). Cơ cấu tài sản này phản ánh đúng mô hình sản xuất và thương mại sản phẩm.

Cơ cấu nguồn vốn ở mức cân bằng, trong tổng nguồn vốn 163 tỷ đồng thì phần vốn chủ sở hữu chiếm gần 62 tỷ đồng (bao gồm vốn góp, lợi nhuận để lại và các quỹ), hơn 100 tỷ đồng là nghĩa vụ phải trả, tuy nhiên nợ ngắn hạn chỉ có 40,8 tỷ đồng, nợ dài hạn là 7,8 tỷ đồng, tổng các khoản nợ vay là 48,6 tỷ đồng gần tương đương vốn góp cổ đông. Hàng năm áp lực chi phí tài chính ở mức vừa phải và phù hợp với quy mô doanh thu và lợi nhuận của GKM.

■ Định giá cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng các phương pháp FCFE và so sánh P/E để định giá cổ phiếu GKM. Tổng hợp hai phương pháp định giá với trọng số 50% cho mỗi phương pháp được sử dụng, thì mức định giá hợp lý của GKM vào khoảng 20.600 đồng/cp. **Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua đối với cổ phiếu GKM tại vùng hiện tại với tiềm năng tăng >40%.**

■ Rủi ro đầu tư cổ phiếu

Quy mô doanh nghiệp còn nhỏ và thị trường chính còn hạn chế. Hiện tại, tổng vốn điều lệ của GKM mới đạt 45 tỷ đồng, sản phẩm sản xuất ra chủ yếu tiêu thụ trực tiếp các công trình tại Hà Nội (chiếm 90% sản lượng), và phần còn lại tiêu thụ tại các thị trường lân cận như Hà Nam, Hưng Yên, Nam Định... Quy mô hiện tại của GKM cũng sắp hết dư địa để tăng mạnh năng lực sản xuất, trong khi tiềm năng của thị trường đối với sản phẩm gạch xi măng cốt liệu là khá lớn, thực tế này cũng đòi hỏi GKM cần có chiến lược mở rộng quy mô vốn cũng như năng lực sản xuất trong tương lai.

Rủi ro cạnh tranh. Hiện nay, trên địa bàn cả nước có rất nhiều doanh nghiệp sản xuất và cung cấp sản phẩm cùng loại (bao gồm cả gạch nung), do đó sản xuất và kinh doanh gạch nổi chung chịu sự cạnh tranh khốc liệt từ các doanh nghiệp nội địa trong ngành. Trên thị trường hiện nay có nhiều doanh nghiệp sản xuất các mặt hàng cùng loại với Công ty, không chỉ cạnh tranh về mẫu mã, chất lượng sản phẩm mà còn cạnh tranh về giá bán. Điều này làm cho tính cạnh tranh trong ngành trở nên hết sức gay gắt và quyết liệt.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu. GKM vừa quyết định sẽ chào bán 9 triệu cp cho cổ đông hiện hữu nhằm tăng vốn điều lệ từ 45 tỷ đồng lên 135 tỷ đồng. Tỷ lệ thực hiện là 1:2, giá chào bán 11.000 đồng/cp.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tên doanh nghiệp: Công ty cổ phần Gạch Khang Minh

Nhóm ngành: Gạch xây, gạch lát ngoài trời, ngói không nung

Địa chỉ: Cụm CN mở rộng Tây Nam, xã Thanh Sơn, huyện Kim Bảng, tỉnh Hà Nam.

Quá trình hình thành và phát triển:

- ❖ Ngày 23/09/2010 Công ty Cổ phần Gạch Khang Minh chính thức được Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Hà Nam cấp Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh với vốn điều lệ đăng ký là 21.000.000.000 đồng;
- ❖ Tháng 03/2011, dây chuyền sản xuất đầu tiên chính thức đi vào hoạt động. Ngay sau quá trình chạy thử, công ty tiếp tục đầu tư thêm dây chuyền sản xuất thứ 2, thứ 3 và thứ 4 từ năm 2012 đến năm 2015.
- ❖ Tháng 11/2013, Gạch Khang Minh thử nghiệm thành công bộ sản phẩm gạch lỗ 3-4 thành vách, ứng dụng hiệu quả trong việc xây nhà ở cao tầng. Gạch 3-4 thành vách xây tường mỏng hơn, kết cấu khối xây vững chắc, cách âm, cách nhiệt tốt. Xây tường mỏng làm giảm giá thành xây dựng, tăng diện tích thông thủy cho căn hộ, trực tiếp giúp chủ đầu tư nâng cao giá trị thương mại cho cả công trình.
- ❖ Năm 2016, công ty tiếp tục đầu tư thêm dây chuyền thứ 5 và thứ 6, đưa Nhà máy gạch Khang Minh trở thành nhà máy có công suất sản xuất gạch không nung xi măng cốt liệu lớn nhất cả nước, với tổng công suất đạt 195 triệu viên quy tiêu chuẩn/năm.
- ❖ Ngày 17/07/2017, cổ phiếu của công ty chính thức niêm yết trên sàn HNX với mã chứng khoán là GKM, Số lượng cổ phiếu đăng ký niêm yết là 4,5 triệu cổ phiếu, tương đương với giá trị 45 tỷ đồng.

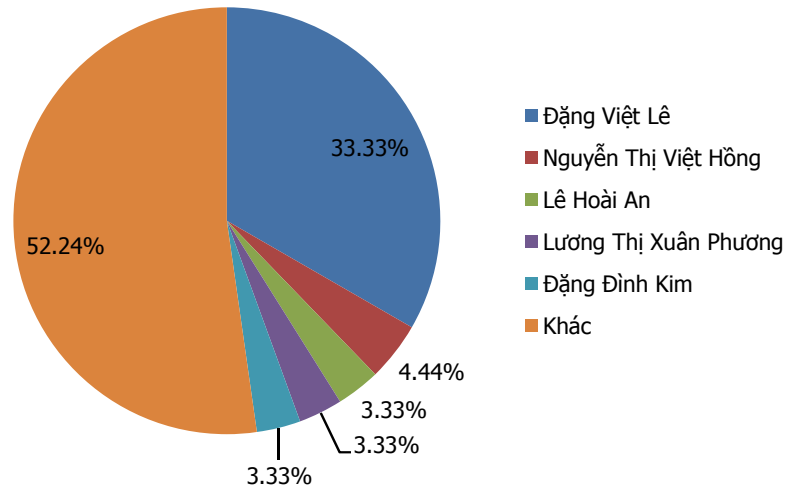
Ngành nghề kinh doanh:

Sản xuất các sản phẩm từ bê tông & Thạch cao: Chuyên sản xuất gạch không nung xi măng cốt liệu.



Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn của Công ty là ông Đặng Việt Lê - Chủ tịch HĐQT, sở hữu 1,5 triệu cổ phiếu, tương đương với 33,33% vốn điều lệ.

