Ngành VLXD - ICB 2353
Ngày 12 tháng 09 năm 2014

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
Công ty Cổ Phần CMC (CVT)

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH

Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua mạnh
Giá kỳ vọng	45,700
Giá thị trường ()	26,000
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	7.65
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	199
Giá trị sổ sách/cp (đ)	18.567
Sở hữu nước ngoài (%)	0.00%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày	26,000
KLTB 10 ngày (cp)	233,834
Giá thấp nhất 52T (đ)	7,000
Giá cao nhất 52T (đ)	26,500
+/- 7 ngày qua	+10,6%
+/- 1 tháng qua	+30%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Đức Huy
Email: huynd@bsc.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA MẠNH cổ phiếu CVT với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 45.700 đồng/cp (upside 76%) theo 2 phương pháp định giá P/E và FCFF. Chúng tôi đánh giá mặc dù thị giá của CVT đã tăng nhiều trong thời gian gần đây, giá hiện tại vẫn chưa phản ánh đúng giá trị thực và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Triển vọng trung hạn của doanh nghiệp đang có các yếu tố chuyển biến rõ rệt. Ngành sản xuất gạch ốp lát có dấu hiệu phục hồi 6 tháng đầu năm 2014 nhờ thị trường bất động sản đang ấm lại tại phía Bắc, và tiếp tục tăng vào cuối năm khi các công trình đến giai đoạn hoàn thiện. CVT có hiệu quả kinh doanh tốt thể hiện qua tăng trưởng doanh thu với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thuần lớn. Dòng tiền 2013 dương so với cùng kỳ 2012 âm, cộng với dòng tiền 6 tháng 2014 tăng 67% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự kiến doanh thu, lợi nhuận công ty sẽ tăng đột biến 6 tháng cuối năm 2014 và tiếp tục tăng trưởng từ năm 2015 nhờ:

(1) Nhà máy 1 đang vận hành 110% công suất và sẽ hết khấu hao vào cuối năm 2014 CVT được hưởng lợi ít nhất 6 tỷ đồng năm 2014 và khoảng 20 tỷ đồng từ năm 2015.

(2) Nhà máy 2 chuyển sang sản xuất gạch Granite có biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều so với gạch Ceramic, trong khi tiêu thụ gạch Granite tăng trưởng tốt. Nhà máy 2 đang vận hành với công suất khoảng 70%.

(3) Dự án Nhà máy 2 mở rộng và tăng vốn 1:1. Chúng tôi cũng lưu ý, theo tính toán của chúng tôi, nếu dự án xây dựng dây chuyền giai đoạn 2 thành công như giai đoạn 1, dự án sẽ mang lại 24 tỷ đồng dòng tiền mỗi năm.

Dự báo KQKD 2014. Theo thông tin từ phía doanh nghiệp, tiêu thụ gạch đang khá khả quan với tốc độ bán hàng khoảng 70 tỷ đồng/tháng, LNTT 9 tháng dự kiến là 40 tỷ đồng, bằng 95% kế hoạch cả năm. Chúng tôi dự báo năm 2014, doanh thu thuần đạt 731 tỷ đồng (+23%yoy), LNST đạt 44 tỷ đồng (+136%yoy) vượt kế hoạch, tương đương EPS là 5.815 đồng/cp. Giá cổ phiếu CVT hiện tại chỉ tương đương với P/E FW 2014 là 4,47 lần.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	270	283	292	591	731
% tăng trưởng y-o-y	*5%*	*5%*	*3%*	*102%*	*24%*
Tổng tài sản (tỷ đ)	240	340	471	491	518
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	119	120	114	123	167
Vốn điều lệ (tỷ đ)	80	80	80	80	80
CPLH bình quân (Triệu cp)	7.87	7.65	7.65	7.65	7.65
LN sau thuế (tỷ đ)	30	21	12	19	44
% tăng trưởng y-o-y	*57%*	*-32%*	*-43%*	*60%*	*136%*
EPS cuối kỳ (đ/cp)	3,796	2,636	1,511	2,420	5,815
Giá trị sổ sách (đ/cp)	14,829	15,040	14,307	15,318	21,836
Lợi nhuận gộp biên	23%	18%	17%	14%	18%
ROS	11%	7%	4%	3%	6%
ROE	26%	17%	10%	15%	27%
ROA	13%	6%	2%	4%	8.5%

Nguồn: BCTC CVT, BSC tổng hợp

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	Công ty cổ phần CMC
Tên giao dịch:	CMC Joint Stock Company
Tên viết tắt:	CMC, JSC
Địa chỉ:	Phố Anh Dũng, Phường Tiên Cát, thành Phố Việt Trì, tỉnh Phú Thọ
Tel:	+84 (210) 625-8236
Fax:	+84 (210) 384-7729
Website:	www.cmctile.com.vn
Vốn điều lệ:	80 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Thiết bị, vật liệu xây dựng
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất gạch ốp lát các loại

Lịch sử hình thành	
Thời gian	**Sự kiện**
1960	CT Công nghiệp Bê tông và VLXD
23/03/2006	Cổ phần hóa thành CTCP CMC
5/11/2009	Niêm yết trên HNX

Quá trình tăng vốn điều lệ (tỷ đồng)		
Thời gian	**Sự kiện**	**Hình thức tăng vốn**
5/11/2009	40	Phát hành cổ phiếu lần đầu
27/10/2010	80	Phát hành cổ phiếu

Danh sách cổ đông lớn (30/06/2014)

