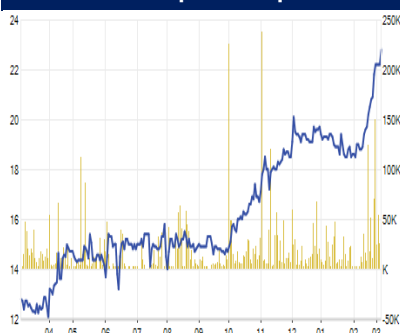




ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	25,642
Giá thị trường (10/03/16)	22,700
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	15
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	340
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	193.8
Sở hữu nước ngoài (%)	0.64
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 10.3.2016	22,700
KLTB 10 ngày (cp)	41,303
Giá thấp nhất 52T (đ)	11,294
Giá cao nhất 52T (đ)	22,800
+/- 7 ngày qua	+4.1%
+/- 1 tháng qua	+19.5%

Chuyên viên phân tích
Lê Thị Trang
Email: tranglt@bsc.com.vn
Tel: + 84.39352722

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VIT với giá kỳ vọng 12 tháng tới là **25,642 VND/cổ phiếu (upside 12.96%)** theo phương pháp FCFF. Với mức P/E Forward ~ 4.9x, định giá của VIT tương đối hấp dẫn khi so sánh với PE forward trung bình ngành (P/E F = 5.28x).

Năm 2016, kết quả kinh doanh sẽ tăng trưởng vượt trội so với giai đoạn trước. Từ khi tiến hành khảo sát doanh nghiệp giữa năm 2015 đến nay, chúng tôi nhận thấy sự chuyển biến về họa động kinh doanh cốt lõi của VIT. Chúng tôi dự báo DTT 2016 đạt 961 tỷ đồng (+41% yoy), LNST đạt 69.5 tỷ đồng (+86.3% yoy) tương đương EPS 2016 đạt 4,632 VND/cp. Triển vọng tăng trưởng:

- Sự phục hồi có tính chu kỳ của nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm gạch ốp lát, đã khiến ngành kinh doanh này hồi sinh sau giai đoạn rất khó khăn. Nhu cầu gạch ốp không chỉ đến từ các dự án Bất động sản dự án (30%) mà còn đến phần lớn từ khu dân cư (70%) vốn có tính bền vững cao hơn.
- Chất lượng sản phẩm gạch granite của VIT cũng được cải thiện nhiều, tỷ lệ lỗi hỏng và hàng bán bị trả lại đã giảm đáng kể. Sản phẩm của công ty được tiêu thụ ở nhiều công trình trọng điểm.
- Công suất thiết kế tăng gần 40% lên 6,5 triệu m²/năm. Đây là động lực tăng trưởng lớn do VIT đang vận hành vượt công suất thiết kế tại 2 nhà máy hiện tại. Nhà máy mở rộng GD 2 tại Thái Bình được giả định sẽ chạy 85% công suất trong 2016. Chúng tôi cũng thận trọng giữ mức giá giá gạch bán buôn ở 155,000 VND/m².
- Biên lợi nhuận gộp dự báo tăng khoảng 2%-3% nhờ việc tiết kiệm chi phí nhiên liệu: Giá CNG 2016 dự báo sẽ ở mức ~ 2.480 VND/m³, thấp hơn ~ 20% so với trung bình 2015.

Bên cạnh triển vọng, Nhà đầu tư cũng cần lưu ý VIT có 2 rủi ro chính như sau. (1) Cạnh tranh trong ngành tạo áp lực lên giá bán. (2) Thất chặt tín dụng vào bất động sản có thể ảnh hưởng gián tiếp đến nhu cầu tiêu thụ gạch.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần (tỷ đ)	581.9	502.4	546.0	677.9	681.8
% tăng trưởng y-o-y		(0.14)	0.09	0.24	0.01
Tổng tài sản (tỷ đ)	571.3	564.5	595.3	513.8	681.1
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	123.1	113.3	125.2	152.7	193.8
Vốn điều lệ (tỷ đ)	99	99	99	99	150
CPLH bình quân (Triệu cp)	9.9	9.9	9.9	9.9	15
LN sau thuế (tỷ đ)	2.3	-9.9	12.0	27.7	37.3
% tăng trưởng y-o-y		-525%		131.7%	34.5%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	235	-999	1209	2801	2487
Giá trị sổ sách (đ/cp)	12,433	11,448	12,650	15,420	12,920
Lợi nhuận gộp biên	18.4%	17.6%	15.3%	12.6%	15.1%
ROS	0.4%	-2.0%	2.2%	4.1%	5.5%
ROE	1.9%	-8.7%	9.6%	18.2%	19.2%
ROA	0.4%	-1.8%	2.0%	5.4%	5.5%

Nguồn: BCTC VIT

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	CTCP Viglacera Tiên Sơn
Tên giao dịch:	CTCP Viglacera Tiên Sơn
Tên viết tắt:	
Địa chỉ:	Khu công nghiệp Tiên Sơn, huyện Tiên Du, Bắc Ninh
Tel:	0241 3839 390
Fax:	0241 3838 917
Website:	http://www.viglacerationson.com
Vốn điều lệ:	150,000,000,000 VND
Lĩnh vực hoạt động	Sản xuất kinh doanh gạch ốp lát
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất kinh doanh gạch ốp lát

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
11/2007	Hoạt động dưới hình thức CTCP
11/2009	Niêm yết trên HOSE với mã VIT, vốn điều lệ 45 tỷ đồng
03/2010	Thành lập nhà máy Viglacera Thái Bình
10/2010	Tăng vốn điều lệ lên 99 tỷ đồng
8/2015	Tăng vốn điều lệ lên 150 tỷ đồng
12/2015	Chạy thử giai đoạn 2 nhà máy Thái Bình

Cơ cấu cổ đông đến 10/03/2016

TT	Cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)
1	Trong nước	14,920,240	99.36%
2	Nước ngoài	79,760	0.64%
	Tổng	15,000,000	100%

(Nguồn: VIT, BSC tổng hợp)

Cổ đông lớn đến 10/03/2016

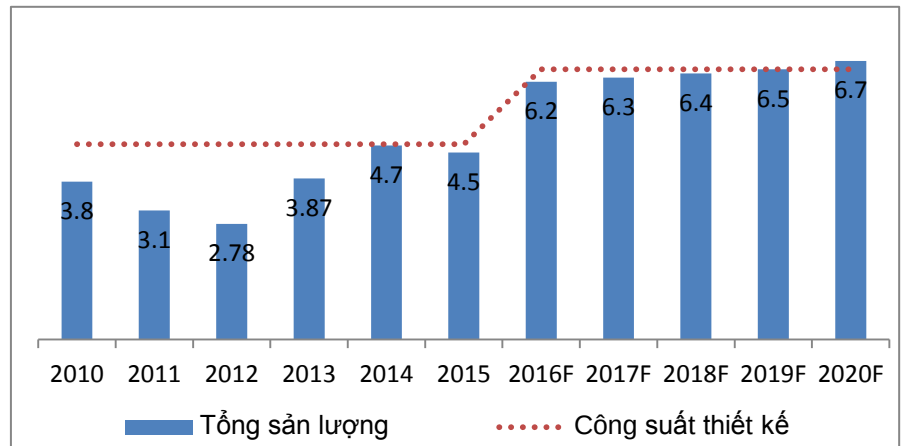
TT	Cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)
1	Tổng CT Viglacera - CTCP	5,049,000	33.66%
2	Nguyễn Thị Minh	920,033	6.13%
3	Đình Quang Huy	468,698	3.12%
	Total	6,437,731	42.91%

TT	Các công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP Thương mại Viglacera	2.17%
2	CTCP Kinh doanh gạch ốp lát Viglacera	40%

- Sản phẩm chính của VIT là Granite 600*600 và 800*800. Sản lượng sản xuất tăng đều qua các năm và đã vượt 4% công suất thiết kế, đạt 4.7 triệu m2 gạch trong 2015.
- Giai đoạn 2 nhà máy Thái Bình với CSTK sẽ chính thức hoạt động vào 2016, tăng 44% năng lực sản xuất của VIT lên 6.5 triệu m2 gạch/năm.
- Từ Q2/2016, toàn bộ nhà máy của VIT sẽ chuyển từ nhiên liệu than sang sử dụng khí CNG. Trước đó, từ 8/2015, chỉ có nhà máy Thái Bình sử dụng CNG.
- Tỷ lệ sản phẩm loại 1 ở mức cao, khoảng 90-92% toàn công ty và sẽ hướng tới 95% trong 2016 – 2017.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CHÍNH

CTCP Viglacera Tiên Sơn (VIT) là một trong 3 doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát của Tổng công ty Viglacera. Sản phẩm chính của VIT là gạch ốp lát Granite, kích thước 600x600 (chiếm 85% DTT) và 800x800 (chiếm 15% DTT), với công suất thiết kế (CSTK) được nâng lên 6.5 triệu m²/năm từ cuối 2015.

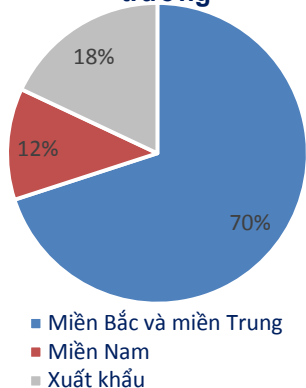


Vượt công suất thiết kế Giai đoạn I. VIT sở hữu 3 dây chuyền sản xuất gạch tại 2 nhà máy, sản lượng sản xuất tăng dần qua các năm và đã vượt 4.4% CSTK: Sản lượng sản xuất tăng bình quân 10.96%/năm lên mức 4.7 triệu sản phẩm trong năm 2014-2015.

Tăng 44% năng lực sản xuất cuối 2015. Cuối 2015, VIT đưa vào chạy thử giai đoạn 2 Nhà máy Thái Bình với CSTK 2 triệu m² gạch/năm, bắt đầu có thêm sản phẩm Granite 2 lớp ốp tường. So với nhà máy cũ, nhà máy mới (1) sử dụng nhiên liệu bằng CNG giúp máy móc bền hơn, giảm chi phí và thời gian bảo dưỡng (2) Sản phẩm Granite men mài, 2 lớp được áp dụng công nghệ in inject giúp mẫu mã cải thiện, cạnh tranh hơn.

	Nhà máy Viglacera Tiên Sơn	Nhà máy Viglacera Thái Bình
Công suất thiết kế	3 triệu m ² /năm, hoạt động từ 2002	Dây chuyền 1: 1.5 triệu m ² /năm, từ 10/2010 Dây chuyền 2: 2 triệu m ² /năm, từ 12/2015
Công suất thực tế	Tăng dần từ mức 70% trong 2011 lên 104% trong 2014-2015	
Sản phẩm	Gạch Granite truyền thống với nguyên liệu đồng nhất từ đáy đến bề mặt, giúp sản phẩm bền hơn nhưng chi phí sản xuất cao hơn. Granite lát nền, in thẳng vào xương	Dây chuyền 1: Granite lát nền Dây chuyền 2: Granite lát nền + ốp tường Granite men mài, cấu tạo 2 lớp giúp chi phí rẻ hơn nhưng độ bền không bằng loại truyền thống, sử dụng in kĩ thuật số.
Nhiên liệu sử dụng	Than hóa khí Dự kiến dùng khí CNG trong quý 2	Khí CNG
Tỷ lệ sản phẩm loại 1	Tỷ lệ sản phẩm loại 1 của toàn công ty đạt mức 90-92%	

Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Sản phẩm của VIT có vị thế khá tốt trên thị trường granite đặc biệt là tại miền bắc. VIT chủ yếu cạnh tranh sản phẩm Granite với sản phẩm Trung Quốc và các DN nội địa với mức giá tương đương như Toko, Thạch Bàn, Các doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát phần lớn tập trung tại khu vực miền Bắc do các nguyên liệu cho sản xuất gạch thường có trữ lượng lớn tại khu vực miền Bắc.

- Công suất và sản lượng tiêu thụ Granite của VIT ở mức tương đối cao so với DN cùng ngành:** Với sản phẩm Granite, công suất sản xuất của các DN trong ngành đa phần chỉ từ 1.5-4 triệu m²/năm. Với CSTK được nâng lên 6.5 triệu m² granite/năm từ 2016, VIT hiện nằm trong nhóm DN có công suất tương đối lớn.
- Giá bán sản phẩm trên thị trường của VIT tương đương với giá sản phẩm Granite của các DN nội địa và của Trung Quốc:** Các sản phẩm Granite nội địa và Trung Quốc thường được bán với giá 200-250 nghìn/m², không quá phân biệt hãng sản xuất. Mức giá này thấp hơn giá các sản phẩm nhập khẩu (từ 300-700 nghìn/m² tùy loại), phù hợp với người tiêu dùng bình dân.

Bảng 2: So sánh VIT và một số doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	VIT	CVT	TTC	TCR	CYC	Prime Group
CSTK (triệu m ² /năm)	6.5	15	5.5	14	6	75
công suất thực tế(2015)	104%	73%	97%	117%	27%	n/a
Sản phẩm	Granite lát nền và ốp tường	Granite lát nền, ceramic	Granite lát nền, Ceramic	Ceramic, Gạch bán sứ	Ceramic, Granite lát nền	Ceramic, gạch bán sứ
Giá bán lẻ (nghìn đ/m ²)	220-260	100-200	90-135	140-300	110-200	150-250
Thị trường chính	Miền Bắc và miền Trung	Toàn quốc	Miền Nam	Toàn quốc + Xuất khẩu	Miền Nam	Toàn quốc, xuất khẩu

VIT phân phối sản phẩm ra thị trường thông qua các công ty liên kết là CTCP kinh doanh gạch ốp lát Viglacera (TT miền Bắc và miền Trung) và CTCP thương mại Viglacera (TT miền Nam). So với hình thức phân phối thông qua các nhà bán lẻ:

Ưu điểm: (1) Doanh thu tương đối ổn định, vòng quay thu tiền nhanh hơn; (2) Chi phí bán hàng thấp hơn nhiều nhờ giảm thiểu các chi phí truyền thông, nhân viên, cửa hàng,... (chi phí bán hàng của VIT chỉ chiếm 0.8% DTT). Vì vậy, biên LNG của VIT ở mức thấp nhưng biên LNST vẫn ở mức tương đương so với DN khác;

Nhược điểm: giá bán buôn thấp hơn giá bán lẻ, và không trực tiếp tham gia phát triển khách hàng.

Chỉ tiêu cơ bản	VIT	TTC	CVT	TCR	CYC
Số ngày tồn kho	71	81	117.4	87.15	232
Số ngày phải thu	34.9	11.4	10.51	30.08	36.4
Số ngày phải trả	47.8	25.2	63.6	54.8	80.3

Chỉ tiêu	VIT	TTC	CVT	TCR
CSTK	6.5	5.5	15	15
DTT 2015	681.8	338.3	607.4	2063.5
CPBH/DTT	0.8%	4%	3%	9%
Biên LNG	15.1%	14.3%	16.9%	20.1%
Biên LNST	5.5%	5.6%	8.5%	2.1%
P/E	8.12	4.36	6.72	6.99
P/B	1.56	0.96	1.46	0.47

TRIỂN VỌNG CỦA VIT

Năm 2016 dự báo kết quả kinh doanh sẽ tăng trưởng vượt trội so với giai đoạn trước. Từ khi tiến hành khảo sát doanh nghiệp giữa năm 2015 đến nay, chúng tôi nhận thấy sự chuyển biến về họa động kinh doanh cốt lõi của VIT. Chúng tôi dự báo DTT 2016 đạt 961 tỷ đồng (+41% yoy), LNST đạt 69.5 tỷ đồng (+86.3% yoy) tương đương EPS 2016 đạt 4,632 VND/cp. Triển vọng tăng trưởng:

Thứ nhất, sự phục hồi với nhu cầu tiêu thụ gạch granite của VIT

- Sự phục hồi có tính chu kỳ của nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm gạch ốp lát, đã khiến ngành kinh doanh này hồi sinh sau giai đoạn rất khó khăn. Hiện tại, lượng cung ~ 100 triệu m²/năm (70 triệu m² từ các doanh nghiệp trong nước sản xuất và 30 triệu m² nhập khẩu) trong khi nhu cầu ước đạt khoảng 120 triệu m² /năm.
- Nhu cầu gạch ốp không chỉ đến từ các dự án Bất động sản dự án (30%) mà còn đến phần lớn từ khu dân cư (70%) vốn có tính bền vững cao hơn.
- Chất lượng sản phẩm gạch granite của VIT cũng được cải thiện nhiều, tỷ lệ lỗi hỏng và hàng bán bị trả lại đã giảm đáng kể. Sản phẩm của công ty được tiêu thụ ở nhiều công trình trọng điểm.

Thứ hai, năng lực sản xuất tăng đáng kể

- Công suất thiết kế tăng gần 40% lên 6,5 triệu m²/năm. Đây là động lực tăng trưởng lớn do VIT đang vận hành vượt công suất thiết kế tại 2 nhà máy hiện tại. Nhà máy mở rộng GD 2 tại Thái Bình được giả định sẽ chạy 85% công suất trong 2016.
- Chúng tôi cũng thận trọng giữ mức giá giá gạch bán buôn của VIT ở 155,000 VND/m² trong năm 2016 và tăng nhẹ bình quân 1% năm trong 5 năm tiếp theo.

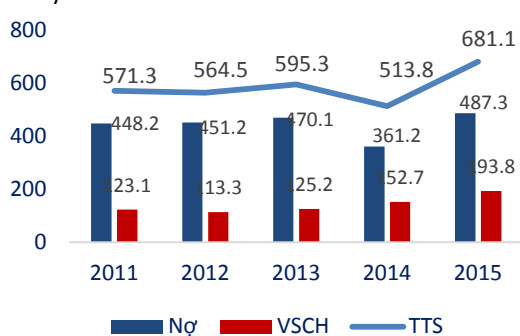
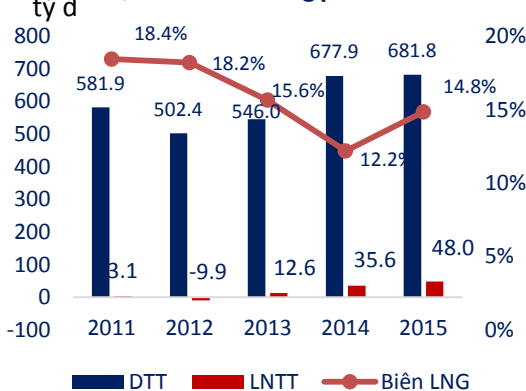
Thứ ba, Biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện

- Biên LNG có thể cải thiện 2-3% khi giá nhiên liệu được dự báo giảm: Sang Q2/2016, VIT sẽ chuyển sang dùng CNG cho toàn bộ 2 nhà máy. Giá CNG 2016 dự báo sẽ ở mức ~ 2.480 VND/m³, thấp hơn ~ 20% so với trung bình 2015.
- Một dây chuyền nhà máy Tiên Sơn sẽ hết khấu hao từ 2017, giảm chi phí 17 tỷ đồng: Từ 2014, VIT áp dụng chính sách khấu hao nhanh 1.5 lần so với khấu hao đường thẳng đối với máy móc thiết bị. Do vậy, nếu không có sự điều chỉnh này thì lợi nhuận của VIT đã cải thiện hơn so với ghi nhận năm 2014 và 2015.

RỦI RO ĐẦU TƯ:

Cạnh tranh trong ngành tạo áp lực giảm giá bán: Các DN sản xuất gạch granite đang có xu hướng mở rộng sản xuất và điều này sẽ tiếp tục tạo áp lực giảm giá bán trong thời gian tới khi tình trạng dư cầu của thị trường thu hẹp lại. Theo khảo sát của chúng tôi, một số dòng sản phẩm granite cuối năm 2015 có giá bán thấp hơn từ 10%-15% so với 2014.

Dự thảo sửa đổi Thông tư 36 của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) nếu chính thức thông qua có thể ảnh hưởng gián tiếp đến TT gạch ốp lát: 30-35% DTT của VIT đến từ cung cấp gạch ốp lát cho lĩnh vực BĐS dân dụng và công nghiệp. Dự thảo sửa đổi Thông tư 36 của NHNN quy định chặt chẽ hơn về việc cho vay BĐS và có thể gián tiếp ảnh hưởng đến doanh thu của VIT.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP
TTS, Nợ và VCSH

DTT, Biên LNG từ gạch và LNTT

Kết quả kinh doanh:

Từ 2011 đến nay, DTT tăng trưởng bình quân 4.04%/năm, LNTT tăng trưởng 41%/năm nhờ thị trường BĐS và xây dựng hồi phục trở lại, sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng.

Năm 2015, DTT đạt 681.81 tỷ đồng (+0.58%yoy) LNST 2015 đạt 37.3 tỷ (+34.51%). EPS 2015 = 2,487 VND/cp. Nguyên nhân là do: **(1)** công suất thực tế vượt CSTK từ năm 2014 (vượt 4%), khiến sản lượng không còn dư địa tăng trưởng, trong khi nhà máy mới chỉ mới chạy thử cuối 2015; **(2)** Giá than nhiên liệu giảm so với năm trước, chi phí nguyên liệu giảm do thay đổi phối trộn nguyên liệu trong sản xuất và kết thúc bán giảm giá hàng tồn trong 2014 giúp cải thiện biên LNG từ mức 12.62% trong 2014 lên mức 15.71% trong 2015.

Cơ cấu nguồn vốn:

Tỷ trọng tài sản tài trợ bằng nợ giảm dần nhưng vẫn ở mức cao, khoảng 70% TTS. Nợ vay lớn, chiếm ~ 53-58% TTS, trong đó nợ vay dài hạn chiếm ~25%TTS.

Cơ cấu tài sản: Tỷ trọng TSDH tăng dần, chiếm ~70% TTS trong 2015 do việc xây dựng thêm nhà máy 2 ở Thái Bình. Tỷ trọng TSNH giảm xuống 30% TTS, trong đó 2/3 là hàng tồn kho.

Chỉ tiêu sinh lời:

Biên LNG có xu hướng giảm dần từ 2011 đến 2014 do (1) thanh lý hàng tồn kho từ 2012 với giá rẻ (2) chi phí NVL tăng và (3) từ 2014 áp dụng khấu hao nhanh gấp 1.5 lần đối với thiết bị phục vụ sản xuất, làm tăng chi phí khấu hao khoảng 6 tỷ đồng (~ 1% DTT)

CÁC CHỈ TIÊU	2011	2012	2013	2014	2015
1. Khả năng thanh toán					
TT ngắn hạn	0.61	0.73	0.65	0.68	0.64
TT nhanh	0.21	0.32	0.33	0.29	0.17
TT tức thời	0.02	0.01	0.09	0.07	0.02
2. Cơ cấu vốn					
TS Ngắn hạn/ TTS	38.9%	40.7%	42.0%	37.5%	30.2%

Nợ/ TTS	78.5%	79.9%	79.0%	70.3%	71.5%
Nợ NH/TTS	63.7%	55.4%	64.2%	55.1%	46.9%
Nợ vay/TTS	57.9%	56.5%	56.2%	53.2%	57.6%
Nợ vay DH/TTS	14.7%	24.5%	14.8%	15.2%	24.5%
3. Năng lực hoạt động					
Số ngày tồn kho		119.50	97.52	70.85	79.68
Số ngày phải thu		51.90	56.71	34.90	23.84
Số ngày phải trả		85.22	82.79	48.56	38.12
4. Khả năng sinh lời					
ROS	0.4%	-2.0%	2.2%	4.1%	5.5%
ROE	1.9%	-8.7%	9.6%	18.2%	19.2%
ROA	0.4%	-1.8%	2.0%	5.4%	5.5%
EBIT/DTT	9.4%	10.2%	10.6%	10.3%	11.4%
Biên LNG	18.4%	17.6%	15.3%	12.6%	15.1%
5. Mô hình DuPont					
TTS/VCSH	4.64	4.98	4.75	3.37	3.51
DT/TTS	1.02	0.89	0.92	1.32	1.00
EBIT/DTT	0.09	0.10	0.11	0.10	0.11
EBT/EBIT	0.06	(0.19)	0.22	0.51	0.62
NI/EBT	0.76	1.00	0.95	0.78	0.78
ROE	1.9%	-8.7%	9.6%	18.2%	19.2%
CP bán hàng/DTT	5.4%	4.2%	1.6%	0.9%	0.8%
Chi phí QLDN/DTT	1.8%	2.4%	2.9%	1.7%	1.8%

so với khấu hao đường thẳng. Sang 2015, biên LNG tăng trở lại do giá khí CNG đầu vào giảm cùng với việc VIT có thay đổi phối trộn nguyên liệu để tăng hiệu quả sản xuất và chất lượng gạch, giảm chi phí nguyên liệu. Tỷ lệ hàng bán trả lại thấp, chỉ ~ 0.3-0.4% DTT từ gạch.

Các chỉ tiêu ROS, ROE, ROA đều được cải thiện qua các năm, ngay cả trong những năm biên LNG giảm mạnh, chủ yếu do gánh nặng lãi vay giảm mạnh qua các năm (chỉ tiêu EBT/EBIT tăng mạnh qua các năm).

Khả năng thanh toán: Khả năng thanh toán thấp do tỷ lệ nợ ngắn hạn cao, tất cả các chỉ tiêu đều nhỏ hơn 1 và có xu hướng giảm dần.

Năng lực hoạt động: Số ngày tồn kho có xu hướng giảm dần và ở mức thấp nhất trong các doanh nghiệp cùng ngành, trong khi đó, Số ngày phải thu giảm dần nhưng vẫn ở mức cao so với ngành cho thấy hoạt động bán hàng tốt nhưng khả năng thu tiền hàng còn chậm. Số ngày phải trả giảm dần và đang ở mức trung bình ngành.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự báo kết quả kinh doanh 2016:

Với các giả định:

- Sản lượng sản xuất và tiêu thụ là 6.2 triệu m², trong đó các dây chuyền cũ chạy 100% công suất, dây chuyền mới chạy 85% công suất thiết kế;
- Giá bán giữ ở mức 155,000 VND/m²;
- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp giữ ở mức lần lượt 0.8% DTT và 1.8% DTT;
- Thuế TNDN là 20%;

Dự báo KQKD 2016 như sau: DTT 2016 đạt 961 tỷ đồng, LNTT đạt ~ 86.85 tỷ đồng, LNST ~ 69.5 tỷ đồng tương đương EPS 2016 F ~ 4,632 VND/CP.

Định giá:

Phương pháp FCFF phù hợp với doanh nghiệp sản xuất có hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, có tính chu kỳ như VIT. Bên cạnh đó, VIT có thể sẽ thay đổi cơ cấu vốn trong thời gian tới khi đã ổn định sản xuất, hoặc khi tiếp tục dự án mở rộng sản xuất, vì vậy sử dụng FCFF sẽ phù hợp để định giá VIT hơn là FCFE, DDM,...

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	8.5%
beta	0.52
ke	10.20%
kd	9.50%
E/(D+E)	43%
D/(D+E)	57%
Tax rate	20%
WACC	8.7%
g	1%

Theo đó, Giá trị công ty được tính bằng cách chiết khấu các dòng tiền tự do về hiện tại theo chi phí vốn bình quân gia quyền WACC. WACC được tính dựa trên giả định cơ cấu vốn hiện tại sẽ là cơ cấu vốn mục tiêu của VIT.

$$\text{Giá cổ phiếu} = (\text{Giá trị công ty} - \text{Tổng nợ} + \text{Tài sản thanh khoản}) / (\text{Số cổ phiếu lưu hành bình quân năm})$$

Việc ước lượng dòng tiền tự do (FCFF) trong tương lai của VIT được thông qua việc tính doanh thu, lợi nhuận tại: **(1)** Các dây chuyền đang hoạt động và **(2)** Nhà máy granite mở rộng tại Thái Bình

→ **Kết quả: Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu VIT là 25,642 VND/cổ phiếu.**

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VIT với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 25,642 VND/cổ phiếu (upside 12.96%) theo phương pháp FCFF. Mức giá này tương đương P/E 2016F = 5.54x, P/B F = 1.53x.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá 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****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@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

Facebook: 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.