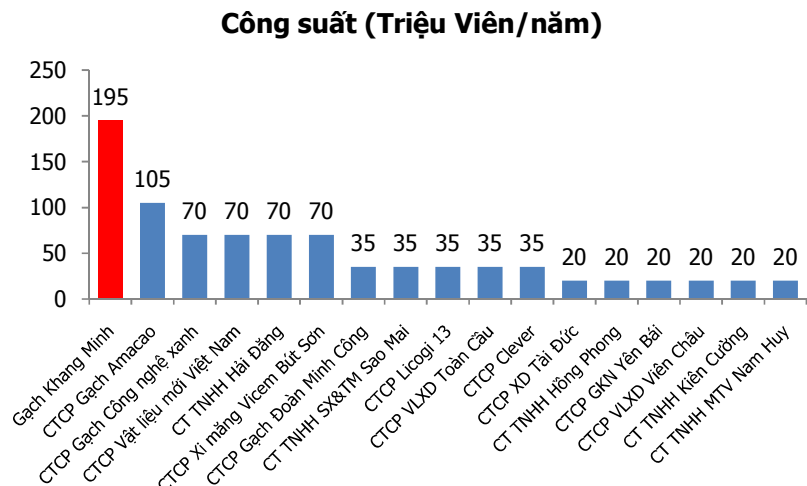


Nguồn: GKM

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP

- Công suất, quy mô nhà máy của GKM hiện tại đang lớn nhất Việt Nam

Biểu đồ 2: Công suất sản xuất gạch xi măng cốt liệu



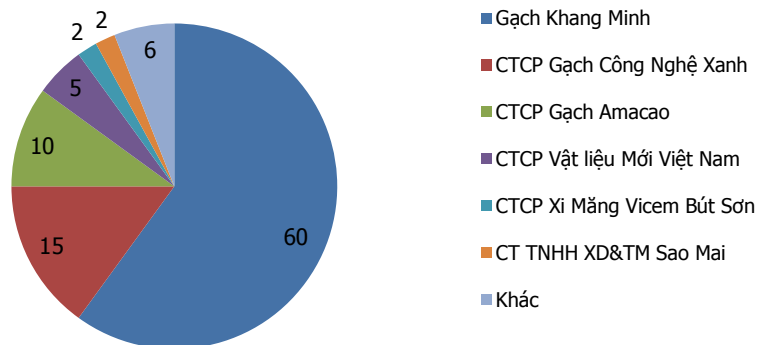
Nguồn: GKM

GKM hiện nay là đơn vị sản xuất gạch xi măng cốt liệu có công suất lớn nhất Việt Nam. GKM sở hữu nhà máy sản xuất với diện tích 40.660 m² tại Cụm công nghiệp mở rộng Tây Nam, Xã Thanh Sơn, Huyện Kim Bảng, Tỉnh Hà Nam. Vị trí này nằm ngay cạnh vùng công nghiệp khai thác đá xây dựng và sản xuất xi măng. Đây là vị trí thuận lợi vì nằm trong vùng nguyên liệu và gần với thị trường tiêu thụ chính là Hà Nội và các tỉnh đồng bằng sông Hồng.

Nhà máy gồm 6 dây chuyền sản xuất với tổng công suất 195 triệu viên quy tiêu chuẩn/năm, sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng trưởng khá hàng năm, với mức tiêu thụ chỉ 30,8 triệu viên năm 2012 đã tăng nhanh lên mức 125 triệu viên năm 2016, tương ứng đạt tỷ lệ khai thác khoảng 64% năng lực sản xuất. Việc còn dư địa gần 36% trên tổng công suất 195 triệu viên quy tiêu chuẩn/năm cho thấy tiềm năng tăng trưởng của GKM nếu doanh nghiệp thúc đẩy tốt hoạt động tiêu thụ tiến tới vận hành tối đa công suất thiết kế của nhà máy.

Biểu đồ 3: Thị phần tiêu thụ gạch xi măng cốt liệu

Thị phần tiêu thụ gạch xi măng cốt liệu



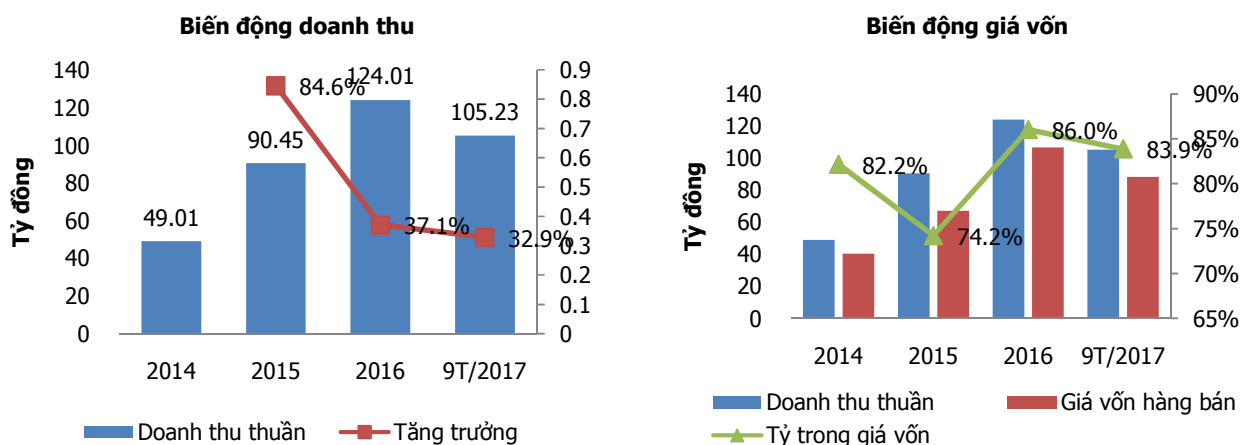
Nguồn: GKM

Tốc độ tăng trưởng doanh thu duy trì ở mức trên 30%/năm

Trong giai đoạn 2014 – 2017, doanh thu của GKM có xu hướng tăng dần từ mức 49 tỷ đồng năm 2014 lên 124 tỷ đồng năm 2016, năm 2017 dự kiến mức doanh thu đạt hơn 154 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2014-2015, tốc độ tăng trưởng doanh thu của GKM duy trì ở mức rất cao đạt 84,6%/năm. Tuy nhiên trong giai đoạn 2016 đến 9 tháng đầu năm 2017 xu hướng tăng trưởng có xu hướng chững lại nhưng vẫn duy trì ở mức cao trên 30%/năm.

Thực tế này phản ánh quy mô kinh doanh của GKM đã tăng mạnh và dần đạt tới mức khai thác phần lớn công suất nhà máy. Tuy nhiên, với kế hoạch mở rộng đầu tư nhà máy 2 trong năm 2018 thì dự kiến khả năng tăng trưởng sẽ được cải thiện trong những năm tới.

Bên cạnh đó, tỷ trọng giá vốn trên doanh thu đang được cải thiện rõ rệt khi giảm từ 86% năm 2016 xuống 83,9% trong 9 tháng năm 2017 đã đóng góp tích cực đến kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.



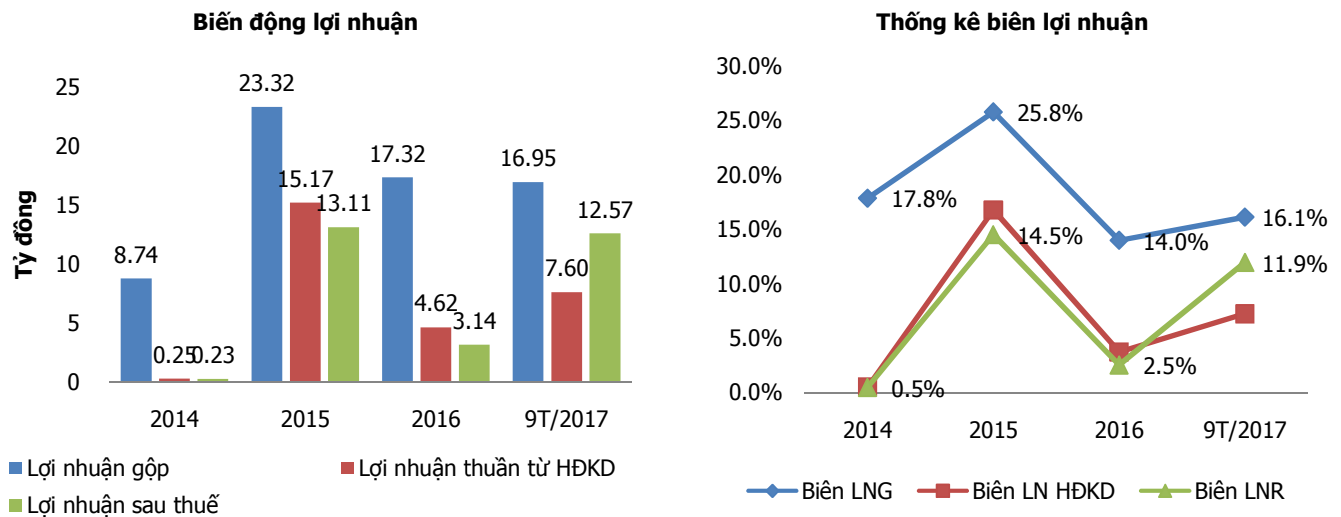
Nguồn: GKM

Tăng trưởng lợi nhuận chưa tương xứng với tiềm năng của doanh nghiệp

Trong giai đoạn 2014 – 2017 biến động lợi nhuận của GKM khá thất thường, với cơ cấu lợi nhuận chủ yếu từ hoạt động sản xuất và kinh doanh gạch xi măng cốt liệu thì lợi nhuận những năm gần đây của GKM tăng giảm thất thường, GKM đạt lợi nhuận cao trong năm 2015 và 2017 trong khi những năm 2014 và 2016 lại ghi nhận kết quả rất thấp.