TT	Tên	Số CP	% Vốn	Loại cổ phần
1	Tổng CT Công nghiệp Xi măng Việt Nam VICEM	868.000	11,14%	Phổ thông
2	Nguyễn Quang Huy	400.100	5,13%	Phổ thông
3	Tổng CTCP Sông Hồng	350.000	4,49%	Phổ thông
4	Dương Quốc Chính	235.050	3,02%	Phổ thông
	Tổng cộng	31.444.014	67,2%	Phổ thông

Cơ cấu cổ đông (30/06/2014)

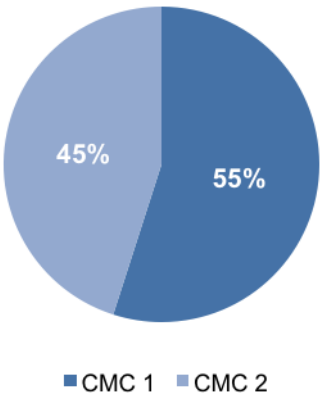
TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Số lượng cổ đông
1	**Cổ đông nhà nước**	**1.218.000**	**15,63%**	**2**
2	**Cổ đông bên trong**	**1.079.513**	**13,85%**	**8**
	- Hội đồng quản trị	1.025.650	13,16%	5
	- Ban kiểm soát	53.863	0,69%	3
3	**Cổ đông bên ngoài**	**5.436.000**	**67,95%**	**0**
	- Trong nước	5.436.000	67,95%	
	- Nước ngoài	0	0	0
	Tổng cộng	**7.652.606**	**100%**	

Công ty Cổ phần CMC (HNX: CVT) có Vốn điều lệ ban đầu 40 tỷ đồng và 80 tỷ đồng tính đến thời điểm hiện tại. Công ty là một trong những doanh nghiệp kinh doanh sản xuất gạch men Ceramic và Granite có thương hiệu tại Việt Nam. Ngành nghề sản xuất kinh doanh chính của CVT là sản xuất Vật liệu xây dựng gạch men các loại (gạch ốp tường, gạch lát nền, gạch chân tường, và gạch viền trang trí). Công ty hiện có 80 đại lý trên toàn quốc cung cấp gạch men cho chủ yếu là các tỉnh miền Bắc, và một số các thành phố miền Trung và miền Nam.

- Cơ cấu cổ đông của CVT gồm 2 Tổ chức vốn nhà nước trong đó Tổng công ty Công nghiệp Xi măng VICEM chiếm 11,14% và Tổng CTCP Xây dựng Sông Hồng chiếm 4,49%. Hiện không có tổ chức nước ngoài nào nắm giữ cổ phần của CVT.
- Tính đến 30/06/2014, Chủ tịch HĐQT Kiều Văn Linh, Tổng giám đốc Nguyễn Quang Huy, và Giám đốc Tài chính Dương Quốc Chính nắm giữ 10,1% cổ phần CVT

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP

Hình 1: Sản lượng 2013



Nguồn: CVT

Các nguyên liệu gồm có: đất sét, fenspar (FBN), men màu, phụ gia, than đá.

Hình 3: Fenspar

NĂNG LỰC SẢN XUẤT

Nhà máy CMC1 và CMC2 có tổng công suất 10 triệu m2 gạch Ceramic/năm. Trong đó, tính tới 11/09/2014, chúng tôi lưu ý CMC2 đã chuyển đổi hoàn toàn sang sản xuất gạch Granite với công suất bằng 60 – 70% công suất tối đa.

(1) Nhà máy CMC1 có 3 dây chuyền chuyên sản xuất gạch Ceramic phân khúc thấp và trung bình, tổng công suất 5 triệu m2/năm. Nhà máy giá trị khoảng 202 tỷ còn khoảng 20 tỷ đồng sẽ được trích lập hết khấu hao năm nay, nhưng vẫn đang chạy lớn hơn 100% công suất.

(2) Nhà máy CMC2 có 1 dây chuyền chuyên sản xuất gạch Ceramic với công suất 5 triệu m2/năm. Tuy nhiên, cuối năm 2013, nhà máy đã nâng cấp dây chuyền sang sản xuất gạch Granite phân khúc cao cấp, có kích thước lớn (600x600mm), để phục vụ nhu cầu của thị trường. Nhờ tiêu thụ rất tốt loại gạch cao cấp này (kể từ khoảng tháng 4, 5) nên công ty đã ghi nhận doanh thu tăng mạnh so với cùng kỳ 2013. Qua trao đổi với doanh nghiệp, chúng tôi được biết hiện nhà máy 2 chiếm tới 80% lợi nhuận của toàn công ty.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng, công ty đang có kế hoạch đầu tư xây mới 1 dây chuyền sản xuất gạch Granite từ đầu với công suất 5 triệu m2/năm vào quý 3/2014. Vốn đầu tư khoảng 300 tỷ đồng trong đó vay dài hạn ngân hàng 70%. Dự kiến dây chuyền 2 sẽ được xây dựng trong 1 năm, và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ cuối 2015.

Nguyên liệu đầu vào ổn định. Nguyên liệu chính như đất sét, fenspar, than hóa khí chủ yếu được cung cấp từ thị trường nội địa. Một số loại men, màu, và phụ gia thì công ty phải nhập khẩu từ thị trường Tây Ban Nha, Trung Quốc, và Nhật Bản. Công ty có lợi thế khi số lượng nhà cung cấp lớn khiến nguồn cung dồi dào và giá nguyên liệu ít biến động. Đối với đất sét và các nguyên vật liệu phải nhập khẩu thì công ty có chính sách dự trữ sản xuất ít nhất là một quý.

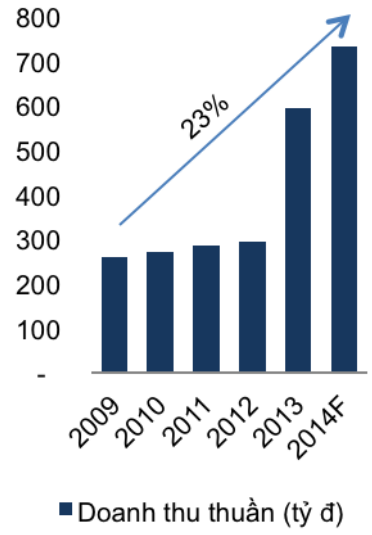
Khấu hao nhà máy CMC1 sẽ hết cuối năm 2014. Doanh nghiệp cho biết, thực tế, các dây chuyền sản xuất ban đầu đã hết khấu hao. Tuy nhiên, bởi các dây chuyền được xây dựng từ lâu khiến công ty phải liên tục nâng cấp các hệ thống máy móc, thiết bị nên giá trị còn lại của nhà máy 1 còn khoảng 20 tỷ sẽ được khấu hao hết trong năm 2014. Chúng tôi dự tính, CVT được hưởng lợi ít nhất 6 tỷ đồng năm 2014 và khoảng 20 tỷ đồng năm 2015.

HOẠT ĐỘNG TIÊU THỤ

Tiêu thụ gạch men mang tính chất mùa vụ. Công ty cho biết, hoạt động tiêu thụ gạch men tốt nhất vào khoảng từ tháng 6 tới Tết âm lịch, đặc biệt là tháng 10 – 12 do đặc điểm gạch ốp lát là sản phẩm cuối cùng để hoàn thiện nhà cửa dân dụng. Theo đó, chúng tôi đánh giá 6 tháng cuối năm 2014 sẽ chứng kiến doanh thu cũng như lợi nhuận của công ty tăng mạnh hơn so với 6 tháng đầu năm.

Công ty hiện có 80 đại lý phân phối khắp 3 miền. Công ty hiện phân phối gạch men tới thị trường tiêu dùng gián tiếp qua các đại lý bán lẻ. Công ty cho biết sức tiêu thụ của các đại lý từ Nghệ An trở ra phía Bắc rất tốt. Về chính sách, công ty dự định sẽ cung cấp mở rộng tiêu thụ tại các thành phố phía Nam lên 30% do nhu cầu gạch cao cấp Granite cao hơn. Ngoài ra, công ty không chú trọng Xuất khẩu gạch men ra nước ngoài bởi cước vận chuyển quá lớn.

Hình 4: Tăng trưởng doanh thu

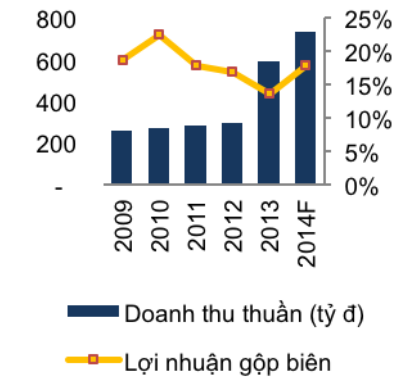


Nguồn: CVT

Khả năng cạnh tranh tới từ thương hiệu và đa dạng sản phẩm. Mặc dù thị trường có nhiều nhà cung cấp gạch men cả trong nước lẫn nước ngoài, công ty vẫn tồn tại và phát triển nhờ vào chính sách về sản phẩm và giá bán. Công ty chú trọng thay đổi mẫu mã sản phẩm cho phù hợp với thị hiếu, văn hóa của từng vùng. Cụ thể, công ty đã đầu tư máy in phun kỹ thuật số có thể in ảnh chất lượng cao lên sản phẩm gạch men. Ngoài ra, công ty chủ trương sản xuất gạch men từ phân khúc thấp tới cao để hạ giá thành sản phẩm, nâng cao khả năng cạnh tranh.

Doanh thu tăng trưởng đột biến khi nhà máy 2 hoạt động. Trong giai đoạn khó khăn 2009 – 2012, công ty vẫn có doanh thu ổn định. Đặc biệt, khi nhà máy 2 đi vào hoạt động năm 2013, nâng tổng công suất sản xuất gạch Ceramic lên gấp đôi, doanh thu 2013 tăng 102,4% so với cùng kỳ 2012. Khi nhà máy 2 chuyển hoàn toàn sang sản xuất gạch Granite đầu năm 2014, doanh thu 6 tháng đầu năm tăng 30% so với cùng kỳ 2013. Công ty cho biết tổng doanh thu tháng 7 và 8 đã đạt 150 tỷ đồng. Nếu công ty tiếp tục ghi nhận 75 tỷ đồng doanh thu vào tháng 9, doanh thu Q3/2014 tăng 38% so với cùng kỳ 2013.

Hình 5: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: CVT

HIỆU QUẢ KINH DOANH

Biên lợi nhuận gộp cao và ổn định. Trong giai đoạn từ 2009 – 2012, công ty có biên lợi nhuận gộp không dưới 17%. Công ty đạt được biên này là do chuyển nhiên liệu có giá đầu vào cao (gas) sang nhiên liệu có giá đầu vào thấp (than hóa khí) đồng thời tiết giảm các chi phí đầu vào khác. Biên lợi nhuận 2013 thấp hơn (14%) so với các năm trước là do công ty chạy thử nghiệm sản xuất gạch Granite trên dây chuyền gạch Ceramic tại nhà máy 2, dẫn đến chi phí men, màu, nhiên liệu (thử nghiệm) tăng đột biến.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tăng mạnh. Năm 2013 đánh dấu nhà máy 2 đi vào sản xuất đồng thời khả năng tiêu thụ tăng mạnh khiến sản lượng tiêu thụ vượt sản xuất. Do đó, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh

doanh 2013 đạt +38,8 tỷ đồng, vượt trội so với dòng tiền 2012 là -6,5 tỷ đồng. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh 6T2014 đạt 29,4 tỷ đồng (+67%) so với cùng kỳ. Đây là những dấu hiệu chuyển biến rõ rệt về khả năng tiêu thụ tốt của gạch ốp lát, đặc biệt là gạch cao cấp Granite.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thị trường (nhu cầu gạch). Công ty chỉ có KQKD tốt khi gạch tiêu thụ tốt. Nền kinh tế suy thoái (năm 2008), tỷ lệ lạm phát tăng cao (năm 2011), thị trường BĐS đóng băng dẫn tới suy giảm các dự án xây dựng dân dụng ảnh hưởng không nhỏ tới ngành Vật liệu xây dựng nói chung và gạch men nói riêng.

Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào. Trong các năm gần đây, giá than có xu hướng tăng nhẹ, có thể ảnh hưởng tới giá thành sản phẩm của công ty. Tuy nhiên, công ty có các mối quan hệ với các nhà cung cấp lớn cũng như việc dự trữ nguyên vật liệu trước ít nhất 1 quý sẽ làm giảm thiểu rủi ro này.

Rủi ro lãi suất. Hiện công ty có khoảng 200 tỷ nợ vay ngân hàng trong đó 121 tỷ là nợ vay ngắn hạn có sự biến động lãi suất lớn. Tuy nhiên, công ty có kế hoạch giảm nợ vay ngắn hạn, tăng nợ vay dài hạn. Thêm vào đó, lãi suất trung hạn sẽ giảm 0,5% trong thời gian tới sẽ phần nào làm giảm rủi ro về lãi suất.

Rủi ro tài chính khi đầu tư thêm dây chuyền. Tính tới 6T2014, tỷ lệ nợ phải trả của công ty chiếm tới 71% tổng tài sản. Công ty sẽ phải vay dài hạn thêm khoảng 218 tỷ từ ngân hàng cũng như phát hành thêm 8 triệu cổ phiếu bổ sung vào Vốn điều lệ. Tuy nhiên, công ty đã thực hiện đầu tư dây chuyền giai đoạn 1 vào năm 2012 thành công. Do đó, việc có kinh nghiệm đầu tư mở rộng sản xuất sẽ giúp ích cho công ty trong thời gian tới.

TRIỂN VỌNG NGÀNH - TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

Nhu cầu gạch men tại Việt Nam tăng trưởng ổn định. Theo Hiệp hội gốm sứ Việt Nam, Việt Nam chính thức vượt Indonesia, trở thành nhà sản xuất gạch ốp lát lớn nhất Đông Nam Á, cao thứ 6 thế giới với công suất lắp đặt hiện tại là 350 triệu m2/năm, phát huy công suất khoảng 300 triệu m2/năm. Công suất hiện tại cao hơn 261 triệu m2 (2008) khoảng 15%. Mặc dù năm 2013 thị trường xây dựng không thực sự nổi bật, nhưng do nhu cầu nâng cấp, sửa chữa và nhu cầu từ thị trường nông thôn, tiêu thụ nội địa 2013 đạt 250 triệu m2, chưa kể tới số lượng tiêu thụ từ nhập khẩu

gạch lớn (53,5 triệu USD) và buôn lậu gạch. Những số liệu này cho thấy nhu cầu từ thị trường xây dựng nội địa khá ổn định.

Xây dựng dân dụng và tiêu thụ gạch men 2H2014 khả quan. Thị trường BĐS 6T2014 và 2 tháng đầu Q3/2014 đã có những dấu hiệu phục hồi khi tồn kho giảm, khối lượng giao dịch tăng. Thêm vào đó, mùa xây dựng thường rơi vào khoảng quý 3 (mùa khô) và các công ty xây dựng thường tất toán hợp đồng, ghi nhận doanh thu vào quý 4. Theo đó, các nhà cung cấp gạch men có thể tiêu thụ tốt vào các tháng cuối năm và trước Tết âm lịch khi nhu cầu hoàn thiện xây dựng dân dụng tăng mạnh.

Công ty hiện có 5 đối thủ cạnh tranh chính là Tập đoàn Prime, công ty gạch ốp lát Viglacera, công ty gạch Việt Anh, công ty gạch men Hồng Hà, và công ty gạch men Mikado.

Hiện tại, do phát triển sản xuất sản phẩm gạch Granite, gạch CMC cạnh tranh trực tiếp với các thương hiệu như Keraben, Thạch Bàn, Taicera, Primer, Đồng Tâm, Kis, Bạch Mã, Viglacera.

Ngoài ra, công ty còn đối mặt với các sản phẩm cao cấp tới từ nước ngoài như Trung Quốc, Thái Lan, Tây Ban Nha…

CVT là nhà cung cấp gạch ốp lát có thương hiệu. CVT có dây chuyền sản xuất gạch Ceramic hiện đại cùng với đội ngũ cán bộ kỹ thuật có chuyên môn tay nghề cao. Công ty đứng ở Top 5 về chất lượng sản phẩm tại thị trường trong nước. Thêm vào đó, công ty có số lượng đại lý lớn (80) trải khắp 3 miền đất nước, phân phối chủ yếu tại các tỉnh phía Bắc.

Chiến lược cạnh tranh nhờ đa dạng hóa sản phẩm. Công ty vấp phải sự cạnh tranh rất lớn từ các nhà sản xuất cung cấp gạch men trong nước cũng như nước ngoài, chưa kể buôn lậu. Đối thủ của CVT trải khắp từ phân khúc thấp tới cao. Tuy nhiên, công ty có chiến lược đa dạng hóa sản phẩm gạch men, gạch ván sàn gỗ, đá Granite nhân tạo với mẫu mã thay đổi hằng năm. Đây là điều mà một số nhãn hiệu nội địa khác chưa làm được.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

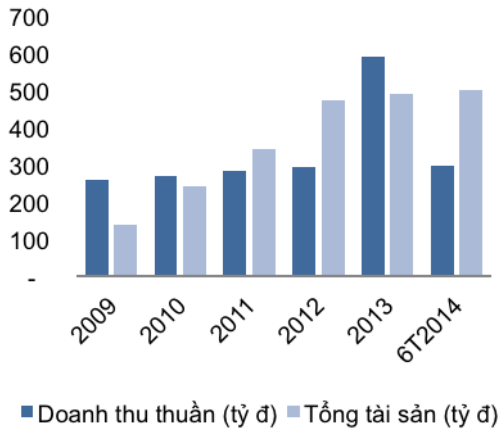
Thông tin cơ bản	2011	2012	2013	6T2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	283	292	591	297
% tăng trưởng y-o-y	5%	3%	102%	
Tổng tài sản (tỷ đ)	340	471	491	501
% tăng trưởng y-o-y	42%	38%	4%	
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	120	114	123	142
Vốn điều lệ (tỷ đ)	80	80	80	80
CPLH bình quân (tr.cp)	7.65	7.65	7.65	7.65
LN sau thuế (tỷ đ)	21	12	19	20
% tăng trưởng y-o-y	-32%	-43%	60%	
EPS cơ bản (đ/cp)	2,636	1,511	2,420	2,553
Giá trị sổ sách (đ/cp)	15,728	14,961	16,019	18,567

Doanh thu, lợi nhuận, và các chỉ tiêu sinh lời tăng trưởng mạnh mẽ trong 2 quý đầu năm 2014. Tỷ lệ đòn bẩy được đẩy lên mức cao hơn do công ty phải vay để đầu tư xây dựng dây chuyền, máy móc. Tuy nhiên, công ty đã chủ động giảm vay nợ trong bối cảnh khả năng tiêu thụ gạch tăng mạnh.

ình 6: Tăng trưởng Doanh thu thuần, Tổng tài sản 2009- 1H2014

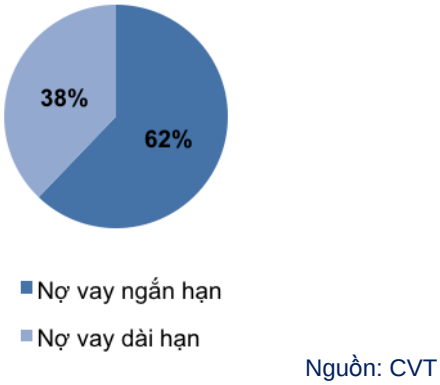
TỔNG QUAN TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Tăng trưởng khi đầu tư sản xuất. Xét về tài sản, tổng tài sản tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2009 - 2013. Cụ thể, năm 2010, tài sản ngắn hạn (tiền mặt) tăng mạnh. Năm 2011, xây dựng cơ bản dở dang tăng mạnh khi công ty bắt đầu mở rộng các dây chuyền cũng như xây dựng nhà máy



Nguồn: CVT

Hình 72: Cơ cấu nợ vay 1H2014



Nguồn: CVT

Bảng 1: Các chỉ tiêu cơ bản

Chỉ tiêu cơ bản	2010	2011	2012	2013	6T2014
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	2.02	2.83	4.12	4.01	3.53
TTS/VCSH	0.69	1.32	2.04	1.97	1.37
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ TTS	0.29	0.59	0.60	0.58	0.57
TS ngắn hạn/TTS	0.71	0.41	0.40	0.42	0.43
KN thanh toán					
Hệ số TT nhanh	1.03	0.39	0.18	0.29	0.14
Hệ số TT NH	1.55	0.94	0.75	0.77	0.76
Năng lực HĐ					
Số ngày tồn kho	28	21	22	13	
Số ngày phải thu	88	97	151	93	
Số ngày phải trả	40	52	80	64	
KN sinh lời (%)					
BLN gộp	23%	18%	17%	14%	18.2%
ROS	11%	7%	4%	3%	6.6%
ROE	26%	17%	10%	15%	13.8%
ROA	13%	6%	2%	4%	3.9%

Nguồn: CVT, BSC tổng hợp

CMC2, khiến cho tổng tài sản tăng 42%. Xét về doanh thu, doanh thu chỉ tăng đột biến năm 2013 khi CMC2 chính thức đi vào hoạt động tối đa công suất (+102%yoy). Theo đó, LNST giảm khi phát sinh các chi phí xây dựng dây chuyền (năm 2011, 2012) và tăng mạnh năm 2013.

Cơ cấu vốn và tài sản phù hợp với đầu tư sản xuất. Xét về cơ cấu vốn, công ty có mức đòn bẩy khá an toàn (TTS/VCSH ~ 2) ở giai đoạn 2009 – 2010. Tuy nhiên, năm 2012 - 2013, khi mở rộng đầu tư, công ty tăng vay nợ dài hạn (gấp 6,5 lần) trong khi VĐL không đổi khiến tỷ lệ đòn bẩy lớn (TTS/VCSH ~ 4). Công ty đã liên tục giảm nợ vay khi có thể. 6T2014, tỷ lệ đòn bẩy giảm về 3,52. Xét về cơ cấu tài sản, do đầu tư vào máy móc thiết bị nên tỷ trọng tài sản dài hạn tăng mạnh trong khi tài sản ngắn hạn giảm mạnh.

Khả năng thanh toán thấp. Các hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh lần lượt là 0,76x và 0,14x tính tới 6T2014. So với các năm trước, các hệ số này đều có xu hướng giảm nhẹ. Hàng tồn kho 2013 tới nay có xu hướng giảm nhẹ do số lượng gạch tiêu thụ vượt số lượng sản xuất.

Năng lực hoạt động. Số ngày tồn kho có xu hướng giảm mạnh do công ty tiêu thụ tốt. Số ngày phải thu 2013 giảm mạnh so với 2012, trở về trạng thái 2010 – 2011.

Khả năng sinh lời tăng mạnh trong 6T2014. Lợi nhuận ròng năm 2013 đạt 25 tỷ đồng (+52%yoy) chủ yếu do doanh thu thuần tăng mạnh. 6 tháng đầu năm 2014, lợi nhuận ròng đạt 19,5 tỷ đồng, tăng 235% so với cùng kỳ năm 2013. Biên lợi nhuận ròng tăng mạnh từ khoảng 3, 4% năm 2012 – 2013 lên 6,6% trong khi ROE, ROA đạt mức tương đương với năm 2013.

KẾ HOẠCH VÀ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

KẾ HOẠCH KINH DOANH CỦA CVT NĂM 2014

Công ty hiện có kế hoạch xây dựng thêm 1 dây chuyền chuyên sản xuất gạch Granite tại nhà máy CMC2. Vốn đầu tư dự kiến là 298 tỷ đồng trong đó phát hành cổ phiếu tỷ lệ 1:1 tăng vốn điều lệ thêm 80 tỷ đồng nữa, và vay vốn dài hạn ngân hàng 218 tỷ đồng. Công ty dự kiến sẽ hoàn tất thủ tục xin tăng vốn vào cuối tháng 10/2014.

Do nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh đã được dự báo từ cuối năm 2013, công ty quyết định nhà máy 2 sản xuất tăng cường vào dịp Tết Giáp Ngọ. Công ty sẽ sản xuất và triển khai mài bóng mặt các sản phẩm Granite có kích thước lớn như 300x600mm, 600x600mm, 800x800mm. Dự kiến giai đoạn 2 sẽ hoàn tất vào cuối 2015, bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2016.

Công ty đặt kế hoạch sản xuất 8 triệu m2 và tiêu thụ 8,5 triệu m2 gạch trong năm 2014, tương ứng với doanh thu dự kiến 700 tỷ đồng, LNTT 42 tỷ đồng.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2014 - 2018

Chúng tôi dự báo KQKD của CVT dựa trên 2 yếu tố chủ đạo là triển vọng về nhu cầu tiêu thụ gạch men và giá thành sản phẩm trong giai đoạn 2014 – 2018.

- Năm 2014, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của CVT đạt 731 tỷ đồng (+23,8%yoy) chủ yếu do sự tăng trưởng mạnh về nhu cầu gạch ốp lát, đặc biệt là gạch Granite cuối năm 2014.
- Lợi nhuận sau thuế 2014 đạt 44 tỷ đồng (+136%yoy), tương ứng với EPS khoảng **5.815 đồng/cp**.

Dự báo doanh thu

Tình hình thị trường Vật liệu xây dựng tăng trưởng mạnh trong thời gian gần đây. Xu hướng này vẫn tiếp tục với kết quả tiêu thụ gạch men 6T2014 khả quan. Qua trao đổi với các cửa hàng gạch tại Hà Nội, chúng tôi được biết nhu cầu gạch ốp lát sẽ tiếp tục được tiêu thụ tốt trong 6 tháng cuối năm 2014 do nhu cầu hoàn thiện các công trình xây dựng dân dụng trước Tết âm lịch. Chúng tôi đánh giá công ty sẽ hoàn thành kế hoạch sản xuất 8 triệu m2 và tiêu thụ 8,5 triệu m2 gạch cuối năm 2014. Thêm vào đó, gạch Granite có giá thành gần gấp đôi gạch Ceramic. Giá thành sản phẩm gạch tiêu thụ tốt nhất trên thị trường (gạch Granite 600x600) tăng nhẹ khoảng 20.000 đồng/m2 gạch mỗi năm.

- Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt 731 tỷ đồng, tăng 23,8% so với năm 2013 do: ***(1)*** nhu cầu gạch Granite tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm; ***(2)*** Công ty đã chuyển đổi sang sản xuất gạch Granite có biên lợi nhuận cao hơn nhiều so với gạch Ceramic. Với tốc độ tiêu thụ như hiện tại, nhà máy gạch 2 sẽ chạy 60% công suất trong năm 2014.

- Với nhu cầu gạch Granite hiện nay, nhà máy gạch 2 sẽ chạy tối đa 70% công suất trong giai đoạn 2015 - 2018. Giả sử công ty không tiến hành triển khai xây dựng thêm dây chuyền giai đoạn 2 thì tốc độ tăng trưởng doanh thu phụ thuộc rất nhiều vào tốc độ tăng giá gạch. Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng giá gạch 600x600 hiện tại (5%/năm).

Dự báo biên lợi nhuận gộp

Tuy biên lợi nhuận gộp (LNG) 2013 giảm còn 14%, biên LNG 6T2014 đã tăng trở lại 18,2%. Điều này chứng minh khi hiệu suất sản xuất gạch Granite tốt hơn, công ty đã có biên lợi nhuận tốt hơn hẳn. Ở mức độ thận trọng, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ đạt 18%.

Một số tiêu chí dự báo khác

- **Chi phí lãi vay.** Trong năm 2014, doanh nghiệp kỳ vọng giảm cả nợ vay ngắn hạn xuống 100 tỷ đồng và nợ vay dài hạn xuống 100 tỷ đồng. Nếu loại dự án dây chuyền giai đoạn 2 ra, thì công ty sẽ không tăng thêm các khoản vay dài hạn nào nữa.
- **Chi phí bán hàng và chi phí Quản lý doanh nghiệp.** Qua quan sát dữ liệu trong vòng 5 năm, chúng tôi nhận thấy 2 loại chi phí này rất ổn định lần lượt ở mức xấp xỉ 2% và 5%.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF trong đó có dùng các giả định và kết quả kinh doanh trình bày ở phần dự báo.

Mô hình định giá FCFF của chúng tôi chưa bao gồm việc công ty sẽ phát hành thêm cổ phiếu và vay thêm nợ dài hạn ngân hàng để đầu tư dây chuyền sản xuất gạch Granite tại nhà máy CMC2.

Thay vào đó, chúng tôi tách riêng kế hoạch xây dựng dây chuyền giai đoạn 2 thành 1 dự án riêng để tính giá trị hiện tại ròng (NPV), sau đó ước tính giá hợp lý mới của cổ phiếu dựa trên khả năng thực hiện của dự án này.

Phương pháp FCFF – 2 giai đoạn tăng trưởng

Giai đoạn 1 từ 2014 tới 2018: Tăng trưởng mạnh khi nhà máy 2 chạy hết công suất. Dòng tiền tự do dự báo đạt 23 tỷ đồng trong năm 2014 sau đó đạt 36 tỉ đồng vào năm 2018.

Giai đoạn 2 – tăng trưởng dài hạn: Chúng tôi cho rằng trong dài hạn, công ty sẽ tăng trưởng ở mức 3%.

Chi phí vốn bình quân (WACC)

Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta được tính từ ngày đầu niêm yết theo số liệu Bloomberg là 1,12; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 5 năm (6,60%); Lợi suất thị trường 11,75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 12,37%. Với chi phí vốn vay trung bình 9,38%, thuế suất 20%, tỷ lệ vốn nợ 64,23%, chi phí vốn bình quân của CVT được tính là 9,25%.

Theo phương pháp FCFF, với số lượng cổ phiếu lưu hành tại thời điểm hiện tại là 7.652.606 cổ phiếu, giá trị hợp lý trên một cổ phần là **47.842 đồng/CP.**

Bảng 2: Chi phí vốn bình quân (WACC)

Lãi suất phi rủi ro	6.60%
Beta	1.12
Lợi suất thị trường	11.75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12.37%
Chi phí vốn nợ	9.38%
Tổng nợ / Tổng Tài sản	0.64
Chi phí vốn bình quân	**9.25%**

Phương pháp so sánh P/E

Mặc dù có rất nhiều doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát trên thị trường, chỉ có một số ít doanh nghiệp niêm yết trên sàn. Chúng tôi sử dụng 9 doanh nghiệp có mức vốn hóa tương đương với CVT và ngành nghề cốt lõi là sản xuất gạch, hoặc gạch ngói để so sánh.

Do đó, với P/E ngành là 7,48 và EPS 2014 là 5.815 đồng/cp, chúng tôi dự tính giá trị hợp lý là **43.485 đồng/cp.**

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá trên với tỷ trọng 50 – 50, và đưa ra giá trị hợp lý là **45.664 đồng/cp.**

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA MẠNH cổ phiếu CVT với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 45.700 đồng/cp (upside 76%) theo 2 phương pháp định giá P/E và FCFF. Chúng tôi đánh giá mặc dù thị giá của CVT đã tăng nhiều trong thời gian gần đây, giá hiện tại vẫn chưa phản ánh đúng giá trị thực và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Triển vọng trung hạn của doanh nghiệp đang có các yếu tố chuyển biến rõ rệt. Ngành sản xuất gạch ốp lát có dấu hiệu phục hồi 6 tháng đầu năm 2014 nhờ thị trường bất động sản đang ấm lại tại phía Bắc, và tiếp tục tăng vào cuối năm khi các công trình đến giai đoạn hoàn thiện. CVT có hiệu quả kinh doanh tốt thể hiện qua tăng trưởng doanh thu với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thuần lớn. Dòng tiền 2013 dương so với cùng kỳ 2012 âm, cộng với dòng tiền 6 tháng 2014 tăng 67% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự kiến doanh thu, lợi nhuận công ty sẽ tăng đột biến 6 tháng cuối năm 2014 và tiếp tục tăng trưởng từ năm 2015 nhờ:

(1) Nhà máy 1 đang vận hành 110% công suất và sẽ hết khấu hao vào cuối năm 2014 CVT được hưởng lợi ít nhất 6 tỷ đồng năm 2014 và khoảng 20 tỷ đồng từ năm 2015.

(2) Nhà máy 2 chuyển sang sản xuất gạch Granite có biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều so với gạch Ceramic, trong khi tiêu thụ gạch Granite tăng trưởng tốt. Nhà máy 2 đang vận hành với công suất khoảng 70%.

(3) Dự án Nhà máy 2 mở rộng và tăng vốn 1:1. Chúng tôi cũng lưu ý, theo tính toán của chúng tôi, nếu dự án xây dựng dây chuyền giai đoạn 2 thành công như giai đoạn 1, dự án sẽ mang lại 24 tỷ đồng dòng tiền mỗi năm.

Bảng 3: Phân tích độ nhạy của cổ phiếu

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		7.75%	8.25%	8.75%	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%
Giá cổ phiếu	1.0%	46,533	41,846	37,763	34,175	30,996	28,159	25,613
	1.5%	50,906	45,558	40,947	36,930	33,399	30,270	27,479
	2.0%	56,041	49,865	44,603	40,065	36,112	32,637	29,559
	2.5%	62,154	54,921	48,844	43,665	39,200	35,310	31,890
	3.00%	69,555	60,940	53,822	47,842	42,746	38,352	34,523
	3.5%	78,699	68,228	59,750	52,745	46,859	41,844	37,519
	4.0%	90,284	77,232	66,927	58,583	51,689	45,896	40,959
	4.5%	105,437	88,640	75,794	65,651	57,438	50,652	44,950
	5.0%	126,108	103,561	87,027	74,383	64,399	56,316	49,636

Phụ lục 1. Bảng cân đối kế toán 2009 – 2018F

TÀI SẢN	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
A. Tài sản ngắn hạn	**82**	**170**	**138**	**187**	**208**	**256**	**322**	**400**	**483**	**568**
I. Tiền và tương đương tiền	**8**	**75**	**32**	**22**	**51**	**36**	**41**	**57**	**71**	**80**
III. Các khoản phải thu	**27**	**38**	**26**	**24**	**26**	**60**	**87**	**113**	**143**	**178**
IV. Hàng tồn kho, ròng	**46**	**56**	**69**	**135**	**130**	**156**	**189**	**225**	**264**	**307**
V. Tài sản lưu động khác	**1**	**0**	**11**	**7**	**0**	**4**	**5**	**5**	**4**	**4**
B. Tài sản dài hạn	**57**	**69**	**202**	**283**	**283**	**267**	**252**	**238**	**223**	**209**
II. Tài sản cố định	**57**	**68**	**202**	**283**	**275**	**265**	**250**	**235**	**220**	**205**
V. Tài sản dài hạn khác	**0**	**2**	**1**	**0**	**7**	**2**	**2**	**3**	**3**	**3**
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	**139**	**240**	**340**	**471**	**491**	**523**	**574**	**638**	**706**	**777**
NGUỒN VỐN										
A. Nợ phải trả	**79**	**121**	**220**	**357**	**369**	**356**	**356**	**364**	**373**	**383**
I. Nợ ngắn hạn	**67**	**110**	**148**	**249**	**271**	**234**	**245**	**265**	**286**	**307**
II. Nợ dài hạn	**13**	**11**	**72**	**108**	**97**	**122**	**111**	**99**	**88**	**76**
B. Vốn chủ sở hữu	**59**	**119**	**120**	**114**	**123**	**167**	**218**	**274**	**332**	**394**
I. Vốn và các quỹ	**59**	**119**	**120**	**114**	**123**	**167**	**218**	**274**	**332**	**394**
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	**139**	**240**	**340**	**471**	**491**	**523**	**574**	**638**	**706**	**777**

Phụ lục 2. Kết quả kinh doanh 2009 – 2018F

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
3. Doanh số thuần	**257**	**270**	**283**	**292**	**591**	**731**	**768**	**806**	**847**	**889**
4. Giá vốn hàng bán	(209)	(209)	(232)	(243)	(511)	600	630	661	694	729
5. Lãi gộp	**48**	**61**	**51**	**49**	**80**	**132**	**138**	**145**	**152**	**160**
6. Thu nhập tài chính	0	1	5	0	0	0	0	1	1	1
7. Chi phí tài chính	(9)	(8)	(14)	(15)	(26)	(32)	(23)	(24)	(25)	(26)
8.Chi phí bán hàng	(6)	(5)	(6)	(6)	(8)	(9)	(14)	(15)	(15)	(16)
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	(12)	(15)	(14)	(16)	(23)	(36)	(38)	(39)	(41)	(44)
10 Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	**22**	**33**	**22**	**13**	**23**	**55**	**64**	**67**	**71**	**75**
11. Thu nhập khác	1	1	2	4	2	3	3	3	3	4
12. Chi phí khác	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
13. Thu nhập khác, ròng	1	1	2	3	2	2	2	2	2	2
14. Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	**22**	**35**	**24**	**17**	**25**	**57**	**66**	**69**	**73**	**77**
15. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	(3)	(4)	(3)	(5)	(6)	(13)	(14)	(14)	(15)	(15)
18. Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	**19**	**30**	**21**	**12**	**19**	**44**	**51**	**56**	**59**	**62**
19. Lợi ích cổ đông thiểu số										
20. Cổ đông của Công ty mẹ	**19**	**30**	**21**	**12**	**19**	**44**	**51**	**56**	**59**	**62**
21. Lãi cơ bản trên cổ phiếu	4,846		2,636	1,511	2,420	5,006	5,866	6,337	6,691	7,061

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: *Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.*

Phương pháp định giá: *Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).*

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư
Nguyễn Thanh Hoa
Tel: 0439352722 (155)
Email: hoant@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích
Trần Thăng Long
Tel: 0439352722 (118)
Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.