

BÁO CÁO PHÂN TÍCH LẦN ĐẦU

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu CVT với mức giá mục tiêu 25,100 đồng/cổ phiếu. Tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014F
DTT (tỷ đồng)	282.64	292.07	591.02	700.00
+/- yoy (%)	4.7%	3.3%	102.4%	18.4%
LNST (tỷ đồng)	20.66	11.77	18.86	25.00
+/- yoy	-32.0%	-43.0%	60.2%	32.5%
TTS (tỷ đồng)	340.33	470.98	491.10	589.32
+/- yoy	42.0%	38.4%	4.3%	20.0%
VCSH (tỷ đồng)	120.32	114.45	122.54	147.54
+/- yoy	1.4%	-4.9%	7.1%	20.4%
Nợ/TTS	64.6%	75.7%	75.0%	75.0%
TS LN gộp	17.9%	16.9%	13.6%	0.0%
TS LN ròng	7.3%	4.0%	3.2%	3.6%
EPS (đồng)	-	2,636	2,420	3,125
ROA	7.1%	2.9%	3.8%	4.2%
ROE	17.3%	10.0%	15.4%	16.9%

Điểm nổi bật:

- ❖ CVT là công ty đi đầu trong lĩnh vực sản xuất các loại gạch Ceramic theo công nghệ Italia và Tây Ban Nha, bao gồm gạch lát nền, gạch ốp tường, gạch chân tường và gạch viền trang trí. Công ty là nơi cung cấp một khối lượng lớn gạch Ceramic cho hầu hết các tỉnh phía Bắc, một số tỉnh miền Trung và miền Nam.
- ❖ Mặc dù doanh thu được duy trì ổn định và tăng trưởng trong những năm qua, lợi nhuận của công ty lại giảm sút mạnh trong 2 năm 2011, 2012. Ngoại trừ những khó khăn nói chung của thị trường bất động sản và xây dựng, nguyên nhân chủ yếu là do nhà máy số 2 do công ty tập trung đầu tư trong giai đoạn này chưa đi vào hoạt động. Việc nhà máy này đi vào hoạt động từ cuối năm 2012 đã làm doanh thu và lợi nhuận của công ty tăng trưởng mạnh mẽ.
- ❖ Năm 2013, công ty đặt kế hoạch 42 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Trong quý I, lợi nhuận sau thuế đạt 5.43 tỷ đồng, cao gấp nhiều lần lợi nhuận cùng kỳ năm trước nhờ nhà máy số 2 đi vào hoạt động ổn định và sản xuất dòng gạch cao cấp mài bóng Nano đáp ứng được nhu cầu thị trường.
- ❖ Trong năm 2014, công ty dự kiến tăng vốn điều lệ lên gấp đôi để đầu tư mở rộng nhà máy sản xuất số 2, nâng công suất lên gấp 1.5 lần vào quý IV năm 2015.

Điểm yếu và rủi ro:

- ❖ Cạnh tranh gay gắt trong thị trường vật liệu xây dựng và đòn bẩy tài chính cao là những rủi ro chính của CVT.

Khuyến nghị **MUA**
Giá mục tiêu 25,100 đồng
Giá hiện tại 17,700 đồng
Tầm nhìn đầu tư 1 năm

**PHÒNG PHÂN TÍCH
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Chuyên viên Phân tích:

Vu Thi Thu Trang
trangvt@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 09/07/2014

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Trụ sở: Toà nhà APEC Building, Số 14
Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 08/07/2014 (nghìn đồng)	18.0
EPS trailing (nghìn đồng)	3.01
P/E	5.96
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	16.42
Hệ số beta	1.04
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	49,876
KLCP đang niêm yết	8,000,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	139.68

Lịch sử thành lập

Công ty Cổ phần CMC tiền thân là Nhà máy Bê tông Việt Trì được thành lập từ những năm 1960, trực thuộc Tổng Công ty Xây dựng Sông Hồng – Bộ Xây dựng.

Công ty tiến hành cổ phần hóa từ cuối 2005 và chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần và đổi tên thành Công ty Cổ phần CMC với vốn điều lệ ban đầu 80 tỷ đồng theo quyết định số 489/QĐ-BXD ngày 23/03/2006 của Bộ trưởng Bộ Xây dựng.

Cổ phiếu CVT được niêm yết và giao dịch lần đầu vào ngày 05/11/2009. Vốn điều lệ tính đến thời điểm hiện tại của công ty vẫn là 80 tỷ đồng. Theo Nghị quyết ĐHCĐ 2014, CVT dự kiến sẽ tăng vốn điều lệ lên gấp đôi (160 tỷ đồng) thông qua hình thức phát hành cho cổ đông hiện hữu.

Cơ cấu cổ đông

Hiện tại trong cơ cấu cổ đông của CVT, ông Nguyễn Quang Huy, Tổng Giám đốc, đang là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 4.8% vốn điều lệ. Tổng Công ty Cổ phần Sông Hồng hiện đang nắm 4.49% vốn điều lệ. Mặc dù vốn điều lệ chỉ có 80 tỷ đồng, có thể thấy cơ cấu cổ đông của CVT khá phân tán.

Ban lãnh đạo

Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc của CVT đều là những người gắn bó với công ty từ những ngày đầu được cổ phần hóa, và đang nắm giữ 2 – 4% cổ phần của công ty.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Mô hình sản xuất kinh doanh

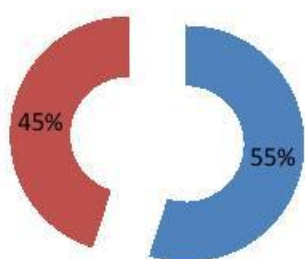
Hoạt động kinh doanh chính của CVT là sản xuất các loại gạch Ceramic theo công nghệ Italia và Tây Ban Nha, bao gồm gạch lát nền, gạch ốp tường, gạch chân tường và gạch viền trang trí. Công ty là nơi cung cấp một khối lượng lớn gạch Ceramic cho hầu hết các tỉnh phía Bắc, một số tỉnh miền Trung và miền Nam.

Hiện tại, CVT đang vận hành 2 nhà máy:

- ❖ Nhà máy gạch CMC số 1 bao gồm 4 dây chuyền sản xuất (đầu tư từ 1996 – 2003), trong đó 3 dây chuyền có công suất 1,000,000 m²/năm và 1 dây chuyền công suất 2,000,000 m²/năm. Với hệ thống máy móc đồng bộ cùng dây chuyền sản xuất, tổng công suất của nhà máy số 1 đạt 5,000,000 m²/năm.
- ❖ Tháng 9/2010, Công ty triển khai theo nghị quyết của ĐHCĐTN năm 2010 về việc đầu tư xây dựng Nhà máy gạch CMC số 2 tại khu công nghiệp Thụy Vân, TP Việt Trì với công suất giai đoạn I là 5,000,000 m²/năm. Nhà máy gạch số 2 đã hoàn thành và đi vào hoạt động từ tháng 8/2012.

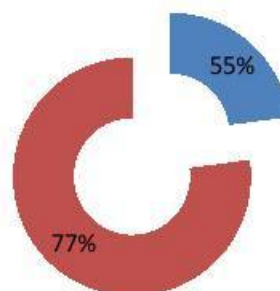
Kết quả sản xuất và bán hàng năm 2013 theo từng chủng loại sản phẩm tại 2 nhà máy và từng khu vực địa lý được thể hiện qua các biểu đồ sau:

Kết quả sản xuất tại 2 nhà máy



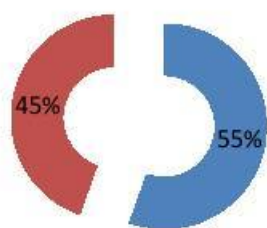
■ CMC 1 ■ CMC 2

Kết quả sản xuất theo chủng loại sản phẩm



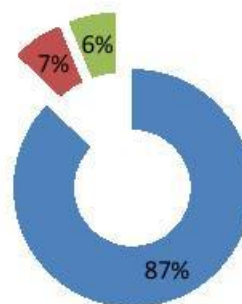
■ Gạch ốp ■ Gạch lát

Kết quả bán hàng tại 2 nhà máy



■ Nhà máy CMC 1
■ Nhà máy CMC 2

Kết quả bán hàng tại các khu vực địa lý



■ Miền Bắc ■ Miền Trung ■ Miền Nam

Nguồn nguyên liệu

Do đặc thù sản phẩm chính của Công ty là vật liệu xây dựng, gạch men, đầu vào của CVT bao gồm các nguyên vật liệu chủ yếu sau: Đất sét, Fenspat, Men, Màu, Phụ gia, Than đá. Trong đó, xét về khối lượng, đất sét là nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn nhất của CVT.

Nguyên vật liệu chính đối với các chủng loại sản phẩm của doanh nghiệp được cung cấp khá dồi dào trên thị trường. Ngoài ra, để tạo tính chủ động trong việc sử dụng nguyên vật liệu của mình, đối với các nguyên liệu sản xuất trong nước thì công ty đặt hàng theo tháng, còn đối với đất sét và các nguyên liệu nhập khẩu Công ty dự trữ ít nhất 1 quý.

Kênh phân phối

Hiện nay Công ty sử dụng chủ yếu kênh phân phối gián tiếp thông qua nhà phân phối trung gian và hệ thống bán lẻ rời mới đến tay người tiêu dùng. Hiện tại mạng lưới tiêu thụ của Công ty được trải dài từ Bắc đến Nam. Thị trường miền Bắc của Công ty hiện có khoảng trên 30 nhà phân phối. Mạng lưới của hai Chi nhánh còn lại cũng đang tiếp tục được mở rộng và phủ kín các tỉnh trong địa bàn từ khu vực Quảng Bình trở vào trong.

Đối thủ cạnh tranh

Trên thị trường sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng hiện nay có thể kể đến 05 đối thủ cạnh tranh chính của CMC bao gồm cả đối thủ hiện tại và tiềm ẩn đó là: Tập đoàn Prime, công ty gạch ốp lát Viglacera, công ty gạch Việt Anh, Công ty gạch men Hồng Hà, công ty gạch men Mikado. Ngoài ra còn rất nhiều nhà máy, thương hiệu khác cũng đang là đối thủ cạnh tranh trực tiếp đe dọa đến việc phát triển mở rộng thị phần của CMC như: Công ty gạch men Thanh Hà, Gạch ToKu, công ty gạch men Ngọc Sơn, Công ty gạch men Redstar, công ty gạch men Taicera, Bạch Mã, Đồng Tâm, Mỹ Đức...

Hiện nay, ngoài các đối thủ cạnh tranh chính từ trong nước, CMC còn phải đối mặt với các sản phẩm thay thế là các sản phẩm nhập khẩu từ nước ngoài như Trung Quốc, Thái Lan, Tây Ban Nha..., các loại vật liệu tương đương được sản xuất trong nước và các loại ván sàn gỗ, các loại gạch, đá Granit nhân tạo và tự nhiên.

