BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH GẠCH ỐP LÁT

Ngày 15 tháng 12 năm 2016

Nội dung

TỔNG QUAN NGÀNH..... 1
TRIỂN VỌNG NGÀNH..... 4
DOANH NGHIỆP ĐỀ XUẤT 7
ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ 11

TỔNG QUAN NGÀNH GẠCH

- Ngành gạch tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm gần đây nhờ vào sự phục hồi của thị trường BĐS, số lượng công trình đi vào giai đoạn hoàn thiện tăng gần đây. Tuy nhiên, các doanh nghiệp trên sàn có vốn hóa và công suất nhỏ, phân khúc bình dân và trung cấp, chưa đủ sức đại diện cho toàn ngành.

- Có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp gạch, dựa trên vị trí địa lý, sản phẩm, và chiến lược bán hàng. Trong đó, những doanh nghiệp miền bắc, sản phẩm gạch granite, và cotto đang được ưu tiên đầu tư theo quy hoạch nă m tới của Bộ Xây dựng.

TRIỂN VỌNG NGÀNH GẠCH 2017

- ***Ngành gạch còn dư địa tăng trưởng*** nhờ số lượng dự án dân dụng và văn phòng tăng trưởng mạnh tại các khu vực Hà Nội và TP.HCM. Đặc biệt, lượng lớn các công trình Shophouse đi vào hoàn thiện trong năm tới cũng là cơ hội cho các doanh nghiệp gạch ốp lát mở rộng doanh số.

- ***Ngành gạch đang được bảo hộ.*** Hiện nay gạch nhập khẩu đang bị áp thuế từ 15% - 35%, theo đó tỉ trọng gạch nhập khẩu hiện tại chỉ còn chiếm 35% thị trường

- ***Giá bán gạch được kì vọng giảm do toàn ngành tăng công suất mạnh mẽ.***

- ***Tiềm năng tăng trưởng đến từ việc mở rộng công suất.*** Chúng tôi dự báo với việc giá bán gạch giảm và giá nguyên liệu vận hành nhà máy như than và khí CNG có dấu hiệu tăng trở lại sẽ khiến biên lợi nhuận thu hẹp. Trong bối cảnh các nhà máy đã vận hành gần tối đa công suất, khả năng tăng trưởng sẽ đến từ việc đầu tư tăng công suất và phát triển sản phẩm mới có giá trị cao.

- ***Xu hướng chuyển sang sử dụng khí CNG tại các doanh nghiệp gạch phía bắc.*** Chi phí sản xuất bằng khí CNG ước tính cao hơn 10% so với bằng than hóa khí. Tuy nhiên, sử dụng khí CNG sẽ giúp tăng chất lượng gạch, nâng tỷ lệ A1 lên (gạch hạng A1 cao hơn 15% so với gạch A2).

- ***Giá than nhiệt được kì vọng tiếp tục tăng trong năm tới*** *(Tham khảo trong báo cáo Than)*. Việc giá than được kì vọng tăng trong năm tới có thể khiến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp chưa chuyển đổi sang khí CNG chịu ảnh hưởng tiêu cực.

Với diễn biến khả quan của KQKD trong 9 tháng đầu năm và tiềm năng tăng trưởng tốt trong năm 2017, chúng tôi khuyến nghị ***VHL, VIT, và CVT*** là những cổ phiếu hấp dẫn để đầu tư.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Lê Đức Quang
ldquang@vcbs.com.vn
+84-3 936 6420 (Ext: 104)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

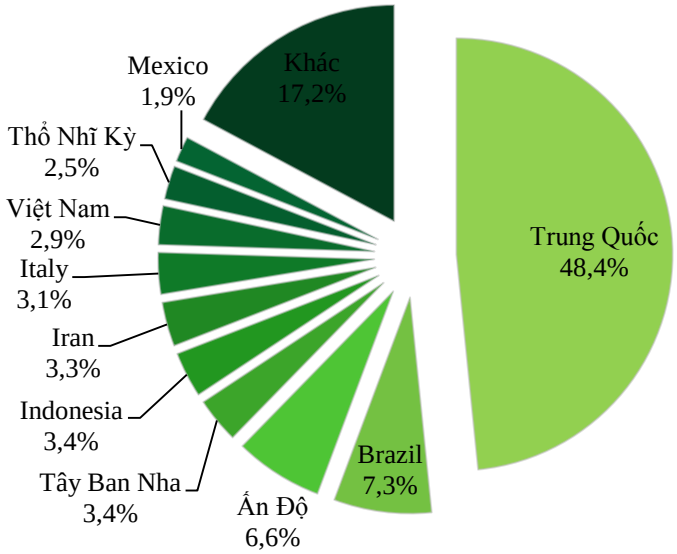
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

TỔNG QUAN NGÀNH GẠCH ỐP LÁT

Việt Nam nằm trong số những nhà sản xuất gạch ốp lát hàng đầu thế giới, đang quy hoạch chuyển đổi cơ cấu sản phẩm. Theo tổng hội xây dựng Việt Nam, tới năm 2016, tổng công suất ngành gạch ốp lát đạt 500 triệu m2/năm. Trong đó, 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. Hiện nay, lãnh đạo các doanh nghiệp ngành gạch đều nhận định gạch ceramic bắt đầu tiến vào giai đoạn bão hòa và có chủ trương chuyển đổi sang sản xuất gạch granite và cotto. Cùng với đó, Bộ Xây dựng cũng đã quy hoạch không tăng cường đầu tư mới cho ceramic và ưu tiên tăng cường phát triển dòng sản phẩm granite, nâng tổng công suất toàn nhóm granite từ 60 triệu m2/năm (ước tính cho năm 2016) lên tới 140 triệu m2/năm trong năm 2020.

Những nước sản xuất gạch ốp lát hàng đầu thế giới năm 2014



Nguồn: Phòng khảo sát và phân tích ACIMAC

Những doanh nghiệp thị phần cao trong ngành phần lớn đều là các doanh nghiệp FDI và tư nhân khép kín như Prime (FDI-Thái Lan), Vitto, Tasa, Ý Mỹ,…, có công suất và thị phần cao vượt trội, phần lớn đều không niêm yết trên sàn chứng khoán. Ngược lại, những doanh nghiệp vốn hóa nhỏ với công suất thấp và có yếu tố sở hữu của nhà nước đều đã được quy hoạch cổ phần hóa và niêm yết trên sàn chứng khoán như "họ" cổ phiếu Viglacera (VGC, VIT, TLT, VHL,…), và các doanh nghiệp nhỏ như Gạch CMC (HNX:CVT), Gạch Thanh Thanh (HNX:TTC), Gốm Mỹ Xuân (HNX:GMX).

