



BÁO CÁO LẦN ĐẦU

24/08/2018

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích

tungna@kbsec.com.vn

Nhu cầu gạch ốp lát, đặc biệt là gạch Granite tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới.

CVT là doanh nghiệp quy mô tầm trung với tổng công suất đạt 18 triệu m²/năm, biên lợi nhuận vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành

Kết quả kinh doanh tăng trưởng đều đặn trong 7 năm liên tiếp, kì vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2018 nhờ dòng sản phẩm mới

Rủi ro đến từ chu kì kinh tế và dòng sản phẩm mới.

Nền kinh tế khởi sắc cùng với tăng trưởng dân số và tốc độ đô thị hóa cao là những nhân tố tích cực thúc đẩy sự phát triển của ngành xây dựng-vật liệu xây dựng nói chung và ngành gạch ốp lát nói riêng. Hiện tại, trong khi gạch ceramic đang trong tình trạng dư cung thì tổng công suất sản xuất gạch Granite tại Việt Nam đang còn thấp và tạo động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp gạch trong thời gian tới.

Tổng công suất thiết kế của CVT đạt 18 triệu m²/năm, đứng thứ 4 trong hơn 80 doanh nghiệp sản xuất gạch tại Việt Nam. CVT có biên lợi nhuận gộp đứng đầu trong nhóm cổ phiếu gạch ốp lát niêm yết trên sàn, đạt 23.8% nhờ hệ thống phân phối hợp lý, nhà máy gần các mỏ nguyên nhiên liệu và đặc biệt là hệ thống dây chuyền linh hoạt, có khả năng thay đổi sản phẩm để phù hợp với thị hiếu từng thời kì.

CVT là doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng với CAGR lợi nhuận bình quân 7 năm đạt 28.32%. Đầu năm 2018, CVT đưa vào vận hành giai đoạn 3 của nhà máy CMC2 với dòng sản phẩm mới gạch granite cao cấp thẩm muối tan-vi tinh. Sản phẩm mới sẽ được đưa ra thị trường trong 6 tháng cuối năm và được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính cho CVT trong năm 2018. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2018 đạt 1,389 tỷ VND, tăng 17.6% yoy; LNST đạt 204.2 tỷ, tăng 17.5% yoy.

Rủi ro chính của CVT đến từ chu kì kinh tế - bất động sản 10 năm và đặc biệt là từ khả năng hấp thụ của thị trường đối với dòng sản phẩm gạch thẩm muối tan-vi tinh. Dòng sản phẩm mới mang nhiều ưu điểm tuy nhiên giá thành cao sẽ là một rào cản đối với tốc độ bán hàng của doanh nghiệp qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận kì vọng.

Mua

Giá mục tiêu	VND36,850
Tăng/giảm	42.6%
Giá hiện tại(24/08/2018)	25,850 VND
Giá mục tiêu	36,850 VND
Vốn hóa thị trường	VND948.5 tỷ VND (40.6 triệu USD)

Dự phóng kết quả kinh doanh

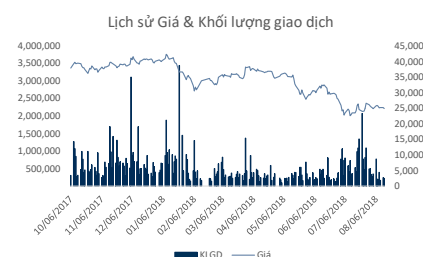
FY-End	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,181.1	1,389.1	1,616.4
Tốc độ tăng trưởng(%)	5.7%	17.6%	16.4%
Lợi nhuận gộp(tỷ VND)	281.5	353.6	427.1
Biên lợi nhuận gộp (%)	23.8%	25.5%	26.4%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	173.8	204.2	251.9
Tốc độ tăng trưởng(%)	14.3%	17.5%	23.4%
EPS	4,736	5,565	6,864
Tăng trưởng EPS	14.3%	17.5%	23.4%
P/E	5.28	4.49	3.64

Thông tin giao dịch

Số lượng cổ phiếu lưu hành	36,690,887
KLGD TB(3M)	463,414
% sở hữu nước ngoài	13.31%
Lợi tức/cổ phiếu	VND1,000

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
CVT	6.0%	-28.9%	-26.4%	
VNINDEX	5.7%	-10.4%	-9.3%	



Nguồn: KBSV

Mục Lục

Công ty cổ phần CMC (CVT: HOSE)	1
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG	3
Tổng quan ngành xây dựng	3
Thị trường gạch ốp lát	4
CTCP CMC	6
Thông tin tổng quan	6
Lịch sử hình thành	6
Cơ cấu sở hữu	6
Vị thế ngành	7
Hệ thống phân phối	7
Hoạt động kinh doanh	7
Cơ cấu Sản phẩm	7
Dây chuyền sản xuất	8
Cơ cấu chi phí	9
Phân tích tài chính	11
Rủi ro	11
ĐỊNH GIÁ	12
Dự phóng kết quả kinh doanh 2018	12
Định giá	13
PHỤ LỤC	15

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG

Tổng giá trị ngành xây dựng tăng trưởng đều đạt với CAGR 17 năm đạt 14.53%

Dân số Việt Nam tăng trưởng mạnh hơn 20% trong 17 năm vừa qua, dự kiến đạt 95 triệu dân năm 2018

Tỷ lệ đô thị hóa kì vọng đạt 50.7% vào năm 2039

Hơn một nửa dân số Việt Nam sẽ được xếp vào tầng lớp trung lưu toàn cầu vào năm 2035.

Nhu cầu thay đổi, nâng cấp căn hộ và tách ra ở riêng cũng làm tăng nhu cầu xây dựng.

Tổng quan ngành xây dựng

Ngành xây dựng & Vật liệu xây dựng Việt Nam có xu hướng chuyển động cùng pha với nền kinh tế và thị trường Bất động sản, hiện đang ở trong giai đoạn khởi sắc nhờ các yếu tố vĩ mô tích cực. Đóng góp của ngành xây dựng trong tổng GDP năm 2017 đạt 609,498 tỷ đồng, tăng 12,3% yoy, tương đương 5.38%. CAGR bình quân của ngành xây dựng đạt 14.53% trong giai đoạn 2000-2017, cao hơn một chút so với mức CAGR của tổng giá trị GDP là 14.46%. Đà tăng trưởng cao và bền vững của ngành xây dựng có được nhờ chính sách đô thị hoá tăng nhanh của chính phủ, nhu cầu thay đổi, nâng cấp và tách ra ở riêng cùng với tốc độ tăng trưởng dân số cao khiến nhu cầu xây dựng nhà ở mới luôn ở mức cao.

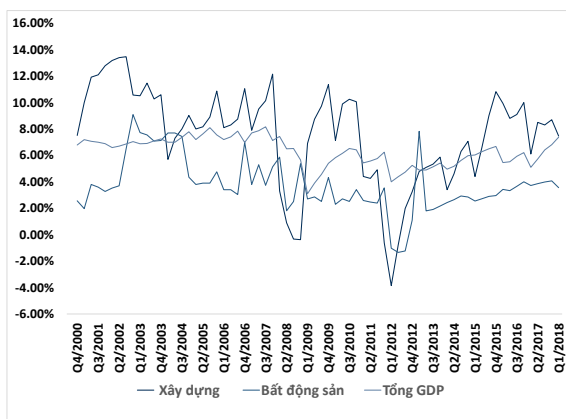
Theo số liệu của GSO, Dân số Việt Nam tăng mạnh trong thời gian vừa qua, từ 77.6 triệu dân lên 93.7 triệu dân trong giai đoạn 2000-2017 và được dự đoán sẽ chạm mốc 95 triệu dân trong năm 2018. Hà Nội và Thành phố. Hồ Chí Minh có lượng cư dân đông nhất, đạt 15.6 triệu người tương đương 16.5% tổng dân số (Biểu đồ 4). Theo dự báo, dân số Việt Nam sẽ đạt 108.46 triệu người vào năm 2049 với tỷ lệ CAGR đạt 1.05%.

Theo số liệu nghiên cứu của tổng cục thống kê, mặc dù tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam năm 2017 mới chỉ đạt 33% tuy nhiên tỷ lệ này được kì vọng sẽ tiếp tục tăng qua các năm và đạt 50.7% năm 2039 (Biểu đồ 2). Chuyển dịch cơ cấu lao động khiến người lao động di chuyển từ vùng nông thôn ra khu vực thành thị là nguyên nhân chính làm tăng nhu cầu về nhà ở mới, đặc biệt là các căn hộ trung bình có giá cả hợp lý.

GDP tăng trưởng bền vững dẫn đến GDP bình quân đầu người tăng cũng như sự gia tăng của tầng lớp trung lưu. Theo như báo cáo của World Bank, tính từ năm 2014, trung bình cứ mỗi năm Việt Nam có thêm 1.5 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu toàn cầu, dự kiến sẽ đạt mức 33 triệu người vào năm 2020. Nếu tốc độ tăng trưởng GDP bình quân theo đầu người là 5%/năm thì đến năm 2035, 50% dân số Việt Nam sẽ được xếp vào tầng lớp trung lưu với GDP bình quân đầu người đạt 15,000 USD. Tầng lớp trung lưu gia tăng nhanh chóng tạo thêm động lực cho thị trường BĐS khi nhu cầu tăng, sức mua tăng và khả năng chi trả tốt hơn cho các sản phẩm BĐS.

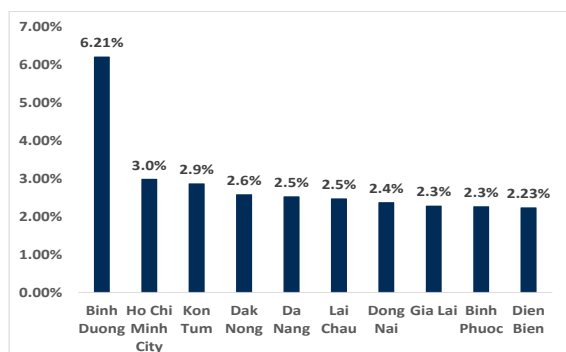
Theo nghiên cứu của Savill, khoảng 31 triệu người tương đương 27% dân số Việt Nam đang sống tại các căn hộ chất lượng thấp. Thêm vào đó, một bộ phận những người trẻ có xu hướng sống độc thân thay vì sống chung với gia đình như các thời kì trước cũng góp phần làm tăng nhu cầu về căn hộ mới có không gian nhỏ. Theo số liệu của tổng cục thống kê, tỷ lệ người sống độc thân/tổng dân số tăng lên đáng kể từ 4.6% năm 1989 lên 9.1% năm 2014 và được dự báo tăng lên 10.1% vào năm 2019.

Biểu đồ 1: Tốc độ tăng trưởng ngành Xây Dựng-BĐS-GDP



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 3: 10 tỉnh có tốc độ tăng trưởng dân số cao nhất



Nguồn: Citypopulation, KBSV

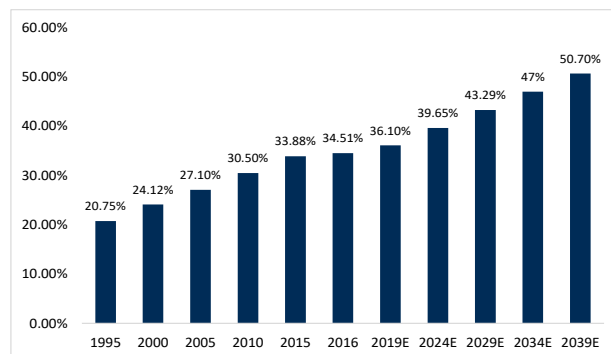
Thị trường gạch Ceramic thế giới tăng trưởng đều đặn về cả cung và cầu

Thị trường gạch ốp lát

Theo số liệu mới nhất chúng tôi cập nhật được, tổng sản lượng gạch thế giới năm 2016 tăng đáng kể đối lập với mức giảm trong năm 2015. Cụ thể, tổng sản lượng tăng 5.7% so với cùng kỳ, đạt 13,056 triệu m² (Biểu đồ 5). CAGR sản lượng gạch đạt 5.1% từ năm 2007 đến năm 2016. Châu Á đóng góp tỷ trọng lớn nhất, chiếm 71.5% tổng sản lượng chủ yếu từ Trung Quốc, Việt Nam, Iran và Ấn Độ, tiếp theo là Trung Nam Mỹ và Liên minh châu Âu, đóng góp lần lượt 10 % và 8.3% (Biểu đồ 6). Bắc Mỹ có mức tăng ấn tượng nhất, đạt 8.5% yoy trong khi Trung Mỹ giảm sản lượng 9% yoy trong năm 2016.

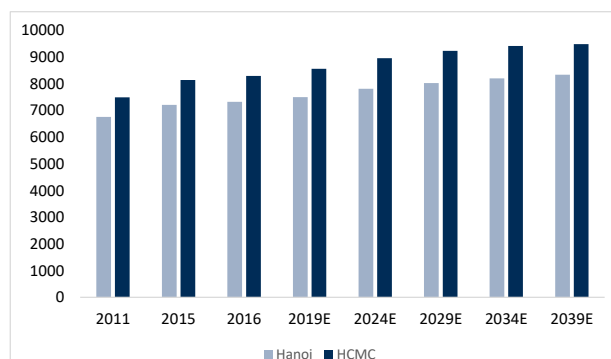
Tổng sản lượng gạch tiêu thụ trong năm 2016 đạt 12,793 triệu m², tăng 5.0% yoy trong đó khu vực Châu Á có mức tiêu thụ lớn nhất, chiếm 69% tổng lượng tiêu thụ. Châu Á đồng thời là khu vực có tốc độ tăng trưởng tiêu dùng gạch lớn nhất, đạt 8.8% yoy trong khi khu vực Trung Nam Mỹ và Châu Phi giảm lần lượt 7.7% và 5.5% yoy khi tiêu thụ ở các nước có nhu cầu sử dụng lớn như

Biểu đồ 2: Đô thị hóa tại Việt Nam ước tính 1995-2039



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 4: Dân số Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh (Nghìn người)



Năng lực sản xuất gạch Việt Nam đứng thứ 5 thế giới, chủ yếu là gạch Ceramic với hơn 80 doanh nghiệp hoạt động sản xuất.

Công suất gạch Granite mới chỉ đạt 60 triệu m²/năm, còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Ngành sản xuất gạch trong nước vẫn đang được bảo hộ thông qua thuế nhập khẩu.

Brazil, Nigeria, Libya và Ai Cập giảm.

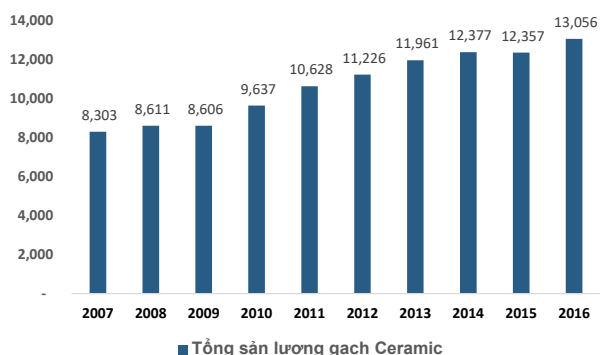
Ngành công nghiệp gạch ngói của Việt Nam là một trong số ít các ngành công nghiệp nằm trong top đầu của thị trường toàn cầu. Tổng sản lượng gạch Ceramic lên đến 485 triệu m² trong năm 2016, xếp hạng nhất ở Đông Nam Á và hạng 5 trên thế giới.

Hiện có hơn 80 doanh nghiệp hoạt động trong ngành gạch ngói với quy mô và chất lượng đa dạng. Hầu hết các doanh nghiệp đều xây dựng nhà máy ở phía Bắc, gần các nguồn nguyên vật liệu phục vụ sản xuất để tiết kiệm chi phí vận chuyển. Bên cạnh các doanh nghiệp hoạt động lâu năm và có chỗ đứng trên thị trường như Hoàng gia, Viglacera, Đồng Tâm, Thạch Bàn, CMC... còn có các doanh nghiệp nước ngoài như Taicera, Bạch Mã, Prime cùng với các thương hiệu tư nhân mới gia nhập ngành nhưng có công suất sản xuất cao như Catalan (15 triệu m²/năm), Toko (15 triệu m²/năm), Tasa (24 triệu m²/năm).

Xu hướng sử dụng gạch Granite thay thế cho gạch Ceramic đang trở nên phổ biến trong những năm gần đây nhờ những ưu điểm vượt trội của gạch Granite như độ bền và tính thẩm mỹ cao. Đá Granite hiện tại được ưa thích sử dụng trong hầu hết các dự án quy mô lớn như tòa nhà cao tầng, văn phòng, bệnh viện cũng như một số lượng không nhỏ các tòa nhà dân cư. Tổng hội xây dựng Việt Nam dự báo tổng nhu cầu đá Granite sẽ đạt 140 triệu m²/năm vào năm 2020 trong khi năng lực sản xuất hiện tại chỉ đạt 60 triệu m²/năm, do đó công suất sản xuất của Việt Nam cần tăng trung bình mỗi năm 20% để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng trái ngược với tình trạng dư thừa của dòng sản phẩm Ceramic.

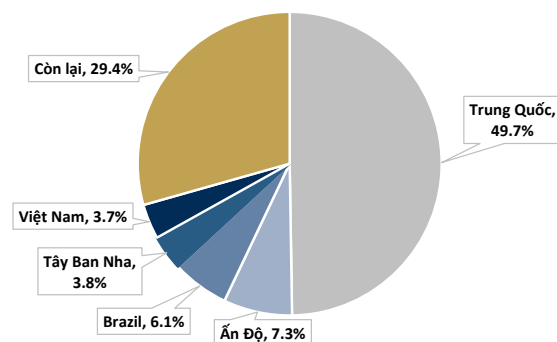
Theo nghị định 153/2017/NĐ-CP, hầu hết các sản phẩm gạch xây dựng đều bị đánh thuế nhập khẩu từ 20%-35%. Ngoại trừ các mặt hàng nhập từ Trung Quốc, mức thuế này sẽ được giảm dần trong những năm tới theo các điều khoản của hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN-Trung Quốc. Việc áp thuế này nhằm bảo vệ các doanh nghiệp trong nước khỏi sự cạnh tranh từ các doanh nghiệp Trung Quốc là nơi có tổng sản lượng sản xuất gạch lớn nhất.

Biểu đồ 5: Tổng sản lượng gạch Ceramic trên thế giới (Triệu m²)



Nguồn: Acimac

Biểu đồ 6: Cơ cấu quốc gia sản xuất gạch ceramic 2016



Nguồn: Acimac

CTCP CMC

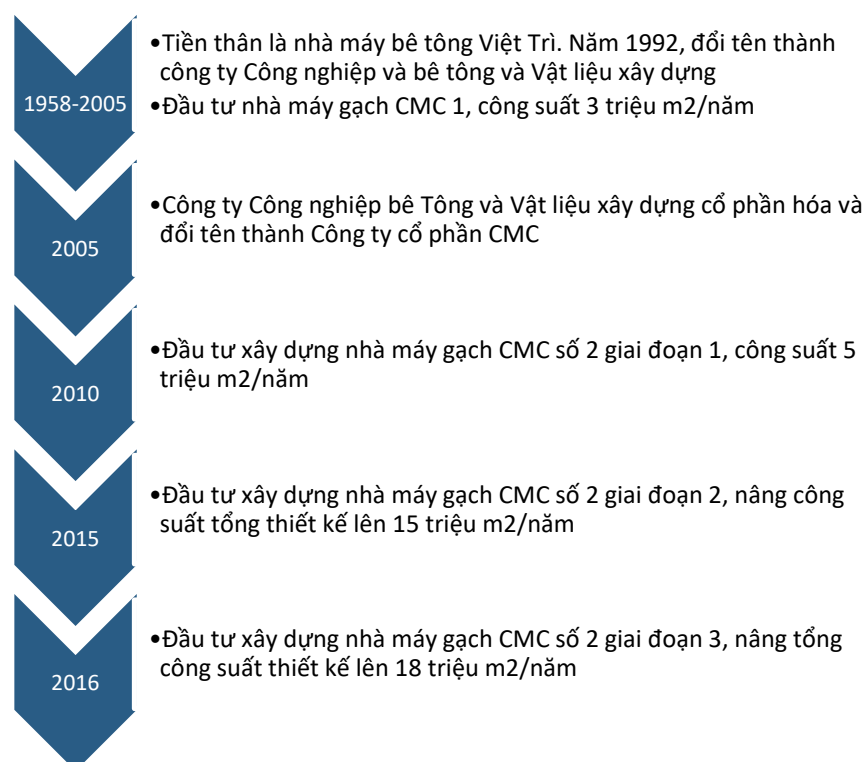
Công ty cổ phần CMC hoạt động trong ngành vật liệu xây dựng với các dòng sản phẩm về gạch ceramic, granite và các dòng gạch ngói.

CMC là doanh nghiệp có kinh nghiệm hoạt động lâu năm trong ngành, tiền thân là doanh nghiệp nhà nước thành lập từ năm 1958.

CTCP CMC bắt đầu niêm yết trên sàn HNX vào tháng 11/2009 với mã chứng khoán CVT và chuyển hoạt động trên sàn HSX vào tháng 09/2017.

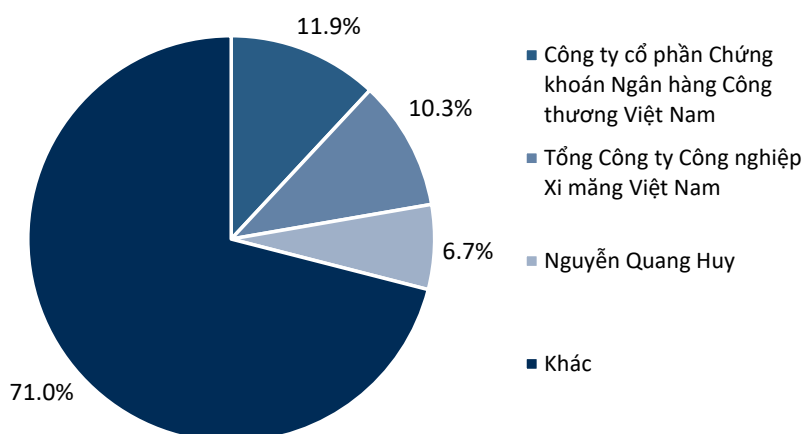
Thông tin tổng quan

Lịch sử hình thành



Ngày 23/07/2018, CTCP Chứng khoán Công Thương Việt Nam mua hơn 2.7 triệu cổ phiếu CVT để trở thành cổ đông lớn nhất, nắm giữ 4.38 triệu cổ phiếu tương đương 11.94%. Tiếp sau đó là Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam và Chủ tịch kiêm Tổng giám đốc Nguyễn Quang Huy lần lượt nắm giữ 10.3% và 6.7%.

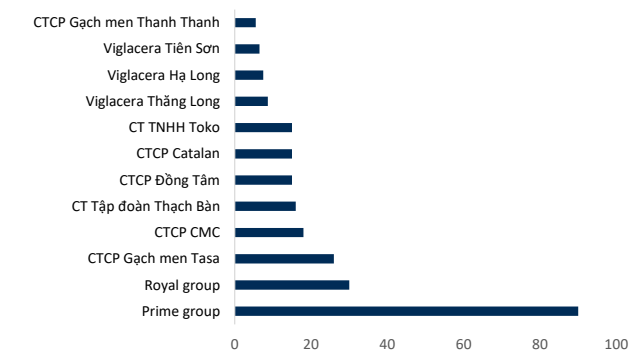
Cơ cấu sở hữu



CVT là doanh nghiệp có công suất đạt 18 triệu m²/năm, ở mức trung bình trong ngành.

Lợi thế cạnh tranh rõ ràng với biên lợi nhuận gộp tốt nhất trong nhóm cổ phiếu niêm yết sản xuất gạch ốp lát

Biểu đồ 7: Công suất thiết kế doanh nghiệp ngành Gạch ốp lát (triệu m²/năm)



Nguồn: KBSV

Hệ Thống phân phối rộng khắp miền Bắc với hơn 70 đại lý.

Sản phẩm chính bao gồm gạch Ceramic và Granite với chất lượng tốt và kiểu dáng đa dạng.

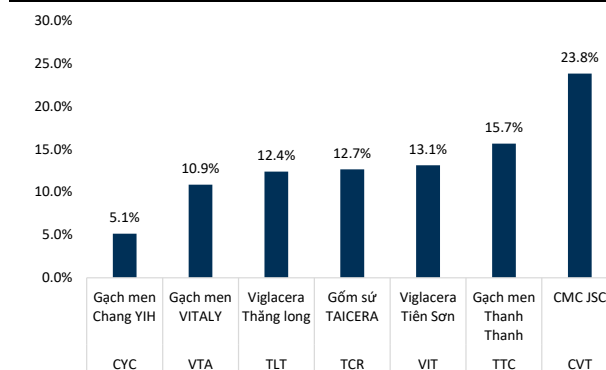
Tỷ trọng đóng góp của Ceramic cao

Vị thế ngành

Hiện tại, tổng công suất thiết kế của CVT đạt 18 triệu m²/năm, đứng thứ 4 về tổng sản lượng trong hơn 80 công ty đang hoạt động trong ngành gạch ốp lát. Prime group có công suất lớn nhất, đạt 90 triệu m²/năm, tiếp sau là Royal Group và gạch men Tasa lần lượt đạt 30 triệu m²/năm và 26 triệu m²/năm trong khi đó công suất của các doanh nghiệp nhóm dưới không quá chênh lệch nhau (Biểu đồ 7).

Biên lợi nhuận gộp của CVT trong 2 năm 2016 và 2017 duy trì ở mức 23.55%, cao nhất trong các doanh nghiệp niêm yết, xếp thứ 2 là Gạch men Thanh Thanh, chỉ đạt 15.7% (biểu đồ 8). Khoảng cách lớn về biên lợi nhuận gộp đối với các đối thủ cạnh tranh có được nhờ: (1) Vị trí địa lý thuận lợi, gần các mỏ khai thác nguyên vật liệu đầu vào; (2) Hệ thống 70 đại lý phân phối bao phủ khắp miền Bắc, (3) dây chuyền sản xuất linh hoạt, thay đổi các sản phẩm đầu ra để phù hợp với thị hiếu khách hàng. Trong giai đoạn thị trường dư cung, các doanh nghiệp đồng loạt tăng công suất, tìm kiếm sản phẩm mới thì biên lợi nhuận cao giúp CVT có dư địa để giảm giá bán tạo lợi thế cạnh tranh.

Biểu đồ 8: Biên lợi nhuận gộp một số doanh nghiệp ngành gạch ốp lát



Nguồn: Finnpro

Hệ thống phân phối

Hiện tại, CVT đưa sản phẩm ra thị trường thông qua hệ thống phân phối với 70 đại lý trải dài khắp cả nước, trong đó 70% đại lý nằm ở khu vực phía Bắc. Theo ban lãnh đạo CVT, công ty không có ý định mở rộng địa lý về khu vực miền trung-miền nam do chi phí vận chuyển lớn gây khó khăn cho việc cạnh tranh với các doanh nghiệp miền trong. Trong thời gian tới, nhiều khả năng CVT sẽ tăng chiết khấu cho các đại lý nhằm tăng sức cạnh tranh trên thị trường.

Hoạt động kinh doanh

Cơ cấu Sản phẩm

Hiện tại, CVT có các dòng sản phẩm chính bao gồm các dòng sản phẩm gạch Ceramic, gạch Granite, các sản phẩm gạch thẻ và gạch ngói. Gạch CVT đa dạng về mặt kích cỡ, màu sắc và có chất lượng tốt. Hiện nay, CVT cùng với Prime group là 2 thương hiệu có nhiều mẫu mã sản phẩm nhất và liên tục cập nhật để phù hợp với thị hiếu khách hàng.

Tính đến hết Q2/2017, tổng sản lượng bán ra đạt 5.92 triệu m² trong đó sản

nhất, đạt hơn 70%, tuy nhiên đang có sự chuyển dịch trong cơ cấu sản phẩm

Kì vọng cao từ dòng sản phẩm mới là gạch Granite thấm muối tan và Vi tinh

Nhà máy CMC1 đã hết khẩu hao tuy nhiên chưa có kế hoạch cụ thể thay đổi mục đích sử dụng.

Nhà máy CMC 2 có tổng công suất 13 triệu m2, có khả năng linh hoạt thay đổi sản phẩm đầu ra.

Dây chuyền sản xuất granite thấm muối tan và vi tinh đang trong quá trình thử nghiệm, kì vọng hoàn thành kế hoạch sản xuất 1 triệu m2 sản phẩm vào cuối năm.

phẩm ceramic chiếm tỷ trọng lớn nhất đạt 4.2 triệu m2 tương đương 70.9%, tiếp sau là các sản phẩm gạch Granite chiếm 24.6%. Mặc dù chiếm tỷ trọng cao nhất tuy nhiên sự chuyển dịch từ dòng sản phẩm Ceramic sang dòng sản phẩm Granite đang diễn ra. Tỷ trọng đóng góp của Ceramic giảm hơn 6% trong khi Granite tăng 4.7% trong 6 tháng đầu năm 2017. Đây là xu hướng tất yếu khi gạch granite cho thấy các ưu điểm vượt trội hơn so với ceramic về kiểu dáng và độ bền.

Nửa đầu năm 2018, CVT đưa 2 dòng sản phẩm mới là gạch Granite công nghệ thấm muối tan và gạch Vi tinh ra thị trường. Gạch Granite thấm muối tan cải thiện được nhược điểm của dòng Granite truyền thống như màu sắc đồng nhất ổn định, đảm bảo độ sắc nét của sản phẩm và tỷ lệ sản phẩm đạt loại A cao. Gạch Vi tinh là gạch 3 lớp trong đó lớp ngoài cùng là lớp phủ vi tinh có tác dụng chống trầy và giữ cho hình ảnh bền màu. Gạch vi tinh cho độ bóng cao hơn, màu sắc gạch rõ nét và đặc biệt là độ chống thấm nước gần như tuyệt đối. Với các ưu điểm có được, 2 dòng gạch cao cấp này hứa hẹn sẽ có giá bán tốt hơn cũng như biên lợi nhuận gộp cao hơn. Theo thông tin từ phía doanh nghiệp, giá xuất bán của 2 loại gạch mới cho đại lý dao động khoảng 300,000 – 350,000 VND/m2, giá đại lý bán ra thị trường trong khoảng 400,000-500,000 VND/m2 tùy thuộc vào mỗi đại lý. Biên lợi nhuận gộp với giá bán này đạt khoảng 30%, cao hơn so với biên lợi nhuận gộp hiện tại là 23% qua đó cho doanh nghiệp khả năng điều chỉnh giảm giá bán tùy thuộc vào khả năng hấp thụ của thị trường.

Dây chuyền sản xuất

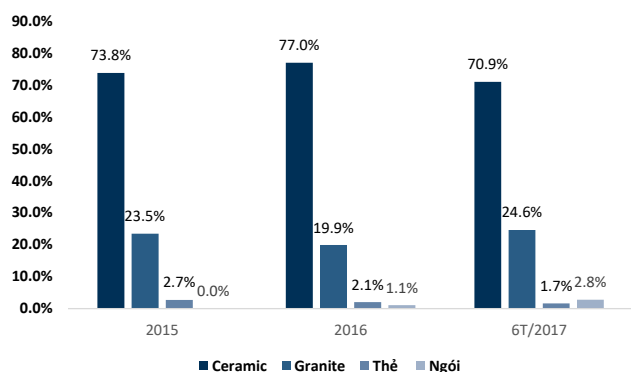
Nhà máy CMC1 đang chạy trên 100% công suất thiết kế, được xây dựng năm 1991 với 2 dây chuyền đạt tổng công suất 5 triệu m2/năm sản xuất gạch ceramic công nghệ Italia, các sản phẩm gạch thẻ và ngói lớp tráng men. Mặc dù công nghệ sản xuất của nhà máy CMC 1 đã lạc hậu và hết khẩu hao, sản phẩm gạch Ceramic cũng không tạo được hiệu quả kinh tế tốt tuy nhiên theo thông tin mới cập nhật, ban lãnh đạo CVT chưa có kế hoạch cụ thể về việc thay đổi mục đích sử dụng mảnh đất của nhà máy CMC1 như thông tin đã công bố trước đó. Ngoài ra, sản phẩm gạch ngói từ nhà máy CMC 1 đang được thị trường hấp thụ khá tốt, tính riêng trong 2 tháng 6,7, CVT đã xuất bán được 70,000 m2 ngói, đóng góp 8.4 tỷ VND (36,051 USD) doanh thu.

Nhà máy CMC2 có tổng công suất thiết kế đạt 13 triệu trong giai đoạn 1 đóng góp 5 triệu m2 gạch ceramic nung 2 lần, giai đoạn 2 hoàn thành vào quý 3/2015 đóng góp 5 triệu m2 gạch granite khổ lớn và giai đoạn 3 hoàn thành cuối năm 2017 đóng góp 3 triệu m2 gạch granite thấm muối tan – vi tinh. Đặc biệt, công nghệ dây chuyền sản xuất của nhà máy CMC2 có thể linh hoạt cải tạo thay đổi sản phẩm đầu ra như trường hợp chuyển từ sản xuất gạch giả granite sang gạch ceramic cao cấp của giai đoạn 1 qua đó giúp CVT thích ứng nhanh hơn đối với sự thay đổi thị hiếu của thị trường.

CVT đặt kế hoạch năm 2018 chỉ sản xuất 1 triệu m2 gạch thấm muối tan và vi tinh, đạt 1/3 so với tổng công suất thiết kế của nhà máy CMC2 giai đoạn 3. Tính đến thời điểm cuối tháng 7, CVT chỉ mới tiến hành chạy thử nghiệm 100 nghìn m2 với tỷ lệ thành công đạt 50% và sản phẩm loại A chỉ đạt 15%. Đầu tháng 8, CVT đã mua công nghệ mới từ Trung Quốc với kì vọng đẩy tỷ lệ sản

phẩm loại A lên 75% đồng thời đánh giá khả năng hấp thụ sản phẩm mới của thị trường để quyết định sản lượng sản xuất trong 6 tháng cuối năm. Theo cập nhật mới nhất từ phía doanh nghiệp, tỷ lệ sản phẩm loại A đã đạt 65% nhờ công nghệ mới.

Biểu đồ 9: Tỷ trọng doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: Báo cáo bạch CVT 2017

Bảng 10: Nhà máy-dây chuyền sản xuất của CVT

Nhà máy	Năm hoạt động	Công suất (m2/năm)	Sản phẩm	Thực trạng
Nhà máy CMC1	Năm 1997	5	Gạch ceramic công nghệ Italia	Vượt công suất, hết khấu hao, công nghệ lạc hậu
Nhà máy CMC2 - GD1	Tháng 8/2012	5	Gạch Ceramic cao cấp	Full công suất
Nhà máy CMC2 - GD2	Tháng 8/2015	5	Gạch Granite	Full công suất
Nhà máy CMC2 - GD3	Tháng 12/2017	3	Gạch Granite thẩm thấu tan- vi tinh	Đang chạy thử nghiệm, dự kiến 1 triệu m2 trong năm 2018

Nguồn: CVT

Chi phí nguyên nhiên liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí kinh doanh, tương đương 56.5% trong năm 2017

Giá 2 nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn là Fensfat và đất sét được kì vọng duy trì ổn định.

Than nhiệt chiếm tỷ trọng khoảng 25% tổng chi phí. Giá dự kiến ổn định vùng USD70 – USD75/tấn.

Cơ cấu chi phí

Chi phí kinh doanh của CVT năm 2017 đạt 928.2 tỷ (39.75 triệu USD), tăng 15.4% yoy với tỷ lệ CAGR đạt 21.15% (Biểu đồ 12). Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất, tương đương 56.5% tổng chi phí, đúng với đặc thù doanh nghiệp sản xuất gạch. Chi phí nhân công đạt 22%, tăng mạnh so với các năm trước chỉ dao động trong khoảng 11%-13% do chi phí nhân công phát sinh xây dựng dây chuyền mới. Chi phí khấu hao và dịch vụ mua ngoài duy trì ổn định khoảng 10%. Dự kiến chi phí khấu hao năm 2018 sẽ tăng mạnh khoảng 36% do nhà máy CMC2 bắt đầu tính khấu hao. Nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sẽ khiến hoạt động doanh nghiệp chịu nhiều ảnh hưởng từ diễn biến giá nguyên vật liệu.

Fensfat và đất sét chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí NVL của CVT, lần lượt đạt khoảng 45% và 20% (Biểu đồ 11). Fensfat chủ yếu được nhập từ các tỉnh: Lào Cai, Yên Bái, Phú Thọ trong khi đó đất sét chủ yếu được nhập từ các tỉnh Hải Dương, Quảng Ninh, Bắc Giang. Nguồn cung các nguyên liệu này được dự báo sẽ tiếp tục được duy trì ổn định khi theo quyết định số 152/2008/QĐ-TTG của chính phủ, tổng sản lượng khai thác Fensfat và đất sét tiếp tục tăng lần lượt 510 và 330 nghìn tấn/năm trong giai đoạn 2016-2020. Nguồn cung ổn định cùng mạng lưới nhà cung cấp đã thiết lập đảm bảo giá cả ổn định và cạnh tranh cho hoạt động sản xuất của CVT.

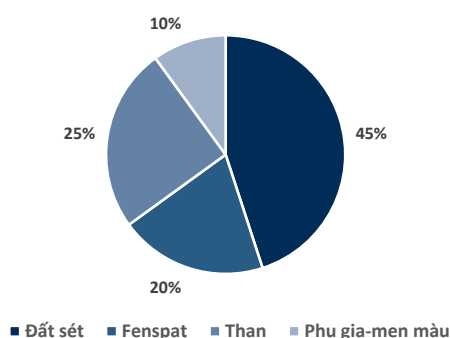
Than là nhiên liệu quan trọng dùng để đốt lò, trước đây là nguồn nhiên liệu duy nhất, chiếm 25% tổng chi phí sản xuất (Biểu đồ 11). Diễn biến giá than gần đây dao động khá mạnh, giá than tại Úc tăng mạnh hơn 28% từ 70 USD/tấn lên 90 USD /tấn trong quý I/2018 sau đó giảm và dao động quanh ngưỡng USD70/tấn trong quý II/2018 (Biểu đồ 13). Đầu quý 3/2018, giá than tăng lên vùng 80 USD/tấn do bắt đầu vào mùa cao điểm và các dự đoán thiếu hụt năng lượng. Tuy nhiên sau đó giá lại điều chỉnh về 70 USD/tấn do dư thừa nguồn cung cùng với lượng mưa lớn tại Trung Quốc khiến nhiệt độ giảm và tăng sức cạnh tranh cho các nhà máy thủy điện so với nhà máy nhiệt điện. Chúng tôi

đánh giá cao khả năng giá than sẽ không có nhiều biến động trong các quý cuối năm do vào mùa thấp điểm nhu cầu điện. Theo Worldbank, giá than sẽ bước dần vào chuỗi giảm giá trong dài hạn do nước có cung cầu lớn nhất là Trung Quốc đang chuyển dịch sang các nhiên liệu thân thiện với môi trường hơn tuy nhiên cần thời gian để chuyển dịch.

Khí CNG thay thế cho than nhiệt để sử dụng cho nhà máy CMC2 giai đoạn 3.

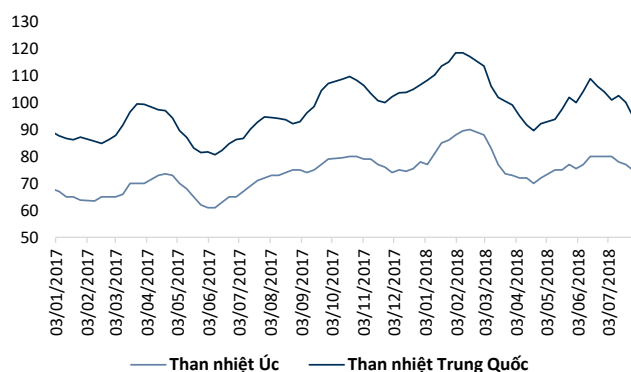
CVT bắt đầu sử dụng khí CNG làm nhiên liệu thay cho than nhiệt đối với Nhà máy CMC2 giai đoạn 3. Khí CNG mặc dù có chi phí đắt hơn khoảng 10% so với than tuy nhiên có một số ưu điểm vượt trội: (1) Thời gian đốt lò thấp, (2) tiết kiệm chi phí bảo dưỡng thiết bị, (3) Không lẫn bụi than vào xương gạch, tăng tỉ lệ sản phẩm loại 1. Hiện tại, CVT chỉ mua CNG từ các đơn vị cung cấp trong nước tuy nhiên giá khí CNG biến động cùng pha với giá dầu FO (Biểu đồ 14). Hiện tại, mặc dù tỷ trọng khí CNG được sử dụng làm nhiên liệu chưa cao tuy nhiên mức độ ảnh hưởng của giá khí CNG sẽ tăng dần trong tương lai khi nhà máy CMC2 giai đoạn 3 chạy hết công suất cùng với nhà máy CMC2 giai đoạn 4 được đưa vào hoạt động.

Biểu đồ 12: Cơ cấu chi phí NVL



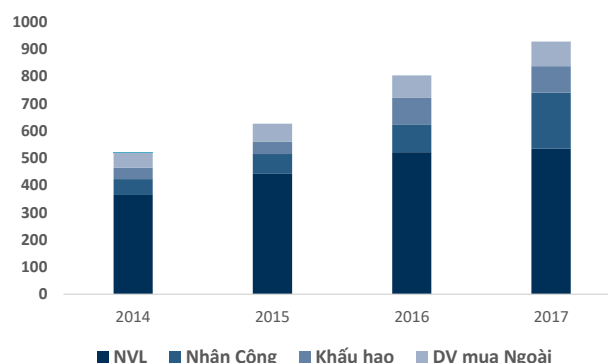
Nguồn: CVT, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 14: Diễn biến giá than 2017-2018 (USD/tấn)



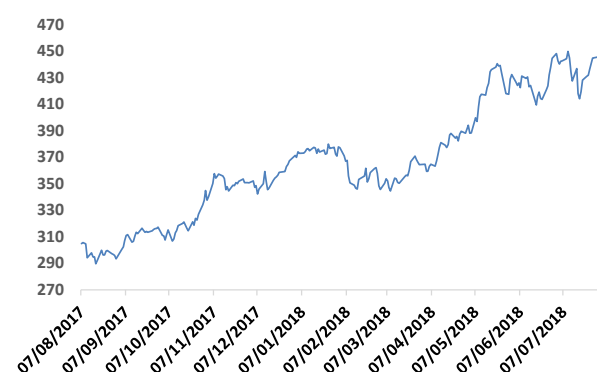
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 13: Cơ cấu chi phí 2014-2017



Nguồn: BCTC CVT, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 15: Diễn biến giá dầu FO (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong năm 2017, có dấu hiệu chững lại nửa đầu năm 2018.

Tổng tài sản tăng 13.5% do nhập nguyên vật liệu phục vụ cho nhà máy CMC2 giai đoạn 3.

Nợ trả lãi chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vốn, tăng mạnh so với đầu kỳ.

Phân tích tài chính

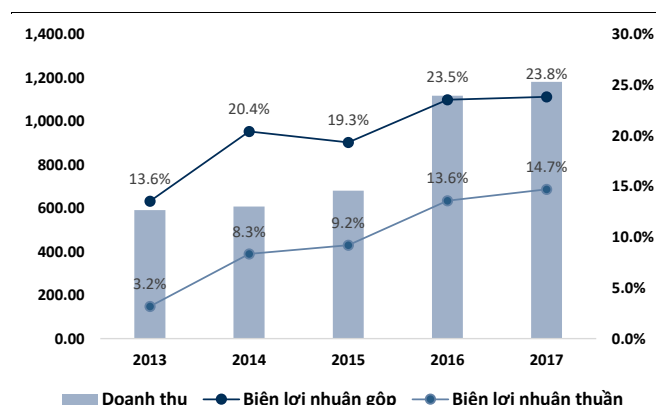
Doanh thu năm 2017 đạt 1,181 tỷ, tăng 5.7% yoy, là năm tăng trưởng thứ 7 liên tiếp kể từ khi lên sàn. Tỷ lệ CARG đạt 23.6% trong giai đoạn 2010-2017. Biên lợi nhuận gộp đạt 23.8%, tăng nhẹ 0.3% so với năm 2016 trong khi chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp không có nhiều biến động. LNST năm 2017 đạt 173.8 tỷ, tăng 14.3% yoy (Biểu đồ 15)

6 tháng đầu năm 2018, doanh thu thuần đạt 573.6 tỷ, tăng 16.7% yoy trong khi giá vốn hàng bán tăng 21.3% do ghi nhận khấu hao cũng như chi phí chạy thử nghiệm giai đoạn 3 nhà máy CMC2 khiến biên lợi nhuận gộp chỉ đạt xấp xỉ 22%, giảm 3% so với cùng kỳ. LNST 6 tháng đầu năm chỉ đạt 72.6 tỷ, giảm 5.3% yoy.

Tổng tài sản tính đến Q2/2018 đạt 1,403 tỷ, tăng 13.5% so với đầu kỳ và tăng 39.5% so với năm 2016. Tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất tương đương 50% tổng tài sản, tăng mạnh hơn 270 tỷ trong 6 tháng đầu năm do hoàn thành thi công nhà máy CMC giai đoạn 3. Hàng tồn kho đạt 550 tỷ tương đương 39.2% tổng tài sản, tăng 57.8% so với đầu kỳ, chủ yếu là nguyên vật liệu do CVT chủ động nhập nguyên liệu sớm phục vụ cho quá trình sản xuất của nhà máy CMC2 giai đoạn 3.

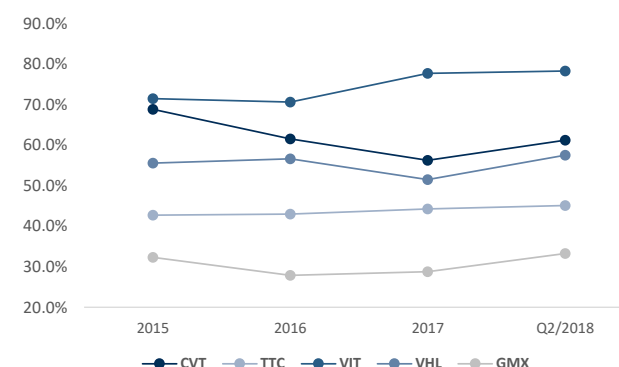
Tỷ lệ nợ/tổng tài sản của CVT tính đến hết Q2/2018 đạt 61%, ở mức trung bình ngành (Biểu đồ 16). Tổng nợ phải trả Q2/2018 đạt 859.7 tỷ, tăng 23.4% so với đầu năm, chủ yếu đến từ các khoản nợ vay ngân hàng để tài trợ xây dựng nhà máy CMC2 giai đoạn 3 và nhập nguyên vật liệu. Trong trường hợp dự án gạch thấm muối tan-vi tinh không được như kỳ vọng sẽ tạo áp lực cho kết quả kinh doanh của CVT khi hiện tại đang phải gánh chi phí lãi vay cao hơn trong thời gian tới.

Biểu đồ 15 : Kết quả kinh doanh 2013-2017 (tỷ VND)



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 16: Nợ phải trả/ tổng tài sản một số doanh nghiệp ngành gạch



Nguồn: KBSV

Diễn biến thị trường bất động sản kinh tế vĩ mô.

Rủi ro

Nhu cầu đối với các sản phẩm đầu ra của CVT phụ thuộc khá nhiều vào diễn biến của thị trường Bất Động Sản. Diễn biến kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước, đặc biệt từ vấn đề tỷ giá, lãi suất có nhiều biến động do ảnh hưởng của chiến

Kết quả của dòng sản phẩm mới là Granite thấm muối tan – vi tinh ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của CVT

tranh thương mại có thể cản trở sự gia nhập của những nguồn vốn mới vào thị trường bất động sản Việt Nam. Bên cạnh đó, thông tư 563/NHNN-TTGSNH về việc hạn chế tín dụng đối với các ngành Bất động sản, Xây dựng để tập trung cân nguồn vào hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ tác động ít nhiều đến hoạt động huy động vốn cũng như triển khai dự án của các doanh nghiệp bất động sản.

Chúng tôi đánh giá cao khả năng đáp ứng yêu cầu về chất lượng sản phẩm của dây chuyền thấm muối tan-vi tinh của nhà máy CMC2 giai đoạn 3 khi tỷ lệ sản phẩm loại A hiện tại đã đạt 65% tuy nhiên khả năng hấp thụ của thị trường đối với dòng sản phẩm này vẫn chưa thực sự rõ ràng. Giá bán dự kiến của dòng sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp này đến người tiêu dùng ở vùng giá 400,000 – 500,000 VND/m² rẻ hơn so với gạch nhập khẩu châu âu có giá khoảng 700,000-1,000,000 VND/m² và cao hơn dòng gạch ốp lát phổ thông có giá khoảng 150,000-200,000 VND/m². Hiện tại phân khúc giá này trên thị trường chỉ có dòng gạch cao cấp của Đồng Tâm và tốc độ bán hàng của gạch cao cấp Đồng Tâm theo nghiên cứu thị trường của KBSV là không cao. Trường hợp xấu thị trường phản ứng không tốt với dòng sản phẩm mới sẽ tác động xấu đến lợi nhuận của CVT cũng như giá của cổ phiếu.

ĐỊNH GIÁ

Lợi nhuận sau thuế của CVT năm 2018 dự kiến đạt 197.6 tỷ tăng 13.6% yoy, EPS forward đạt 5,565 VND/cp, PE forward đạt 4.48x.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2018

Năm 2018, chúng tôi ước tính doanh thu của CVT đạt 1,389 tỷ ,tăng 17.6% yoy dựa trên các yếu tố:

Đối với nhà máy CMC1 và CMC2 giai đoạn 1,2: Tổng sản lượng tiêu thụ năm 2018 sẽ tăng khoảng 5.57% đạt 15,165,884 m², đến từ việc duy trì sản lượng tại CMC1 và tăng dần sản lượng từ CMC2 đến mức tối đa. Giá bán TB/m² dự kiến tăng khoảng 1.8% nhờ cơ cấu chuyển dịch sang các sản phẩm có giá bán tốt hơn là granite và ceramic cao cấp.

Đối với nhà máy CMC giai đoạn 3: Theo chúng tôi ước tính, CMC2 giai đoạn 3 sẽ bán được 700,000 m² trong năm 2018, Giá bán TB/m² dự phóng đạt 300,000 VND là giá doanh nghiệp bán cho đại lý. Doanh thu dự kiến năm 2018 là 210 tỷ VND (9 triệu USD).

Biên lợi nhuận gộp được dự kiến tăng nhẹ, đạt 25.5%, cao hơn 1.7% so với năm 2017 dựa trên: (1) giá bán TB sản phẩm tăng do chuyển dịch cơ cấu sang sản phẩm chất lượng cao, (2) Giá đầu vào nguyên vật liệu chính như Đất sét, Fenspat, Than ổn định, (3) Chi phí khí CNG cao được bù đắp bởi giá bán cao.

Chi phí bán hàng sẽ tăng đáng kể do phải đẩy mạnh chi phí Marketing cho sản phẩm mới, từ đó dự phóng tỷ trọng tổng chi phí bán hàng và QLDN trên doanh thu sẽ tăng lên mức 5%.

Trong trường hợp sản phẩm của nhà máy CMC2 giai đoạn 3 không được như mong muốn, LNST của CVT chỉ đạt 148 tỷ, giảm 15% yoy.

Doanh thu của CVT sẽ giảm mạnh nếu sản phẩm Granite thấm muối tan và vi tinh của nhà máy CMC2 - giai đoạn 3 không có được sự hấp thụ tốt của thị trường trong khi chi phí năm 2018 của CVT vẫn ở mức cao do tính khấu hao của nhà máy mới. Chúng tôi ước tính CMC2 giai đoạn 3 sẽ bán được 300,000 m² năm 2018 trong trường hợp tiêu cực dẫn đến LNST năm 2018 của CVT sẽ chỉ đạt 148 tỷ VND (6.34 triệu USD), tương đương EPS forward là 4,027 VND.

Bảng 18: Dự phóng kết quả kinh doanh 2018

Tỷ VND	2017A	2018E	2019F	2020F
Doanh thu thuần	1181.1	1,389.1	1,616.4	1,827.7
Giá vốn hàng bán	899.6	1,035.6	1,189.3	1,323.4
Lợi nhuận gộp	281.5	353.6	427.1	504.3
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	48.9	69.5	80.8	91.4
Chi phí lãi vay	23.7	36.9	42.0	44.2
Lợi nhuận trước thuế	217.5	255.5	315.2	381.0
Lợi nhuận sau thuế	173.8	204.2	251.9	304.5
EPS	4,736	5,565	6,864	8,299

Source: KBSV

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (FCFE) và so sánh tương quan chỉ số P/E các doanh nghiệp cùng ngành có sản phẩm kinh doanh tương tự đối với kịch bản tích cực là sản phẩm thấm muối tan-vi tinh được thị trường đón nhận tốt và phương pháp so sánh P/E đối với trường hợp tiêu cực, sản phẩm mới không bán được như kỳ vọng. Chúng tôi không sử dụng phương pháp FCFE cho trường hợp tiêu cực do không nắm được thông tin về kế hoạch của nhà máy CMC2 giai đoạn 3 trong các năm sắp tới trong trường hợp sản phẩm granite thấm muối tan không thành công. Chúng tôi đánh giá cao khả năng sản phẩm gạch granite thấm muối tan – vi tinh sẽ có kết quả tốt do đó tỷ trọng đối với trường hợp tích cực là 60% và trường hợp tiêu cực là 40%.

Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE

Lợi nhuận ròng và dòng tiền dự kiến tăng mạnh kể từ năm 2018 khi nhà máy CMC2 giai đoạn 3 đi vào hoạt động. Do doanh nghiệp chưa có kế hoạch cụ thể về việc đầu tư tài sản cố định mới nên chúng tôi tạm thời chưa đưa vào dự phóng các kế hoạch mở rộng. Chi phí vốn ước tính là 15.54% dựa trên các giả định: Lãi suất phi rủi ro là 5.5% tương đương lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm; Mức lợi nhuận kỳ vọng của thị trường được giả định là 16.5% tương đương lợi suất trung bình của thị trường 5 năm; Beta của CVT là 0.91; Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%.

Phương pháp định giá so sánh theo P/E

CVT hiện đang được giao dịch với mức P.E trailing là 5.43x và P/E forward năm 2018 dự báo đạt 4.48x trong trường hợp tích cực và 6.43x trong trường hợp tiêu cực, là mức khá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành cũng như toàn thị trường nói chung.

CVT là doanh nghiệp có quy mô vừa trong ngành sản xuất gạch ốp lát với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận duy trì đều đặn trong 7 năm trở lại đây. Mặc dù cần thời gian để đánh giá sự thành công của dòng sản phẩm gạch granite thấm muối tan – vi tinh tuy nhiên chúng tôi đánh giá cao khả năng thành công của sản phẩm mới, là động lực thúc đẩy cho hoạt động của CVT trong các năm tới. Dựa trên kết quả định giá và triển vọng kinh doanh trong thời gian tới, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CVT. Giá mục tiêu là 36,850 VND/cổ phiếu, cao hơn 42.55% so với giá tại ngày 24/08/2018.

Bảng 19: Giả định theo phương pháp Chiết Khấu Dòng Tiền (FCFE)

Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	15.5%
Lãi suất phi rủi ro	5.5%
Phần bù rủi ro	11.0%
Hệ số Beta	0.913
Tăng trưởng dài hạn	1.0%
Thời gian dự phóng	5 năm

Nguồn: KBSV

Bảng 20: So sánh Tương quan P/E

	Mã CK	Vốn hóa thị trường	P/E trailing	tỷ trọng	P/E theo tỷ trọng
Công ty Cổ phần Gạch men Thanh Thanh	TTC	130,691,616	7.76	10.0%	0.78
Công ty Cổ phần Viglacera Tiên Sơn	VIT	187,196,774	5.67	14.4%	0.82
Công ty Cổ phần Viglacera Hạ Long	VHL	850,000,000	5.66	65.3%	3.70
Công ty cổ phần Gạch Ngói Gốm Xây dựng Mỹ Xuân	GMX	132,861,200	6.44	10.2%	0.66
P/E trung bình					5.95

Nguồn: KBSV

Bảng 21: Định giá CVT

Giả định Tích cực		Tỷ trọng 60%			
Phương pháp	Hiện tại	2018F	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
P/E	5.43	4.48	33,111	50%	16,556
FCFE			57,772	50%	28,886
Giá					45,442
Giả định Tiêu cực		Tỷ trọng 40%			
Phương pháp	Hiện tại	2018F	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
P/E	5.43	6.43	23,961	100%	23,961
Giá					23,961
Giá khuyến nghị					36,849

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

Thông tin tài chính

Kết Quả kinh doanh

TỶ VND	2015	2016	2017	Q2/2018
Doanh số	721.90	1,189.56	1,257.21	354.17
Các khoản giảm trừ	-41.70	-71.84	-76.12	-19.75
Doanh số thuần	680.20	1,117.72	1,181.09	334.42
Giá vốn hàng bán	-548.63	-854.55	-899.58	-267.56
Lãi gộp	131.57	263.17	281.51	66.86
Thu nhập tài chính	1.31	1.92	3.81	0.16
Chi phí tài chính	-20.52	-36.88	-27.54	-9.24
Trong đó: Chi phí lãi vay	-19.55	-35.91	-27.38	-9.22
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0.00	0.00	0.00	0.00
Chi phí bán hàng	-6.56	-5.16	-7.81	-0.98
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-29.75	-41.49	-41.12	-10.21
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	76.04	181.56	208.86	46.59
Thu nhập khác	4.57	9.36	8.74	2.12
Chi phí khác	-0.13	-0.59	-0.13	-0.54
Thu nhập khác, ròng	4.45	8.77	8.62	1.59
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	80.49	190.34	217.47	48.18
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-17.82	-38.29	-43.69	-9.59
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	0.00	0.00	0.00	0.00
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-17.82	-38.29	-43.69	-9.59
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	62.67	152.04	173.78	38.59
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	62.67	152.04	173.78	38.59

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VND	2015	2016	2017
Lãi trước thuế	80.49	190.34	217.47
Khấu hao TSCĐ	44.78	96.62	98.47
Chi phí dự phòng	0.47	0.00	-0.58
Lãi/(lỗ) chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện	0.10	-0.18	0.00
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-0.34	-2.25	-4.04
Chi phí lãi vay	19.55	35.91	27.38
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	145.05	320.43	338.70
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-30.26	12.29	1.67
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-78.29	-9.06	-81.88
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	37.68	21.70	13.69
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-1.89	-9.57	6.93
Chi phí lãi vay đã trả	-19.37	-35.94	-27.57
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã trả	-23.62	-23.82	-50.29
Tiền thu khác từ các hoạt động kinh doanh	0.00	-2.95	-6.58
Tiền chi khác từ các hoạt động kinh doanh	-2.73	-4.27	-4.32
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	26.57	268.81	190.34
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-256.25	-90.82	-253.25
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0.00	0.51	1.53
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0.00	0.00	-20.00
Cổ tức và tiền lãi nhận được	0.34	1.74	3.81
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-255.91	-88.57	-267.91
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0.00	0.00	14.40
Tiền thu được các khoản đi vay	773.76	895.07	957.85
Tiền trả các khoản đi vay	-613.03	-953.68	-950.42
Cổ tức đã trả	-7.96	-47.80	-19.48
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	152.77	-106.41	2.34
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-76.56	73.83	-75.23
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	151.79	75.42	149.24
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	0.19	0.00	0.00
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	75.42	149.24	74.01

Source: KBSV

Chỉ tiêu tài chính

	2013	2014	2015	2016	2017
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.77	1.29	1.00	1.01	0.96
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.75	0.63	0.69	0.62	0.56
EBIT	49.03	88.56	95.26	216.52	232.58
EBITDA	78.90	130.69	140.04	313.14	331.05
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.56%	20.43%	19.34%	23.55%	23.83%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.19%	8.35%	9.21%	13.60%	14.71%
Hệ số quay vòng tài sản	1.23	1.06	0.86	1.15	1.05
Hệ số quay vòng vốn CSH	4.99	3.34	2.56	3.30	2.55
ROE%	15.92%	27.89%	23.62%	44.95%	37.49%
ROA%	3.92%	8.84%	7.90%	15.69%	15.49%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	28.36	34.73	36.54	47.09	37.65
Hệ số quay vòng HTK	3.83	3.11	2.50	3.26	2.92
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	64.00	64.00	77.00	61.00	72.00
P/E	10.56	7.86	8.61	3.31	4.26
P/B	1.63	1.65	1.65	1.24	1.31

Source: KBSV

Bảng cân đối kế toán

TỶ VND	2015	2016	2017	Q2/201
TÀI SẢN NGẮN HẠN	384	465	510	697
Tiền và tương đương tiền	75	149	74	69
Tiền	40	54	54	69
Các khoản tương đương tiền	35	95	20	0
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0	0	20	0
Các khoản phải thu	26	34	57	51
Phải thu khách hàng	22	25	38	41
Trả trước người bán	2	6	18	11
Phải thu khác	4	6	3	1
Dự phòng nợ khó đòi	-3	-3	-2	-2
Hàng tồn kho, ròng	258	267	349	550
Hàng tồn kho	258	267	349	550
Dự phòng giảm giá HTK	0	0	0	0
Tài sản lưu động khác	25	16	10	26
Trả trước ngắn hạn	4	15	3	19
Thuế VAT phải thu	21	0	7	0
Phải thu thuế khác	0	0	0	7
TÀI SẢN DÀI HẠN	548	541	727	707
Tài sản cố định	252	507	434	704
GTCL TSCĐ hữu hình	252	507	434	704
Nguyên giá TSCĐ hữu hình	591	941	962	1,287
Khấu hao lũy kế TSCĐ hữu hình	-339	-435	-528	-583
Tài sản dở dang dài hạn	292	31	286	2
Chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang dài hạn	1	1	1	0
Xây dựng cơ bản dở dang	290	30	284	2
Tài sản dài hạn khác	4	3	8	1
Trả trước dài hạn	4	3	8	1
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	932	1,006	1,237	1,404
NỢ PHẢI TRẢ	642	619	697	860
Nợ ngắn hạn	384	463	531	615
Phải trả người bán	148	136	220	240
Người mua trả tiền trước	2	6	10	16
Thuế và các khoản phải trả Nhà nước	8	25	13	0
Phải trả người lao động	10	11	14	9
Chi phí phải trả	1	1	0	0
Phải trả khác	13	40	28	28
Vay ngắn hạn	199	241	239	311
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	3	3	7	13
Nợ dài hạn	258	157	166	245
Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Vay dài hạn	258	157	166	245
VỐN CHỦ SỞ HỮU	290	387	540	544
Vốn và các quỹ	290	387	535	538
Vốn góp	192	192	282	367
Cổ phiếu phổ thông	192	192	282	367
Thặng dư vốn cổ phần	10	10	15	15
Quỹ đầu tư và phát triển	25	33	64	72
Lãi chưa phân phối	63	152	174	84
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	6	6
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	932	1,006	1,237	1,404

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn