



CTCP VIGLACERA TIÊN SƠN (VIT – HNX)

Khả năng mở rộng công suất sẽ là điểm nhấn kinh doanh chính

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- qoq	Q1-FY16	+/- yoy
Doanh thu thuần	178,8	306,3	-42%	195,8	-9%
Lợi nhuận sau thuế	6,8	19,7	-65%	3,7	84%
EBIT	(10,3)	(8,5)	21%	(8,2)	26%
Tỷ suất EBIT	-5,8%	-2,8%	-299bps	-4,2%	-160bps

Nguồn: RongViet Research

- Doanh nghiệp có thị phần khá lớn ở mảng gạch granite
- Triển vọng tiêu thụ gạch granite tích cực trong dài hạn
- Động lực tăng trưởng từ các dự án mở rộng công suất
- KQKD dự báo tích cực trong dài hạn

Quan điểm và định giá

Là nhà sản xuất các loại gạch granite đầu ngành, chú trọng đa dạng mẫu mã và nâng cao chất lượng sản phẩm, CTCP Viglacera Tiên Sơn được hưởng lợi lớn từ sự hồi phục của ngành BĐS và hoạt động xây dựng. KQKD có nhiều chuyển biến rõ nét với tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu và LNST lần lượt đạt 20,8% và 70,4%/năm trong giai đoạn 2013-2016.

Tuy nhiên, khả năng tăng trưởng sản lượng của các nhà máy hiện tại là tương đối thấp khi tỷ lệ khai thác công suất thiết kế đã ở mức cao. Chính vì vậy, VIT đã mua lại nhà máy Mỹ Đức với tổng chi phí (bao gồm sửa chữa, nâng cấp) thấp hơn ~30% so với đầu tư mới và có thể đưa vào hoạt động từ tháng 6/2017. Chúng tôi cho rằng nhà máy sẽ sớm hoạt động ổn định và là động lực tăng trưởng chính cho KQKD của VIT trong các năm 2017-2018.

Các nhà máy hiện hữu kỳ vọng sẽ có sự cải thiện về biên LN gộp trong năm nay khi mà việc chuyển đổi công nghệ sử dụng khí CNG đã hoàn tất, hiệu quả sản xuất gia tăng và nhà máy Tiên Sơn hết khấu hao. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2017 có thể lần lượt đạt 1.146 và 68 tỷ đồng, tăng lần lượt 18,8% và 18,5% so với năm 2016.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với VIT là **33.900 đồng/cp**, cao hơn 20,2% so với giá đóng cửa ngày 22/05/2017. Với mức giá trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu này. Tuy nhiên, thanh khoản khá thấp cũng là điểm đáng lưu ý.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F
Doanh thu thuần	681,8	965,2	1.146,4	1.323,6
% tăng trưởng	0,6%	41,6%	18,8%	15,5%
Lợi nhuận sau thuế	37,3	57,4	67,9	78,0
% tăng trưởng	34,5%	53,7%	18,5%	14,9%
Tỷ suất LNST (%)	5,5%	5,9%	5,9%	5,9%
ROA (%)	6,3%	7,9%	7,8%	8,1%
ROE (%)	21,0%	27,3%	28,8%	31,5%
EPS (VND)	2.487	3.824	3.708**	3.721**
Giá trị sổ sách (VND)	12.920	15.058	12.624	12.773
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.500	4.000	3.000
P/E (x)	7,4	6,9	7,6*	7,6*
P/BV (x)	1,4	1,8	2,2*	2,2*

Nguồn: BCTC VIT, RongViet Research tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 19/05/2017; **số lượng cổ phiếu bình quân gia quyền là 16,88 triệu cp.

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

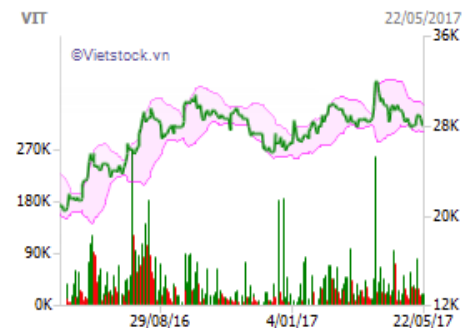
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	28.200
Giá mục tiêu (VND)	33.900

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	VLXD
Vốn hóa (tỷ đồng)	423
SLCPDLH	15.000.000
Beta	0,81
Free Float (%)	42,9
Giá cao nhất 52 tuần	32.000
Giá thấp nhất 52 tuần	20.500
KLGD bình quân 20 phiên	26.791



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
VIT	-5,7	33,6	432,1
VLXD	1,8	26,6	n/a
HNX30 Index	9,5	17,3	16,8
HNX-Index	6,4	12,8	23,6

Cổ đông lớn (%)

TCT Viglacera - CTCP	51,0
Nguyễn Thị Minh	6,1
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	42,6

Phạm Thị Hương

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1314

huong.pt@vdsc.com.vn

Doanh nghiệp có thị phần khá lớn ở mảng gạch granite

CTCP Viglacera Tiên Sơn (HNX – VIT) là công ty con duy nhất của Tổng Công ty Viglacera (51%) chuyên về sản xuất các loại gạch granite chất lượng cao, định hướng thị trường trung-cao. Hiện tại, hai nhà máy đang hoạt động của VIT ở Bắc Ninh và Thái Bình có tổng công suất thiết kế là 6,5 triệu m²/năm, tương ứng với gần 12% thị phần gạch granite cả nước và chủ yếu sản xuất các sản phẩm gạch lát kích thước 60x60 và 80x80.

Bảng 1: Công suất của một số doanh nghiệp sản xuất gạch granite lớn

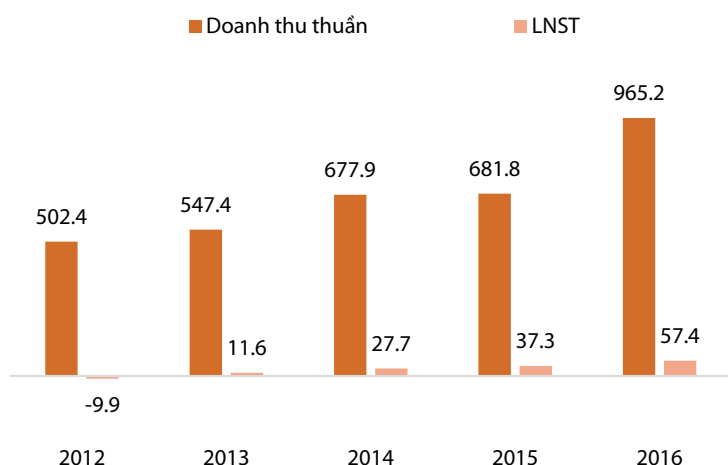
Doanh nghiệp	Trụ sở chính	Công suất thiết kế	Thị trường
Taicera	Đồng Nai	14 triệu m ²	Nội địa: 50%
Viglacera Tiên Sơn	Bắc Ninh	6,5 triệu m ²	Nội địa: 93%
Thạch Bàn	Bắc Giang	9,5 triệu m ²	
Đồng Tâm	Long An	1,5 triệu m ²	

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

VIT là doanh nghiệp chú trọng đầu tư cải tiến kỹ thuật, đa dạng hóa mẫu mã và kích thước sản phẩm. Năm 2016, Công ty đã hoàn tất chuyển đổi hệ thống lò sấy từ than sang khí CNG để gia tăng độ ổn định cho chất lượng sản phẩm. Đồng thời, VIT đầu tư công nghệ in kỹ thuật số và công nghệ nano cho sản phẩm có độ chính xác cao với bề mặt siêu bóng và siêu chống thấm. Chính vì vậy, sản phẩm của VIT không chỉ tiêu thụ tốt ở thị trường nội địa mà còn đáp ứng được tiêu chuẩn nhập khẩu của nhiều quốc gia như Thái Lan, Ấn Độ, Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Thụy Điển. Tuy nhiên, tỷ trọng xuất khẩu của VIT còn tương đối thấp (7,2%) và chỉ mang ý nghĩa đa dạng hóa thị trường, giảm rủi ro khi tiêu thụ trong nước kém khả quan. Cũng tương tự như các doanh nghiệp khác trong khối Viglacera, VIT không tự phân phối sản phẩm của mình mà bán hàng thông qua hai doanh nghiệp là CTCP thương mại Viglacera (khu vực miền Bắc) (~80% sản lượng) và CTCP kinh doanh gạch ốp lát Viglacera (khu vực miền Trung và miền Nam).

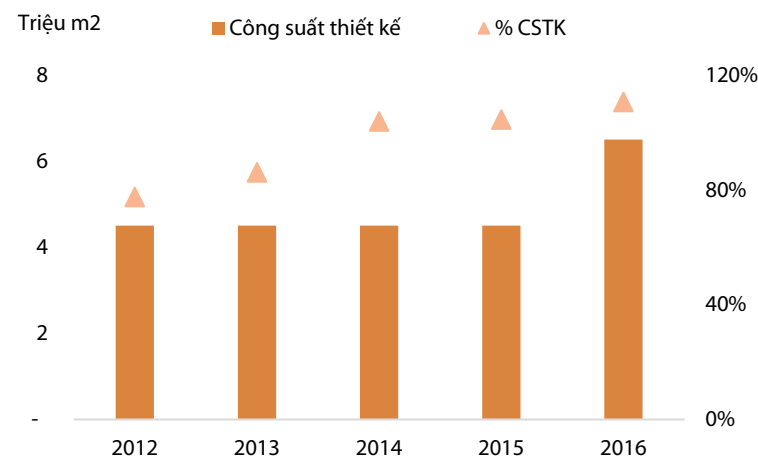
Nhờ thị phần cao và sự chuẩn bị đón đầu thị trường hồi phục, KQKD của VIT các năm gần đây có sự chuyển biến khá rõ nét. Doanh thu và LNST có tốc độ tăng trưởng kép lần lượt là 20,8% và 70,4%/năm trong giai đoạn 2013-2016. Đáng chú ý là tỷ lệ khai thác của VIT ở mức cao, vượt khoảng 10% công suất thiết kế trong khi phần lớn các doanh nghiệp cùng ngành chỉ hoạt động ở khoảng 80-90% công suất.