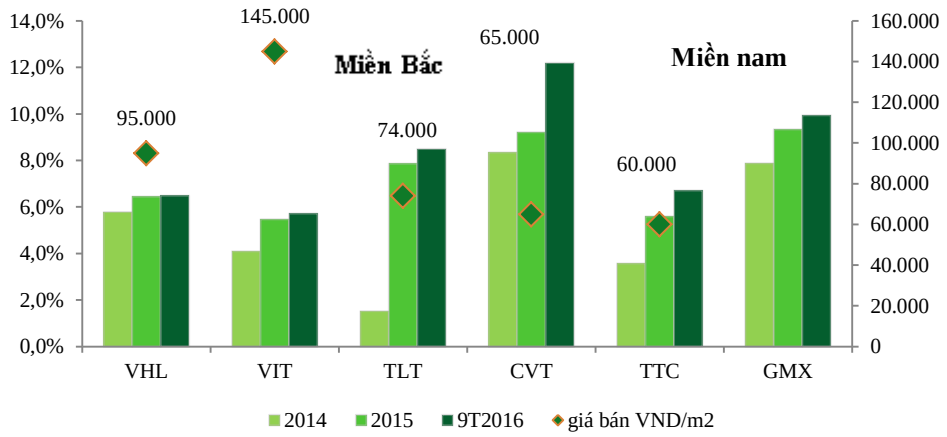
Các doanh nghiệp nội địa chỉ tập trung tại phân khúc trung cấp và bình dân. Như chúng tôi đã phân tích ở trên, những doanh nghiệp lớn trong ngành phần lớn là các doanh nghiệp FDI hoặc được các nhà đầu tư nước ngoài mua lại. Những doanh nghiệp này đứng đầu về quy mô vốn, công suất sản xuất, công nghệ sản xuất, cùng với hàng nhập khẩu đã chiếm được phần lớn phân khúc cao cấp, và xuất khẩu với giá trị cao, điển hình là Prime hay Taicera. Trong khi đó, các doanh nghiệp nội địa vẫn chủ yếu tập trung tại phân khúc bình dân với gạch ceramic khổ nhỏ, gần đây mới bắt đầu phát triển mẫu mã nhờ đầu tư máy in kĩ thuật số, và bắt đầu mở rộng sang phân khúc trung cấp.

Trong báo cáo này, ***chúng tôi sẽ tập trung vào triển vọng những mã trên dựa vào các tiêu chí*** (1) tăng trưởng vượt bậc trong kết quả kinh doanh so với các doanh nghiệp niêm yết khác, (2) tiềm ẩn những điểm nhấn đầu tư trong 1-2 năm tới.

Như chúng tôi đã đánh giá ở trên, **ngành gạch ốp lát trên thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ chiếm vốn hóa khá nhỏ, song số lượng doanh nghiệp là khá nhiều**. Thêm vào đó ngành gạch có sự phân hóa khá lớn. Theo chúng tôi thống kê, sự phân hóa của ngành gạch đến từ (1) vị trí địa lý, (2) sản phẩm gạch ốp lát, (3) chiến lược bán hàng. Sau đây chúng tôi sẽ phân tích và làm rõ hơn những điểm nhấn làm nên sự khác biệt trong KQKD giữa các doanh nghiệp gạch niêm yết.

Phân hóa theo vị trí địa lý, tập trung tại miền Bắc với lợi thế gần vùng nguyên liệu. Phần lớn các nhà máy gạch đều được đặt tại khu vực miền Bắc ví dụ như các nhà máy của Viglacera, CMC,… Có thể lý giải 1 phần là bởi khu vực khai thác nguyên liệu chủ yếu nằm ở khu vực Đông Bắc Bộ với mỏ sét, trường thạch và cao lanh trữ lượng lớn, và chất lượng tốt. Bên cạnh đó, theo quy hoạch Bộ Xây dựng, khu vực Đồng bằng Sông Hồng sẽ là khu vực sản xuất gạch lớn nhất cả nước. Hơn nữa, người tiêu dùng ở phía bắc có xu hướng sử dụng gạch nhiều hơn phía nam do tính chất thời tiết, và nhu cầu xây dựng nhà cửa kiên cố và khang trang theo tập quán lâu đời. ***Theo đó, giá bán sản phẩm và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành gạch tại khu vực phía bắc thường có xu hướng cao hơn so với phía nam.***

Thống kê biên LNR các doanh nghiệp gạch



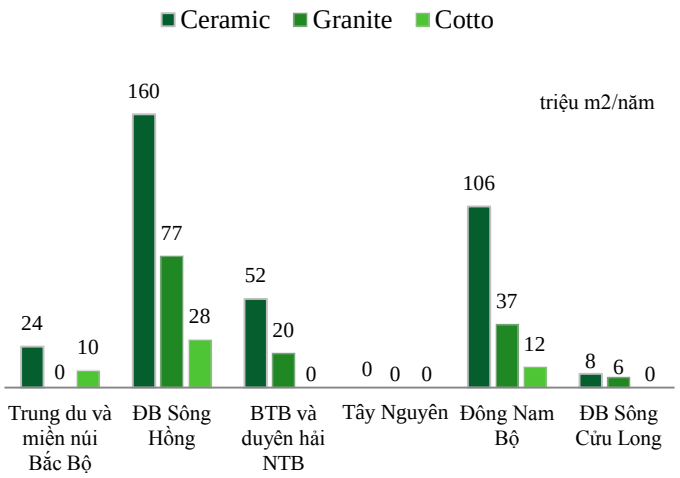
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, VCBS tổng hợp

(*)Trong bảng thống kê biên LNR, chúng tôi thống kê 4 doanh nghiệp niêm yết miền bắc và 2 doanh nghiệp niêm yết ở khu vực miền nam. Có thể thấy rõ trong thời gian gần đây, các doanh nghiệp phía bắc gần đây đã bứt phá mạnh mẽ hơn so với các doanh nghiệp phía nam.

GMX sản phẩm chủ yếu là ngói lợp, không chia thành giá theo đơn vị m2, do đó chúng tôi không thống kê.

Phân hóa theo sản phẩm gạch ốp lát chuyển dịch theo hướng phát triển granite và cotto. Như chúng tôi đã phân tích ở trên, định hướng toàn ngành đang chuyển hướng rời khỏi ceramic và hướng tới các gạch khác như granite, cotto hay thậm chí là porcelain, có kích cỡ lớn khổ từ 600x600 cm trở lên. Công nghệ in kĩ thuật số trên nên men mài trước đây chỉ được áp dụng trên ceramic đã được ứng dụng trên gạch granite giúp cho mẫu mã được đa dạng hơn so với trước đây công nghệ sản xuất gạch granite là trộn bột màu vào cốt liệu khiến cho mẫu mã bị hạn chế. Do đó chúng tôi đánh giá triển vọng của những doanh nghiệp sản xuất granite và cotto cao hơn .

Phân bổ công suất sản xuất theo vùng miền



Quy hoạch vùng nguyên liệu

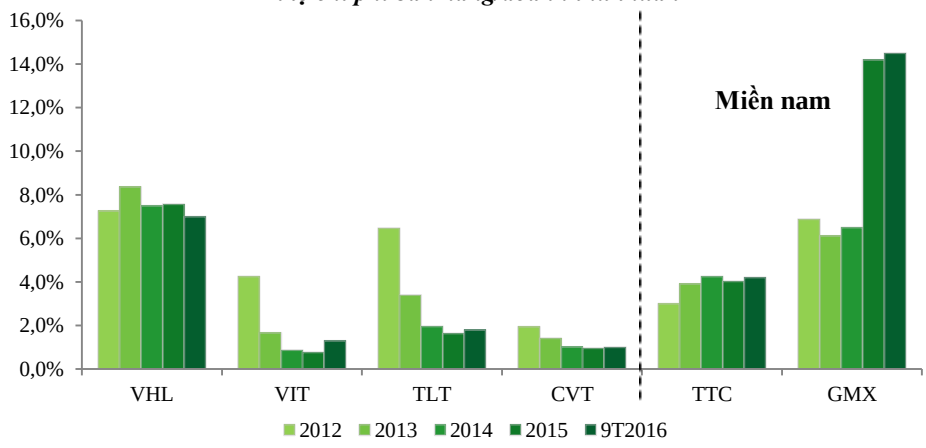
Tỉnh	Công suất khai thác	
	Cao lanh	Fenspat
Phú Thọ	200-300	100-200
Quảng Ninh	300-500	
Quảng Nam		200-300
Lâm Đồng	200-300	
Bình Dương	200-500	

Đơn vị: ngàn tấn/năm

Nguồn: Bộ xây dựng

Phân hóa trong chiến lược bán hàng. Trong số các doanh nghiệp niêm yết, nhóm Viglacera thực hiện chính sách chuyên môn hóa nghiệp vụ, 3 công ty lớn nhất bao gồm VIT, TLT, VHL góp vốn thành lập 1 công ty thương mại để làm nhiệm vụ bán hàng (công ty này hoạt động phi lợi nhuận và do TCT Viglacera quản lý và phát triển hệ thống phân phối). Theo đó, thay vì trích chi phí bán hàng cho đại lý, 3 công ty này sẽ chiết khấu giá bán cho công ty thương mại để thực hiện bao tiêu và phân phối toàn bộ đầu ra. Các doanh nghiệp còn lại như CVT, TTC,… tự bán hàng thông qua hệ thống đại lý cạnh tranh. Như vậy, phương án bán hàng của nhóm Viglacera khá an toàn, đánh đổi 1 phần doanh thu cố định để bao tiêu sản phẩm, trong khi đó, các doanh nghiệp khác tự mở rộng doanh số với chi phí bán hàng được điều chỉnh theo thị trường.

Tỉ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần



Nguồn: VCBS tổng hợp

(*)Kể từ năm 2013 trở đi, khi tổng công ty Viglacera (Upcom:VGC) thành lập 1 công ty thương mại để bao tiêu các sản phẩm của 3 công ty con bao gồm VHL, VIT, VHL. Vì vậy, tỉ lệ CPBH/DTT của 3 công ty này giảm khá nhanh. Riêng VHL do phải hỗ trợ Viglacera Đông Triều trong công tác bán hàng nên chi

phí bán hàng chưa thể giảm nhanh như VIT và TLT. CVT do đã có quan hệ truyền thống với đại lý, bởi vậy chi phí bán hàng luôn ở mức thấp.

TRIỂN VỌNG NGÀNH GẠCH ỐP LÁT

Ngành gạch ốp lát còn dư địa tăng trưởng. Với đặc điểm là 1 mặt hàng vật liệu xây dựng hoàn thiện, nhóm gạch ốp lát được kì vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng trong năm tới khi những dự án mới xây dựng trong năm 2015-2016 đi vào hoàn thiện trong năm tới. Trong những năm tới, nguồn cung BĐS tại Hà Nội được Savills dự báo tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định ở các phân khúc văn phòng (9%), căn hộ (4%), biệt thự (10%), đặc biệt là các Shophouse đang được xây dựng, tạo ra động lực tiêu thụ trong thời gian tới đối với các sản phẩm gạch ốp lát khu vực phía Bắc.

Ngành gạch tiếp tục được nhà nước bảo hộ. Hiện nay, mức thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm gốm sứ xây dựng vẫn chịu mức thuế suất nhập khẩu cao dẫn tới giảm tính cạnh tranh với hàng trong nước, mức thuế cao nhất lên tới 35%. Theo đó, tỉ lệ gạch nhập khẩu trên thị trường nội địa giảm khá mạnh từ mức 80% (2010) còn 35% trong năm 2015 (theo Hiệp hội gốm sứ Việt Nam). Việc áp thuế ở cao giúp cho các doanh nghiệp nội địa giúp cho giá bán được duy trì ở mức cao, các doanh nghiệp nội địa có khả năng cạnh tranh với hàng nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc.

Biểu thuế nhập khẩu gạch theo xuất xứ

Phân loại xuất xứ	Thuế suất	Áp dụng từ
Thuế NK ưu đãi	35%	1/1/2014
ASEAN (ATIGA)	5%	1/1/2015
ASEAN – Trung Quốc (ACFTA)	20%	1/1/2015
ASEAN – Hàn Quốc (AKFTA)	10%	1/1/2015
ASEAN – Nhật Bản (AJCEP)	20%	1/4/2015
Việt Nam – Nhật Bản (VJEPA)	22,5%	1/4/2015
ASEAN – Úc – New Zealand (AANZFTA)	10%	1/1/2015
ASEAN - Ấn Độ	22,5%	1/1/2015

Nguồn: Tổng cục Hải Quan

Quy hoạch từ Bộ Xây dựng, khuyến khích phát triển gạch granite. Theo định hướng của Bộ, tới năm 2020, công suất gạch granite phải tăng từ 60 triệu m2/năm (2016) đạt tới 140 triệu m2/năm, (tương đương với mức tăng trưởng kép đạt 23,5%/năm). Tuy nhiên, Bộ cũng tạo ra rào cản gia nhập ngành với yêu cầu công suất tối thiểu để được cấp phép xây dựng mới là 6 triệu m2/năm với công nghệ lò Tuynel. Theo đó chi phí tối thiểu để đầu tư ban đầu lên đến khoảng 500-600 tỉ đồng. Theo đó, chúng tôi cho rằng, đây là 1 cơ hội tốt để những doanh nghiệp gạch ốp lát granite trên sàn đầu tư và mở rộng thêm từ công suất ban đầu.

Tăng trưởng trong năm tới phụ thuộc khá nhiều vào công suất. Trong năm 2015 và 9T2016, phần lớn các doanh nghiệp gạch đều đã chạy hết công suất hoặc chạy vượt công suất để kịp tiêu thụ. Theo thống kê

sơ bộ của chúng tôi, công suất tiêu thụ gạch ốp lát của các doanh nghiệp gạch sơ bộ như sau:

Doanh nghiệp	Tiêu thụ 9T2016	Công suất thiết kế (m2/năm)	Kế hoạch tăng công suất	Sản phẩm gạch ốp lát
VIT	4,55 triệu m2	6,5 triệu	2017-2018: + 2 triệu m2/năm	Granite
CVT	9,2 triệu m2	15 triệu	2017: nhà máy granite thấm muối tan 3 triệu m2/năm	Ceramic, porcelain
TLT*	4,44 triệu m2	8,5 triệu	2018: nhà máy Phú Hà công suất 6 triệu m2/năm	Ceramic
VHL		7,5 triệu	Đã hoàn thành tăng công suất từ nhà máy gạch clinker, công suất 4 triệu m2/năm	Cotto, clinker
TTC		5,5 triệu	Hiện đang hoãn kế hoạch xây nhà máy mới	Ceramic, granite

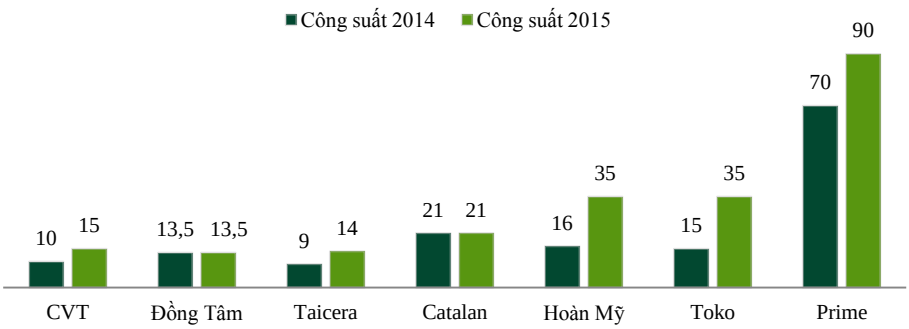
Nguồn: VCBS tổng hợp

(*)TLT với sản lượng tiêu thụ chỉ ước đạt 50-60% công suất thiết kế là do thay đổi kích thước sản phẩm lớn, với cỡ khuôn to hơn không phù hợp với dây chuyền sản xuất ban đầu, dẫn tới việc phải chạy dưới công suất thiết kế (từ 8,5 triệu m2/năm giảm còn 6,5 triệu m2/năm). Trường hợp này đã từng diễn ra với CVT trong năm 2013-2014 do cải tạo dây chuyền để sản xuất gạch ceramic khổ lớn và porcelain, và đã cải tạo trở lại để cải thiện công suất kể từ 2015.

Theo đó, chúng tôi đánh giá động lực tăng trưởng trong 2017 của các doanh nghiệp gạch sẽ phụ thuộc vào (1) công suất tăng thêm từ nhà máy mới, (2) hiệu suất cải thiện của nhà máy, (3) tiết giảm chi phí sản xuất.

Toàn ngành tăng công suất, giá gạch có xu hướng giảm. Trong năm 2015-2016, tổng sản lượng sản xuất toàn ngành, đạt khoảng 500 triệu m2, tăng mạnh so với năm 2014 (chỉ đạt 300 triệu m2/năm). Trong đó, các doanh nghiệp lớn đầu ngành (không niêm yết) đã thực hiện tăng công suất 1 các nhanh chóng để chiếm thị phần, dẫn tới giá bán gạch chung đều có xu hướng giảm, thậm chí những sản phẩm đang trong xu hướng tiêu dùng như cotto, granite và ngói cũng bắt đầu giảm nhẹ khoảng 3%-4%, trong khi gạch ceramic đã giảm gần 10%

Công suất các doanh nghiệp lớn ngành gạch



Nguồn: VCBS tổng hợp, đơn vị: triệu m2/năm

Xu hướng chuyển sang vận hành bằng khí CNG. Hiện nay, các doanh nghiệp trong phía nam đã chuyển sang sử dụng khí CNG, trong khi đó phần lớn doanh nghiệp miền bắc vẫn đang sử dụng than do (1) giá dầu biến động khá thất thường, trong khi cải tạo sẽ dẫn tới phải ngưng sản xuất, (2) giá than từ đầu năm 2016 vẫn khá rẻ, không có nhiều sự khác biệt giữa sử dụng than và khí CNG, (3) miền bắc là khu vực khai thác than lớn nhất cả nước. Tuy nhiên, gần đây, các doanh nghiệp bắt đầu dần chuyển sang sử dụng khí CNG bởi những lợi ích như nhiệt lượng tỏa ra đều hơn, tránh được bụi than lẫn vào men gạch gây giảm chất lượng, và bảo vệ môi trường, máy móc. Chúng tôi thực hiện so sánh tính toán sơ bộ đối với chi phí than và khí CNG và đưa tới kết quả như sau:

Chi phí bằng tiền	Than	Khí CNG
Nhiên liệu/kg	18.051 VND	21.565 VND
Chi phí bảo dưỡng/kg (*)	1.538 VND	
Tổng	19.589 VND	21.565 VND

(*)Chúng tôi ước tính chi phí bảo dưỡng đạt 10 tỷ đồng/năm, với 1 doanh nghiệp sản xuất có công suất 6,5 triệu m2/năm.

Nguồn: VCBS tổng hợp và ước tính

Sử dụng than làm giảm chi phí sản xuất, trong khi đó, sử dụng khí CNG làm tăng giá trị gạch. Như chúng tôi đã phân tích ở trên, khí CNG với khả năng tỏa nhiệt đều và không gây bụi than bám lên bề mặt gạch, nhờ vậy giúp tăng tỷ lệ hàng A1 lên cao. Với việc chênh lệch giá giữa A1 và A2 vào khoảng 15% - 20%, việc nâng tỉ lệ A1 sẽ bù đắp cho mức chênh lệch 10% chi phí giữa sử dụng than và khí CNG.

Trong thời gian gần đây, ***giá than chạy nhà máy của các doanh nghiệp gạch bắt đầu có xu hướng tăng do TKV điều chỉnh giá than tăng thêm 6%*** *(Tham khảo trong báo cáo Than)*. Vì vậy, trong quý 3, biên lợi nhuận những doanh nghiệp gạch vận hành bằng than như CVT, VHL (than chiếm khoảng 20-30% giá vốn sản xuất gạch) bị ảnh hưởng 1 phần. Trong khi đó, TTC, VHL và VIT đã chuyển đổi sang sử dụng khí CNG thay cho than sẽ không bị ảnh hưởng. Theo tính toán, nếu giá than tăng 6%, khoảng cách về chi phí sản xuất giữa than và khí CNG sẽ chỉ còn khoảng 5% trong điều kiện giá khí CNG không đổi.

DOANH NGHIỆP ĐỀ XUẤT

Cập nhật kết quả kinh doanh và tình tài chính một số doanh nghiệp trong ngành gạch:

Doanh nghiệp	DTT 9T2016 (tỷ)	%yoy	LNST 9T2016 (tỷ)	%yoy	ROA TTM	ROE TTM	VCSH/TTS	EPS TTM	P/E
VHL	1.320	18,0%	85,7	13,6%	8,9%	21,6%	41%	7.422	7,4
VIT	660	33,6%	37,6	43,4%	6,3%	23,6%	27%	3.250	8,8
CVT	757	47,8%	88,6	99,5%	11,4%	33,0%	34%	5.562	7,7
TLT	338	3,7%	28,5	-3,1%	14,4%	284%	5%	4.850	3,3
TTC	268	-8,1%	18,1	11,0%	12,3%	22,5%	55%	3.950	5,2
GMX	150	19,0%	14,4	28,3%	17,8%	24,8%	72%	3.811	6,5
TCR	1.158	-27%	-1,3	n/a	3,6%	7,4%	48%	1.055	3,9
HLY	40	-0,1%	3,2	172x	11,9%	18,1%	66%	4.100	4,9

Nguồn: VCBS tổng hợp

Dựa trên những triển vọng đã phân tích ở trên, chúng tôi đề xuất cơ hội từ những doanh nghiệp gạch trong năm 2017, bao gồm:

VIT – CTCP Viglacera Tiên Sơn (HNX) : KHẢ QUAN

Cập nhật 9T2016, VIT tiêu thụ được khoảng 4,6 triệu m2 gạch, với mức DTT lũy kế 9T đạt khoảng 660 tỷ đồng (+33,6% yoy, 64,4% KH), LNTT 9T đạt 47 tỷ đồng (+39,8%yoy, 67% KH). Trong đó, kết quả kinh doanh quý 3 đóng góp hơn 1 nửa trong kết quả 3 quý. Kết quả tăng trưởng mạnh mẽ vẫn đang theo đúng hướng dự báo của chúng tôi trong cập nhật từ quý 1/2016.

VIT tiếp tục là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành gạch, với những triển vọng tích cực như sau:

1. **Thị trường đang hướng tới dòng sản phẩm gạch granite** mà VIT sản xuất như chúng tôi đã phân tích ở trên. Bên cạnh đó, với chính sách bán hàng qua công ty thương mại, 90% đầu ra của VIT được TCT Viglacera (Upcom:VGC) bao tiêu và phân phối.
2. **Vận hành nhà máy bằng khí CNG**. Theo ước tính của chúng tôi, với việc đã cải tạo hoàn toàn nhà máy Tiên Sơn sang vận hành, VIT sẽ tiêu thụ khoảng 650.000 m3 khí CNG trong năm 2017. Theo đó, VIT có thể coi là 1 khách hàng khá lớn với mức độ tiêu thụ ổn định đối với những nhà cung cấp. Chúng tôi đánh giá cao khả năng VIT sẽ nhận được ưu đã về giá mua khí CNG vận hành theo chính sách bán hàng của các doanh nghiệp phân phối khí, kể cả trong điều kiện giá dầu phục hồi.
3. **Dự kiến nâng công suất trong 2018**. Theo kế hoạch từ tổng công ty Viglacera (Upcom: VGC), VIT sẽ đầu tư giai đoạn 3 của nhà máy Thái Bình trong giai đoạn 2017-2018, nâng công suất lên 10,5 triệu m2/năm, tạo ra động lực tăng trưởng. (nhà máy Thái Bình giai đoạn 2 đã bắt đầu chạy tối đa công suất trong năm nay).

4. **Nhà máy Thái Bình giai đoạn 2 đi vào hoạt động với tối đa công suất và được kỳ vọng sẽ hoạt động hiệu quả hơn trong năm tới.** Trong năm 2016, do nhà máy mới khánh thành, VIT mất 3 tháng đầu năm để vận hành thử nghiệm, tỉ lệ hao hụt lớn lên tới gần 10% khiến cho hiệu quả sản xuất chung bị suy giảm. Trong năm 2017, chúng tôi kì vọng vào việc cải thiện hiệu quả sản xuất từ giai đoạn 2 của nhà máy sẽ tác động tích cực lên biên lợi nhuận gộp của VIT trong năm tới.

5. Theo ước tính, **nhà máy Tiên Sơn sẽ hết khấu hao trong năm 2017**, theo đó, VIT sẽ tiết kiệm được khoảng 10 tỷ đồng/năm chi phí khấu hao trong những năm tới.

Nhìn chung, VIT là cổ phiếu hội tụ đủ những triển vọng trong ngành gạch theo chúng tôi đánh giá trong năm tới theo các tiêu chí (i) định hướng sản phẩm, (ii) lợi thế đầu vào, (iii) kế hoạch mở rộng công suất. Dự phóng KQKD trong năm 2016, chúng tôi duy trì đánh giá cao khả năng gần hoàn thành kế hoạch năm nay của VIT với dự báo DTT đạt 942,2 tỷ đồng (+38% yoy, 92%KH) và LNTT đạt 71,3 tỷ đồng (+48,6% yoy, 100% KH), EPS ước đạt 3.806 đồng/cp.

Năm 2017 được nhìn nhận sẽ là điểm chững lại của VIT khi giai đoạn 3 của nhà máy Thái Bình theo kế hoạch chưa được khởi công. Trong khi đó, giá bán gạch đang có xu hướng giảm (theo ước tính của chúng tôi hiện tại giá bán chỉ đạt 140,000 đồng/m2 giảm ~4% so với đầu năm 2016). Đồng thời, nhà máy Thái Bình giai đoạn 2 đã chạy hết công suất trong năm nay. Bởi vậy, chúng tôi kì vọng VIT sẽ không có nhiều đột biến vào năm tới. Chúng tôi dự báo trong năm 2017, VIT có thể đạt mức DTT 1002,7 tỷ đồng và LNTT 76,1 tỷ đồng, với EPS ước đạt 4.059 đồng/cổ phiếu.

Bên cạnh đó, trong ĐHCĐ năm 2016, VIT công bố sẽ cố gắng duy trì chính sách cổ tức tiền mặt từ 10% - 15% trong những năm tới, khá hấp dẫn đối với những nhà đầu tư nắm giữ dài hạn. Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VIT vào năm tới, nhà đầu tư có thể cân nhắc mở vị thế MUA vào cuối năm 2017 khi kế hoạch mở rộng công suất của VIT trong năm 2018 được chính thức công bố. Chúng tôi kì vọng **giá mục tiêu của VIT đạt 32.772 đồng/cp**,

VHL – CTCP Viglacera Hạ Long (HNX) : MUA

Lũy kế 9T2016, VHL đạt được 1.320,5 tỷ đồng DTT (+18% yoy, 81% KH), và 107,1 tỷ đồng LNTT (+10,9% yoy, 77,5% KH). Trong đó, biên lợi nhuận gộp quý 3 năm nay bất ngờ giảm mạnh so với quý 2 (từ 23,86% về còn 17,66%) do tác động của giá than nguyên liệu gần đây tăng nhẹ.

Theo đánh giá chung, VHL có lợi thế là doanh nghiệp đầu ngành về dòng sản phẩm gạch ngói và gạch cotto, đều là những sản phẩm còn dư địa tăng trưởng. Trong năm tới, dây chuyền nhà máy gạch clinker giai đoạn 2 đi vào hoạt động hết công suất tạo ra động lực tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, do VHL vẫn đang vận hành nhà máy bằng than (cho các sản phẩm gạch cotto và gạch xây), ảnh hưởng của giá than đã ảnh hưởng trực tiếp lên kết quả kinh doanh quý 3/2016. Bởi vậy, biên lợi nhuận của công ty được dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm tới.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá khá tích cực đối với triển vọng của VHL dựa trên những luận điểm sau:

(1) VHL là doanh nghiệp đầu ngành của sản phẩm ngói-đất sét nung của cả nước, với ưu thế về nguồn nguyên liệu đất sét chất lượng tốt nhất cả nước tại khu vực Hạ Long (Quảng Ninh), đây là ưu thế rất lớn đối với các doanh nghiệp sản xuất gạch trong cạnh tranh. Sản phẩm gạch ngói của VHL được thị trường đánh giá cao, tiêu thụ tốt, các nhà máy luôn chạy vượt công suất trong các năm qua.

(2) VHL đã hoàn tất dây chuyền gạch clinker giai đoạn 2 (công suất 2 triệu m2/năm, sản xuất sản phẩm gạch cotto và gạch clinker) vào cuối quý 3 năm nay. Chúng tôi kỳ vọng khi dây chuyền mới chạy tối đa công suất vào năm 2017 sẽ tạo ra động lực tăng trưởng doanh thu mới cho VHL trong bối cảnh các nhà máy Tiêu Giao và Hoành Bồ đều đã chạy vượt công suất trong 2 năm nay, nhà máy cotto

Giếng Đáy đã đạt 96% công suất trong năm 2015.

(3) Chuyển đổi cơ cấu sản phẩm, tăng tỉ trọng các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn. Hiện nay, VHL đang định hướng tăng cường sản xuất gạch ngói (có biên lợi nhuận gộp cao, đạt ~20%), và giảm tỉ trọng gạch xây (biên lợi nhuận gộp ~10%) về còn 30% công suất thiết kế. Cụ thể nhất, VHL đã hoàn thành chuyển đổi GĐ1 nhà máy gạch Hoành Bồ sang sản xuất gạch ngói, nâng công suất gạch ngói từ 35 triệu viên QTC/năm lên tới 60 triệu viên QTC/năm, và giảm công suất gạch xây tại nhà máy xuống 1 nửa, còn 30 triệu viên QTC/năm. Cho tới năm 2018, dự kiến VHL sẽ tiếp tục chuyển đổi hoàn toàn nhà máy gạch Hoành Bồ sang sản xuất gạch ngói thuần, nâng tổng công suất của gạch ngói từ 120 triệu viên/năm lên 170 triệu viên/năm, và giảm công suất gạch xây về còn 120 triệu viên/năm trên toàn công ty. Việc chuyển đổi cũng giúp VHL giảm tỉ trọng sử dụng than trong sản xuất bởi công ty đang sử dụng dầu DO để vận hành nhà máy ngói.

(4) Dòng sản phẩm gạch clinker mới hiện vẫn chưa được sản xuất nhiều do còn là sản phẩm mới, chưa được thị trường biết đến. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá triển vọng sản phẩm gạch clinker là khá cao nhờ đặc tính cơ lý bền vững chịu được tác động thời tiết khắc nghiệt, phù hợp với các công trình ven biển, phù hợp với những tỉnh duyên hải ven biển và ĐBSCL đang chịu ảnh hưởng của nước mặn xâm thực. Hiện tại, dây chuyền mới tại nhà máy gạch clinker vẫn đang sản xuất 90% gạch cotto, 10% clinker. Chúng tôi kì vọng, tỉ lệ gạch clinker sẽ tăng dần trong những năm tới giúp nâng cao biên lợi nhuận và doanh thu. (Kì vọng gạch clinker có giá bán cao hơn gạch cotto khoảng 2,5-3 lần).

Dự phóng cho năm 2016, VHL có thể đạt được 1.730 tỷ đồng DTT (+11% yoy, 102,8% KH) và 138,1 tỷ đồng LNTT (+7% yoy, 100% KH), EPS dự phóng ước đạt 6.903 đồng/cp (P/E hiện tại đạt mức 7,9 lần)

Chúng tôi thận trọng trong việc dự phóng KQKD của VHL trong năm 2017 với các giả định bao gồm (i) giá than trong nước có xu hướng tăng trong năm tới, (ii) khả năng tiêu thụ gạch clinker chưa được cao, dây chuyền tại nhà máy mới vẫn đang sản xuất gạch cotto (lát 300 và lát 400), (iii) dây chuyền mới chạy 90% công suất ngang với nhà máy cotto Giếng Đáy. Theo đó, chúng tôi ước tính VHL có thể đạt được 1.909 tỷ đồng DTT và 159 tỷ đồng LNTT, EPS ước đạt 7,951 đồng. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VHL với giá mục tiêu trong năm tới ước đạt 65.956 đồng/cp

TLT – CTCP Viglacera Thăng Long (UPCOM) : THEO DÕI

9T2016, TLT tiêu thụ được 4,44 triệu m2 gạch (riêng quý 3, công ty tiêu thụ được 1,8 triệu m2 gạch), với DTT đạt 338,4 tỷ đồng (+3,7% yoy, 71,2% KH), và LNTT đạt 30 tỷ đồng (+2,1% yoy, 70%KH). KQKD không có nhiều đột biến mà chỉ tăng nhẹ do giá bán gạch từ đầu năm đã giảm khoảng 3.500 đồng/m2, tương đương với mức 4,5% ytd. Do vậy mặc dù sản lượng tăng khoảng 7,3% so với cùng kỳ, DTT và LNTT gần như không có biến động đáng kể.

Chúng tôi đánh giá triển vọng của TLT trong năm 2017 không được cao bởi những lý do sau:

1. Sản phẩm gạch ceramic đã tiến vào giai đoạn bão hòa, giá bán ceramic tiếp tục giảm theo đúng như chúng tôi dự báo từ đầu năm. Như đã phân tích ở trên, sản phẩm ceramic đang trong giai đoạn cạnh tranh nhất, và không được khuyến khích đầu tư mới.
2. Nhà máy Phú Hà giai đoạn 1 dự kiến sẽ chưa khởi công trong năm 2017, trong khi đó, các dây chuyền của TLT đã chạy hết công suất. Mặc dù tình hình tương tự như VIT, tuy nhiên, TLT không có dư địa cải thiện biên lợi nhuận trong năm 2017 do tất cả các dây chuyền đều là máy móc đã cũ.
3. TLT vẫn đang trong tình trạng lỗ lũy kế, do đó, LNTT thu về chủ yếu dùng để bù đắp lại khoản lợi nhuận giữ lại, và không được chia cổ tức. Theo chúng tôi ước tính, sau khi sử dụng thặng dư vốn cổ phần để bù đắp lỗ lũy kế, và kết quả kinh doanh tiếp tục duy trì ổn định như năm 2016, lỗ lũy kế

được xóa hoàn toàn trong năm 2017. Sang năm 2018, khi lỗ lũy kế chấm dứt, TLT sẽ bắt đầu phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp 20%.

Chúng tôi điều chỉnh lại dự báo kết quả kinh doanh trong năm 2016 của TLT bởi (1) giá bán giảm nhanh hơn so với giả định ban đầu, (2) TLT đã bắt đầu triển khai sử dụng khí CNG trong quý 2/2016 với chi phí cao hơn so với than trong năm trước (không được ghi nhận trong kế hoạch ban đầu). Theo đó, TLT có thể hoàn thành vừa đủ kế hoạch năm 2016 với DTT đạt 437,7 tỷ đồng (+7% yoy, 99,6% KH) và LNTT đạt 43,4 tỷ đồng (+25% yoy, 101% KH).

Năm 2017, với sự hạn chế của công suất và nhà máy Phú Hà chưa khởi công, cùng với xu hướng giảm giá bán của gạch ceramic, chúng tôi cho rằng KQKD của TLT sẽ không quá khởi sắc so với năm 2016, với dự báo DTT đạt 477,4 tỷ đồng và LNTT đạt 45,3 tỷ đồng. Trong năm 2017, TLT sẽ phải chịu thuế thu nhập doanh nhiệp 20% do đó EPS ước đạt 2,415 đồng/cp. Chúng tôi ước tính **giá trị hợp lý của TLT đạt 18.590 đồng/cp** trong năm tới. TLT chỉ thực sự bứt phá vào năm 2018 khi dự án nhà máy Phú Hà đi vào hoạt động như kế hoạch, tạo ra động lực tăng trưởng mới.

CVT – CTCP CMC (HNX) : MUA

Lũy kế 9T2016, CVT bán được khoảng 9,2 triệu m2 gạch (bao gồm cả ceramic và granite), trong đó, riêng quý 3, CVT tiêu thụ được 4 triệu m2. DTT 9 tháng tăng trưởng tích cực, đạt 756,8 tỷ đồng (+47,8% yoy, 63%KH), LNTT đạt 110,7 tỷ đồng (+94,5% yoy, 92,5% KH). Sự tăng trưởng mạnh mẽ của CVT được đóng góp từ (1) tăng trưởng sản lượng khi nhà máy CMC2-2 vận hành đạt tối đa công suất và tỉ lệ A1 đạt cao hơn, giúp tăng sản lượng tiêu thụ và giá bán, (2) nhà máy CMC2-2 đi vào khấu hao khá muộn, dẫn tới trong nửa đầu năm chi phí khấu hao chưa được ghi nhận và 1 phần lãi vay từ khoản vay tài trợ nhà máy được vốn hóa và trong tài sản cơ bản dở dang.

Dự kiến, quý 4/2016, CVT có thể tiêu thụ được khoảng 4 triệu m2 gạch (tổng sản lượng tiêu thụ cả năm ước đạt 13,2 triệu m2), biên lợi nhuận quý 4 chúng tôi dự báo thu hẹp hơn so với quý 3 do giá than tiếp tục tăng khoảng 6,5%. **Dự phóng cho năm 2016**, DTT ước đạt 1063 tỷ đồng (+56% yoy, 88,6% KH), và LNTT ước đạt 141.7 tỷ đồng (+76%yoy, 118% KH), EPS ước đạt 5.903 đồng/cp (đã được điều chỉnh sau phát hành ESOP).

Triển vọng từ dự án mở rộng mới. Dự án mở rộng nhà máy CMC2-2 sẽ được khởi công trong tháng 1/2017, dự kiến hoàn thiện trong cuối quý 3 năm 2017. Sản phẩm tại dây chuyền mới là gạch granite thấm muối tan với công suất 3 triệu m2/năm với giá bán từ 200.000 đồng/m2 tới 250.000 đồng/m2 (cao hơn 60% so với sản phẩm truyền thống). Theo lãnh đạo doanh nghiệp chia sẻ, hiện nay sản phẩm này mới chỉ có Taicera đang sản xuất để xuất khẩu sang Đài Loan, ***thị trường miền bắc vẫn chưa có doanh nghiệp sản xuất sản phẩm này***, sản phẩm nhập khẩu đang phải chịu thuế từ 15%-35%. Chúng tôi cho rằng, đây là cơ hội để CMC mở rộng doanh thu trong năm tới. Đặc biệt, với đặc điểm ***máy móc linh hoạt***, trong trường hợp sản phẩm không được thị trường đón nhận, doanh nghiệp có thể cải tạo để chuyển sang sản xuất gạch granite truyền thống. Chúng tôi dự báo, CVT có thể đưa ra thị trường khoảng 500.000 m2 gạch granite mới trong năm 2017 (tương đương 70% công suất tối đa), mang lại khoảng 105 tỷ đồng doanh thu.

Ưu thế trong máy móc và hệ thống đại lý. CVT duy trì được khả năng bán hàng tốt vượt trội so với các doanh nghiệp nhờ mối quan hệ với các đại lý lâu đời, có thể thấy thông qua ***tỉ trọng CPBH/DTT của CVT rất thấp*** (tham khảo bảng so sánh ở mục trên), nhỏ hơn hẳn so với nhóm Viglacera đã được công ty mẹ bao tiêu. Đồng thời, hệ thống ***máy móc linh hoạt dễ dàng chuyển đổi sản xuất giữa các dòng sản phẩm tạo ra danh mục đa dạng***, đây là yếu tố nổi trội của CVT so với các doanh nghiệp gạch khác. Đồng thời, hiệu suất sản xuất của nhà máy được cải thiện hơn hẳn so với các năm trước sau đợt cải tạo đầu năm nay, giúp cho công ty sản xuất đạt tối đa công suất và chất lượng gạch A1 tăng lên gần 90% (trước đây chỉ đạt 65%-70%), giúp bù đắp 1 phần cho việc giá than tăng.

Biên lợi nhuận được dự báo thu hẹp. Giá bán gạch ceramic có xu hướng giảm, trong khi đó, giá than vận hành nhà máy đang tăng khá mạnh. Theo ước tính của chúng tôi, với mức giá than tăng khoảng 6% sẽ khiến cho biên lợi nhuận của CVT giảm về chỉ còn khoảng 19,5% trong năm tới nếu công ty không có những biện pháp quản trị tồn kho hiệu quả (đã bao gồm cả việc điều chỉnh tăng tỷ lệ gạch A1).

Chính sách trích khấu hao nhanh. Hiện nay, công ty đang thực trích khấu hao khá nhanh đối với nhà máy CMC2-2. Trong vòng 9T2016, khấu hao máy móc toàn công ty đã lên tới hơn 80 tỷ đồng, cao hơn gấp gần đôi so với cùng kỳ. Ước tính cho cả năm 2016, khấu hao có thể lên tới 110 tỷ đồng. Tốc độ trích khấu hao nhanh có thể khiến biên lợi nhuận của công ty thu hẹp. ***Theo ước tính của chúng tôi, nhà máy CMC2-2 sẽ hết khấu hao vào cuối 2019.***

Dự báo cho năm 2017, CVT có thể tiêu thụ 14,4 triệu m2 gạch, đạt 1.274,2 tỷ đồng DTT và 165,3 tỷ đồng LNTT, EPS ước đạt 6.560 đồng/cp. Động lực tăng trưởng đến từ dây chuyền mới vận hành vào cuối quý 3/2017. Theo đó, **giá mục tiêu cho CVT trong năm tới ước đạt 47.640 đồng/cp**. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CVT.

Trong kịch bản xấu nhất, nếu sản phẩm mới tiêu thụ không được khả quan, CVT buộc phải chuyển sang sản xuất granite truyền thống, chúng tôi ước tính CVT vẫn có thể đạt được 150 tỷ đồng LNTT, và ***giá mục tiêu đạt 44.143 đồng/cp.***

Nhà đầu tư cũng cần lưu ý, lãnh đạo CVT chia sẻ ***sẽ không phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu*** như thông báo từ giữa năm, thay vào đó dự kiến sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu tỉ lệ 40% để tăng vốn tài trợ cho nhà máy mới, và 10% cổ tức tiền mặt. Kế hoạch chia thưởng sẽ được thực hiện vào tháng 4 nếu được ĐHCĐ thông qua.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Nhìn chung, chúng tôi tiếp tục đánh giá tích cực đối với ngành gạch trong năm tới bởi:

(1) Thị trường xây dựng bước vào giai đoạn hoàn thiện, khả năng hấp thụ nguồn cung gạch khá tốt.

(2) Ngành gạch đang được bảo hộ ở mức cao, tỉ trọng gạch nhập khẩu giảm dần, mức độ cạnh tranh ngoại nhập không nhiều

(3) Các doanh nghiệp gạch khá độc lập với biến động của thị trường hàng hóa thế giới do nguyên liệu đất sét trong nước có giá ổn định, giá than trong nước cũng không biến động nhiều như trên thế giới.

(4) Dư địa tăng trưởng từ hoạt động mở rộng công suất được kỳ vọng tiếp tục kéo dài trong năm 2017

Các cổ phiếu ngành gạch đã tăng khá mạnh trong năm 2016. Tuy nhiên, chúng tôi tiếp tục nhìn nhận cơ hội đầu tư vẫn còn trong năm 2017-2018 với những doanh nghiệp sau:

Doanh nghiệp	Điểm nhấn	Khuyến nghị
VHL	Sản phẩm gạch ngói và cotto đang tăng trưởng tốt	
	Tăng công suất từ nhà máy gạch clinker	MUA
	Chuyển đổi cơ cấu sản phẩm sang gạch ngói có biên lợi nhuận cao hơn	Giá mục tiêu 65.956 đồng/cp
	Sản phẩm được bao tiêu	

VIT	Sản phẩm gạch granite đi vào xu hướng tiêu dùng Nhà máy Thái Bình GĐ2 kỳ vọng sẽ hoạt động hiệu quả hơn trong năm 2017, mở rộng biên lợi nhuận Vận hành bằng khí, tiết kiệm chi phí hơn so với than Nhà máy Tiên Sơn hết khấu hao Sản phẩm được bao tiêu	KHẢ QUAN Giá mục tiêu 32.772 đồng/cp
TLT	Triển vọng không quá khả quan do hạn chế về công suất trong năm tới Kỳ vọng bùng nổ trong năm 2018 khi dự án nhà máy Phú Hà hoàn thiện	THEO DÕI Giá mục tiêu 18.590 đồng/cp
CVT	Mở rộng nhà máy CMC2-2 với sản phẩm gạch granite thấm muối tan, công suất 3 triệu m2/năm Dư địa từ tăng công suất vẫn còn. Ưu thế vượt trội trong máy móc linh hoạt và khả năng bán hàng tốt. Biên lợi nhuận thu hẹp do giá bán gạch dự báo giảm, giá than nguyên liệu tăng và trích khấu hao nhanh	MUA Giá mục tiêu 47.640 đồng/cp

----------Hết----------

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Lý Hoàng Anh Thi
Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

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

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

http://www.vcbs.com.vn

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng Đại diện Bình Dương	314 Đại Lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương. ĐT: (+84-650) 385 5771
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630