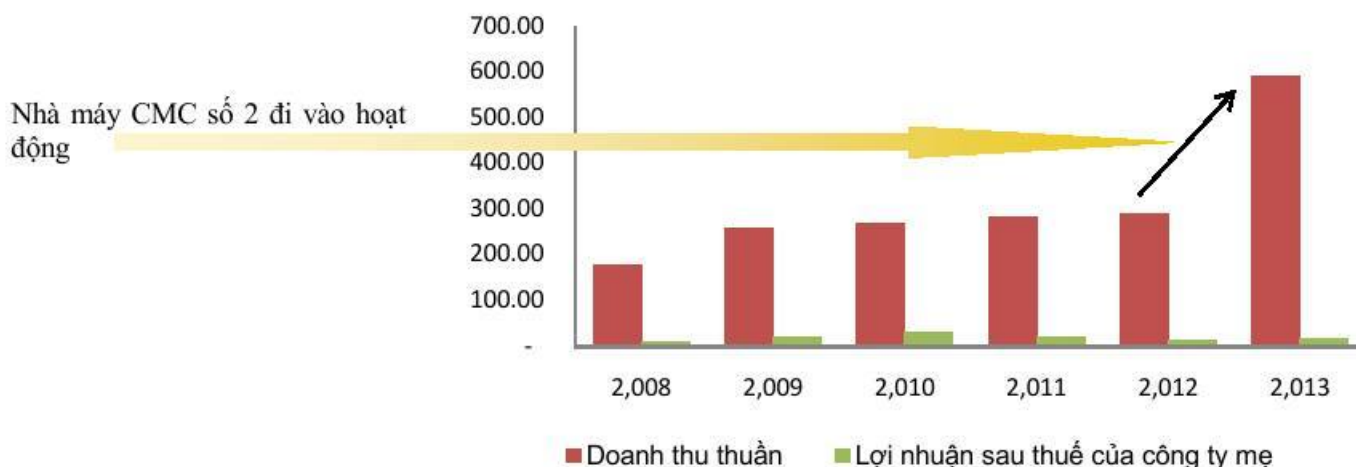
Như vậy để nâng cao vị thế và uy tín trên thị trường CMC phải liên tục đầu tư, nghiên cứu cải tiến công nghệ, phát triển mẫu mã và đa dạng hóa các dòng sản phẩm, tăng cường các dịch vụ bán hàng để đáp ứng tốt nhất nhu cầu thị hiếu của người tiêu dùng. Hiện tại thế mạnh của CMC là thương hiệu hàng hoá cao, sản xuất được những sản phẩm mà hiện nay trên toàn quốc không đơn vị nào sản xuất được như gạch ốp tường kích thước 400mmx600mm.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	257.07	269.82	282.64	292.07	591.02
Tăng trưởng doanh thu thuần	44%	5%	5%	3%	102%
Lợi nhuận gộp	48.12	60.90	50.66	49.46	80.15
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	20%	27%	-17%	-2%	62%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	21.59	33.36	22.38	13.42	23.41
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD	156%	54%	-33%	-40%	74%
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	19.38	30.37	20.66	11.77	18.86
Tăng trưởng LNST	115%	57%	-32%	-43%	60%

Có thể thấy, mặc dù doanh thu được duy trì tương đối ổn định và tăng trưởng trong giai đoạn từ 2009 – 2013, lợi nhuận của công ty lại giảm sút mạnh trong 2 năm 2011 và 2012. Theo giải trình từ phía công ty, nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm trên là do những khó khăn nói chung của thị trường xây dựng và bất động sản. Ngoài ra, đây cũng là thời gian công ty tập trung đầu tư Nhà máy CMC số 2. Công ty dự kiến nhà máy số 2 sẽ hoàn thành ra sản phẩm vào 2 tháng cuối năm 2011. Tuy vậy, đến tháng 8/2012 nhà máy này mới đi vào hoạt động. Trong khi đó công ty vẫn phải gánh chịu các chi phí tài chính và chi phí quản lý doanh nghiệp. Đây là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận của công ty giảm sút trong 2 năm này.



Hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2013 cả về doanh thu và lợi nhuận sau thuế cùng với sự đi vào hoạt động của nhà máy số 2.

Kết quả kinh doanh quý I

Quý I năm 2014, CVT đạt 116.78 tỷ đồng doanh thu và 5.43 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Có thể thấy lợi nhuận sau thuế của công ty quý này tăng mạnh so với cùng kỳ của năm 2013. Theo giải trình từ phía công ty, lợi nhuận sau thuế quý này tăng mạnh nhờ các nguyên nhân sau:

Đơn vị tính: Tỷ đồng	QI/2013	QI/2014	Thay đổi
Doanh thu thuần	96.18	116.78	21.4%
Lợi nhuận sau thuế	0.40	5.43	1274.3%

- Quý I/2014, nhà máy gạch CMC số 2 đi vào sản xuất dòng gạch cao cấp mài bóng Nano đáp ứng được nhu cầu thị trường.
- Dây chuyền công nghệ mới đi vào sản xuất ổn định, tiết kiệm được chi phí sản xuất triệt để.
- Công ty đã nắm bắt được thị hiếu của người tiêu dùng nên sản xuất ra các dòng sản phẩm phù hợp, tránh được tình trạng hàng tồn kho.

Dòng tiền

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Dòng tiền từ HĐSXKD	76.19	(3.93)	28.29	(6.86)	38.82
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(6.48)	(7.72)	(137.93)	(62.26)	(7.23)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(73.99)	16.35	66.47	58.54	(2.59)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	7.75	5.97	32.26	21.99	51.04

Bên cạnh doanh thu và lợi nhuận, dòng tiền của công ty cũng có sự cải thiện mạnh mẽ trong năm 2013. Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh sau khi âm trong năm 2012 đã tăng mạnh vào năm 2013, cao hơn nhiều lần so với lợi nhuận. Điều này cho thấy nhiều khả năng công ty chưa hạch toán phần tiền thu được trong năm 2013 thành doanh thu và lợi nhuận. Công ty cũng đã sử dụng một phần tiền thu được từ hoạt động sản xuất kinh doanh để thanh toán một phần nợ vay dài hạn.

Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.22	1.55	0.94	0.75	0.77
Hệ số thanh toán nhanh	0.53	1.04	0.47	0.21	0.29
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.12	0.69	0.22	0.09	0.19
Cấu trúc tài chính					

Vay dài hạn/Tài sản	0.09	0.04	0.21	0.23	0.20
Vốn vay/Tài sản	0.33	0.34	0.47	0.50	0.49
Công nợ/Tài sản	0.57	0.51	0.65	0.76	0.75
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	40	44	41	31	15
Thời gian TB xử lý HTK	123	90	98	153	95
Thời gian TB trả cho NCC	56	40	52	82	65
Chu kỳ tiền tệ	108	93	87	102	45
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	18.7%	22.6%	17.9%	16.9%	13.6%
Lãi hoạt động/Doanh thu	8.4%	12.4%	7.9%	4.6%	4.0%
Lãi trước thuế/Doanh thu	8.6%	12.9%	8.5%	5.7%	4.3%
Lãi ròng/Doanh thu	7.5%	11.3%	7.3%	4.0%	3.2%
ROA	11.1%	16.1%	7.1%	2.9%	3.9%
ROE	35.2%	34.1%	17.3%	10.0%	15.9%

Khả năng thanh toán

Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của công ty được cải thiện trong năm 2013 chủ yếu do tiền mặt của công ty tăng mạnh trong giai đoạn này, từ 21.99 tỷ vào cuối năm 2012 lên 51.04 tỷ đồng vào cuối năm 2013. Trong khi đó, các khoản phải thu và hàng tồn kho gần như không thay đổi. Tuy vậy, so với các năm 2009, 2010 và các công ty khác cùng ngành sản xuất vật liệu xây dựng, có thể thấy các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của CVT vẫn ở mức thấp. Điều này có thể đem lại rủi ro cho công ty khi thị trường có những biến động bất thường.

Cấu trúc tài chính

Có thể thấy tỷ lệ công nợ/tài sản của công ty tăng mạnh trong giai đoạn từ 2009 – 2013. Nguyên nhân chủ yếu là do mặc dù vốn điều lệ không thay đổi từ ngày cổ phần hóa, công ty đã tài trợ hoạt động đầu tư chủ yếu bằng nguồn vốn vay. Đòn bẩy tài chính và chi phí tiền lãi tăng mạnh trong 2 năm 2011, 2012 là một phần nguyên nhân khiến lợi nhuận của công ty giảm sút trong 2 năm này dù doanh thu tiếp tục tăng trưởng.

Trong năm 2014, công ty dự kiến phát hành thêm 8 triệu cổ phiếu để tăng gấp đôi vốn điều lệ nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư của công ty trong giai đoạn tới. Đây là bước đi đúng đắn giúp giảm thiểu gánh nặng từ đòn bẩy tài chính của công ty trong thời gian tới.

Hiệu quả hoạt động

Tỷ suất lãi gộp và lãi ròng của công ty giảm mạnh trong giai đoạn từ 2010 trở lại đây do tốc độ tăng của doanh thu chậm hơn tốc độ tăng của giá vốn hàng bán. Một phần do cạnh tranh tăng lên trong giai đoạn này, một phần do nhà máy số 2 vừa đi vào hoạt động, công tác quản lý, bán hàng, thu mua nguyên vật liệu chưa thực sự “vào guồng”. Cùng với việc đi vào hoạt động ổn định của nhà máy số 2, nhiều khả năng các chỉ tiêu này sẽ được cải thiện trong năm tới.

Mặc dù vậy, cả ROA và ROE của công ty đều được cải thiện trong năm 2013 cho thấy hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty được cải thiện trong năm này.

TRIỂN VỌNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Triển vọng phát triển của ngành

Thuộc một phân khúc của ngành vật liệu xây dựng, hoạt động sản xuất kinh doanh của CVT phụ thuộc chặt chẽ vào sự biến động của ngành xây dựng và thị trường BĐS. Theo các nghiên cứu và phân tích gần đây, nền kinh tế Việt Nam nói chung và ngành bất động sản nói riêng đang bước vào giai đoạn phục hồi. Đây là động lực cho sự phát triển của công ty trong các năm tiếp theo.

Triển vọng CVT

Như trên đã phân tích ở trên, trong năm 2014, CVT dự kiến phát hành thêm 8 triệu cổ phiếu, tăng vốn điều lệ từ 80 lên 160 tỷ đồng. Số tiền thu được sẽ được công ty bổ sung nguồn vốn phục vụ sản xuất kinh doanh và đầu tư dự án xây dựng dây chuyền gạch có công suất từ 5 triệu m² đến 6 triệu m²/năm tại CMC 2 (giai đoạn 2). Thời gian dự kiến bắt đầu thi công xây dựng, lắp đặt thiết bị: Quý IV năm 2014 đến Quý IV năm 2015 đưa vào vận hành sản xuất. Như vậy dự án này dự kiến đem lại dòng tiền từ năm 2016.

Ngoài ra, có thể thấy quý I năm 2014, kết quả sản xuất kinh doanh của CVT đã có sự phát triển vượt bậc nhờ dây chuyền sản xuất số 2 đi vào hoạt động ổn định và công ty sản xuất dòng gạch cao cấp mài bóng Nano đáp ứng được nhu cầu thị trường.

Phương pháp DCF

Năm 2014, CVT đặt kế hoạch 700 tỷ đồng doanh thu và 42 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tương ứng với 31.5 tỷ đồng. Để thận trọng chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của công ty năm nay đạt 25 tỷ đồng, thấp hơn so với kế hoạch đề ra. Ngoài ra, doanh thu và lợi nhuận của công ty cũng có sự tăng trưởng đột biến trong năm 2016 nhờ giai đoạn 2 của nhà máy số 2 đi vào hoạt động.

Giai đoạn 2 nhà máy số 2 đi vào hoạt động

Đơn vị tính: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	700.00	784.00	1,097.60	1,207.36	1,328.10
Lợi nhuận sau thuế	25.00	28.00	39.20	43.12	47.43
Lãi suất (1-T)	23.65	26.49	37.09	40.79	44.87
Khấu hao	52.50	58.80	82.32	90.55	99.61
Đầu tư vào tài sản cố định	59.15	66.25	92.75	102.02	112.22
Đầu tư vào vốn lưu động	32.20	36.06	50.49	55.54	61.09
Dòng tiền tự do (FCFF)	9.80	10.98	15.37	16.91	18.60
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017					529.70
Giá trị doanh nghiệp					600.37
Giá thị trường của nợ					368.55
Số lượng cổ phiếu lưu hành					8,000,000
Giá trị cổ phiếu (đồng)					28,977

Phương pháp P/E và P/B

	Trung bình ngành	CVT	Định giá
P/B	1.3	16,420	21,346
P/E	8.0	3,125	25,000

Giá trị trung bình của cả 3 phương pháp là 25,100 đồng. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào CVT tại mức giá thị trường hiện tại.

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 - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apec.com.vn; Website: <http://www.apec.com.vn>