

Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo thăm doanh nghiệp

Tháng 6, 2016

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **33.200**

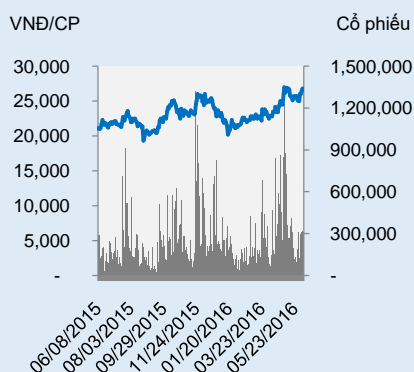
Giá thị trường (06/6/2016) 26.700

Lợi nhuận kỳ vọng 24,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	19.300-27.000
Vốn hóa	513 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	19.200.700
KLGD bình quân 10 ngày	230.008
% sở hữu nước ngoài	8,83%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,4%
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CVT	26,2%	0,8%	17,1%	5,5%
VN-Index	6,9%	2,5%	7,7%	9,7%

Chuyên viên phân tích

Ngô Thị Kim Thanh

(84 8) 3914 6888 ext: 157

Ngokim.thanh@baoviet.com.vn

Công ty cổ phần CMC

Mã giao dịch: CVT

Reuters: CVT.HN

Bloomberg: CVT VN

Triển vọng tích cực trong năm 2016 nhờ giảm giá nguyên vật liệu đầu vào và nhu cầu tăng

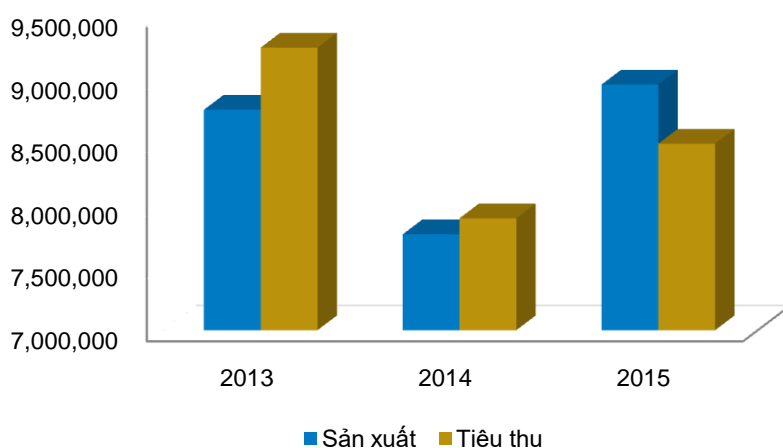
Kết quả quý 1 tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu thị trường tăng, giá nguyên vật liệu đầu vào giảm

Trong quý 1/2016, CVT có kết quả kinh doanh khá khả quan, doanh thu đạt 171 tỷ đồng tăng trưởng 4,9% yoy và hoàn thành 14% kế hoạch năm 2015. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể từ mức 17.5% năm 2015 lên 26.3% năm 2016. Nguyên nhân chính là do: (1) Giá cao lanh và đất sét đỏ, fenspat - nguyên liệu chiếm 40% giá thành sản xuất, đầu năm bắt đầu giảm giá 30% - 40% so với cùng kỳ; (2) Giá bán tăng trung bình 7% từ mức trung bình 79.000 trong năm 2015 lên mức 85.500 đồng trong năm 2016, nhờ vào gia tăng tiêu thụ sản phẩm gạch ốp ceramic. Lợi nhuận sau thuế đạt 24 tỷ tăng 105% so với cùng kỳ và hoàn thành 24.8% kế hoạch kinh doanh năm 2016.

Đvt: Tr VNĐ	1H2016	1H2015	KH2016	% yoy	% Kế hoạch
Doanh thu	171.338	163.285	960.000	4,9%	17.8%
LNST	25.061	12.215	68.000	105%	24.8%

Nguồn: BCTC CVT

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ CVT 2013 - 2015



Nguồn: BCTC CVT

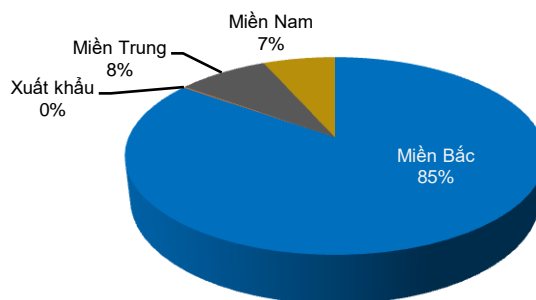
Thị trường tập trung chủ yếu ở miền Bắc, trong đó 30% gia công cho các thương hiệu riêng.

Khách hàng chính của CVT chủ yếu tập trung mảng dân dụng ở thị trường miền Bắc từ Nghệ An trở ra, chiếm 80% tổng sản lượng tiêu thụ. Tại thị trường miền Nam sản lượng chỉ chiếm 5%, do chi phí vận chuyển chiếm khá lớn, 17-20% tổng chi phí, hư hao trong quá trình vận chuyển đồng thời cạnh tranh gay gắt

với các doanh nghiệp gạch niềam Nam như Thanh Thanh, Đồng Tâm, Taicera, Chang Yih.... BVSC cho rằng, với đặc điểm sản phẩm thuộc phân khúc trung bình và tập trung chủ yếu vào nhóm khách hàng dân dụng, thị trường của CVT chỉ tập trung vào 1 số tỉnh ở miền Bắc và khó có khả năng mở rộng sang các thị trường miền Trung và miền Nam.

Ngoài ra, công ty còn gia công 30% cho các thương hiệu riêng. Chúng tôi đánh giá với nhu cầu vật liệu xây dựng tăng trưởng tích cực trong năm sẽ giúp cho hoạt động gia công duy trì ổn định trong năm 2016.

Sản lượng tiêu thụ CVT theo thị trường



Nguồn: BCTC CVT

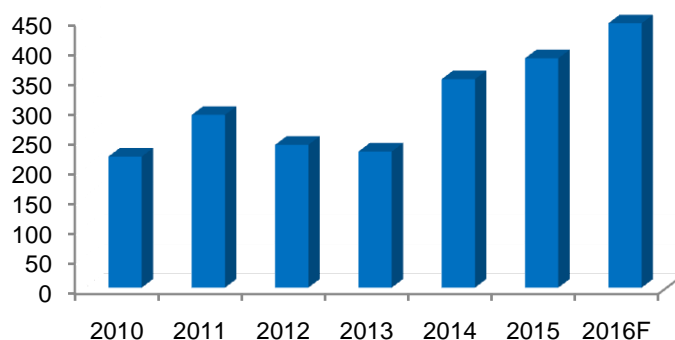
Nâng công suất nhà máy CMC2 thêm 5 triệu m2, tổng công suất 15 triệu m2/năm.

Hiện tại CVT sở hữu 3 dây chuyền sản xuất gạch ceramic với tổng công suất đạt 15 triệu m2/ năm, gồm có nhà máy CMC1 sản xuất gạch ceramic và NM CMC 2 sở hữu 1 dây chuyền sản xuất gạch ốp nung 2 lần và granite với công suất 5 triệu m2/ năm. Ngoài ra, công t có kế hoạch huy động vốn tiếp tục để đầu tư thêm 1 dây chuyền sản xuất ceramic với công suất 5 triệu m2/ năm, tháng 3/2017 sẽ chính thức đi vào hoạt động.

Nhu cầu tiêu thụ gạch ốp lát dự báo tăng trưởng 8% trong năm 2016

Theo dự báo hiệp hội gốm sứ Việt Nam, tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ ngành gạch trong năm 2016 đạt 8% yoy, dự báo đạt 443 triệu m2. Nhu cầu hoàn thiện các dự án bất động sản, nhu cầu tiêu thụ dân dụng gia tăng là một trong những nguyên nhân giúp thị trường gạch ốp lát tăng trưởng tích cực trong năm 2016.

Triển vọng ngành tích cực, bên cạnh lợi thế sản phẩm đa dạng và đi vào phân khúc trung bình về giá cả, tập trung vào phân khúc khách hàng khu vực nông thôn, giúp CVT duy trì mức tăng trưởng cao hơn ngành vào khoảng 30% yoy trong năm 2016, trong đó sản phẩm gạch ốp lát chiếm 80% tổng sản lượng tiêu thụ. Dự báo tổng sản lượng tiêu thụ đạt 11.5 triệu m2/ năm.

Tổng nhu cầu đá ốp lát 2010 - 2016F


Nguồn: Hiệp hội gốm sứ Việt Nam

Dự báo quý 2/2016 chi phí tăng thêm do ghi nhận chi phí khấu hao nhà máy CMC2

Sản lượng tiêu thụ trong quý 2/2016 dự báo đạt 3,3 triệu m2, doanh thu khoảng 247 tỷ đồng. Trong kỳ công ty cũng bắt đầu ghi nhận khấu hao nhà máy CMC2 sau khi đã quyết toán xong chi phí công trình, dự kiến chi phí khấu hao trong quý 2/2016 sẽ tăng 11,6 tỷ đồng, trung bình khấu hao hằng năm ở nhà máy CMC2 là 70 tỷ đồng. Dự ước lợi nhuận sau thuế quý 2 đạt 29,1 tỷ đồng, EPS đạt 1.518 đồng/CP.

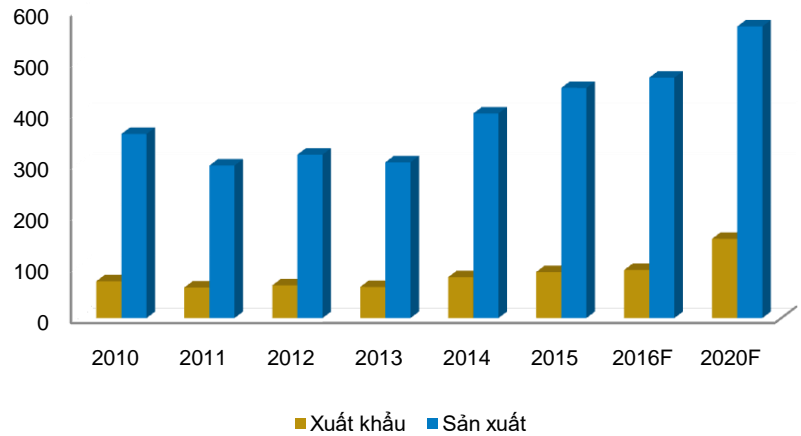
Bảng 1. Dự báo kết quả kinh doanh quý 2/2016

	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015	Q1/2016	Q2/2016E
Doanh thu	144.032	187.722	231.665	163.068	240.075
GVHB	(114.636)	(154.898)	(195.210)	(120.227)	(188.669)
Lợi nhuận gộp	29.396	32.824	36.455	42.841	51.406
Chi phí bán hàng	(2.315)	(1.882)	(1.606)	(863)	(1.271)
Chi phí quản lý	(5.302)	(5.799)	(7.378)	(6.999)	(8.941)
Chi phí lãi vay	(6.001)	(3.770)	(4.739)	(4.725)	(4.750)
LNTT	19.357	21.979	23.653	31.327	36.444
LNST	15.044	17.144	18.449	25.061	29.155

Nguồn: BCTC CVT và BVSC dự báo

Rủi ro cạnh tranh gay gắt trong ngành từ việc mở rộng sản xuất và nhà máy mới

Theo Hiệp hội gốm sứ Việt Nam cho biết nguồn cung gạch ốp lát Việt Nam trong năm 2015 là 500 triệu m2 và có khả năng tăng lên mức 600 triệu m2 trong năm 2016, trong đó hàng loạt các công ty sẽ tăng công suất nhà máy trong đó Prime tăng công suất lên 80 triệu m2 gạch, Toko 35 triệu m2, Đồng Tâm 15 triệu m2.... Ngoài ra, còn có các doanh nghiệp mới đi vào hoạt động như gạch men Tasa – Phú Thọ, công suất 12 triệu m2 đi vào hoạt động cuối năm 2015. BVSC cho rằng đây là rủi ro đối với CVT nói riêng và ngành sản xuất gạch nói chung khi nguồn cung tăng hơn 20% cao hơn so với mức tăng trưởng nhu cầu, có thể dẫn đến cạnh tranh gay gắt về giá bán đối với các doanh nghiệp trong ngành trong tương lai.

Sản xuất gạch ốp lát và xuất khẩu (triệu m2)


Nguồn: Hiệp hội gốm sứ Việt Nam

Công ty không có kế hoạch chuyển đổi sang sử dụng chất đốt khác

Hiện tại giá than sử dụng là 3.1 triệu/ tấn, định mức đốt khoảng 3kg than/m² và sấy khoảng 2kg than/ m². Công ty không có kế hoạch chuyển sang sử dụng khí CNG làm chất đốt với e ngại thời gian tới giá dầu biến động tăng dẫn đến các loại khí cũng gia tăng, cộng với yêu cầu đầu tư đồng bộ hệ thống đầu nối sản xuất làm phát sinh chi phí đầu tư.

Triển vọng 2016 tích cực

Chúng tôi dự báo hoạt động của CVT trong năm 2016 tăng trưởng ấn tượng, với mức tăng trưởng doanh thu 30%, đạt 938 tỷ đồng, biên lợi nhuận duy trì mức trên 20%, lợi nhuận cả năm ước đạt 106 tỷ đồng, dựa trên các cơ sở và giả định sau: (1) Nhu cầu đá ốp lát gia tăng do nhu cầu hoàn thiện các dự án bất động sản và thị trường dân dụng tăng; (2) Giá nguyên vật liệu đầu vào là đất sét và Fenpat tiếp tục duy trì mức giá thấp; (3) Chi phí khấu hao nhà máy CMC2 trong năm ước 46 tỷ.

Tuy nhiên, bên cạnh đó, công ty cũng có những rủi ro đáng chú ý sau: (1) Cạnh tranh gay gắt với các doanh nghiệp trong ngành khi hầu hết đều có kế hoạch mở rộng sản xuất từ cuối năm 2016 và hình thành thêm các doanh nghiệp mới; (2) Sản phẩm và công nghệ không có sự khác biệt nhiều so với các đối thủ cạnh tranh trong ngành; (3) Rủi ro pha loãng cổ phiếu khi công ty dự kiến tăng vốn từ 192 tỷ lên 384 tỷ đồng, trong đó phát hành cho cổ đông hiện hữu 9,5 triệu cổ phiếu, để đầu tư tăng công suất công suất 6-8 triệu m²/ năm dự kiến thực hiện vào tháng 6/2016.

Khuyến nghị đầu tư

Nếu CVT phát hành thành công 9.5 triệu cp, BVSC dự báo EPS sau khi pha loãng là 4.639 đồng/CP, tương đương PE forward đạt 5.69x – thấp hơn trung bình ngành ở mức 6x. Theo phương pháp định giá PE, **giá mục tiêu của CVT trong năm 2016 là 33.200 đồng/CP, cao hơn 24,3% so với giá thị trường ngày 06/6/2016.**

Ngoài ra, cổ tức dự kiến 2016 là 25%, tương đương tỷ lệ cổ tức/ thị giá vào khoảng 9.4% - thích hợp cho nhà đầu tư theo trường phái cổ tức.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng quan ngại về rủi ro cạnh tranh ngành, rủi ro pha loãng cổ phiếu từ việc phát hành tăng vốn và khả năng tiêu thụ sản phẩm khi tăng

công suất vào quý 3/2017. Do đó, chúng tôi tạm thời khuyến nghị theo dõi thêm đối với cổ phiếu CVT tại vùng giá hiện tại.

Bảng 2: Kết quả kinh doanh 2013 – 2016F

	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu	591.021	607.353	680.204	907.351
Giá vốn hàng bán	(510.867)	(483.267)	(548.634)	(715.638)
Lợi nhuận gộp	80.154	124.086	131.570	191.713
Chi phí bán hàng	(8.345)	(6.181)	(6.560)	(6.457)
Chi phí quản lý	(22.780)	(29.350)	(29.749)	(38.944)
Chi phí lãi vay	(24.132)	(22.136)	(19.552)	(14.225)
LNTT	25.317	66.211	80.491	133.160
LNST	18.863	50.695	62.667	106.528

Nguồn: BCTC CVT và BVSC dự báo

Báo cáo thăm doanh nghiệp
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	8,83%
Sở hữu khác	91,17%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Nguyễn Quang Huy	5,21%
------------------	-------

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	292	591	607	680
Giá vốn	(243)	(511)	(483)	(549)
Lợi nhuận gộp	49	80	124	132
Doanh thu tài chính	0	0	1	1
Chi phí tài chính	(15)	(26)	(22)	(21)
Lợi nhuận sau thuế	12	19	51	63

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015
Tiền & khoản tương đương tiền	22	51	152	75
Các khoản phải thu ngắn hạn	21	20	15	22
Hàng tồn kho	135	130	181	258
Tài sản cố định hữu hình	31	271	264	252
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	471	491	656	932
Nợ ngắn hạn	249	271	297	384
Nợ dài hạn	108	97	118	258
Vốn chủ sở hữu	114	123	241	290
Tổng nguồn vốn	471	491	656	932

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	3,3%	102,4%	2,8%	12,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-43,0%	60,2%	168,7%	23,6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	16,9%	13,6%	20,4%	19,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	4,0%	3,2%	8,3%	9,2%
ROA (%)	2,9%	3,9%	8,8%	7,9%
ROE (%)	10,0%	15,9%	27,9%	23,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,76	0,75	0,63	0,69
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	3,12	3,01	1,72	2,22
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.472	2.358	3.168	3.264
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.307	15.318	15.058	15.092

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999