

Công ty Cổ phần CMC (CVT)

Báo cáo cập nhật
Ngày 27/03/2018

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	66,500
Upside	42%

Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại	46,700
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	28.2
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1,318
Giá cao nhất 52 tuần	56,800
Giá thấp nhất 52 tuần	33,509
KLGDĐQ (cổ phiếu)	437,914
FOL	49%
% sở hữu nước ngoài	n/a

Cơ cấu cổ đông

Nguyễn Quang Huy	6.7%
Dương Quốc Chính	3.7%
Tổng Công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam	3.1%
Tổng Công ty Cổ phần Sông Hồng	1.2%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Trung

trung.nguyenbao@mbs.com.vn

Tiếp tục tăng trưởng nhờ mở rộng sản xuất

- **KQKD năm 2017 tăng trưởng 14.6%, dự báo năm 2018 tăng trưởng 22.4%.**
- **Tổng công suất thiết kế tăng** từ 15 triệu m²/năm lên 18 triệu m² /năm (+20%) từ T1/2018. **Tiếp tục đầu tư mở rộng công suất** CMC2 – GD4 công suất 1.5 triệu m², dự kiến đi vào hoạt động Q4/2018.
- **Sản phẩm mới Granite thảm muôi tan** nếu thành công sẽ mang lại tăng trưởng cao về doanh thu và lợi nhuận.
- **Trung Quốc tiếp tục hạn chế sản xuất** và đóng cửa các đơn vị sản xuất nhỏ lẻ, do vậy thị trường trong nước chịu ít cạnh tranh từ Trung Quốc hơn. Ngoài ra ngành **tiếp tục được bảo hộ về thuế.**
- **Tỷ suất lợi nhuận cao so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành**, tương lai tiếp tục định hướng sang các sản phẩm có giá bán & biên lợi nhuận cao hơn.
- **Mức định giá hấp dẫn: P/E forward 2018 5.8x, EV/EBITDA forward 2018 3.8x.**
- **Rủi ro:** (i) **Rủi ro cạnh tranh** từ việc các nhà sản xuất gạch ốp lát tại Việt Nam (Viglacera, Prime v.v...) đều tăng công suất trong năm 2017-2018. (ii) **Rủi ro tăng giá nhiên liệu đốt** – chiếm khoảng 20% giá vốn (iii) **Rủi ro hàng tồn kho:** giá trị hàng tồn kho của CVT thường ở mức khá lớn, chiếm gần 70% tài sản ngắn hạn tại 31/12/2017. Tuy nhiên đây là do đặc thù của doanh nghiệp bán hàng tập trung cho đối tượng dân dụng, số lượng mẫu mã nhiều nên cần lượng hàng tồn kho sẵn sàng để bán lòn.

Khuyến nghị đầu tư

Công ty cổ phần CMC (CVT) hoạt động trong lĩnh vực vật liệu xây dựng, trong đó sản phẩm chủ yếu là gạch ốp lát (Ceramic & Granite) và ngói lợp. Trong giai đoạn 2012 – 2017, doanh nghiệp liên tục đầu tư mở rộng sản xuất (từ công suất 5 triệu m²/ năm tại nhà máy CMC1 năm 2014, tăng lên 15 triệu m²/năm năm 2017 và hiện tại đạt 18 triệu m²/năm với dây chuyền CMC2 – GD3 mới vào hoạt động tháng 1/2018). Trong thị trường nội địa, CVT là thương hiệu có uy tín và quy mô lớn, tập trung vào thị trường dân dụng trong nước.

CVT có mức tỷ suất lợi nhuận thuộc loại cao nhất so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành, mức biên lợi nhuận gộp năm 2017 đạt 24.3% (so với 23.6% năm 2016), biên lợi nhuận ròng năm 2017 đạt 14.8% (so với 13.6% năm 2016), ROE năm 2017 đạt 32.6%.

Với định giá 66.500 đồng/cổ phiếu, cao hơn 42% so với thị giá hiện tại, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu CVT, tuy nhiên cần lưu ý các tác động của việc **gia tăng cạnh tranh** trong ngành gạch ốp lát trong thời gian tới, cũng như việc mức doanh thu và lợi nhuận ròng **biến động theo quý** khá nhiều (thường tăng mạnh vào 2 quý cuối năm, đặc biệt là quý 4, trong khi quý 1 thường thấp). Do vậy, nhà đầu tư có thể tận dụng các phiên điều chỉnh để tích lũy cổ phiếu ở mức giá hợp lý.