Năm 2017, ghi nhận kết quả kinh doanh khá tốt trong 9 tháng đầu năm 2017 tuy nhiên phần lợi nhuận từ HĐKD chính chỉ chiếm 42% tổng lợi nhuận sau thuế, còn lại 58% được hạch toán từ chênh lệch giữa giá mua với giá trị vốn thực góp của doanh nghiệp mà GKM mua lại. Điều

tích cực trong chất lượng lợi nhuận của GKM là sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng trong năm 2017, đồng thời ghi nhận xu hướng tăng từ 2014 cho tới nay.



Nguồn: GKM

Trong 9 tháng đầu năm 2017, GKM đạt doanh thu 105,23 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 12,5 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 33,1% về doanh thu và 400% về lợi nhuận. Đạt được kết quả này là nhờ các yếu tố sau: (1) **GKM đẩy mạnh được sản lượng tiêu thụ tăng doanh thu, đồng thời tiết giảm giá vốn giúp tăng biên lợi nhuận gộp.** (2) **Có phần đóng góp đáng kể từ phần lợi nhuận khác liên quan đến việc Gạch Khang Minh mua lại 1 công ty cùng ngành để lập dự án xây dựng nhà máy số 2. Phần lợi nhuận khác này là 7,3 tỷ, chiếm 58% tổng lợi nhuận trước thuế trong 9 tháng đầu năm và là giá trị chênh lệch giữa giá thực mua công ty so với giá trị phần vốn góp thực tế trước đây của nhóm cổ đông cũ.**

Việc đẩy mạnh được sản lượng hàng bán giúp doanh thu chung của GKM tăng 33,1% so với cùng kỳ, tuy nhiên giá vốn chỉ tăng 31,7% so với cùng kỳ, do đó biên lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2017 đạt mức 16,1%, cao hơn đáng kể so với mức bình quân 14% năm 2016. Thực tế này giúp phần lợi nhuận từ HĐSXKD của GKM đạt 7,6 tỷ đồng, tăng trưởng 137,5% so với cùng kỳ. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với kết quả tăng trưởng lợi nhuận từ HĐSXKD của GKM.

Đối với phần lợi nhuận khác của GKM trong quý 2/2017 là phần phát sinh từ việc Công ty CP Gạch Khang Minh đầu tư mua lại 100% vốn chủ sở hữu của một công ty khác trong cùng ngành (cùng lĩnh vực hoạt động sản xuất gạch không nung xi măng cốt liệu). Giá trị mua lại thấp hơn giá trị vốn chủ sở hữu cũ là 7,3 tỷ đồng. Phần lợi nhuận đột biến phát sinh này đã được hạch toán, kiểm toán trong báo cáo tài chính 6 tháng đầu năm 2017. Công ty sau khi mua lại được đổi tên thành Công ty TNHH Sản xuất Gạch Khang Minh. Đây cũng là pháp nhân đại diện Công ty CP Gạch Khang Minh đầu tư xây dựng nhà máy số 2.

■ **Năng lực sản xuất tốt và tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn**

Năng lực hiện tại:

GKM hiện nay là đơn vị sản xuất gạch xi măng cốt liệu có công suất lớn nhất Việt Nam. GKM sở hữu nhà máy sản xuất với diện tích 40.660 m² tại Cụm công nghiệp mở rộng Tây Nam, Xã Thanh Sơn, Huyện Kim Bảng, Tỉnh Hà Nam. Vị trí này nằm ngay cạnh vùng công nghiệp khai thác đá xây dựng và sản xuất xi măng. Đây là vị trí thuận lợi vì nằm trong vùng nguyên liệu và gần với thị trường tiêu thụ chính là Hà Nội và các tỉnh đồng bằng sông Hồng.

Nhà máy gồm 6 dây chuyền sản xuất với tổng công suất 195 triệu viên quy tiêu chuẩn/năm, sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng trưởng khá hàng năm, với mức tiêu thụ chỉ 30,8 triệu viên năm 2012 đã tăng nhanh lên mức 125 triệu viên năm 2016, tương ứng đạt tỷ lệ khai thác khoảng 64% năng lực sản xuất. Việc còn dư địa gần 36% trên tổng công suất 195 triệu viên quy tiêu chuẩn/năm cho thấy tiềm năng tăng trưởng của GKM nếu doanh nghiệp thúc đẩy tốt hoạt động tiêu thụ tiến tới vận hành tối đa công suất thiết kế của nhà máy.

Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn:**Mở rộng quy mô, tăng năng lực sản xuất:**

Trong năm 2018, Công ty sẽ tiến hành đầu tư xây dựng nhà máy số 2.

Việc đầu tư nhà máy số 2 sẽ giúp tăng quy mô sản xuất chung của Công ty, giúp:

- *Tăng năng lực phục vụ thị trường khi nhu cầu phát triển ngày càng mạnh mẽ, góp phần hỗ trợ và bổ sung năng lực sản xuất cho nhà máy số 1.*
- *Giảm giá thành sản phẩm khi Công ty đạt được quy mô lớn (lợi thế quy mô).*
- *Củng cố vững chắc vị thế số 1 trong ngành gạch không nung xi măng cốt liệu, đảm bảo lợi thế cạnh tranh bền vững cho Công ty.*

Sự thuận lợi quan trọng của cơ chế chính sách:

Kiến trúc xanh, công trình xanh đang có xu thế phát triển mạnh trên thế giới. Ngay tại Việt Nam, Chính phủ, các hiệp hội ngành nghề kiến trúc và xây dựng cũng đang đẩy mạnh chương trình phát triển theo xu thế này. Do vậy, việc ứng dụng gạch không nung – vật liệu xanh (bảo vệ môi trường) là xu thế tất yếu. Điều này thúc đẩy khả năng phát triển mạnh mẽ của gạch không nung nói chung và gạch xi măng cốt liệu nói riêng.

Bên cạnh các hoạt động tuyên truyền thì chủ trương của Chính phủ còn được hiện thực hoá một cách quyết liệt bằng các quy định pháp lý mới, liên tục cập nhật điều chỉnh. Ngày 08/12/2017, Bộ Xây dựng vừa ban hành Thông tư 13/2017/TT-BXD quy định sử dụng vật liệu xây không nung trong các công trình xây dựng. (*Chi tiết phụ lục 1*)

Theo đó, tại điều 3 của Thông tư này quy định chi tiết (trích dẫn):

1. Các công trình xây dựng được đầu tư bằng nguồn vốn ngân sách Nhà nước, vốn Nhà nước ngoài ngân sách, vốn vay của doanh nghiệp có vốn Nhà nước lớn hơn 30% phải sử dụng vật liệu xây không nung trong tổng số vật liệu xây với tỷ lệ như sau:

a) Thành phố Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh: sử dụng 100%;

b) Các tỉnh đồng bằng trung du Bắc Bộ; các tỉnh vùng Đông Nam Bộ: Tại các khu đô thị từ loại III trở lên sử dụng tối thiểu 90%, tại các khu vực còn lại sử dụng tối thiểu 70%;

c) Các tỉnh còn lại: Tại các đô thị từ loại III trở lên phải sử dụng tối thiểu 70%, tại các khu vực còn lại phải sử dụng tối thiểu 50%.

2. Các công trình xây dựng từ 9 tầng trở lên phải sử dụng tối thiểu 80% vật liệu xây không nung tổng số vật liệu xây.

3. Các công trình có yêu cầu đặc thù không sử dụng vật liệu xây không nung thì phải được cơ quan quản lý Nhà nước có thẩm quyền xem xét, chấp thuận.

4. Nhà nước khuyến khích sử dụng vật liệu xây không nung vào các công trình xây dựng không phân biệt nguồn vốn, số tầng.”

Đánh giá: Xu thế xây dựng xanh cộng với sự quyết liệt thực hiện chủ trương chính sách quản lý Nhà nước đối với nhóm ngành vật liệu xây dựng không nung mở ra tiềm năng phát triển mạnh mẽ và bền vững trong tương lai cho Công ty.