Hình 1: KQKD của VIT giai đoạn 2012-2016



Nguồn: VIT

Hình 2: Tỷ lệ khai thác của VIT giai đoạn 2012-2016



Nguồn: VIT

Triển vọng tiêu thụ gạch granite tích cực trong dài hạn

Ở Việt Nam, nhu cầu với các sản phẩm gạch ốp lát nhìn chung vẫn có xu hướng tăng trưởng đều đặn. Sản lượng tiêu thụ gạch ốp lát (bao gồm xuất khẩu) của năm 2015 ước đạt 438 triệu m², tăng 29% so với năm 2014. Bộ Xây dựng dự báo triển vọng tiêu thụ với các sản phẩm gạch men duy trì tích cực, trong đó nhu cầu gạch granite được dự báo sẽ đạt 140 triệu m² vào năm 2020. Bên cạnh bốn loại sản phẩm gạch ốp lát thông thường là gạch cotto, gạch ceramic, gạch bán sứ và gạch granite, trên thị trường còn có các loại vật liệu mới như sàn gỗ công nghiệp và hay gỗ nhựa composite nhưng chưa phổ biến do giá thành cao (300.000-500.000 đồng/m²), thấm nước và chủ yếu được sử dụng ở các công trình cao cấp.

Về phía nguồn cung, tổng công suất của ngành đã tăng mạnh từ 389 triệu m² (năm 2014) lên 500 triệu m² vào cuối năm 2016. Cùng với sự cạnh tranh của hàng nhập khẩu, ngành ốp lát đang có tình trạng dư cung nhẹ nhưng chủ yếu ở dòng sản phẩm gạch ceramic cấp thấp và kích cỡ nhỏ, không còn phù hợp với thị hiếu tiêu dùng. Trong khi đó, năng lực sản xuất gạch granite mới chỉ đạt khoảng 60 triệu m² nên tăng trưởng công suất loại gạch này phải đạt khoảng 18%/năm mới đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ (Bộ Xây dựng). Cũng theo quy hoạch, Bộ Xây dựng sẽ hạn chế cấp mới giấy phép đầu tư dòng gạch này và khuyến khích việc đầu tư mới/mở rộng các loại sản phẩm cao cấp hơn như porcelain và granite.

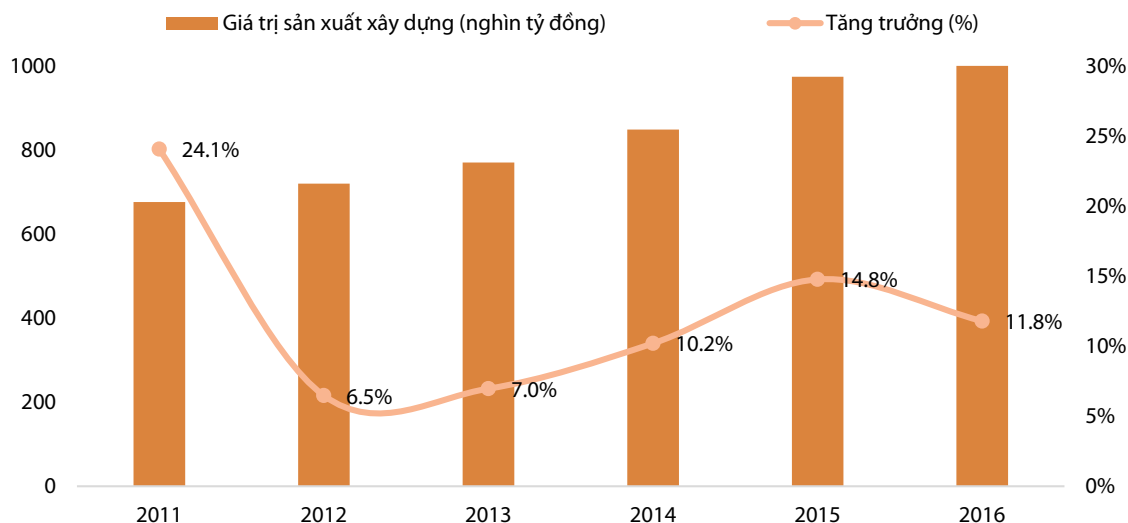
Bảng 2: Công suất gia tăng ở một số dự án sản xuất gạch granite

Doanh nghiệp	Trụ sở chính	Công suất thiết kế	Thị trường
Nice ceramic	Đồng Nai	14 triệu m ²	Nội địa: 50%
Viglacera Tien Son	Bắc Ninh	6,5 triệu m ²	Nội địa: 93%
Thạch Bàn	Bắc Giang	9,5 triệu m ²	
Đồng Tâm	Long An	1,5 triệu m ²	

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Với các ưu điểm vượt trội là độ bền cao và chịu lực tốt hơn, gạch granite đang ngày càng được ưa chuộng hơn so với gạch ceramic dù giá bán cao hơn gần 40%. Ở các nước phát triển như Trung Quốc, Mỹ, Ấn Độ và Đài Loan, tỷ lệ sử dụng gạch granite là khá cao và có xu hướng gia tăng. Điển hình là Trung Quốc, tỷ lệ sử dụng gạch granite lên tới 80%. Ở Việt Nam, do mới chỉ xuất hiện trong 10 năm trở lại đây, tỷ lệ sử dụng loại gạch này còn khá thấp, mới chỉ khoảng 13%.

Hình 3: Tăng trưởng giá trị sản xuất xây dựng



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Xu hướng sử dụng gạch granite sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi giá trị xây dựng gia tăng cùng với tốc độ đô thị hóa và sự cải thiện thu nhập. Sự tăng trưởng các dự án văn phòng, bán lẻ và căn hộ dịch vụ (báo cáo Savills) cũng sẽ thúc đẩy tiêu thụ gạch granite gia tăng. Chính vì vậy, một số doanh nghiệp lớn trong đó có VIT đang đẩy mạnh đầu tư mới hoặc tăng công suất gạch granite để đón đầu nhu cầu thị trường gia tăng.

Động lực tăng trưởng từ các dự án mở rộng công suất

Tương tự như các doanh nghiệp cùng ngành, VIT cũng đã và đang đầu tư nhiều dự án mới. Cuối năm 2015, VIT đã bắt đầu vận hành GĐ 2 của nhà máy Thái Bình có công suất thiết kế là 2 triệu m²/năm với tổng vốn đầu tư chỉ 223 tỷ đồng, thấp hơn suất đầu tư của Bộ Xây dựng nhờ thuê đất giá rẻ và tận dụng được một phần nhà xưởng của Thái Bình GĐ 1. Ngay trong năm đầu hoạt động, nhà máy này đã nhanh chóng ổn định và sản lượng sản xuất thậm chí vượt 10% công suất thiết kế. Tỷ lệ phế phẩm và hao hụt công đoạn dù chưa đạt kế hoạch đề ra nhưng đã có nhiều cải thiện qua từng quý. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng nhảy vọt về doanh thu (41,6%) và LNST (53,7%) của VIT trong năm 2016 có đóng góp quan trọng từ nhà máy này.

VIT sẽ tiếp tục tăng công suất sản xuất gạch granite thông qua việc mua lại **nhà máy của Công ty TNHH gạch men Mỹ Đức**. Doanh nghiệp này từng là một trong những thương hiệu gạch men hàng đầu Việt Nam ở giai đoạn 2009-2013. Tuy nhiên, nhà máy đã ngừng hoạt động từ tháng 3/2015 trong khi giá thành sản xuất cao (nguyên liệu phải nhập khẩu), và tài chính kiệt quệ với tổng các khoản nợ ngân hàng trong nước và nước ngoài lên tới trên 600 tỷ đồng và nợ lương và bảo hiểm của người lao động. Hiện tại, VIT đã hoàn tất quá trình mua lại và đã đầu tư bổ sung 2 máy in kỹ thuật số của Italia, dây chuyền tráng men và dây chuyền mài và một số thiết bị bổ sung để chuyển đổi 2 dây chuyền ceramic (1998) và bán sứ (2012) của Mỹ Đức sang sản xuất gạch granite với công suất thiết kế là 2,4 triệu m²/năm. Các dòng sản phẩm chính là gạch granite men mài kích thước 60x60, 30x60, 45x90 và các dòng gạch thẻ khác.

Việc đầu tư nhà máy Mỹ Đức, theo đánh giá của chúng tôi, có nhiều thuận lợi:

Thứ nhất, tổng vốn đầu tư cho Mỹ Đức (243,7 tỷ đồng) bao gồm cả chi phí mua lại và đầu tư bổ sung (~74 tỷ đồng) là thấp hơn so với đầu tư mới (~336 tỷ đồng) ở mức công suất tương đương (suất đầu tư của Bộ Xây dựng). Thêm vào đó, dây chuyền sản xuất cũ của nhà máy Mỹ Đức được đầu tư bài bản với máy móc nhập khẩu từ Đức và Italia và được bảo dưỡng định kỳ tốt nên còn hoạt động khá tốt. Việc nhà máy có thể nhanh chóng vận hành thay vì đầu tư mới và tận dụng được nguồn nhân công trước đây của Mỹ Đức sẽ hỗ trợ nhà máy này hoạt động ổn định nhanh hơn và tận dụng được cơ hội tốt của thị trường.

Thứ hai, nhà máy Mỹ Đức ở Bà Rịa – Vũng Tàu gần vùng nguyên liệu khí NG nên sử dụng đường dẫn khí từ biển thay vì vận chuyển bằng bồn nên chi phí của loại nhiên liệu này thấp hơn 15% so với các nhà máy của VIT ở khu vực phía Bắc. Với tỷ trọng hơn 20% giá vốn, chi phí đầu vào thấp hơn sẽ cải thiện biên gộp cho VIT ở nhà máy này khoảng 3%. Ngược lại, bài phối liệu (công thức trộn các nguyên liệu sản xuất gạch) sử dụng đất sét và trường thạch (chiếm tổng ~30% giá vốn) ở các tỉnh Hải Dương và Lào Cai nên chi phí vận chuyển cũng sẽ cao hơn. Tuy nhiên, nhà máy Mỹ Đức nằm ở KCN Mỹ Xuân A, chỉ cách cảng Phú Mỹ ~6km, thuận tiện cho vận chuyển đường biển nên cũng chỉ ảnh hưởng nhẹ lên biên gộp (ước đoán ~1%).

Thứ ba, nhà máy ở phía Nam, thị trường có giá trị xây dựng cao nhất cả nước và cạnh tranh thấp hơn so với khu vực phía Bắc – nơi có vùng nguyên liệu dồi dào hơn, hứa hẹn mang lại triển vọng tiêu thụ khả quan. Quan trọng hơn, nhà máy Mỹ Đức sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu chính cho VIT trong năm 2017 và 2018.



Sau khi nhà máy Mỹ Đức hoạt động ổn định, VIT dự kiến đầu tư nhà máy Mỹ Đức GD 2 sản xuất gạch granite công suất ~3 triệu m²/năm trên diện tích đất 5ha, gần với vị trí của nhà máy Mỹ Đức hiện tại. Dự án có thể bắt đầu khởi công trong năm 2018 và bắt đầu vận hành ở giữa năm 2019. Trong điều kiện thị trường thuận lợi và còn dư địa tăng trưởng, các dự án đầu tư gia tăng năng lực sản xuất sẽ là đòn bẩy hỗ trợ KQKD cho VIT.

Hiệu quả kinh doanh và khả năng thanh khoản đều có xu hướng cải thiện

Cùng với sự tăng trưởng về KQKD, các chỉ tiêu về khả năng sinh lợi của VIT nhìn chung đều có sự cải thiện. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của năm 2016 sụt giảm 1,1 % là do tỷ lệ hao hụt cao (~15-20%) ở nhà máy Thái Bình GD 2 trong nửa đầu năm và VIT phải dừng nhà máy trong gần 1 tháng để chuyển đổi công nghệ đốt từ than sang khí CNG khiến biên lợi nhuận quý 1/2016 giảm sâu về mức 9,5%. Việc thay đổi công nghệ đốt cũng khiến chi phí nhiên liệu tăng ~10% và giá vốn tăng ~1,5-1,8%. Tuy nhiên, việc khai thác tối ưu công suất thiết kế cùng với giá bán trung bình cải thiện khi cơ cấu sản phẩm A1 cao hơn kỳ vọng sẽ bù đắp phần chi phí tăng thêm này.

Bảng 3: Nhiệt trị của các loại nhiên liệu

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá bán	Kcal
CNG	Sm ³	~8.370	10.080
Than cám	kg	3.000	4.000

Nguồn: RongViet Research, Sm³: đơn vị m³ quy tiêu chuẩn

Bảng 4: Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Khả năng tăng trưởng				
Doanh thu	5,7%	23,8%	0,6%	41,6%
LN gộp	-5,3%	2,1%	19,9%	31,4%
LNTT	-222,2%	194,4%	35,0%	49,3%
LNST	-217,0%	139,7%	34,5%	53,7%
Khả năng sinh lợi				
Biên gộp	15,3%	12,6%	15,1%	14,0%
Biên LN từ HĐKD	4,3%	6,0%	7,0%	7,2%
Biên EBITDA	13,6%	15,7%	17,3%	16,7%
Biên LNTT	2,2%	5,2%	7,0%	7,4%
Biên LNR	2,1%	4,1%	5,5%	5,9%
EBITDA/Tổng tài sản	11,6%	19,1%	19,7%	22,2%
ROA bình quân				
ROE bình quân	1,8%	5,1%	6,3%	7,9%
EBITDA/Vốn chủ sở hữu	9,7%	19,5%	21,0%	27,3%
	42,7%	74,7%	66,7%	76,9%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay hàng tồn kho (x)	3,8	5,2	4,6	5,5
Vòng quay các khoản phải thu (x)	5,9	8,8	12,3	21,6
Vòng quay các khoản phải trả (x)	4,5	7,6	9,1	10,6
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (ngày)	79	64,1	69,0	48,8

Nguồn: RongViet Research



Cấu trúc tài chính có phần mất cân đối với tỷ lệ đòn bẩy khá cao (D/E khoảng 2,4 lần). Dù vậy, các chỉ tiêu về khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán lãi vay đang dần chuyển biến tích cực. Tuy nhiên, với việc đầu tư nhà máy Mỹ Đức năm 2017 và GD 2 của nhà máy này ở năm 2018-2019, chúng tôi cho rằng VIT có thể sẽ phải phát hành tăng vốn hoặc trái phiếu chuyển đổi để đưa cơ cấu tài chính về ngưỡng an toàn hơn.

Tại ĐHĐCĐ năm 2017, VIT đã được thông qua kế hoạch phát hành cổ phiếu với tỷ lệ 30% (100 cổ phiếu được mua thêm 30 cổ phiếu mới) ở mệnh giá cho cổ đông hiện hữu. Việc phát hành sẽ được thực hiện sau khi Công ty đã chia cổ tức bằng tiền mặt tỷ lệ 40%, dự kiến chốt vào cuối quý 2/2017. Chúng tôi cho rằng khả năng phát hành thành công là rất cao và VIT có thể thu về thêm 30 tỷ đồng để tài trợ hoạt động kinh doanh.

Bảng 5: Khả năng thanh khoản

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Khả năng thanh toán ngắn hạn				
Khả năng thanh toán hiện hành	0,65	0,68	0,64	0,83
Khả năng thanh toán nhanh	0,34	0,29	0,20	0,42
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,09	0,07	0,02	0,31
EBITDA/Tổng nợ	16,1%	25,6%	27,9%	31,3%
Khả năng thanh toán lãi vay				
EBITDA/Lãi vay	2,2	3,6	4,0	4,5
CẤU TRÚC TÀI CHÍNH				
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	378,3%	224,6%	251,4%	241,2%
Tổng nợ/Tổng tài sản	79,1%	69,2%	71,5%	70,7%
Vay ngắn hạn/Tổng tài sản	41,5%	38,7%	33,1%	35,4%
Vay dài hạn/Tổng tài sản	14,8%	15,5%	24,5%	20,9%

Nguồn: RongViet Research

KQKD dự báo tích cực trong dài hạn

Với kinh nghiệm vận hành các nhà máy mới, chúng tôi cho rằng nhà máy Mỹ Đức sẽ sớm hoạt động ổn định. Chúng tôi giả định nhà máy sẽ bắt đầu tiêu thụ sản phẩm từ đầu tháng 7/2017 và hoạt động ở ~83% công suất thiết kế. Nhà máy này cũng sẽ bán hàng chủ yếu qua CTCP kinh doanh gạch ốp lát Viglacera với 70-80% thị trường miền Nam và 20-30% cho các tỉnh miền Trung (Đà Nẵng, Nha Trang). Trong năm đầu hoạt động, chúng tôi cho rằng giá bán trung bình có thể sẽ thấp ~2,8% giá bán của các nhà máy hiện hữu do cơ cấu sản phẩm, tỷ lệ sản phẩm A1 thấp hơn và tỷ lệ hao hụt cao hơn. Tuy nhiên, sự chênh lệch về giá bán trung bình kỳ vọng sẽ thu hẹp khi nhà máy vận hành trơn tru hơn.

Bên cạnh đó, biên lợi nhuận ở nhà máy Mỹ Đức về dài hạn có thể lên đến 15-17%, cao hơn các nhà máy hiện hữu. Chúng tôi ước tính Mỹ Đức có thể sẽ đóng góp khoảng 142 tỷ đồng cho doanh thu của VIT trong năm nay. Với giả định khai thác 95% công suất thiết kế trong năm 2018 và giá bán cải thiện 1%, doanh thu của Mỹ Đức có thể đạt 315 tỷ đồng. Chúng tôi không đưa Mỹ Đức GD 2 vào dự phóng do các thông tin về nhà máy này còn chưa rõ ràng.

Chúng tôi giả định giá bán trung bình của các nhà máy cũ Tiên Sơn và Thái Bình sẽ tăng 1,5% so với năm 2016, bù đắp cho phần tăng của chi phí nguyên liệu. Đồng thời, việc nhà máy Tiên Sơn (hoạt động từ năm 2004) sẽ hết khấu hao từ năm nay cũng sẽ giảm chi phí khấu hao ở 2 nhà máy này khoảng 10 tỷ đồng (~18,5% chi phí khấu hao), giúp tăng biên gộp thêm 1,1%.

Riêng trong quý 1/2017, hiệu quả sản xuất của VIT tiếp tục có sự tăng trưởng khả quan. Sản lượng sản xuất của Công ty đạt 1,76 triệu m², tăng 14,2% so với cùng kỳ. Chất lượng sản phẩm tiếp tục cải thiện với tỷ lệ sản phẩm A1 (loại gạch có giá bán cao nhất) toàn Công ty đạt 95,9%, cao hơn nhiều so với mức

85,5% cùng kỳ và mức 93,4% của quý 4/2016. Tỷ lệ hao hụt công đoạn trung bình của các nhà máy cũng giảm từ 4,6% về 4,02%. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp của VIT trong quý 1/2017 tăng từ 9,5% (Q1/2016) lên 14,6%. LNTT quý 1 đạt 8,5 tỷ đồng, cao hơn 83,6% so với cùng kỳ nhưng mới chỉ hoàn thành 10,6% kế hoạch năm 2017 do quý 1 thường là mùa thấp điểm và các công ty gạch men thường dừng hoạt động dài ngày (15-20 ngày) để bảo trì nhà máy. Kết quả kinh doanh từ quý 2 sẽ khởi sắc hơn theo đà tăng của thị trường BĐS và hoạt động xây dựng.

Bảng 6: KQKD quý 1/2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- (qoq)	Q1-FY16	+/- (yoy)
Doanh thu	178,8	306,3	-41,6%	160,6	11,3%
Lợi nhuận gộp	26,0	42,0	-38,1%	18,6	39,8%
Chi phí bán hàng và quản lý	-7,7	-9,4	-18,6%	-6,8	13,1%
Thu nhập HĐKD	8,2	23,9	-65,6%	4,4	88,9%
EBITDA	32,4	32,5	-0,4%	26,8	21,0%
EBIT	19,6	32,5	-39,8%	12,8	53,3%
Chi phí tài chính	-10,5	-8,9	17,7%	-8,5	24,1%
- Chi phí lãi vay	-10,3	-8,5	21,2%	-8,2	26,3%
Khấu hao	12,8	12,8	-0,2%	14,0	-8,4%
Lợi nhuận trước thuế	8,5	24,7	-65,5%	4,6	83,6%
Lợi nhuận sau thuế	6,8	19,7	-65,5%	3,7	83,6%

Nguồn: VIT

Tổng doanh thu cho năm 2017 ước đạt 1.146 tỷ đồng, tăng 18,8% so với năm 2016. Biên gộp của cả công ty chỉ cải thiện 0,7 điểm phần trăm do nhà máy Mỹ Đức mới hoạt động. Các chi phí bán hàng và quản lý giữ ổn định so với năm 2016. Chi phí tài chính có thể sẽ tăng khoảng 6 tỷ đồng, phần lớn đến từ việc tăng sử dụng nợ vay cho nhà máy Mỹ Đức. LNST năm 2017 ước đạt 71,0 tỷ đồng, tương ứng với EPS 3.708 đồng/cp sau khi đã trích lập khen thưởng phúc lợi 5%, thưởng 50% trên phần lợi nhuận trước thuế vượt kế hoạch và phát hành thêm 30% số lượng cổ phiếu hiện tại (giả định phát hành vào tháng 7/2017). Với việc nhà máy Mỹ Đức hoạt động nguyên năm 2018, doanh thu và LNST có thể lần lượt 1.324 tỷ đồng và 78 tỷ đồng.

Bảng 7: Dự báo một số chỉ tiêu chính trong giai đoạn 2017-2021F (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Sản lượng tiêu thụ (m ²)	8.052.000	9.276.650	9.348.000	9.421.300	9.533.000
Tăng trưởng sản lượng	12,0%	15,2%	0,8%	0,8%	1,2%
Doanh thu thuần	1.146,4	1.323,6	1.339,2	1.355,2	1.377,0
Tăng trưởng DTT	18,8%	15,5%	1,2%	1,2%	1,6%
Lợi nhuận gộp	165,9	193,3	198,6	202,6	203,1
Lãi/lỗ hoạt động tài chính	-45,4	-54,9	-56,7	-49,9	-44,7
LN từ HĐSXKD	84,4	96,7	96,4	102,6	104,7
LNST	67,9	78,0	77,8	82,9	84,7
Biên LNST	5,9%	5,9%	5,8%	6,1%	6,2%
EBITDA	183,0	214,8	215,1	217,5	215,7
EPS (đồng/cp)	3.708*	3.721	3.710	3.953	4.041
Giá trị sổ sách (đồng/cp)	12.624	12.773	12.966	13.340	13.806

Nguồn: RongViet Research, * sử dụng số lượng cổ phiếu bình quân gia quyền là 16,88 triệu cổ phiếu, Từ 2018 trở đi: số lượng cổ phiếu 19,5 triệu cp

Định giá

Để xác định giá hợp lý cho cổ phiếu VIT, chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh P/E với tỷ lệ tương ứng là 50:50. Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, lãi suất chiết khấu sử dụng cho giai đoạn 2017-2021 là 12,0% và từ 2021 trở đi là 13,6%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF ước tính là 1,6%.

Phương pháp P/E sử dụng tham chiếu từ các doanh nghiệp cùng ngành. Dòng sản phẩm của VIT có triển vọng tiêu thụ khả quan hơn một số doanh nghiệp nhỏ khác (GMX, TTC) nhưng quy mô vốn hóa của VIT còn tương đối nhỏ (423 tỷ đồng). Chính vì vậy, chúng tôi sử dụng P/E bằng 7 lần để định giá doanh nghiệp này.

Bảng 8: Chỉ tiêu P/E của các doanh nghiệp cùng ngành tiêu biểu

STT	Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng) ^(*)	P/E ^(*)
1	VHL	1.089,4	6,8
2	CVT	131,8	6,4
3	GMX	91,2	8,3
4	TTC	109,3	5,5
5	NHC	1.120,0	9,8
Trung bình			8,1

Nguồn: FinPro, RongViet Research tổng hợp, *Sử dụng giá đóng cửa ngày 19/05/2017

Kết hợp các phương pháp trên, giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định tại mức **33.900 đồng/cp**, cao hơn 20,2% so với giá đóng cửa ngày 22/5/2017. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu VIT.

Bảng 9: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	41.791	50%	20.895
P/E	25.956	50%	12.978
Giá bình quân		100%	33.873

Nguồn: RongViet Research

Quan điểm đầu tư

Là nhà sản xuất các loại gạch granite đầu ngành, chú trọng đa dạng hóa mẫu mã và nâng cao chất lượng sản phẩm, CTCP Viglacera Tiên Sơn được hưởng lợi lớn từ sự hồi phục của ngành BĐS và hoạt động xây dựng. KQKD có nhiều chuyển biến rõ nét với tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu và LNST lần lượt đạt 20,8% và 70,4%/năm trong giai đoạn 2013-2016.

Tuy nhiên, khả năng tăng trưởng sản lượng của các nhà máy hiện tại là tương đối thấp khi tỷ lệ khai thác công suất thiết kế đã ở mức cao. Chính vì vậy, VIT đã mua lại nhà máy Mỹ Đức với tổng chi phí (bao gồm sửa chữa, nâng cấp) thấp hơn ~30% so với đầu tư mới và có thể đưa vào hoạt động từ tháng 6/2017. Chúng tôi cho rằng việc đầu tư nhà máy này sẽ sớm hoạt động ổn định và là động lực tăng trưởng chính cho KQKD của VIT trong các năm 2017-2018. VIT cũng dự kiến sẽ đầu tư thêm nhà máy Mỹ Đức GD 2 từ năm 2018.

Các nhà máy hiện hữu kỳ vọng sẽ có sự cải thiện về biên lợi nhuận gộp trong năm nay khi mà việc chuyển đổi công nghệ sử dụng khí CNG đã hoàn tất, hiệu quả sản xuất gia tăng và nhà máy Tiên Sơn hết khấu hao. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2017 có thể lần lượt đạt 1.146 và 68 tỷ đồng, tăng lần lượt 18,8% và 18,5% so với năm 2016.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với VIT là **33.900 đồng/cp**, cao hơn 20,2% so với giá đóng cửa ngày 22/05/2017. Với mức giá trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu này. Tuy nhiên, thanh khoản khá thấp cũng là điểm đáng lưu ý.

PHỤ LỤC: DỰ BÁO DÂN SỐ VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2050

Năm	Dân số	Thay đổi (%)	Độ tuổi trung vị	Tỷ lệ đô thị hóa
1955	28.147.785	2,56%	24	13,20%
1960	32.670.623	3,03%	22	14,80%
1980	54.372.518	2,22%	19	19,40%
2000	80.285.563	1,32%	24	24,60%
2010	88.357.775	0,97%	29	30,60%
2015	93.447.601	1,13%	30	33,60%
2020	98.156.617	0,99%	33	36,40%
2025	102.092.604	0,79%	35	39,10%
2030	105.220.343	0,61%	37	41,60%
2035	107.772.569	0,48%	39	43,80%
2040	109.925.372	0,40%	40	45,90%
2045	111.641.853	0,31%	41	47,70%
2050	112.783.209	0,20%	42	49,40%

Nguồn: Worldometers (www.worldometers.info)



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	682	965	1.146	1.324
Giá vốn	579	830	981	1.130
Lãi gộp	103	135	166	193
Chi phí bán hàng	5	11	13	15
Chi phí quản lý	13	19	23	26
Thu nhập từ HĐTC	1	1	1	1
Chi phí tài chính	38	37	47	56
Lợi nhuận khác	0	2	1	1
Lợi nhuận trước thuế	48	72	85	98
Thuế TNDN	11	14	17	20
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	37	57	68	78
EBIT	78	107	130	152
EBITDA	118	161	183	215

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Doanh thu	0,6	41,6	18,8	15,5
Lợi nhuận HKKD	18,3	45,5	21,0	14,6
EBITDA	11,0	36,4	13,5	17,4
EBIT	19,3	38,0	21,5	17,1
Lợi nhuận sau thuế	34,5	53,7	18,5	14,9
Tổng tài sản	35,2	13,1	26,2	-1,6
Vốn chủ sở hữu	20,5	16,5	9,0	1,2
Tốc độ tăng trưởng nội tại	12,6	16,6	-4,3	7,9
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	15,1	14,0	14,5	14,6
LN HKKD / Doanh thu	7,0	7,2	7,4	7,3
EBITDA/ Doanh thu	17,3	16,7	16,0	16,2
EBIT/ Doanh thu	11,4	11,1	11,4	11,5
LNST/ Doanh thu	5,5	5,9	5,9	5,9
ROA	6,3	7,9	7,8	8,1
ROIC or RONA	26,7	28,6	28,4	29,5
ROE	21,0	27,3	28,8	31,5
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh, phải thu	12,3	21,6	23,4	21,7
Vòng quay hàng tồn kho	4,6	5,5	1,0	5,7
Vòng quay khoản phải trả	9,1	10,6	1,4	8,2
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	0,64	0,83	0,70	0,77
Nhanh	0,20	0,42	0,28	0,31
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	251,4	241,2	295,1	284,4
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	116,3	120,9	128,1	122,2
Vay dài hạn/ Vốn CSH	86,0	71,1	114,6	102,4

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Tiền	6	118	66	75
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	49	41	57	65
Tồn kho	142	159	186	208
Tài sản ngắn hạn khác	9	2	2	2
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	206	319	311	350
Tài sản cố định hữu hình	236	382	562	510
Tài sản cố định vô hình	14	13	13	12
Xây dựng cơ bản dở dang	179	10	8	10
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	13	13	13	13
Tài sản dài hạn khác	33	33	65	62
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	475	452	661	608
TỔNG TÀI SẢN	681	771	973	957
Tiền hàng phải trả và ứng trước	79	77	91	105
Khoản phải trả ngắn hạn khác	15	32	37	42
Vay và nợ ngắn hạn	225	273	315	304
Vay và nợ dài hạn	167	161	282	255
Khoản phải trả dài hạn khác	1	1	1	1
Tổng nợ	487	545	726	708
Vốn chủ sở hữu	194	226	246	249
Vốn đầu tư của CSH	150	150	195	195
Lợi nhuận giữ lại	37	69	39	35
Các quỹ	6	6	12	19
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	194	226	246	249
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	681	771	973	957
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
LNTT	48	72	85	98
Khấu hao	41	54	53	62
Các điều chỉnh	29	40	-53	-62
Thay đổi vốn lưu động	-82	-44	-89	-85
Tiền thuần từ HKKD	35	121	-4	13
Thay đổi TSCĐ	-177	-29	-258	-9
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0	0	-84	3
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	0	0	45	12
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-176	-29	-297	5
Nhận/trả lại vốn góp	20	0	45	0
Vay mới/trả nợ vay	119	42	163	-38
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0	0	40	29
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	139	42	249	-9
Tiền thuần trong kỳ	-2	134	-52	9
Tiền đầu năm	20	6	118	66
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối kỳ	6	118	66	75

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

95-97-99 Võ Văn Tần – Quận Ninh Kiều – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**