Dự báo lợi nhuận

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính (tỷ VND)	2016	2017	2018F	2019F
Sản lượng sản xuất	13,754,820	14,434,290	16,937,811	18,161,070
<i>Tăng trưởng sản lượng</i>	<i>62%</i>	<i>5%</i>	<i>17%</i>	<i>7%</i>
Doanh thu thuần	1,118	1,180	1,469	1,573
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>64%</i>	<i>6%</i>	<i>24%</i>	<i>7%</i>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	152	174	226	256
<i>Tăng trưởng lợi nhuận</i>	<i>143%</i>	<i>15%</i>	<i>30%</i>	<i>13%</i>
EPS (VND)	7,919	6,172	8,004	9,065
BVPS (VND)	20,138	18,959	25,554	33,534
ROE	39.3%	32.6%	31.3%	27.0%
ROA	15.1%	14.5%	15.7%	15.6%

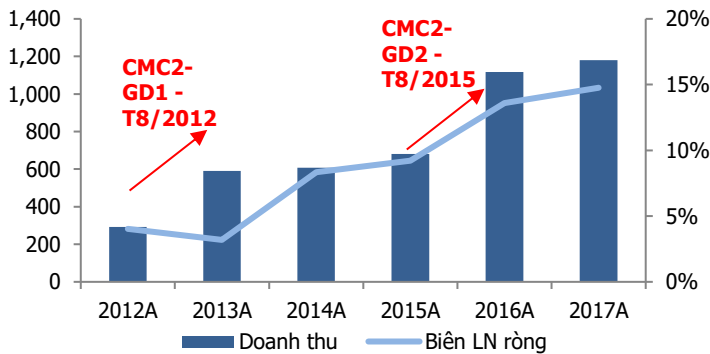
Nguồn: BCTC CVT & MBS Research dự phóng

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2017

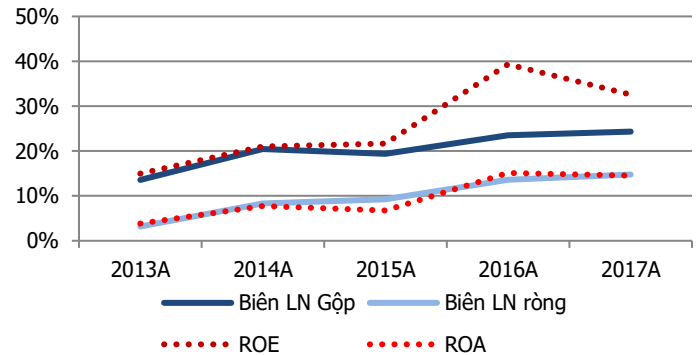
Năm 2017, tổng sản lượng tiêu thụ của công ty đạt 14,434,290 m², tăng 5% y-o-y. Doanh thu thuần năm 2017 đạt 1,180 tỷ đồng, tăng 6% y-o-y, lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt 174 tỷ đồng, tăng 15% y-o-y. Nguyên nhân doanh thu tăng nhiều hơn sản lượng và biên lợi nhuận tăng là do cơ cấu sản phẩm chuyển dịch từ các sản phẩm Ceramic sang sản phẩm Granite có giá bán cao hơn và biên lợi nhuận cao hơn. Ngoài ra công ty cũng thực hiện tiết giảm chi phí sản xuất và chi phí quản lý đóng góp vào mức tăng của biên lợi nhuận.

Doanh thu và lợi nhuận của CVT tăng trưởng đều qua các năm trước:

Biểu 1: Doanh thu & biên lợi nhuận



Biểu 2: Chỉ số lợi nhuận 2013 - 2017



Nguồn: CVT

CVT là doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận cao nhất so với các doanh nghiệp gạch men khác niêm yết trên sàn chứng khoán:

	CVT	TCR	TLT	TTC	VGC	VIT
Biên LN gộp	24%	13%	12%	16%	23%	14%
Biên LN ròng	15%	-5%	3%	6%	8%	5%
ROE	33%	-11%	29%	18%	11%	21%
ROA	14%	-5%	5%	10%	4%	5%

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Về cơ cấu nguồn vốn, tổng dư nợ / vốn chủ sở hữu tại 31/12/2017 giảm mạnh so với đầu năm (giảm từ mức 1.03 lần về mức 0.76 lần), do dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào của công ty trong năm. Ngoài ra trong năm công ty cũng đã thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 10:4, nâng mức vốn góp của chủ sở hữu từ 192 tỷ đồng lên 282 tỷ đồng (+47% yoy).

Tình hình hoạt động

- Dây chuyền CMC 2 – Giai đoạn 3 bắt đầu đầu tư từ tháng 12/2016, đi vào sản xuất từ tháng 1/2018. CMC2 – GD3 có tổng mức đầu tư khoảng 350 tỷ đồng, nâng công suất thiết kế thêm 3 triệu m²/năm đá granite, trong đó có thể sản xuất được đá Granite thấm muối tan và Granite xương bán sứ, được kỳ vọng có giá bán cao (giá bán Granite thấm muối tan trên thế giới khoảng 250.000 đồng /m²). Tuy nhiên sản phẩm Granite thấm muối tan hiện chỉ mới ở giai đoạn thiết kế sản phẩm và thử nghiệm, dự kiến sản phẩm có thể bước đầu được tung ra thị trường với số lượng nhỏ từ Q2/2018.