Trong tương lai gần hoàn toàn có khả năng có thêm nguồn doanh thu đột biến lớn từ việc bán CERs

Sản xuất Gạch không nung là lĩnh vực sản xuất không tạo ra khí thải độc hại (CO₂), góp phần bảo vệ môi trường. Hiện tại, Công ty CP Gạch Khang Minh là đơn vị sản xuất gạch không nung duy nhất tại Việt Nam được Liên Hiệp Quốc chứng nhận và cấp Chứng chỉ giảm phát thải theo Cơ chế phát triển sạch (CDM – Clean Development Mechanism).

CDM là một cơ chế hợp tác quốc tế theo nghị định thư Kyoto – được ký kết năm 1997 tại Kyoto, nhằm làm giảm sự phát thải khí nhà kính trên phạm vi toàn cầu thông qua cơ chế đầu tư giữa các nước công nghiệp phát triển với các nước đang phát triển.

Nghị định thư Kyoto thiết lập ba “**cơ chế mềm dẻo**”: “Mua bán phát thải” (mua bán các chứng chỉ phát thải giữa các nước phát triển); “Đồng thực hiện” (mua bán các chứng chỉ giảm phát thải thông qua các dự án giảm phát thải thiết lập tại các nước phát triển) và “Cơ chế phát triển sạch - Clean Development Mechanism, CDM”. CDM là cơ chế duy nhất có liên quan tới các nước đang phát triển.

Mục tiêu chính của CDM:

- + Giúp đỡ các nước đang phát triển đạt phát triển bền vững.
- + Tạo thuận lợi cho các nước phát triển đạt được mục tiêu giảm phát thải của mình thông qua các dự án triển khai tại các nước đang phát triển.

Lượng giảm phát thải khí gây hiệu ứng nhà kính (CO₂) thu được từ mỗi dự án CDM được đo lường bằng các phương pháp đã được quốc tế thông qua và được thể hiện bằng đơn vị đo lường chuẩn gọi là CER

- + Certified Emission Reductions“(1CER = 1 tấn CO₂).

Nghị định thư Kyoto chính thức có hiệu lực vào ngày 15-2-2005, sau khi Cộng hòa Liên bang Nga ký kết tham gia, các CERs này bắt đầu được mua bán trên thị trường và trở thành một loại hàng hóa.

Thị trường mua bán CERs trên thế giới đang ngày càng phát triển mạnh khi mà các quốc gia phát triển trên thế giới đã thể hiện cam kết mạnh mẽ của mình trong việc quyết tâm bảo vệ môi trường, chống biến đổi khí hậu thông qua các Hội nghị chống biến đổi khí hậu của Liên Hiệp Quốc gần đây như COP 21 năm 2015 (tại Paris - Pháp), COP 23 tháng 11/2017 (tại Born – Đức).

Tại Việt Nam, một số lĩnh vực như lâm nghiệp (trồng rừng), thủy điện hay các dự án phát triển năng lượng tái tạo đã sớm thu được những hiệu quả tài chính rõ rệt từ việc bán CERs trên thị trường quốc tế.

Đối với quy mô của Công ty CP Gạch Khang Minh, trong tương lai gần hoàn toàn có khả năng có thêm nguồn doanh thu đột biến lớn từ việc bán CERs, dự kiến lên đến **hàng chục tỷ đồng**. Trên thực tế, Công ty đã ký Hợp đồng bán CERs cho các đối tác Đức và Hà Lan từ nhiều năm qua, vấn đề còn lại là lựa chọn thời điểm hợp lý để xác nhận khối lượng CERs được chuyển giao và hiện thực hoá giá trị thực tế. (*Chi tiết phụ lục 2*)

Như vậy, Công ty CP Gạch Khang Minh sẽ có nguồn tài chính được bổ sung trong tương lai từ nguồn thu đột biến khá lớn nêu trên sẽ góp phần nâng cao năng lực tài chính, tái bổ sung nguồn vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, gia tăng sức mạnh cho doanh nghiệp.

■ **Cơ cấu sản phẩm đa dạng, nhiều chủng loại, đáp ứng đa dạng nhu cầu**

Sản phẩm chính được GKM sản xuất là gạch xi măng cốt liệu đa dạng về chủng loại, mẫu mã và kích thước. Về chủng loại bao gồm cả gạch đặc (dùng xây móng và tường chịu lực) và gạch rỗng 40% (trọng lượng nhẹ dùng để xây tường ngăn).

Về mẫu mã, GKM đang sản xuất hơn 35 mẫu sản phẩm các loại. Về kích thước, sản phẩm của GKM đáp ứng đầy đủ mọi quy chuẩn, thậm chí có thể sản xuất theo kích thước đặt hàng. Ưu điểm của sản phẩm gạch không nung của GKM là khả năng chống xuyên nước (chống thấm) tốt, trọng lượng viên gạch được tối ưu hoá (nhẹ hơn) phù hợp với đặc thù lao động trong thi công xây dựng, thuận tiện cho thi công.

■ **Kế hoạch sản xuất kinh doanh trong giai đoạn 2018-2021**

Năm	Vốn góp của CSH (triệu đồng)	Sản lượng		Doanh thu		Lợi nhuận sau thuế		Lãi cơ bản trên cổ phần (EPS)	
		Sản lượng (triệu viên qtc)	Tăng trưởng	Giá trị (triệu đồng)	Tăng trưởng	Giá trị (triệu đồng)	Tăng trưởng	Giá trị (đồng/cp)	Tăng trưởng
2018	135.000	170	21,43%	195.000	26,62%	9.500	26,67%	704	
2019	135.000	215	26,47%	250.000	28,21%	12.500	31,58%	926	31,58%
2020	135.000	280	30,23%	320.000	28,00%	16.500	32,00%	1.222	32,00%
2021	135.000	370	32,14%	410.000	28,13%	21.500	30,30%	1.593	30,30%

Nguồn: GKM

■ **Tình hình tài chính ổn định phù hợp với quy mô sản xuất**

Cơ cấu tài sản phù hợp với quy mô sản xuất, trong tổng tài sản 163 tỷ đồng thì bao gồm 101 tỷ là tài sản ngắn hạn (trọng yếu là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho), phần tài sản dài hạn có giá trị 62 tỷ đồng thì chủ yếu là tài sản cố định là máy móc, nhà xưởng phục vụ sản xuất (chiếm hơn 40 tỷ đồng). Cơ cấu tài sản này phản ánh đúng mô hình sản xuất và thương mại sản phẩm.

Cơ cấu nguồn vốn ở mức cân bằng, trong tổng nguồn vốn 163 tỷ đồng thì phần vốn chủ sở hữu chiếm gần 62 tỷ đồng (bao gồm vốn góp, lợi nhuận để lại và các quỹ), hơn 100 tỷ đồng là nghĩa vụ phải trả, tuy nhiên nợ ngắn hạn chỉ có giá trị 40,8 tỷ đồng, nợ dài hạn là 7,8 tỷ đồng, tổng các khoản nợ vay là 48,6 tỷ đồng gần tương đương vốn góp cổ đông. Hàng năm áp lực chi phí tài chính ở mức vừa phải và phù hợp với quy mô doanh thu và lợi nhuận của GKM.

Các chỉ tiêu tài chính đang cho thấy sự cải thiện đáng kể

CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH			
	2014	2015	2016
Hệ số về khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện thời	1.06	1.89	1.32
Hệ số thanh toán nhanh	0.94	1.74	1.25
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.02	0.13	0.09
Hệ số về hiệu quả hoạt động			
Vòng quay các khoản phải thu	2.40	2.26	2.44
Số ngày thu nợ bình quân	149.73	159.61	147.49
Vòng quay hàng tồn kho	15.45	12.73	22.48
Số ngày tồn kho bình quân	38.28	21.24	11.94
Vòng quay tổng tài sản	0.73	0.94	1.04
Vòng quay tài sản cố định	2.43	3.98	3.50
Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	3.59	1.78	2.32
Hệ số về cơ cấu vốn			
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	65.5%	69.9%	64.7%
Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	34.5%	30.1%	35.3%
Hệ số nợ (chung)	79.8%	47.1%	55.2%
Hệ số nợ trên VCSH	395%	89.1%	123.3%
Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	61.7%	36.9%	49.0%
Hệ số nợ ngắn hạn trên tài sản ngắn hạn	94.2%	52.8%	75.7%
Hệ số nợ ngắn hạn trên VCSH	305%	69.8%	109.4%
Hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản	18.1%	10.2%	6.2%
Hệ số nợ dài hạn trên tài sản dài hạn	52.4%	33.9%	17.6%
Hệ số nợ dài hạn trên VCSH	89.5%	19.3%	13.9%

Khả năng thanh toán ở mức ổn định:

Qua các năm từ 2014 – 2016 khả năng thanh toán của GKM có xu hướng tăng dần và được cải thiện đáng kể, năm 2017 với dòng tiền tốt hơn từ doanh thu và lợi nhuận gia tăng thì các chỉ tiêu thanh toán tăng lên đáng kể.

