

BSC RESEARCH**Trưởng phòng****Trần Thăng Long**

longtt@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích**Lê Thị Trang**

Tranglt@bsc.com.vn

Ước tính trong cả năm 2016, LNST của VHL ước đạt 117.4 tỷ đ, tương đương EPS F 2016 là 7,340 VND/cp.

Với giá đóng cửa ngày 02/11/2016 là 50,100 VND/cp, P/E fw đạt 6.83x, mức tương đối hấp dẫn.

CTCP Viglacera Hạ Long chuyên sản xuất các sản phẩm gạch ngói gốm, với 3 sản phẩm chính: gạch xây, ngói và gạch lát (cotto và clinker).

Tăng trưởng của VHL trong Q4/2016 và 2017 sẽ chủ yếu đến từ:

- Thay đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng tăng tỷ lệ ngói tại 2 nhà máy lên mức 80%;
- Dây chuyền Clinker số 2 đi vào hoạt động từ 9/2016.

Lưu ý, chi phí nhiên liệu (than và dầu, chiếm 20% giá thành) đang có xu hướng tăng trở lại, cùng với chi phí nhân công (chiếm 15% với Cotto, 30% với gạch ngói) tăng do ảnh hưởng từ chính sách BHXH có thể ảnh hưởng tới biên LNG của công ty trong thời gian tới. Cơ cấu cổ đông cô đặc, thanh khoản tương đối thấp với khối lượng giao dịch bình quân 10 phiên là 17,022 CP cũng là một điểm trừ của VHL.

KQKD: Trong Q3, doanh thu đạt 447.96 tỷ đ (+13.1% yoy), biên LNG giảm nhẹ so với cùng kì, đạt 17.7% (biên gộp cùng kì Q3/2015 là 20.7%) do giảm giá nhẹ trong mùa thấp điểm tháng 7 âm lịch. LNST trong quý đạt 28.3 tỷ đ (+6.8% yoy).

Lũy kế 9T2016, DTT đạt 1320.5 tỷ đ (+18.02% yoy), biên gộp là 20.7% (trong 9T2015: 18.4%), Nguyên nhân là do (1) Sản xuất ổn định gạch Cotto tại dây chuyền Clinker số 1 (dây chuyền bắt đầu sản xuất từ T5/2015); (2) Chuyển đổi tăng tỷ trọng sản phẩm có biên lợi nhuận cao (cotto, ngói). LNST 9T đạt VND 85.7 tỷ đ (+13.7% yoy), hoàn thành 77.6% kế hoạch năm.

Ước tính trong cả năm 2016, LNST của VHL ước đạt 117.4 tỷ đ, tương đương EPS F 2016 là 7,340 VND/cp. Với giá đóng cửa ngày 02/11/2016 là 50,100 VND/cp, P/E fw đạt 6.83x, mức tương đối hấp dẫn.

Mảng gạch và ngói (chiếm ~50% DTT): VHL có 2 nhà máy sản xuất gạch ngói gồm Nhà máy gạch Tiêu Giao (CSTK 180 triệu viên QTC/năm) và nhà máy gạch Hoàn Bồ (CSTK 90 triệu viên QTC/năm) đang hoạt động 100% công suất. Hiện tại, tỷ trọng ngói sản xuất đang ở mức cao khoảng 65% tổng sản lượng sản xuất sau khi VHL chuyển đổi GD 1 nhà máy Hoàn Bồ sang sản xuất ngói từ 2015. Dự kiến công ty sẽ tiếp tục chuyển đổi các dây chuyền còn lại tại nhà máy này sang sản xuất ngói vào đầu 2018, tăng tỷ trọng ngói lên mức 80% CSTK. Sản phẩm ngói Hạ Long là một trong những sản phẩm ngói cao cấp có mức tiêu thụ mạnh tại thị trường Việt Nam, có mức giá gấp khoảng 5-6 lần giá gạch xây (tính QTC), biên lợi nhuận gộp tương đối tốt (trên 20%) so với gạch xây (10-15%).

Mảng gạch lát (Cotto và Clinker) (50% DTT): Hiện VHL sở hữu 2 nhà máy sản xuất gồm Nhà máy gạch Cotto Giếng Đáy với CSTK 7.5 triệu m² QTC/năm và 2 dây chuyền nhà máy gạch Clinker (có thể sản xuất cả Clinker và Cotto), công suất 2 triệu m²/năm/dây chuyền, trong đó 1 dây chuyền hoạt động từ 5/2015 và 1 dây chuyền chạy từ 9/2016. Sản phẩm gạch Cotto của VHL chiếm thị phần tương đối lớn, khoảng 60%, và biên LNG cao (15-17%). Sản phẩm mới Clinker có độ bền và đặc tính hóa lý rất tốt, giá bán gấp 2.5-3 lần/m² so với gạch Cotto. Tuy nhiên, công ty chưa phát triển được thị trường tiêu thụ, do vậy cả 2 dây chuyền Clinker hiện vẫn tiếp tục sản xuất 100% Cotto.

Nguồn nguyên vật liệu: Về đất sét, đến nay VHL duy trì tích trữ đảm bảo cho 6 tháng sản xuất ổn định. Về dài hạn, VHL có các mỏ nguyên liệu lớn, chẳng hạn mỏ Xích Thổ, đáp ứng nhu cầu NVL đất sét trong 25-30 năm. Giá đất sét cơ bản ổn định qua các năm. **Về nhiên liệu,** VHL sử dụng Dầu DO cho ngói và Than hóa khí cho các sản phẩm còn lại. Giá dầu có xu hướng tăng trong 2016, cũng như giá than vừa tăng khoảng 6% có thể ảnh hưởng đến biên LNG của VHL trong thời gian tới khi nhiên liệu chiếm tỷ trọng khoảng 20% giá thành sản xuất.

Tiêu thụ sản phẩm: VHL chủ yếu tiêu thụ qua công ty con CT TNHH MTV Viglacera Hạ Long và công ty liên kết CTCP Thương mại Viglacera. 92-95% DTT của VHL đến từ thị trường nội địa, trong đó chủ yếu là thị trường miền Bắc (chiếm 84-87% DTT). Chính sách bán hàng thu tiền ngay, chiết khấu cho đại lý từ 10-12%, giúp khoản phải thu khách hàng ở mức rất thấp.

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 về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tuần. 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. 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.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>