Gạch Granite thấm muối tan có nhiều ưu điểm: chất lượng cao, tỷ lệ sản xuất gạch loại I cao hơn công nghệ cũ, bền màu hơn và tiết kiệm chi phí hơn. Nếu sản phẩm được thị trường đón nhận tốt, doanh thu mang về cho CVT có triển vọng tăng mạnh, do giá bán của sản phẩm này sẽ cao hơn granite thường khoảng 1.5 - 2 lần.

- Công ty có kế hoạch đầu tư dây chuyền CMC 2 – Giai đoạn 4, công suất khoảng 1.5 triệu m² /năm, dự kiến bắt đầu đầu tư từ tháng 4/2018, vốn đầu tư khoảng 3 triệu USD, mất 5 - 6 tháng để hoàn tất.

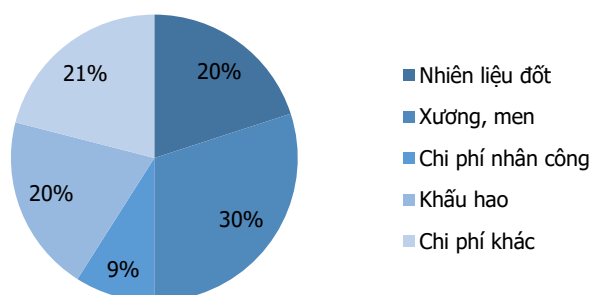
Nhà máy	Bắt đầu hoạt động sản xuất	Công suất thiết kế (triệu m2 / năm)	Địa điểm	Sản phẩm
Nhà máy CMC 1	Năm 1997	5	Phường Tiên Cát, Việt Trì	Dây chuyền sản xuất gạch Ceramic công nghệ Italia
Nhà máy CMC 2 - Giai đoạn 1	Tháng 8/2012	5	KCN Thụy Vân, Việt Trì	Dây chuyền sản xuất gạch Granite
Nhà máy CMC 2 - Giai đoạn 2	Tháng 8/2015	5	KCN Thụy Vân, Việt Trì	Dây chuyền sản xuất gạch Granite
Nhà máy CMC 2 - Giai đoạn 3	Tháng 12/2017	3	KCN Thụy Vân, Việt Trì	Dây chuyền sản xuất gạch Granite
Nhà máy CMC 2 - Giai đoạn 4 (dự kiến, chưa xây dựng)	Dự kiến Q4/2018	1.5	KCN Thụy Vân, Việt Trì	Dây chuyền sản xuất gạch Granite

Nguồn: MBS Research

- Theo thông tin từ ban lãnh đạo công ty, nhà máy CMC 1 với thời gian hoạt động đã từ lâu và đã hết khấu hao, do công nghệ sản xuất đã lạc hậu và đóng góp không nhiều vào lợi nhuận của công ty, do đó công ty có thể sẽ cân nhắc thay đổi mục đích sử dụng của mảnh đất này (7.5 ha tại trung tâm TP. Việt Trì) sang mục đích xây dựng BDS đầu tư hoặc chuyển nhượng cho bên khác, nếu bán lại có thể thu về lợi nhuận bất thường cho CVT. Tuy nhiên, việc chuyển đổi mục đích sử dụng này chỉ được cân nhắc sau khi công ty đầu tư xong nhà máy để thay thế, hiện chưa có kế hoạch cụ thể.
- Diện tích đất hiện tại của CVT sẽ được sử dụng hết toàn bộ sau khi nhà máy CMC 2 – Giai đoạn 4 hoàn tất xây dựng. Theo ban lãnh đạo công ty, cho mục đích tiếp tục đầu tư mở rộng, CVT đang trình xin phê duyệt từ tỉnh Phú Thọ để được cấp thêm 50 ha đất tại cao tốc Hà Nội - Lào Cai.
- Theo Biên bản họp HĐQT 01/BB-HĐQT-2018 ngày 10/01/2018 thông qua kế hoạch kinh doanh 2018 và chia cổ tức 2017, mức chi trả cổ tức năm 2017 ở mức 45% (tiền mặt và cổ phiếu), cao hơn mức 30 – 35% đã phê duyệt trong DHDCD năm 2017. HĐQT đặt kế hoạch doanh thu 2018 đạt 1.700 tỷ đồng (+44% y-o-y), lợi nhuận đạt 260 tỷ đồng (+49% y-o-y).

Cơ cấu chi phí

Biểu 3: Cơ cấu chi phí giá vốn CVT



Nguồn: CVT

Với đặc thù doanh nghiệp sản xuất, chiếm tỷ trọng cao nhất trong giá vốn của CVT là chi phí nguyên vật liệu (xương, men – 30% và nhiên liệu đốt – 20%). Thay đổi về giá và nguồn cung của các nguyên vật liệu theo đó có tác động lớn đến KQKD của CVT:

- Đất sét và fenspat chiếm chủ yếu nguyên liệu sản xuất. Nguồn cung 2 vật liệu này đến từ các mỏ lớn trong nước, hiện có trữ lượng và kế hoạch khai thác khá dồi dào trong thời gian tới. Dự báo giá thành các nguyên liệu này chỉ tăng khoảng 2 – 3% /năm.
- Các chất phụ gia và men màu nhập khẩu từ Ấn Độ, Trung Quốc, Hồng Kông, có giá thấp và dự báo sẽ không có nhiều biến động.
- Giá than đốt (CVT sử dụng than cám là nhiên liệu đốt chính, nhập từ các mỏ ở Quảng Ninh) được dự báo sẽ tăng trong tương lai, do các yếu tố từ việc bảo vệ môi trường và chi phí khai thác tăng. Giá than và khí đốt có thể tăng từ 5 – 7% cho các năm tới.
- Dây chuyền số 3 của nhà máy CMC 2 sẽ sử dụng khí CNG làm nhiên liệu đốt, có chi phí cao hơn từ 10 – 15%, tuy nhiên nhiệt độ đốt lò ổn định hơn, giảm thời gian đốt lò, tiết kiệm chi phí bảo dưỡng thiết bị và tăng tỷ lệ gạch chất lượng cao. Giá khí thiên nhiên được dự báo tăng từ 3 – 6% /năm cho các năm tới.

THỊ TRƯỜNG GẠCH ỐP LÁT 2018 & VỊ THẾ CỦA CVT

Thị trường gạch ốp lát

Thị trường gạch ốp lát Việt Nam còn nhiều tiềm năng phát triển, thị trường Bất động sản trong nước cũng như thị trường nhà ở riêng lẻ trong năm 2017 tiếp tục tăng trưởng mạnh. Trong hoàn cảnh tốc độ tăng trưởng kinh tế và chính sách vĩ mô thuận lợi như hiện tại, ngành Vật liệu xây dựng nói chung và gạch ốp lát nói riêng đang có những điều kiện thuận lợi như:

- Ngành bất động sản đang tăng trưởng mạnh, dẫn đến nhu cầu đầu tư xây dựng tăng cao: đến từ các dự án FDI, Khu công nghiệp v.v...
- Tốc độ đô thị hóa của Việt Nam ở mức cao nhất khu vực Đông Nam Á, kéo theo nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng và bất động sản ở các thành phố duy trì ở mức cao. Theo báo cáo của BMI, mức đô thị hóa được dự báo tăng từ 34% hiện tại lên mức 37 – 38% vào năm 2021 (so với năm 1998 mới chỉ ở mức 20%).
- Lãi suất cho vay và lạm phát duy trì ở mức thấp và ổn định.
- Trung Quốc cắt giảm sản lượng một số mặt hàng VLXD như thép, gạch v.v...
- **Việt Nam tiếp tục áp dụng các biện pháp bảo hộ về thuế** cho nhiều mặt hàng, trong đó có gạch ốp lát. Theo Nghị định số 153/2017/NĐ-CP về thuế nhập khẩu ưu đãi đặc biệt của Việt Nam theo Hiệp định Thương mại hàng hóa Asean - Trung Quốc giai đoạn 2018 – 2022, đa số các mặt hàng gạch lát tráng men được áp dụng mức thuế 20%. Do vậy, các mặt hàng nội địa tiếp tục có khả năng cạnh tranh với nguồn cung đến từ Trung Quốc.

Về năng lực sản xuất, theo thông tin từ Bộ Xây dựng, thị trường gạch ốp lát hiện có trên 60 nhà sản xuất (tính cả nhà sản xuất đang triển khai xây dựng để đưa vào sản xuất năm 2018, so với con số cuối năm 2016 khoảng trên 40 nhà sản xuất). Tổng công suất thiết kế năm 2018 sẽ đạt tới 706,5 triệu m² sau khi việc xây dựng của các doanh nghiệp hoàn thành, so với mức công suất năm 2016-2017 chỉ trên 500 triệu m² /năm, tương đương mức tăng tới 40%. Trong đó, trước đây 84% công suất là mặt hàng ceramic (420 triệu m²/năm), 12% là granite (60 triệu m²/năm) và còn lại là các loại gạch khác như cotto, porcelain. Công suất tăng mới chủ yếu từ mặt hàng Granite, công suất danh nghĩa dự kiến 2018 sẽ đạt 169.5 triệu m².

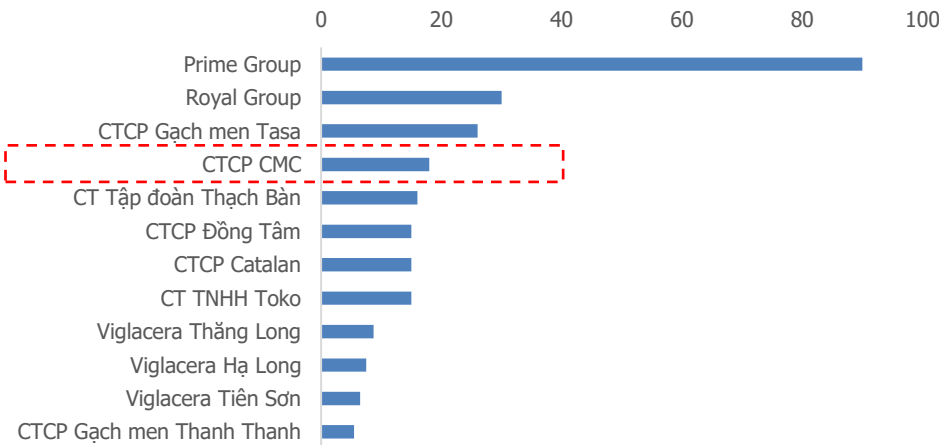
Bộ xây dựng đã quy hoạch không đầu tư mới vào hoạt động sản xuất gạch men Ceramic do tình trạng dư cung, nhưng sẽ vẫn đầu tư ở mảng Granite và cotto. Ngoài ra các nhà máy muốn cấp phép hoạt động mới phải đạt công suất tối thiểu hàng năm trên 6 triệu m².

Trong khi đó, về mức tiêu thụ, trong năm vừa qua Việt Nam tự sản xuất khoảng 500 triệu m², xuất khẩu gần 200 triệu m² và nhập khẩu 100 - 200 triệu m², tương đương mức tiêu thụ hiện tại khoảng 400 - 500 triệu m² / năm. Các đơn vị sản xuất trong nước nhìn chung đều tiêu thụ hết sản phẩm. Mức tiêu thụ này được dự báo tiếp tục tăng trưởng, gạch granite đạt tăng trưởng kép khoảng 20%, ceramic 2% và cotto là 10% cho các năm tới. Hai năm gần đây, gạch ốp lát thực sự đã và đang là nhu cầu không chỉ ở thành phố, ở các khu đô thị mà cả **vùng nông thôn (là một thị trường tăng trưởng khá tốt của CVT)**. Đây chính là yếu tố tiềm năng cho sự phát triển ngành gạch ốp lát Việt Nam. Tuy nhiên với mức công suất sản xuất tăng ồ ạt của các doanh nghiệp hiện nay, **tình trạng dư cung có thể sẽ bắt đầu xảy ra** vào khoảng giai đoạn cuối 2018 – 2019. Như vậy sẽ dẫn tới biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp suy giảm, đòi hỏi các doanh nghiệp cần quản lý chi phí hiệu quả, áp dụng công nghệ sản xuất cao hơn và đưa ra những sản phẩm chất lượng cao để cạnh tranh.

Ngoài ra, **xu thế sử dụng gạch Granite thay cho Ceramic** ngày càng trở nên phổ biến, do Granite có tính năng vượt trội về độ bền và tính thẩm mỹ. Các chuyên gia trong ngành cho biết nhu cầu sử dụng gạch Granite tại Việt Nam hiện đang tăng trưởng khá tốt với mức tăng 15 - 20% năm, và sẽ dần thay thế các sản phẩm Ceramic.

Vị thế của CVT

Biểu 4: Công suất thiết kế các doanh nghiệp tại Việt Nam (triệu m²/năm)



CVT là doanh nghiệp có công suất sản xuất ở mức trung bình. Prime là đơn vị sản xuất lớn nhất với công suất khoảng 90 triệu m²/năm, các đơn vị lớn khác có công suất thấp hơn nhiều, khoảng từ 20 – 40 triệu m²/năm. Ngoài Prime, không đơn vị nào sở hữu trên 10% tổng năng lực sản xuất của ngành, do vậy đây là thị trường còn khá phân mảnh.

Nguồn: MBS Research tổng hợp

CVT tập trung vào thị trường dân dụng trong nước (không bán cho các công trình lớn), trong đó chủ yếu là thị trường miền Bắc chiếm khoảng 77,1% tổng sản lượng xuất bán, sau đó là miền Trung và miền Nam (tương ứng chiếm 13,2% và 9,3% tổng sản lượng). Về sản phẩm, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của CVT là gạch ốp lát Ceramic, chiếm 72%, sau đó là gạch đá Granite chiếm 27%, sản phẩm gạch ngói hiện chiếm tỷ trọng không đáng kể.

Nhờ có hệ thống phân phối hàng mạnh (trên 70 nhà phân phối), CVT có khả năng cạnh tranh tốt trong thị trường khu vực phía bắc, do vậy biên lợi nhuận của công ty đạt được ở mức cao. Trong tình hình các đa số các đối thủ cạnh tranh đều tăng công suất, với thế mạnh về biên lợi nhuận và hệ thống phân phối, chúng tôi đánh giá cao khả năng cạnh tranh và duy trì tăng trưởng của công ty.

DỰ PHÓNG 2018

Cập nhật Q1/2018: do quý 1 là quý có tết âm lịch nên thường có doanh thu thấp nhất trong năm, cao hơn vào các quý cuối năm đặc biệt là quý 4. Dự kiến sản lượng tiêu thụ Q1/2018 khoảng 3 triệu m², từ đó chúng tôi dự phóng doanh thu đạt khoảng 260 tỷ đồng (+33% y-o-y) và LNST đạt khoảng 40 tỷ đồng (+40% y-o-y), tăng trưởng mạnh so với quý cùng kỳ năm trước.

Cho năm 2018, MBS dự phóng doanh thu đạt 1,469 tỷ đồng, tăng 24% theo năm và lợi nhuận sau thuế ở mức là 226 tỷ đồng, tăng 30% theo năm, EPS năm 2018 đạt 8,004 đồng /cổ phiếu, dựa trên các giả định chính sau đây:

- Việc đầu tư nhà máy CMC2 giai đoạn 3 đã nâng công suất từ 15 triệu m² /năm trong năm 2017 lên mức 18 triệu m² /năm (+20% y-o-y), bắt đầu sản xuất từ tháng 1/2018. Trong đó công suất sản xuất sản phẩm Granite tăng từ 10 triệu m² /năm lên 13 triệu m² /năm (+30% y-o-y) từ CMC2 – GD3. Ngoài ra, dây chuyền CMC 2 – GD4 công suất 1.5 triệu m² /năm dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q4/2018, chúng tôi đưa vào mô hình nguồn sản xuất từ dây chuyền này từ tháng 12/2018.
- Tại thời điểm hiện tại công suất của các nhà máy đã chạy tối đa (do nhà máy nung gạch khi đã bắt đầu hoạt động thường phải chạy hết công suất), nhà máy mới CMC2 – GD3 hiện đã hoạt động 90% công suất và dự kiến sẽ chạy tối đa trong Q2/2018.
- Do tình hình cạnh tranh ngày càng tăng của thị trường gạch ốp lát, chúng tôi dự phóng thận trọng mức giá bán của các sản phẩm của công ty (Ceramic & Granite) trung bình giảm khoảng 2% so với trung bình năm 2017. Mức giá bán các sản phẩm Ceramic khoảng 70,000 đồng /m² và các sản phẩm Granite khoảng 110,000 đồng /m², sản phẩm gạch ngói khoảng 90,000 đồng /m².
- Như vậy MBS dự phóng sản lượng tiêu thụ năm 2017 của sản phẩm Ceramic ở mức 10.5 triệu m² (+4%), sản lượng tiêu thụ Granite đạt 6.4 triệu m² (+69%), và sản lượng tiêu thụ gạch ngói khoảng 0.5 triệu m² (+3%). Tổng sản lượng đạt 16.9 triệu m² (+17%), doanh thu đạt 1,469 tỷ đồng (+24%).
- Chi phí giá vốn năm 2018 đạt 1,100 tỷ đồng (+23%), tương đương mức biên lợi nhuận gộp khoảng 25.2%, tăng so với mức 24.3% của năm 2017 là do cơ cấu sản phẩm chuyển sang sản phẩm giá trị cao (granite thay vì ceramic) và kiểm soát chi phí quản lý tốt hơn của CVT, tuy giá bán trung bình các sản phẩm giảm (~ -2%) và giá nhiên liệu có thể tăng (~ +3%). Với CVT, các sản phẩm có giá bán càng cao thì càng có biên lợi nhuận cao hơn, do các chi phí lớn như nhiên liệu đốt, chi phí khấu hao & chi phí lương gần như không đổi nhiều giữa sản phẩm giá bán thấp & sản phẩm giá bán cao. Vì vậy công ty có định hướng dịch chuyển sang các sản phẩm giá bán cao hơn.

- Chi phí bán hàng chiếm khoảng 0,6% doanh thu, năm 2018 ở mức 9.5 tỷ đồng, tăng 23% theo năm. Chi phí quản lý chủ yếu là chi phí lương quản lý (chiếm 55 -60%), chi phí khấu hao (chiếm khoảng 4%) và các chi phí mua ngoài khác. Tổng chi phí quản lý năm 2018 ước tính ở mức 51.7 tỷ đồng, tăng 23% theo năm.
- Doanh thu tài chính là thu nhập từ tiền gửi, năm 2018 ước tính đạt 1.6 tỷ đồng, giảm 47% do ước tính số dư tiền giảm. Chi phí tài chính năm 2018 dự báo đạt 35 tỷ đồng, chủ yếu từ chi phí lãi vay đạt 34.6 tỷ đồng (+29%) do số dư vay để thực hiện đầu tư dây chuyền SX.

Bảng 4: Kết quả kinh doanh dự phóng (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Công suất thiết kế	15,000,000	18,125,000	19,500,000	19,500,000	19,500,000	19,500,000
Sản lượng tiêu thụ	14,434,290	16,937,811	18,161,070	18,316,403	18,386,295	18,540,733
<i>Ceramic</i>	10,103,967	10,525,311	10,511,070	10,496,403	10,481,295	10,465,733
<i>Granite</i>	3,800,000	6,412,500	7,650,000	7,820,000	7,905,000	8,075,000
<i>Ngói</i>	460,863	474,689	488,930	503,597	518,705	534,267
Doanh thu thuần	1,180	1,469	1,573	1,592	1,601	1,620
<i>Ceramic</i>	707	722	707	706	705	704
<i>Granite</i>	429	703	822	840	849	867
<i>Ngói</i>	44	44	45	46	47	49
Giá vốn hàng bán	893	1,100	1,171	1,178	1,188	1,204
Lợi nhuận gộp	287	370	402	413	413	416
Doanh thu hoạt động tài chính	3	2	7	12	19	25
Chi phí tài chính	29	35	31	28	25	22
Chi phí quản lý doanh nghiệp	50	61	65	65	65	66
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	211	275	312	332	341	353
Lợi nhuận trước thuế	218	283	320	341	350	362
Lợi nhuận sau thuế	174	226	256	272	280	289

Nguồn: MBS dự phóng

ĐỊNH GIÁ

Giá trị hợp lý của cổ phiếu CVT được xác định ở mức 66.500 đồng/cổ phiếu với sự kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền và Multiple.

Bảng 5: Giá trị định giá theo các phương pháp		
Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Tỷ trọng
FCFE	66.731	50%
EV/EBITDA	66.327	50%
Giá trị hợp lý	66,500	100%

Nguồn: MBS dự phóng

- **FCFE:** (i) Lợi nhuận ròng và dòng tiền dự kiến tăng mạnh trong 2018 từ nhà máy CMC2 – Giai đoạn 3 bắt đầu đi vào hoạt động từ T1/2018. (ii) Do các kế hoạch đầu tư trong tương lai của CVT chưa rõ ràng, chúng tôi không đưa vào model dự phóng các kế hoạch mở rộng tiếp theo của công ty, chỉ đưa vào ảnh hưởng của nhà máy CMC2-GD3. (iii) Suất chiết khấu được áp dụng ở mức **Re 13.7% và tốc độ tăng trưởng dài hạn của công ty ở mức 2%**.

Bảng 6: Chi phí sử dụng vốn			
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	Hệ số Beta	Phần bù rủi ro	Chi phí sử dụng VCSH
5.00%	0.85	10.27%	13.7%

- **EV/EBITDA:** chúng tôi so sánh CVT với các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam. Theo đó, **EV/EBITDA kỳ vọng ở mức 5x.**

Bảng 7: EV/EBITDA các doanh nghiệp cùng ngành (triệu USD)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	NPAT	EV/EBITDA
Tổng Công ty Viglacera	Việt Nam	451	28.0	7.2
CTCP Viglacera Tiên Sơn	Việt Nam	12	2.2	5.5
CTCP Gạch men Thanh Thanh	Việt Nam	5	0.9	5.1
CTCP Gạch Ngói Gốm Xây dựng Mỹ Xuân	Việt Nam	6	0.9	3.7
Trung vị				5.3

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Rủi ro

Rủi ro cạnh tranh từ việc các nhà sản xuất gạch ốp lát tại Việt Nam (Viglacera, Prime v.v...) đều tăng công suất trong năm 2017-2018. Tình trạng dư cung được dự báo sẽ bắt đầu từ cuối năm 2018. Như vậy sẽ dẫn tới biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp suy giảm, đòi hỏi các doanh nghiệp cần quản lý chi phí hiệu quả, áp dụng công nghệ sản xuất cao hơn và đưa ra những sản phẩm chất lượng cao để cạnh tranh. Tuy nhiên, nhờ có hệ thống phân phối mạnh (trên 70 nhà phân phối), CVT có khả năng cạnh tranh tốt, biên lợi nhuận của công ty từ trước tới nay cũng thường đạt được ở mức cao, do vậy CVT có khả năng cạnh tranh và duy trì tăng trưởng.

Rủi ro tăng giá nhiên liệu đốt – hiện chiếm khoảng 20% giá vốn của CVT, và với việc công ty sử dụng khí CNG thay thế cho than cho nhà máy mới CMC2 – GD3, CVT chịu rủi ro biến động giá từ giá than và giá khí đốt. Tuy nhiên, công ty nhập nhiên liệu thông thường hàng quý, do vậy có dự trữ tồn kho và hạn chế phần nào các biến động.

Rủi ro hàng tồn kho: giá trị hàng tồn kho của CVT thường ở mức khá lớn, chiếm gần 70% tài sản ngắn hạn tại 31/12/2017. Tuy nhiên đây là do đặc thù của doanh nghiệp bán hàng tập trung cho đối tượng dân dụng, số lượng mẫu mã nhiều nên cần lượng hàng tồn kho sẵn sàng để bán lớn.

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	1,180	1,469	1,573
Giá vốn hàng bán	893	1,100	1,171
Lợi nhuận gộp	287	370	402
Doanh thu hoạt động tài chính	3	2	7
Chi phí tài chính	29	35	31
Chi phí quản lý doanh nghiệp	50	61	65
Lợi nhuận thuần từ HDKD	211	275	312
Lợi nhuận trước thuế	218	283	320
Lợi nhuận sau thuế	174	226	256
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	174	226	256
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	0	0	0

Bảng cân đối kế toán	2017	2018F	2019F
Tài sản ngắn hạn	505	672	957
I. Tiền & tương đương tiền	88	82	327
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	30	38	41
IV. Hàng tồn kho	351	453	483
V. Tài sản ngắn hạn khác	35	99	106
Tài sản dài hạn	697	766	685
I. Các khoản Phải thu dài hạn	-	-	-
II. Tài sản cố định	435	702	620
1. Tài sản cố định hữu hình	435	702	620
2. Tài sản cố định vô hình	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	262	58	59
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	0	5	6
Tổng tài sản	1,202	1,438	1,642
Nợ phải trả	666	717	695
I. Nợ ngắn hạn	437	498	513
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	262	332	355
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	175	166	158
II. Nợ dài hạn	230	218	182
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	0	0
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	229	218	182
Vốn chủ sở hữu	535	721	946
1. Vốn điều lệ	282	282	282
2. Thặng dư vốn cổ phần	15	15	15
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	174	329	541
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0
5. Vốn khác	64	95	108
Tổng nguồn vốn	1,202	1,438	1,642

Chỉ số chính	2017	2018F	2019F
Định giá			
EPS	6,172	8,004	9,065
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	18,959	25,554	33,534
P/E	8.7	5.8	5.2
P/B	2.8	1.8	1.4
P/S	1.3	0.9	0.8
Tỷ suất cổ tức	1.9%	2.1%	2.1%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	24%	25%	26%
Biên EBITDA	29%	30%	31%
Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	15%	15%	16%
ROE	33%	31%	27%
ROA	14%	16%	16%
Tăng trưởng			
Doanh thu	6%	24%	7%
Lợi nhuận trước thuế	15%	30%	13%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	15%	30%	13%
EPS	-22%	30%	13%
Tổng tài sản	19%	20%	14%
Vốn chủ sở hữu	38%	35%	31%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.15	1.35	1.86
Thanh toán nhanh	0.27	0.24	0.72
Nợ/tài sản	34%	27%	21%
Nợ/vốn chủ sở hữu	76%	53%	36%
Khả năng thanh toán lãi vay	8.87	8.92	11.01
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay phải thu khách hàng	44.61	42.64	39.51
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	8 ngày	9 ngày	9 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	2.89	2.74	2.50
Thời gian tồn kho bình quân	126 ngày	133 ngày	146 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5.37	5.24	5.09
Thời gian trả tiền bình quân	68 ngày	70 ngày	72 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2017	2018F	2019F
LCTT từ HĐ kinh doanh	1,062	223	377
LCTT từ HĐ đầu tư	-236	-181	-59
LCTT từ HĐ tài chính	-886	-48	-73
LCTT trong kỳ	-61	-7	245
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	149	88	82
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	88	82	327

Nguồn: CVT, MBS Research

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Dầu khí, Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Nqoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Logistics

Lê Khánh Tùng

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), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). 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.

MBS HỘ 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

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.