Các chỉ số hiệu quả hoạt động tích cực hơn:

Các chỉ tiêu vòng quay các khoản phải thu, vòng quay tổng tài sản – vốn chủ sở hữu, và hàng tồn kho đồng loạt tăng khá, đồng thời số ngày thu nợ và số ngày tồn kho bình quân cũng có xu hướng giảm là những chỉ tiêu cho thấy hiệu quả hoạt động của GKM đang dần chuyển biến tích cực.

Hệ số nợ ở mức trung bình:

Hệ số nợ chung đang có xu hướng giảm dần, bên cạnh đó tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cũng giảm tương ứng cho thấy tình hình tài chính GKM cải thiện đáng kể về tính an toàn vốn. Trong cơ cấu nợ của GKM thì nợ ngắn hạn đang chiếm tỷ trọng cao hơn, tuy nhiên trong những năm gần đây tỷ trọng nợ ngắn hạn có xu hướng giảm dần, trong khi tỷ trọng nợ dài hạn có xu hướng tăng dần cũng phản ánh sự dịch chuyển cơ cấu nợ theo hướng an toàn hơn.

■ Phân tích SWOT của Công ty cổ phần Gạch Khang Minh

<p>ĐIỂM MẠNH</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Công suất, quy mô nhà máy hiện tại đang lớn nhất miền Bắc: 195 triệu viên quy tiêu chuẩn/ năm. ❖ Chất lượng sản phẩm thuộc nhóm đầu. Sản phẩm sản xuất ra có tính năng chống thấm, mẫu mã đẹp. ❖ Hệ thống sản phẩm đa dạng, đáp ứng linh hoạt mọi giải pháp ứng dụng và thi công của khách hàng. ❖ Sản xuất với quy mô lớn dẫn đến việc giá thành giảm hơn so với các đối thủ cạnh tranh. ❖ Khang Minh là nhà máy sản xuất gạch XMCL duy nhất trên thị trường xây dựng hệ thống trộn nguyên liệu thô nhằm đảm bảo chất lượng sản phẩm luôn đồng nhất. ❖ Thương hiệu Khang Minh đã được khẳng định trên thị trường xây dựng. Các đơn vị tư vấn thiết kế, các nhà thầu, chủ đầu tư lớn đều đã và đang sử dụng hoặc lấy tiêu chuẩn gạch Khang Minh làm tiêu chí đầu vào cho sản phẩm gạch tại công trình. ❖ Nhà máy đặt tại tỉnh Hà Nam, nơi có vùng nguyên liệu dồi dào và chất lượng tốt. ❖ Nhà máy đặt gần thị trường tiêu thụ chính: cách Hà Nội 60km rất thuận lợi cho việc vận chuyển. 	<p>ĐIỂM YẾU</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Đặc thù ngành sản xuất gạch không nung là công nghệ sản xuất không cao dẫn đến việc nhiều nhà máy dễ dàng nhái mẫu mã sản phẩm khiến cho việc giá bán sản phẩm không tốt như mong muốn. ❖ Là ngành sản xuất mới nên có nhiều nhà đầu tư mới, khiến cho môi trường cạnh tranh càng trở nên quyết liệt hơn, đặc biệt là việc cạnh tranh về giá. ❖ Vùng tiêu thụ của sản phẩm phụ thuộc nhiều vào vấn đề vận tải, sản phẩm chỉ cạnh tranh tốt tại các vùng thị trường cách nhà máy sản xuất khoảng 250km. ❖ Việc tiêu thụ sản phẩm tại thị trường nhà dân vẫn còn hạn chế lớn do thói quen sử dụng gạch đất sét nung từ xưa.
<p>CƠ HỘI</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Thị trường gạch không nung càng ngày càng mở rộng. Việc ứng dụng gạch không nung trong các công trình xây dựng đã trở nên phổ biến trong 2 năm trở lại đây. ❖ Các chính sách của nhà nước cũng tạo cơ hội lớn cho ngành sản xuất vật liệu xây dựng không nung. ❖ Nhu cầu sử dụng VLXD tăng rất nhanh, bình quân trong 5 năm trở lại đây từ 10-12%/năm. Theo quy hoạch tổng thể phát triển VLXD Việt Nam đến năm 2020, nhu cầu sử dụng VLXD vào năm 2020 khoảng 42 tỷ Vqtc trong đó tỷ lệ VLXD không nung tương ứng là 30-40%. ❖ Năm 2020, nhu cầu VLXD khoảng 42 tỷ Vqtc, việc từng bước thay thế gạch đất sét nung bằng VLXD không nung sẽ đem lại nhiều hiệu quả tích cực về các mặt kinh tế, xã hội và bảo vệ môi trường. Ngoài ra, sản xuất gạch không nung còn tiêu thụ một phần đáng kể phụ phẩm của các ngành nhiệt điện, luyện kim, khai khoáng,... góp phần tiết kiệm tài nguyên thiên nhiên, giảm ô nhiễm môi trường và các chi phí xử lý phế thải. ❖ Kiến trúc xanh, công trình xanh đang có xu thế phát triển mạnh trên thế giới. Ngay tại Việt Nam, Chính phủ, các hiệp hội ngành nghề kiến trúc và xây dựng cũng đang đẩy mạnh chương trình phát triển vật liệu xanh theo xu thế này. Do vậy, việc ứng dụng gạch không nung – vật liệu xanh (bảo vệ môi trường) là xu thế tất yếu. Điều này thúc đẩy khả năng phát triển mạnh mẽ của gạch không nung nói chung và gạch xi măng cốt liệu nói riêng. ❖ Bên cạnh các hoạt động tuyên truyền thì chủ trương của Chính phủ còn được hiện thực hoá bằng các quy định pháp lý mới, liên tục cập nhật điều chỉnh. Ngày 08/12/2017, Bộ Xây dựng vừa ban hành Thông tư 13/2017/TT-BXD quy định sử dụng vật liệu xây không nung trong các công trình xây dựng, theo đó quy định chi tiết việc bắt buộc phải sử dụng vật liệu xây không nung trong các loại công trình xây dựng. 	<p>THÁCH THỨC</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Rủi ro thanh toán: Rủi ro này xảy ra khi công ty không nhận được khoản thanh toán hợp đồng theo đúng thời hạn, trong khi thời gian phải trả cho người bán không được tăng tương ứng. Hậu quả là Công ty bị mất cân đối trong thu chi. ❖ Bước sang năm 2018, dư địa tăng trưởng về số lượng và giá trị các dự án bất động sản và công trình xây dựng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng. Tuy nhiên, do áp lực cạnh tranh gia tăng, nên các doanh nghiệp lớn với tiềm lực tài chính mạnh và bộ máy quản lý hiệu quả sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ tăng trưởng chung của ngành. ❖ Rủi ro cạnh tranh: Hiện nay, trên địa bàn cả nước có rất nhiều doanh nghiệp sản xuất và cung cấp sản phẩm cùng loại, do đó sản xuất và kinh doanh gạch chịu sự cạnh tranh khốc liệt từ các doanh nghiệp nội địa trong ngành. Trên thị trường hiện nay có nhiều doanh nghiệp sản xuất các mặt hàng cùng loại với Công ty, không chỉ cạnh tranh về mẫu mã, chất lượng sản phẩm mà còn cạnh tranh về giá bán. Điều này làm cho tính cạnh tranh trong ngành trở nên hết sức gay gắt và quyết liệt.

▪ **Định giá cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng các phương pháp FCFE và so sánh P/E để định giá cổ phiếu GKM.

Định giá theo phương pháp so sánh P/E

Để so sánh, chúng tôi lựa chọn một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất gạch nung đang niêm yết trên sàn là GMX. Hiện nay, CTCP Gạch Ngói Gốm xây dựng Mỹ Xuân (GMX) đang niêm yết trên sàn HNX đang hoạt động trong lĩnh vực sản xuất gạch ngói nung. Công suất hiện tại của nhà máy là 12 triệu viên/năm thấp hơn nhiều so với công suất nhà máy của Khang Minh. Cổ phiếu GMX đang giao dịch ở mức P/E là 9,01 lần và P/B là 2,33 lần, cao hơn nhiều so với mức P/E là 5,19 lần và P/B là 1,05 lần của GKM.

Về chỉ tiêu sinh lời, biên LNR và ROE của GKM đang tốt hơn của GMX. Trong khi, EPS 9 tháng của 2 doanh nghiệp tương đương nhau (EPS của GMX là 2.904 đồng và EPS của GKM là 2.794 đồng).

Bảng chỉ tiêu so sánh giữa 2 doanh nghiệp:

Mã	Tổng tài sản	Vốn chủ sở hữu	Vốn hóa	Doanh thu 9T2017	LNG 9T2017	LNR9T 2017	Biên LNG	Biên LNR	ROA	ROE	EPS9T	P/E	P/B
GMX	112,54	83,4	195,51	154,79	47,43	15,45	30,6%	10,0%	13,7%	18,5%	2.904	9,01	2,33
GKM	163,23	61,96	62,25	105,23	16,96	12,57	16,1%	11,9%	7,7%	20,3%	2.794	5,19	1,05

Với dự kiến cả năm 2017, GKM sẽ đạt doanh thu hơn 154 tỷ đồng và LNST khoảng 14,65 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 đạt 3.257 đồng/cp. Hiện tại theo kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2017 thì GKM đang giao dịch tại mức P/E là 5,2 lần, khá thấp so với mức P/E bình quân của ngành là 9,9 lần. Với việc dự kiến đầu tư xây dựng thêm nhà máy mới trong năm 2018, thì khả năng tăng trưởng doanh thu lợi nhuận của GKM dự kiến tăng đáng kể so với mức hiện tại. **Do đó, chúng tôi đưa ra mức P/E phù hợp với khả năng tăng trưởng mới ở mức 6 lần thì mức giá hợp lý của GKM vào khoảng 19.542 đồng/cp.**

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giá định GKM thực hiện tăng vốn thành công lên 135 tỷ theo kế hoạch để đầu tư nhà máy mới trong năm 2018, đưa dự báo tăng trưởng doanh thu lợi nhuận từ mức 25% - 30% trong giai đoạn 2018 – 2021 và tăng trưởng ổn định khoảng 5% cho các năm tiếp theo.

Các giả định khác:	Lợi tức trái phiếu dài hạn	Rf	9,0%
	Lãi suất thị trường	Rm	11,0%
	Beta	β	0,85
	Hệ số chiết khấu theo CAPM	k	10,7%

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN CỦA CHỦ SỞ HỮU (FCFE)

Chỉ tiêu	Đvt	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
LNST	Tỷ vnd	14,7	9,5	12,6	16,6	21,6	22,7	23,8	25,0
Chi đầu tư	Tỷ vnd	5,0	110,0	9,2	7,7	6,0	4,1	2,1	2,1
Khấu hao tài sản	Tỷ vnd	5,6	6,9	7,3	7,5	7,8	7,9	8,0	8,1
Thay đổi VLĐ ngoài TM	Tỷ vnd	6,6	35,0	2,1	1,8	1,4	0,9	0,5	0,5
Nợ mới - Trả nợ cũ	Tỷ vnd	7,0	8,3	8,7	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9
FCFE	Tỷ vnd	15,6	(120,3)	17,3	19,2	26,6	30,3	34,0	219,3
PV FCFE, GTKT	Tỷ vnd	15,6	(108,6)	14,1	14,2	17,7	18,2	18,5	107,6
Sum (+)TM	Tỷ vnd				97,4				
Số lượng CP lưu hành	Triệu cp				4,5				
PVf	vnd				21.634				

Kết luận định giá

Tổng hợp hai phương pháp định giá với trọng số 50% cho mỗi phương pháp được sử dụng, thì mức định giá hợp lý của GKM vào khoảng **20.600 đồng/cp**. **Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua đối với cổ phiếu GKM tại vùng hiện tại với tiềm năng tăng giá > 40%.**

TỔNG QUAN NGÀNH GẠCH KHÔNG NUNG VIỆT NAM

Gạch không nung tại Việt nam:

Tại Việt Nam, nhiều loại vật liệu xanh đã phát triển tương đối nhanh trong thời gian gần đây, điển hình như: xốp cách nhiệt, tôn lợp sinh thái, gỗ ốp tường, xi măng xanh...Tuy nhiên, gạch không nung và kính là 2 loại vật liệu đạt nhiều thành công nhất trong những năm gần đây, có khả năng sẽ tiếp tục phát triển mạnh hơn trong tương lai. Trong đó, gạch không nung được dự đoán sẽ chiếm lĩnh thị trường gạch xây của Việt Nam trong thời gian tới.

Nước ta hiện nay tiêu thụ 20 – 22 tỷ viên gạch một năm, đến năm 2020, lượng gạch cần cho xây dựng ước tính gấp đôi, 40 tỷ viên. Để đạt được lượng gạch này, cần một lượng đất khoảng 600 triệu m³, tương đương 30.000 ha đất canh tác. Gạch nung còn tiêu tốn nhiều năng lượng than, củi. Những lò gạch thải vào bầu khí quyển một lượng khí độc lớn. Trong bối cảnh đó, việc sử dụng gạch không nung là xu thế tất yếu của thế giới. Việt Nam cũng đã có gạch không nung, nhưng tỷ lệ sử dụng rất thấp, chỉ chiếm 4 – 5% sản lượng gạch toàn quốc. Lý do chính là người tiêu dùng vẫn chưa hoàn toàn có thói quen sử dụng gạch không nung, mà vẫn quen sử dụng gạch nung từ lâu nay.

Trong xây dựng hiện nay, gạch không nung đang ngày càng chiếm ưu thế so với gạch đất nung. Hiện nay, ở nước ta có 3 loại gạch xây không nung chính là gạch xi măng cốt liệu (hay còn gọi là gạch bê tông), gạch bê tông nhẹ (gồm gạch bê tông khí chưng áp – AAC và gạch bê tông bọt)... Trong đó, phổ biến nhất là gạch xi măng cốt liệu.

Gạch không nung có những ưu điểm vượt trội:

- Các chỉ số cơ lý của gạch bê tông đều cao hơn khi so với gạch đất nung: cường độ chịu nén cao, chịu uốn cao, cách âm cách nhiệt tốt...
- Kích thước lớn, tiết kiệm thời gian xây dựng.
- Giá thành viên gạch bê tông rẻ hơn gạch đất sét nung.
- Bảo vệ đất nông nghiệp vì gạch không nung không sử dụng đất sét. Vật liệu để sản xuất gạch xi măng cốt liệu được tận thu từ các nguồn vật liệu dư thừa trong khai thác đá, nhiệt điện. (Gạch đất nung sử dụng đất sét được khai thác chính từ đất nông nghiệp, làm mất diện tích trồng trọt...).
- Không dùng nhiên liệu than trong sản xuất. Tiết kiệm nguồn tài nguyên than đá.
- Không phát thải CO₂, bảo vệ môi trường.

Chính sách phát triển gạch không nung

Gạch không nung đang trở nên quan trọng trong công nghiệp xây dựng ở nước ta và rất cần được quan tâm. Chính vì vậy theo Quyết định số 115/2001/QĐ-TTg về việc quy hoạch tổng thể ngành công nghiệp vật liệu xây dựng đến năm 2020 và định hướng đến 2020 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 01/08/2001.

- Nghị định 121/2008-TTg của Viện vật liệu xây dựng – Bộ xây dựng trình Thủ tướng đã phê duyệt đưa ra lộ trình đưa gạch không nung vào thay thế vật liệu nung quy hoạch tới năm 2020. Theo lộ trình đã được điều chỉnh cho phù hợp với tình hình thực tế, tỷ lệ vật liệu xây không nung trên tổng số vật liệu xây vào các năm 2010 sẽ là 10% để đến năm 2015 tăng lên từ 20-25% và bắt đầu vào năm 2020 với 30 đến 40%; ứng dụng các công nghệ mới trong sản xuất vật liệu xây dựng, các sản phẩm vật liệu mới tiết kiệm năng lượng, thân thiện môi trường và phát triển bền vững.
- Công văn 2383/BXD – VLXD ngày 27/11/2008 của Bộ xây dựng gửi các Sở xây dựng các tỉnh thành phố phát triển vật liệu xây, gạch không nung thay thế cho gạch ngói nung để giảm ô nhiễm môi trường.
- UBND TP Hà Nội đã chỉ thị nghiêm cấm sử dụng đất nông nghiệp để sản xuất gạch ngói, đồng thời không cho phép các xã, thôn, ký hợp đồng mới, gia hạn hợp đồng về sản xuất gạch bằng lò thủ công gây ô nhiễm môi trường tại địa phương. Bên cạnh đó, Hà Nội cũng không cho phép tận dụng đất đào từ các công trình nuôi trồng thủy sản, kênh mương, ao hồ để sản xuất gạch ngói bằng lò thủ công. UBND TP HCM khuyến khích sử dụng gạch không nung vào các công trình sử dụng vốn ngân sách, công trình nhà cao tầng, công trình nhà ở, ký túc xá sinh viên... Tất cả nhằm mục tiêu phát triển các loại VLXD thân thiện với môi trường bằng công nghệ tiên tiến. Trong nội dung của đồ án quy hoạch phát triển VLXD TPHCM đến năm 2020 thì đến năm 2015, các cơ sở khai thác, chế biến, sản xuất vật liệu xây dựng (VLXD) có hàm lượng khí thải vượt quá quy định hoặc không có hệ thống xử lý chất thải phải chuyển đổi sản xuất, ứng dụng công nghệ tiên tiến hoặc phải ngừng sản xuất.
- Quyết định phê duyệt chương trình phát triển vật liệu không nung đến năm 2020.

xuất, sử dụng gạch đất sét nung.

- Ngày 08/12/2017, Bộ Xây dựng vừa ban hành Thông tư 13/2017/TT-BXD quy định sử dụng vật liệu xây không nung trong các công trình xây dựng.

- **Thị trường gạch không nung rất lớn**

Với mục tiêu đề ra trong Chiến lược phát triển vật liệu xây không nung (VLXKN) thay thế gạch đất sét nung, cùng những định hướng, chính sách quyết liệt trong việc thúc đẩy phát triển vật liệu xây không nung của Chính Phủ cho thấy, thị trường phát triển gạch không nung còn rất lớn và tiềm năng có thể còn tiếp tục tăng cao trong tương lai.

Mặc dù còn một số tài liệu pháp lý chưa hoàn chỉnh về kỹ thuật, định mức,... cũng như việc triển khai các cơ chế chính sách ưu đãi, nhưng nhìn chung, ngành sản xuất Vật liệu xây không nung đã có những bước phát triển vượt bậc trong những năm gần đây cả về số lượng và chất lượng. Hiện nay, gạch không nung đang chiếm tỷ trọng sử dụng khá cao trong tổng các loại vật liệu xây dựng, thậm chí nhiều dự án – công trình gạch không nung đã thay thế hoàn toàn gạch đất sét nung.

Năm 2018, Việt Nam được dự đoán là sẽ tiếp tục thu hút nhiều nguồn vốn đầu tư lớn từ nước ngoài, đặc biệt là Nhật Bản, Hàn Quốc, hai đối tác luôn tìm kiếm, sử dụng 100% vật liệu xanh trong cách công trình của mình. Hơn nữa, trong những năm qua, Nhà nước đã liên tiếp tạo ra những bàn đạp lớn để thúc đẩy sự phát triển của vật liệu xanh, đặc biệt là gạch không nung ở Việt Nam.

- **Sử dụng gạch không nung tại các công trình xây dựng để bảo vệ môi trường.**

Theo thống kê của Tập đoàn Điện lực Việt Nam, mỗi năm các nhà máy nhiệt điện của Việt Nam sẽ thải ra khoảng 30-40 triệu tấn tro xỉ. Xuất phát từ vấn đề trên, Bộ Xây dựng đã tham mưu với Chính phủ ban hành Quyết định 567/QĐ-TTg về phát triển gạch không nung để từng bước thay thế vật liệu đất sét nung. Với các chỉ tiêu đến năm 2020 đạt 30-40% tỷ lệ gạch không nung và hàng năm sử dụng 15-20 triệu tấn phế thải tro xỉ nhiệt điện, lò cao để sử dụng làm nguyên liệu gạch không nung. Tiết kiệm được 100 ha đất nông nghiệp, hàng trăm ha diện tích đất phế thải phục vụ cho các nhà máy nhiệt điện. Tiến tới xóa bỏ hoàn toàn các lò sản xuất gạch đất sét nung bằng lò thủ công, lò thủ công cải tiến, lò vòng hóa thạch... để tăng cường sử dụng gạch không nung thân thiện môi trường.

Ngành xây dựng tại Việt Nam đang tăng trưởng trung bình 20%/năm, nhu cầu gạch xây dựng của Việt Nam phát triển khá nhanh. Theo Vụ Vật liệu xây dựng (Bộ Xây dựng), sau hơn 7 năm thực hiện Chương trình theo Quyết định số 567/QĐ-TTg về việc phê duyệt Chương trình phát triển gạch không nung, tổng công suất thiết kế chung cho các loại sản phẩm gạch không nung đạt khoảng 6 tỷ viên quy tiêu chuẩn (QTC).

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH				CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH					
Đvt: Tỷ VNĐ				2014	2015	2016	2014	2015	2016
Doanh thu bán hàng và CCDV	49,01	90,45	125,23	Hệ số về khả năng thanh toán					
Các khoản giảm trừ doanh thu	0,00	0,00	1,22	Hệ số thanh toán hiện thời	1,06	1,89	1,32		
Doanh thu thuần	49,01	90,45	124,01	Hệ số thanh toán nhanh	0,94	1,74	1,25		
Giá vốn hàng bán	40,27	67,14	106,69	Hệ số thanh toán tiền mặt	0,02	0,13	0,09		
Lợi nhuận gộp	8,74	23,32	17,32	Hệ số về hiệu quả hoạt động					
Doanh thu hoạt động tài chính	0,00	0,00	0,01	Vòng quay các khoản phải thu	2,40	2,26	2,44		
Chi phí tài chính	5,32	4,02	2,78	Số ngày thu nợ bình quân	149,73	159,61	147,49		
Trong đó: Chi phí lãi vay	5,32	4,01	2,78	Vòng quay hàng tồn kho	15,45	12,73	22,48		
Chi phí bán hàng	1,13	1,89	4,43	Số ngày tồn kho bình quân	38,28	21,24	11,94		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,04	2,24	5,50	Vòng quay các khoản phải trả	0,00	0,00	0,00		
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	0,25	15,17	4,62	Thời gian thanh toán bình quân	0,00	0,00	0,00		
Thu nhập khác	0,00	0,00	0,01	Chu kỳ convert tiền mặt	0,00	0,00	0,00		
Chi phí khác	0,02	0,38	0,29	Vòng quay tổng tài sản	0,73	0,94	1,04		
Lợi nhuận khác	(0,02)	(0,37)	(0,28)	Vòng quay tài sản cố định	2,43	3,98	3,50		
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	0,00	0,00	0,00	Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	3,59	1,78	2,32		
Lợi nhuận trước thuế	0,23	14,80	4,33	Hệ số về cơ cấu vốn					
Chi phí thuế TNDN hiện hành	0,00	1,69	1,19	Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	65,5%	69,9%	64,7%		
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0,00	0,00	0,00	Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	34,5%	30,1%	35,3%		
Lợi nhuận sau thuế	0,23	13,11	3,14	Hệ số nợ (chung)	79,8%	47,1%	55,2%		
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0,00	0,00	0,00	Hệ số nợ trên VCSH	395,2%	89,1%	123,3%		
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	0,23	13,11	3,14	Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	61,7%	36,9%	49,0%		
				Hệ số nợ ngắn hạn trên TSNH	94,2%	52,8%	75,7%		
				Hệ số nợ ngắn hạn trên VCSH	305,7%	69,8%	109,4%		
				Hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản	18,1%	10,2%	6,2%		
				Hệ số nợ dài hạn trên tài sản dài hạn	52,4%	33,9%	17,6%		
				Hệ số nợ dài hạn trên VCSH	89,5%	19,3%	13,9%		
				Hệ số về khả năng sinh lời					
				Hệ số lợi nhuận gộp	17,8%	25,8%	14,0%		
				Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD	0,5%	16,8%	3,7%		
				Hệ số lợi nhuận khác	0,0%	-0,4%	-0,2%		
				Hệ số lợi nhuận trước thuế	0,5%	16,4%	3,5%		
				Hệ số lợi nhuận ròng	0,5%	14,5%	2,5%		
				Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)	0,3%	13,7%	2,6%		
				Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	1,7%	25,8%	5,8%		
				Hệ số dòng tiền	0,0%	0,0%	0,0%		
				Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNTT	-7,3%	-2,5%	-6,5%		
				Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNTT	107,3%	102,5%	106,5%		
				Hệ số đánh giá thu nhập					
				Thu nhập trên cổ phần (EPS)	112	2.914	698		
				Cổ tức trên cổ phần	0	0	0		
				Hệ số chi trả cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%		
				Mức sinh lời cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%		
				Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)					
				Giá trị sổ sách (BV)	6.495	11.278	11.976		
				P/E	208,8	10,0	37,7		
				P/B	3,6	2,6	2,2		

	2013	2014	2015
TÀI SẢN NGẮN HẠN	44,26	67,11	77,85
Tiền và tương đương tiền	0,95	4,70	5,51
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,00	0,00	0,00
Các khoản phải thu	20,38	40,10	51,31
Hàng tồn kho	5,21	5,34	4,15
Tài sản ngắn hạn khác	17,72	16,97	16,89
TÀI SẢN DÀI HẠN	23,28	28,86	42,46
Phải thu dài hạn	0,04	0,04	0,04
Tài sản cố định	20,18	22,75	35,79
Bất động sản đầu tư	0,00	0,00	0,00
Đầu tư tài chính dài hạn	0,00	0,00	0,20
Lợi thế thương mại	0,00	0,00	0,00
Tài sản dài hạn khác	3,06	6,07	6,44
TỔNG TÀI SẢN	67,54	95,97	120,31
NỢ PHẢI TRẢ	53,90	45,22	66,42
Nợ ngắn hạn	41,70	35,44	58,95
Vay và nợ ngắn hạn	31,25	16,97	24,25
Phải trả người bán	8,18	15,25	30,34
Người mua trả tiền trước	0,17	0,03	0,52
Nợ dài hạn	12,20	9,78	7,48
Vay và nợ dài hạn	12,20	9,78	7,48
VỐN CHỦ SỞ HỮU	13,64	50,75	53,89
Vốn đầu tư của CSH	21,00	45,00	45,00
Thặng dư vốn cổ phần	0,00	0,00	0,00
Cổ phiếu quỹ	0,00	0,00	0,00
Lãi chưa phân phối	(7,36)	5,75	8,89
Vốn và quỹ khác	0,00	0,00	0,00
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,00	0,00	0,00
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	67,54	95,97	120,31

Phu lục

Phu lục 1: Thông tư 13/2017/TT-BXD quy định sử dụng vật liệu xây không nung trong các công trình xây dựng.

BỘ XÂY DỰNG

**CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
Độc lập - Tự do - Hạnh phúc**

Số: 13 /2017/TT-BXD

Hà Nội, ngày 08 tháng 12 năm 2017

THÔNG TƯ

Quy định sử dụng vật liệu xây không nung trong các công trình xây dựng

Căn cứ Nghị định số 81/2017/NĐ-CP ngày 17/7/2017 của Chính phủ quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Bộ Xây dựng;

Căn cứ Nghị định số 24a/2016/NĐ-CP ngày 05/4/2016 của Chính phủ về quản lý vật liệu xây dựng;

Theo đề nghị của Vụ trưởng Vụ Vật liệu xây dựng;

Bộ trưởng Bộ Xây dựng ban hành Thông tư quy định sử dụng vật liệu xây

thay thế Thông tư số 09/2012/TT-BXD ngày 28/11/2012 của Bộ trưởng Bộ Xây dựng quy định sử dụng vật liệu xây không nung trong các công trình xây dựng.

2. Bộ trưởng, Thủ trưởng các cơ quan ngang Bộ, cơ quan thuộc Chính phủ, Chủ tịch UBND các tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương và các tổ chức, cá nhân có liên quan chịu trách nhiệm thi hành Thông tư này. /

Nơi nhận:

- Thủ tướng, các Phó Thủ tướng Chính phủ;
- Các Bộ, cơ quan ngang Bộ, cơ quan thuộc Chính phủ;
- HĐND, UBND các tỉnh, TP trực thuộc TW;
- Văn phòng TW Đảng;
- Văn phòng Quốc hội;
- Văn phòng Chủ tịch nước;
- Tòa án nhân dân tối cao;
- Viện Kiểm sát nhân dân tối cao;
- Cục Kiểm tra văn bản QPPL - Bộ Tư pháp;
- Các Sở Xây dựng;

KT. BỘ TRƯỞNG

THỦ TRƯỞNG



Rùi Phạm Khánh

Phu lục 2: Hợp đồng với đối tác Hà Lan

**KHANG MINH BRICK JOINT STOCK COMPANY
(as CPA Seller)**

**ENECO ENERGY TRADE B.V.
(as Buyer)**

**INVESTMENT AND TRADE CONSULSTANCY COMPANY LIMITED
(as Co-ordinating/Managing Entity)**

**PROGRAMME OF ACTIVITIES (POA) CER
PURCHASE AGREEMENT**

May 2011

BETWEEN

- (1) **Eneco Energy Trade B.V** a private company with limited liability incorporated under the laws of the Netherlands, having its seat at Rotterdam, the Netherlands and its address at Rivium Quadrant, 2909 LC Capelle aan den IJssel, the Netherlands, ("**Buyer**"), duly represented by Mr. Robert de Boer, Managing Director,
- (2) **KHANG MINH BRICK JOINT STOCK COMPANY** of 5th floor, VG Building, 235 Nguyen Trai Street, Thanh Xuan District, Hanoi, Vietnam (the "**CPA Seller**"); and

File

Execution

Executed as an agreement

Eneco Energy Trade B.V.



By: Robert de Boer

Title: Managing Director

Date: 16/06/2011

Khang Minh Brick Joint Stock Company (as CPA Seller)



By: Mr. Dang Viet Le

Title: Chairman

Date: 26/05/2011

Hợp đồng với đối tác Đức:

KHANG MINH BRICK JOINT STOCK COMPANY
(as CPA Seller)

ENBW TRADING GMBH
(as Buyer)

INVESTMENT AND TRADE CONSULSTANCY COMPANY LIMITED
(as Co-ordinating/Managing Entity)

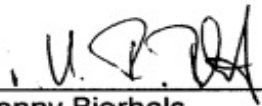
**PROGRAMME OF ACTIVITIES (POA) CER
PURCHASE AGREEMENT**


May 2011

BETWEEN

- (1) **ENBW TRADING GMBH** of Durlacher Allee 93, 76131 Karlsruhe, Germany ("EnBW") or (the "Buyer"),
- (2) **KHANG MINH BRICK JOINT STOCK COMPANY** of 5th floor, VG Building, 235 Nguyen Trai Street, Thanh Xuan District, Hanoi, Vietnam (the "CPA Seller"); and

EnBW Trading GmbH (as Buyer)


By: Ronny Bierhals
Title: Head of Coal & Emissions Desk
Date: 27/05/2011


By: Arturs Lokomets
Title: Carbon Originator
Date: 27/05/2011

EnBW Trading GmbH
Durlacher Allee 93
76131 Karlsruhe

Khang Minh Brick Joint Stock Company (as CPA Seller)


By: Mr. Dang Viet Le
Title: Chairman
Date: 26/05/2011

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:**Thực hiện:****Phạm Văn Quỳnh** - Email: Quynh.phamvan@mbs.com.vn**Kiểm soát:****Trần Hoàng Sơn** - Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn