

Khuyến nghị **MUA**

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	52,710
Giá đóng cửa	47,800
Upside	10.3%

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)

anhnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	52,500
Giá cut loss	43,600

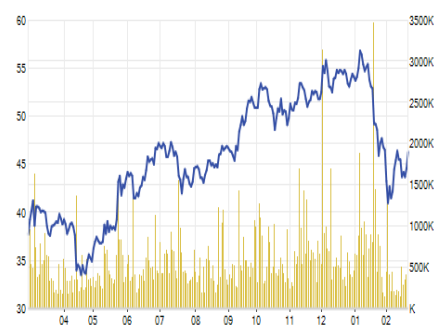
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	28
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,259
Giá cao nhất 52 tuần	60,500
KLGD TB 10 ngày (cp)	289,316
Sở hữu NGTNN	5.99%

Cổ đông lớn

Nguyễn Quang Huy	6.7%
Dương Quốc Chính	3.7%
Lê Quốc Hưng	3.1%
Trần Thị Loan	1.9%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

CVT là doanh nghiệp sản xuất gạch ốp lát quy mô trung bình với dây chuyền máy móc linh hoạt. Năng lực sản xuất hiện tại của CVT là 18 triệu m² sản phẩm gạch ốp lát và ngói/năm, trong đó 40% là granite.

TĂNG TRƯỞNG CHẤT & LƯỢNG

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CVT với giá mục tiêu là 52,710 đồng theo phương pháp định giá so sánh P/E (giá định P/E mục tiêu là 8x) dựa trên kỳ vọng vào hiệu quả của dây chuyền gạch granite thấm muối tan mới được đưa vào vận hành đầu tháng 2/2018.

Dự báo kết quả kinh doanh

BSC dự phóng năm 2018, sản lượng sản xuất của CVT sẽ tăng mạnh 20% YoY với giả định dây chuyền mới sẽ hoạt động 90% công suất trong năm (dây chuyền này đã đi vào hoạt động từ đầu tháng 2, chạy thông Tết). Doanh thu thuần dự báo đạt 1,470 tỷ (+24.6% YoY), LNST 194 tỷ (+11.4% YoY), tương đương với EPS 2018 = 6,530 đồng/CP (dựa trên số cổ phiếu lưu hành hiện tại và giả định trích quỹ KTPL 10%; nếu tính trên số cổ phiếu sau khi phát hành trả cổ tức, EPS 2018 = 5,068 đồng/CP), P/E fw = 7.3x – thấp hơn tương đối so với định giá đối với CVT sau khi chuyển sàn trong năm 2017.

Catalyst

Dây chuyền gạch granite thấm muối tan (+21.4% công suất hiện tại) được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng của CVT trong năm 2018.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro vận hành của dây chuyền mới
- Rủi ro giảm giá sản phẩm do áp lực cạnh tranh
- Rủi ro tăng giá nhiên liệu

Cập nhật doanh nghiệp (xem chi tiết trang 2)

- (1) Dây chuyền granite thấm muối tan đã được đưa vào vận hành từ tháng 2/2018.
- (2) Duy trì mức lợi nhuận biên tốt so với mặt bằng chung các doanh nghiệp gạch men niêm yết.
- (3) Phương án chi trả cổ tức: Dự kiến trả cổ tức tỷ lệ 45% bằng tiền và cổ phiếu.
- (4) Chuyển đổi mục đích sử dụng đất tại nhà máy CMC1.
- (5) Kế hoạch mở rộng nhiều tham vọng: Công ty dự kiến sẽ đầu tư tiếp tổ hợp nhà máy CMC3 với các sản phẩm gạch, sứ dân dụng, ngói trong giai đoạn 2019-2020

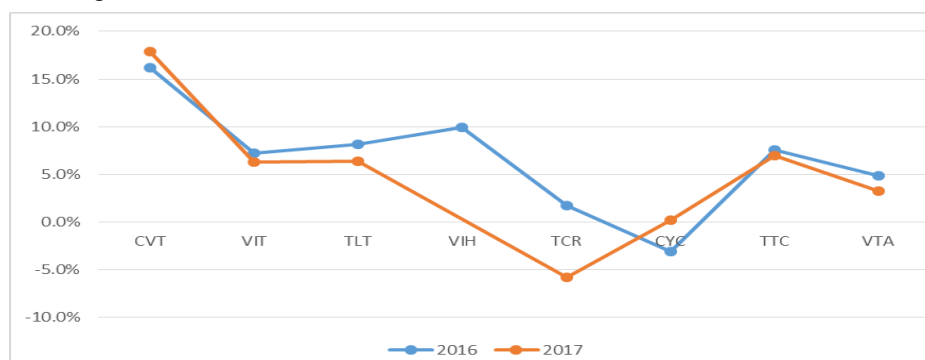
Các báo cáo khác

[Link](#)

(1) Dây chuyền granite thấm muối tan đã được đưa vào vận hành từ tháng 2/2018.

Dây chuyền mới này sẽ bổ sung công suất 3 triệu m²/năm (tương đương 21.4% công suất hiện tại của CVT) và nâng tỷ trọng gạch granite lên 41% tổng công suất. Theo xu hướng chung của ngành, dây chuyền mới của CVT được chuyển sang vận hành bằng khí thiên nhiên, thay vì than hóa khí. Điều này sẽ khiến chi phí nhiên liệu tăng thêm 2,000 đồng/m² sản phẩm, tuy nhiên sẽ giảm được tỷ lệ đóng cặn trong đường ống, tăng tỷ lệ sản phẩm loại A và tiết giảm được chi phí bảo dưỡng khoảng 3,000-4,000 đồng/m² sản phẩm so với khi chạy bằng khí than.

(2) Duy trì mức lợi nhuận biên tốt so với mặt bằng chung các doanh nghiệp gạch men niêm yết. Các tỷ lệ lợi nhuận biên (biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh, biên ròng) của CVT tạo được cách biệt lớn với các đối thủ niêm yết. Trong năm 2017, trong khi tất cả các doanh nghiệp đều chứng kiến mức suy giảm trong biên lợi nhuận thì mức sinh lời của CVT vẫn được cải thiện nhờ nâng cao tỷ lệ tiêu thụ các sản phẩm chất lượng cao, có giá bán tốt.



(Nguồn: FiinPro)

(Lưu ý: Đối với nhóm công ty con VGC: TLL: số lũy kế 9T2017, VIH: chưa có BCTC 2017)

(3) Phương án chi trả cổ tức: Công ty dự kiến trình ĐHCĐ thông qua phương án phân phối lợi nhuận 2017, theo đó sẽ tiến hành chi trả cổ tức tỷ lệ 45%, trong đó 15% bằng tiền và 30% bằng cổ phiếu nhằm đảm bảo nhu cầu vốn cho đầu tư mở rộng.

(4) Chuyển đổi mục đích sử dụng đất tại nhà máy CMC1: Nhà máy CMC1 được CVT đầu tư cách đây 20 năm, công nghệ sản xuất đã có phần lạc hậu so với hiện tại nên chỉ đóng góp từ 15-20% lợi nhuận cho công ty trong 2017. Do đó, CVT dự kiến sẽ trình ĐHCĐ thông qua kế hoạch chuyển đổi mục đích sử dụng 75,000 m² đất tại nhà máy này (nằm tại trung tâm TP Việt Trì) để xây dựng khu đô thị hoặc chuyển nhượng cho đối tác khác.

(5) Kế hoạch mở rộng nhiều tham vọng: Công ty hiện đang tiến hành lập dự án trình phương án lên UBND tỉnh Phú Thọ xin cấp thêm 50 ha đất để đầu tư tiếp tổ hợp nhà máy CMC3 với các sản phẩm gạch, sứ dân dụng, ngói trong giai đoạn 2019-2020.

(Lưu ý: KQKD quý 1 của CVT thường chỉ chiếm 15%-20% lũy kế cả năm do tính chất thời vụ của nhu cầu xây dựng và hoàn thiện các công trình nhà ở).

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018E
Doanh thu thuần	607	680	1,118	1,180	1,470
LN gộp	124	132	263	287	376
DT tài chính	1	1	2	3	2
CP tài chính	(22)	47,800	(37)	(29)	(44)
Lãi vay	(22)	(20)	(36)	(27)	(44)
CP bán hàng	(6)	(7)	(5)	(8)	(37)
CP QLDN	(29)	(30)	(41)	(42)	(53)
Lãi/lỗ HĐKD	67	76	182	211	245
TN nhập khác (ròng)	(1)	4	9	7	-
LN trước thuế	66	80	190	218	245
LN sau thuế	51	62,000	152	174	194
LN CĐ thiếu số	-	40,500	-	-	-
LN Cty mẹ	51	63	152	174	194
EPS	3,168	2,892	7,523	6,172	5,068
TS ngắn hạn	382	384	465	505	555
Tiền và TĐ Tiền	152	75	149	88	74
Phải thu ngắn hạn	49	26	34	53	50
Tồn kho	181	258	267	351	410
TS ngắn hạn khác	1	25	16	12	20
TS dài hạn	274	548	541	697	769
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
TSCĐ	268	252	507	435	757
TSCĐ hữu hình	264	252	507	435	757
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	-	292	31	262	12
TS dài hạn khác	6	4	3	-	-
Tổng TS	656	932	1,006	1,202	1,324
Nợ phải trả	415	642	619	666	646
Nợ ngắn hạn	297	384	463	437	457
Vay ngắn hạn	177	199	241	175	178
Nợ dài hạn	118	258	157	230	189
Vay dài hạn	118	258	157	229	189
Vốn chủ sở hữu	241	290	387	535	679
Vốn góp	160	192	192	282	282
LN chưa phân phối	51	63	152	174	224
Tổng nguồn vốn	656	932	1,006	1,202	1,324
% yoy DTT	2.76%	11.99%	64.32%	5.58%	24.60%
Biên In gộp	20.43%	19.34%	23.55%	24.33%	25.58%
Lãi vay/ DTT	3.64%	2.87%	3.21%	2.26%	2.99%
CP bán hàng / DTT	1.02%	0.96%	0.46%	0.65%	2.50%
CP QLDN/DTT	4.83%	4.37%	3.71%	3.58%	3.58%
Biên In thuần	8.35%	9.21%	13.60%	14.76%	13.20%

- Doanh thu thuần của CVT tăng nhẹ 5.6% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 3%, chủ yếu đến từ việc vận hành full công suất dây chuyền CMC 2.2 và gia tăng sản lượng ngói (+214% YoY). Một điểm cần lưu ý là Q4/2017 doanh thu của CVT giảm 10% YoY, điều này được phía công ty lý giải do đã đẩy mạnh tiêu thụ trong Q3 và nếu cộng gộp 2 quý cuối năm 2017, doanh thu vẫn tăng 5.3% so với cùng kỳ.

- Chi phí lãi vay giảm 26% nhờ công ty đã tích cực hoàn trả các khoản vay (1,018 tỷ), đặc biệt là vay dài hạn (ước tính dư nợ của các khoản vay DH để đầu tư nâng cấp dây chuyền ceramics và granite trước đây chỉ còn khoảng 70 tỷ, trong khi khoản vay đầu tư vào dây chuyền CMC 2.3 được ân hạn trong vòng 12 tháng).

- Hàng tồn kho cuối năm cao do tăng dự trữ nguyên vật liệu phục vụ sản xuất. Hàng tồn kho cuối quý 4/2017 của CVT đạt 350.6 tỷ đồng (+17.4% YoY), trong đó 63.1% là tồn kho nguyên vật liệu phục vụ cho sản xuất, đặc biệt là để đáp ứng công suất mở rộng của nhà máy mới.

- Tài sản dở dang dài hạn tại thời điểm 31/12/2017 tăng mạnh 232 tỷ do khoản đầu tư vào dây chuyền gạch granite thẩm thấu muối tan chưa kịp hoàn thành và đi vào sản xuất. Tổng mức đầu tư cho dây chuyền là gần 370 tỷ đồng.

- Khoản phải trả nhà cung cấp +28.9% YoY phát sinh từ hợp đồng cung cấp MMTB cho dây chuyền CMC 2.3 và nhập kho NVL.

- Dư nợ vay không biến động mạnh khi sự tăng lên của nợ vay DH đầu tư vào dây chuyền CMC 2.3 được bù đắp bởi mức giảm 27.4% của nợ vay ngắn hạn.

- Vốn góp của chủ sở hữu tăng 47% sau đợt phát hành ESOP và phát hành cổ phiếu trả cổ tức với tỷ lệ 40%

- Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ nhờ CVT đã chủ động nâng cao tỷ lệ tiêu thụ gạch granite khổ lớn và ngói có giá bán tốt hơn so với sản phẩm gạch ốp ceramics thông thường; ước tính tỷ lệ tiêu thụ gạch granite tăng từ 20% lên 28% và ngói tăng từ 1% lên 3% trong năm 2017.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2013	2014	2015	2016	2017
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	0.77	1.29	1.00	1.01	1.15
Hsố TT nhanh	0.29	0.68	0.26	0.40	0.32
2. Cơ cấu vốn 47800					
TSNH/ TTS	0.42	0.58	0.41	0.46	0.42
TSDH/ TTS	0.58	0.42	0.59	0.54	0.58
Hsố Nợ/ TTS	0.75	0.63	0.69	0.62	0.55
Hsố Nợ/ VCSH	3.01	1.72	2.22	1.60	1.25
Nợ ngắn hạn / TTS	0.55	0.45	0.41	0.46	0.36
Nợ DH / TTS	0.20	0.18	0.28	0.16	0.19
3. Năng lực hoạt động 62,000					
Vquay hàng tồn kho	-	40,500	2.50	3.26	2.89
Vquay phải thu	-	135.95	108.93	144.84	166.20
Vquay phải trả	-	23.29	14.69	21.68	19.86
Số ngày HTK	-	117	146	112	126
Số ngày phải thu	-	3	3	3	2
Số ngày phải trả	-	16	25	17	18
CCC	-	104	124	98	110
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	3.2%	8.3%	9.2%	13.6%	14.8%
LNST/VCSH (%)	15.4%	21.0%	21.6%	39.3%	32.6%
LNST/TTS	3.8%	7.7%	6.7%	15.1%	14.5%
LN từ HĐKD/DTT	4.0%	11.0%	11.2%	16.2%	17.9%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	4.01	2.72	3.22	2.60	2.25
DT/TTS	1.20	0.93	0.73	1.11	0.98
EBIT/DT	0.08	0.15	0.15	0.20	0.21
EBT/EBIT	0.51	0.75	0.80	0.84	0.89
lãi ròng/LNTT	0.75	0.77	0.78	0.80	0.80
6. Định giá					
PE	19.3	14.3	15.7	6.0	7.4
PB	3.0	3.0	3.0	2.3	2.4
EPS	2,358	3,168	2,892	7,523	6,172
BVPS	15,318	15,058	15,092	20,138	18,959
7. Tăng trưởng (%yoy)					
TTS		34%	42%	8%	19%
Nợ		13%	55%	-4%	8%
DTT		3%	12%	64%	6%
LN gộp		55%	6%	100%	9%
LNST		169%	24%	143%	15%
EPS		34%	-9%	160%	-18%

- Khả năng TTNH ở mức an toàn, tăng nhẹ trong năm nhờ dư nợ vay ngắn hạn giảm

- Cơ cấu tài sản có sự dịch chuyển sang tài sản dài hạn, đóng góp từ đây chuyển CMC 2.3 mới được đi vào vận hành.
- Hệ số nợ giảm nhờ công ty đã tiến hành trả bớt các khoản nợ cũng như giảm vay nợ ngắn hạn, và thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu trong năm thay vì bằng tiền

- Dự trữ nguyên liệu trong năm tăng làm giảm tốc độ quay vòng hàng tồn kho, tồn kho thành phẩm không biến động nhiều.
- Khoản phải trả nhà cung cấp ngắn hạn của CVT tương đối lớn ~ 16.4% tổng tài sản, giúp công ty có thể tận dụng được nguồn vốn tín dụng thương mại, quay vòng tiền nhanh.

- Khả năng sinh lời được duy trì ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- Khoản đầu tư vào dây chuyền CMC 2.3 chưa mang lại được doanh thu trong năm làm giảm hiệu suất sinh lời của tổng tài sản.
- Hiệu quả quản lý chi phí tốt, đặc biệt là tiết giảm được chi phí tài chính giúp cho hiệu quả sinh lời từ hoạt động kinh doanh được cải thiện

- Các chỉ tiêu định giá đang ở mức tương đối hấp dẫn so với ngành, đã được thị trường đánh giá lại phần nào trong 2017 cho phù hợp với việc mở rộng quy mô.

Điểm nhấn kỹ thuật:

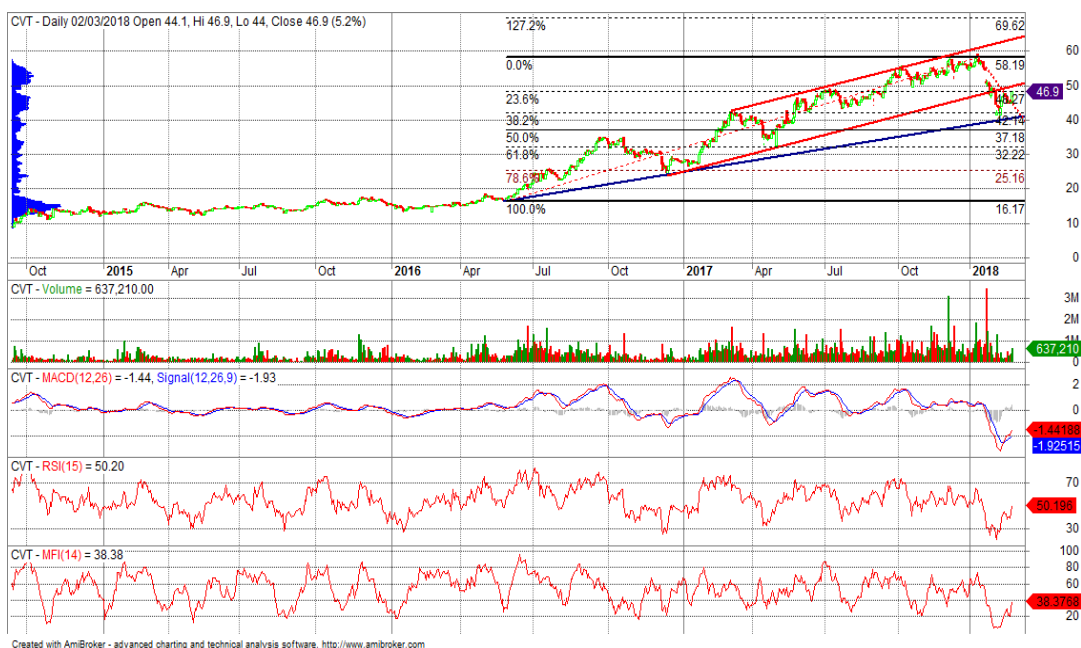
- Xu hướng hiện tại: thoát khỏi xu hướng giảm ngắn hạn
- Chỉ báo MACD: tăng, phân kỳ bên trên đường tín hiệu
- Chỉ báo RSI: tăng
- Chỉ báo MFI: tăng

Nhận định:

Hiện tại, giá cổ phiếu CVT đã thoát khỏi xu hướng giảm giá ngắn hạn và có xu hướng quay lại xu hướng tăng giá dài hạn. Chỉ báo MACD tăng và phân kỳ bên trên đường tín hiệu, cho thấy xu hướng tăng giá có thể sẽ còn tiếp tục. Chỉ báo RSI tăng, cho thấy động lực tăng giá. Chỉ báo MFI tăng mạnh, xác nhận đà tăng giá. Khuyến nghị nhà đầu tư tiếp tục theo dõi diễn biến giá cổ phiếu trước khi xu hướng hình thành rõ ràng.

Khuyến nghị: Mức giá mua: 46,900 – 47,800. Nếu CVT quay lại được xu hướng tăng giá dài hạn, giá mục tiêu là 52,500. Cắt lỗ: 43,600.

Đồ thị kỹ thuật



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 hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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. 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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

