

Ngành Gạch Men

Báo cáo lần đầu 15/04/2016

TĂNG TRƯỞNG NHƯNG PHÂN HÓA

Ngành gạch men Việt Nam sau giai đoạn khó khăn 2011-2013 đã bắt đầu hồi phục mạnh từ năm 2014 với sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng mạnh nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản. Triển vọng của ngành trong giai đoạn tới sẽ tiếp tục khả quan cùng với ngành xây dựng dân dụng, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hóa giữa hai phân khúc gạch ceramic và granite.

TIÊU ĐIỂM

- **Việt Nam là một trong những nước sản xuất, tiêu thụ và xuất khẩu gạch men hàng đầu thế giới**

Sản xuất gạch ốp lát tại Việt Nam là một trong số ít các ngành công nghiệp vươn lên tầm cỡ khu vực và thế giới. Với công suất gần 500 triệu m² hiện tại, Việt Nam là nước đứng thứ 6 thế giới và đứng đầu Asean. Không chỉ tiêu thụ nội địa, sản phẩm còn được xuất khẩu đi các nước trên thế giới.

- **Thời điểm khó khăn của các doanh nghiệp ngành gạch men đã qua**

Giai đoạn 2011-2013 là giai đoạn khó khăn với ngành gạch men khi mà thị trường Bất động sản đóng băng, sản lượng tiêu thụ giảm gần 30%. Các doanh nghiệp thua lỗ hoặc lợi nhuận thấp, nhà máy chạy với chỉ khoảng 70% công suất. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2014, thị trường hồi phục kéo theo sự tăng trưởng mạnh mẽ về sản lượng tiêu thụ. Kết quả kinh doanh và cổ phiếu gạch men hồi phục trở lại.

- **Triển vọng ngành xây dựng dân dụng được dự báo sẽ tiếp tục khả quan**, nhờ (i) mức độ đô thị hóa cải thiện, (ii) hồi phục từ thị trường bất động sản, (iii) cho phép người nước ngoài mua và sở hữu nhà tại Việt Nam, và (iv) triển vọng thu hút dòng vốn FDI khả quan. Vì vậy, chúng tôi cho rằng ngành vật liệu xây dựng nói chung và gạch men nói riêng sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong thời gian tới

- **Các doanh nghiệp phân khúc granite sẽ có khả năng tăng trưởng cao trong khi các doanh nghiệp với dòng sản phẩm ceramic và pocerlain sẽ gặp cạnh tranh gay gắt hơn**

Nhu cầu sử dụng granite thay cho ceramic trong các công trình ngày càng thịnh hành trong các công trình bởi độ bền và mẫu mã. Nhu cầu dòng sản phẩm này được Bộ Xây Dựng ước tính sẽ tăng trưởng trung bình 20% /năm trong giai đoạn 2016-2020.

Trong khi đó, gạch ceramic và pocerlain sẽ gặp phải cạnh tranh cao hơn khi các công ty liên tục tăng công suất và nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng chậm.

LỰA CHỌN DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

Trong các doanh nghiệp gạch men niêm yết trên sàn chứng khoán, chúng tôi đánh giá cao cổ phiếu VIT của công ty cổ phần Viglacera Tiên Sơn bởi đây là một trong số ít các công ty tập trung vào sản phẩm Granite trên thị trường. Giai đoạn 2 của nhà máy Thái Bình sẽ đi vào hoạt động đầu năm 2016 với công suất 2 triệu m²/năm nâng tổng công suất của VIT lên 6.5 triệu m²/năm sẽ giúp công ty tận dụng cơ hội của thị trường và tăng trưởng. Ngoài ra, nguồn nguyên liệu khí CNG giảm giá do tác động của giá dầu cũng sẽ giúp công ty được hưởng lợi chi phí đầu vào.

Chúng ước tính forward EPS năm 2016 là 3.917 VNĐ/cổ phiếu. Sử dụng mức PE trung vị ngành là 7,4 lần, chúng tôi ước tính giá cổ phiếu VIT ở mức 29.000 VNĐ / cổ phiếu.



Senior Analyst

Phí Quốc Tuấn

Email: tuan.phiquoc@mbs.com.vn

Tel: +84 943069690

MỤC LỤC

Ngành gạch men Việt Nam.....	3
Việt Nam là nhà sản xuất Gạch men hàng đầu thế giới.....	3
Quy mô còn nhỏ lẻ	4
Thị trường vẫn được bảo hộ.	5
Cổ phiếu gạch men và ngành gạch men hồi phục mạnh từ năm 2014	5
Triển vọng các doanh nghiệp trong ngành	7
<i>Ngành vẫn được hưởng lợi từ sự khả quan của ngành bất động sản và xây dựng dân dụng.</i>	7
<i>Gạch Ceramic : Cạnh tranh cao – nguy cơ dư cung.....</i>	7
<i>Gạch granite sẽ tăng trưởng mạnh.....</i>	8
So sánh chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp trong ngành:	8
CTCP Viglacera Tiên Sơn (VIT).....	10
Điểm nhấn đầu tư.....	10
Định giá.....	11

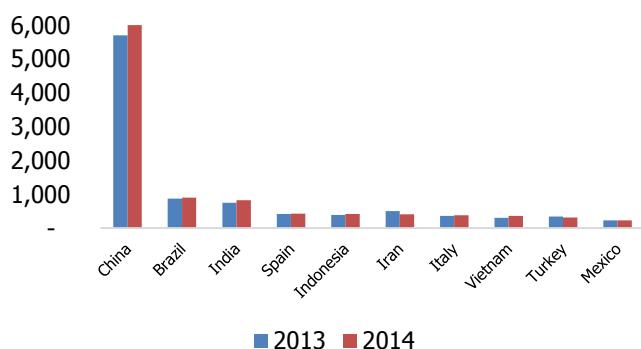
Ngành gạch men Việt Nam

Việt Nam là nhà sản xuất Gạch men hàng đầu thế giới

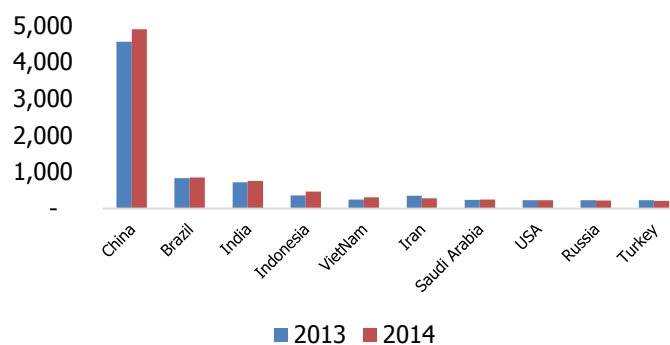
Sản xuất gạch ốp lát tại Việt Nam là một trong số ít các ngành công nghiệp vươn lên tầm cỡ khu vực và thế giới. Tổng công suất hiện đạt tới 500 triệu m²/năm, đứng đầu Đông Nam Á và thứ 6 thế giới. Trung Quốc vẫn là nước sản xuất và tiêu thụ hàng đầu thế giới. Tổng lượng sản xuất và tiêu thụ của Trung Quốc lớn hơn 10 nước sau đó cộng lại cho thấy quy mô của ngành gạch men của Trung Quốc.

Sản phẩm gạch men không chỉ được tiêu thụ trong nước mà còn được xuất khẩu ra nước ngoài. Việt Nam cũng là nhà xuất khẩu gạch ốp lát top 10 thế giới. Hiện tại, khoảng 15% sản lượng của Việt Nam được xuất khẩu đi các nước trên thế giới.

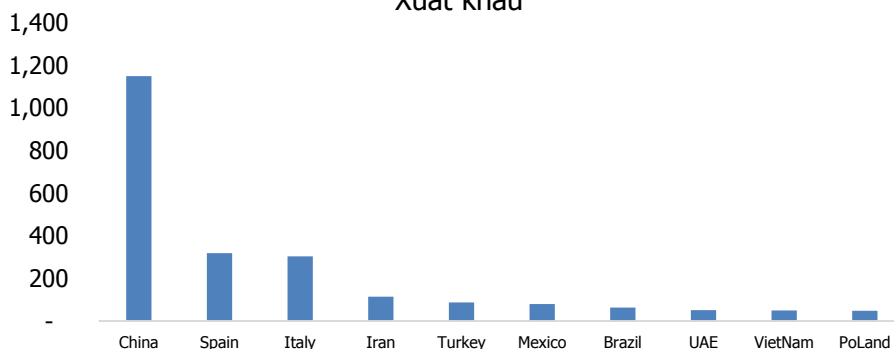
Sản xuất



Tiêu thụ



Xuất khẩu



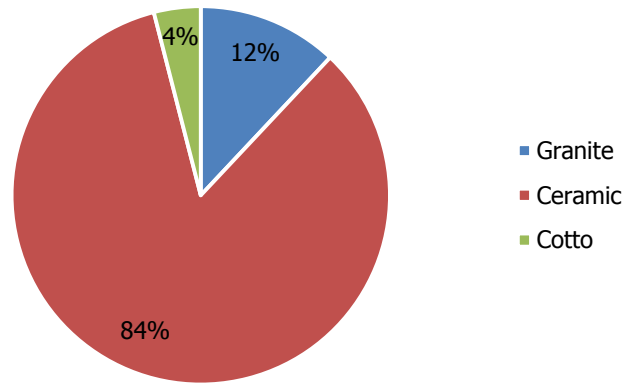
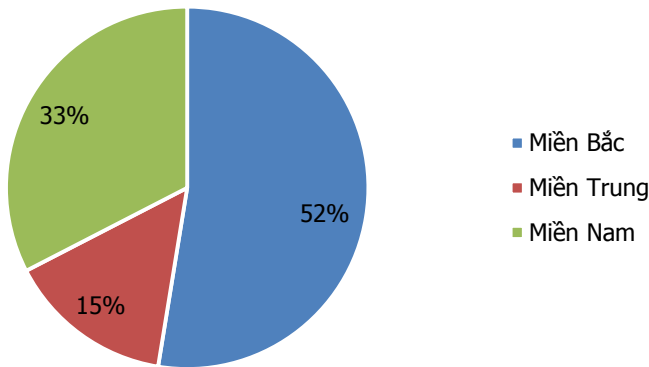
(Nguồn: Hiệp hội ceramic thế giới)

Hiện trên thị trường có 4 loại gạch ốp lát chính: gạch Cotto, gạch Ceramic, gạch Porcelain và gạch Granite. Trong đó, gạch Cotto là một loại gạch có màu đỏ đất nung, thường được sử dụng để lát sân vườn, lát sàn cho những công trình kiến trúc giả cổ. Do ứng dụng không thật rộng rãi, nhu cầu gạch cotto là thấp nhất trong số các loại gạch ốp lát. Ba loại gạch ốp lát phổ biến thường được sử dụng trong các công trình xây dựng hiện nay là gạch Ceramic, gạch Porcelain và gạch Granite. Gạch men Ceramic là loại gạch lát truyền thống, đã được sử dụng tại Việt Nam từ hàng chục năm nay. Gạch Granite mới bắt đầu xuất hiện trên 10 năm trở lại đây. Được coi là một loại đá nhân tạo, gạch Granite có độ bền vượt trội so với gạch Ceramic. Gạch Porcelain (xương bán sứ) là sản phẩm đứng giữa Ceramic và Granite tuy nhiên được xếp về hướng ceramic nhiều hơn.

Các nhà máy sản xuất gạch ốp lát nằm trải khắp cả nước tuy nhiên tập trung phần đông ở khu vực phía Bắc do đây là khu vực có trữ lượng lớn các nguyên liệu sản xuất xương gạch như đất sét, tràng thạch, đồng thời thuận lợi để nhập khẩu các nguyên liệu men, phụ gia từ Trung Quốc, Đài Loan. Chiếm đa số vẫn là các nhà máy gạch ceramic, chiếm khoảng 84% công suất cả nước.

Phân bố vùng miền

Công suất gạch



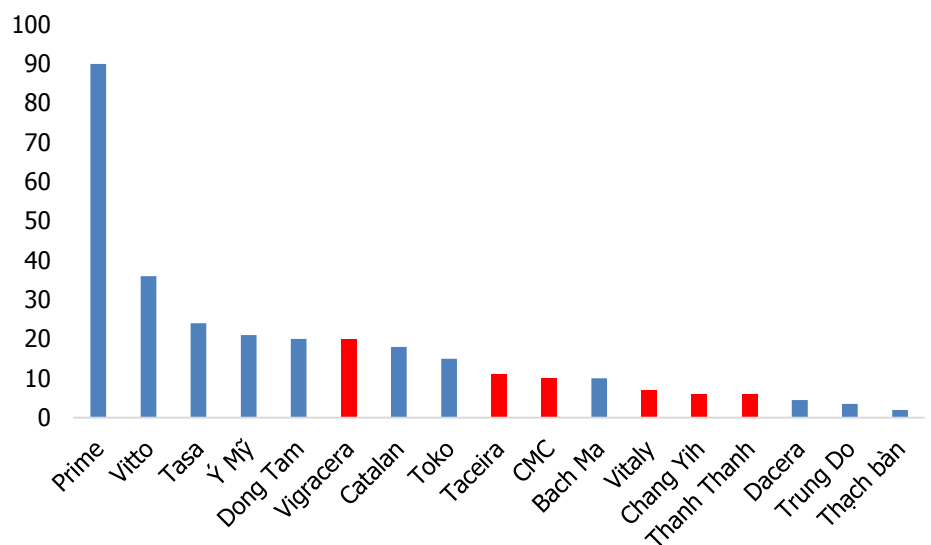
(Nguồn: MBS, Bộ Xây Dựng)

Mẫu mã, kích thước thường xuyên được thay đổi, xu hướng tăng sản xuất sản phẩm kích thước lớn: Để đáp ứng nhu cầu thị trường và tăng khả năng cạnh tranh, các doanh nghiệp luôn tìm cách phát triển mẫu mã đa dạng, nghiên cứu thị trường và sản xuất kích thước phù hợp nhu cầu. Nguồn cung trong nước các sản phẩm kích thước lớn như 60x60, 80x80, 100x100,... còn ít, trong khi cầu lại đang tăng khiến các doanh nghiệp sản xuất có xu hướng dịch chuyển sang dòng sản phẩm này. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá các sản phẩm vẫn thuộc loại đồng nhất, không có nhiều khác biệt.

Quy mô còn nhỏ lẻ

Cả nước hiện tại có khoảng 40 doanh nghiệp sản xuất gạch men, phần lớn đều sản xuất ceramic. Ngoài các doanh nghiệp nội địa như Viglacera, Đồng Tâm, Thạch Bàn, CMC,.. còn có sự tham gia của các doanh nghiệp nước ngoài như Taicera, Bạch Mã, Prime. Quy mô các doanh nghiệp nội phần nhiều đều vừa và nhỏ với công suất xoay quanh 10 triệu m²/năm.

Các doanh nghiệp gạch trên sàn hiện tại ngoại trừ Tổng công ty Vigracera thì phần lớn đều có quy mô trung bình, chiếm một phần rất nhỏ trong tổng công suất toàn ngành. Vì vậy, lý thế cạnh tranh tương đối kém.



(Nguồn: MBS Research)

Thị trường vẫn được bảo hộ

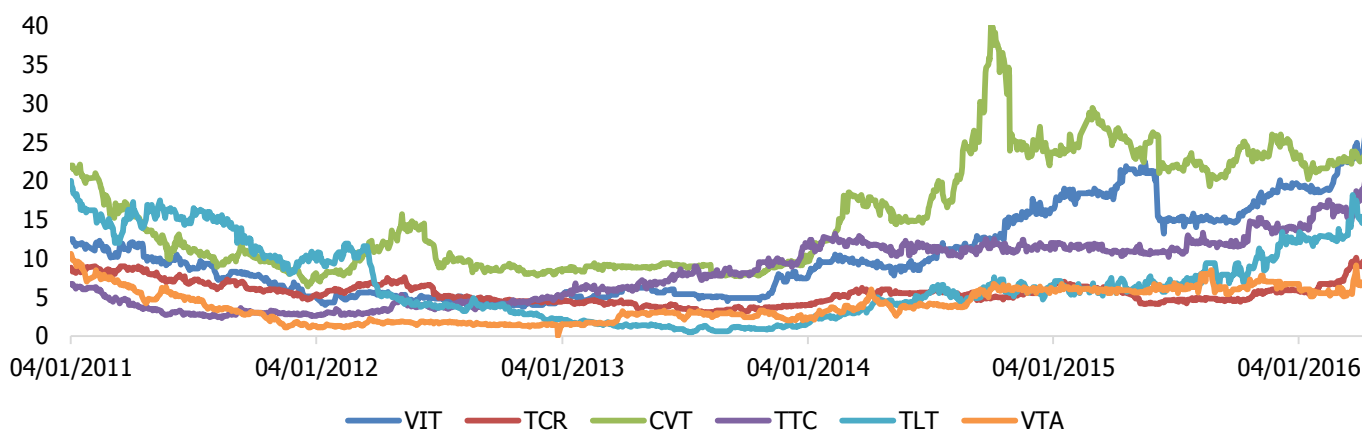
Hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc và một số nước khác như Malaysia, Indonesia, Ấn Độ, Italy.. cũng cạnh tranh trực tiếp với hàng hóa trong nước. Trung Quốc là nhà sản xuất, xuất khẩu lớn nhất thế giới. Giai đoạn trước đây, sản phẩm giá rẻ Trung Quốc chiếm ưu thế tại thị trường Việt Nam khiến cho các doanh nghiệp trong nước gặp khó khăn. Tuy nhiên, do thuế bảo hộ cao và sự thay đổi về đầu tư công nghệ, mẫu mã, các công ty trong nước dần chiếm được thị phần lại. Vì vậy, chúng tôi đánh giá rủi ro của các sản phẩm nước ngoài ở mức vừa phải.

Biểu 1: Thuế nhập khẩu sản phẩm gạch men

Thuế áp dụng	Thuế suất (%)	Áp dụng
Thuế nhập khẩu ưu đãi	35%	1/1/2014
ASEAN (ATIGA)	5%	1/1/2015
ASEAN - Trung Quốc	20%	1/1/2015
ASEAN - Hàn Quốc	10%	1/1/2015
ASEAN - Nhật Bản	20%	1/1/2015
ASEAN - Úc - New Zealand	10%	1/1/2015
ASEAN - Ấn Độ	22.5%	1/1/2015

(Nguồn: MBS tổng hợp)

Cổ phiếu gạch men và ngành gạch men hồi phục mạnh từ năm 2014



Sau giai đoạn 2011-2013 bị lãng quên với tồn kho cao, sản lượng tiêu thụ sụt giảm mạnh, kết quả kinh doanh kém, ngành gạch men nói chung và cổ phiếu gạch men đã bắt đầu hồi phục mạnh từ năm 2014 do sự hồi phục của thị trường Bất Động Sản.

Đi cùng sự hồi phục của cổ phiếu gạch men là sự hồi phục của kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong ngành. Các doanh nghiệp trên sàn đều có kết quả kinh doanh phục hồi mạnh bắt đầu từ năm 2014 khi mà lợi nhuận tăng vọt. Hai bảng dưới cho thấy tất cả các doanh nghiệp trên sàn đều có kết quả kinh doanh vượt trội so với giai đoạn năm 2012-2013.

Biểu 2: Doanh thu các doanh nghiệp gạch men trên sàn

Đơn vị: Tỷ VND	2011	2012	2013	2014	2015
CVT	283	292	591	607	743
CMC	890	965	1.311	2.064	2.616
TCR	1.422	1.652	1.912	2.258	2.064
TTC	319	341	331	378	388
VHL	1.311	1.227	1.262	1.441	1.561
VIT	582	502	547	678	682
TLT	349	315	329	387	443
VGC	6.959	5.696	6.090	8.008	7.820

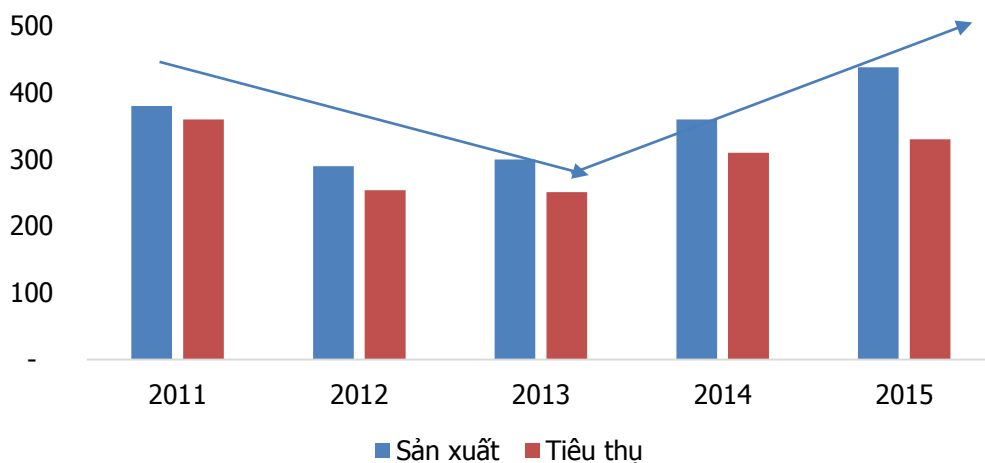
(Nguồn: BCTC các công ty, MBS)

Biểu 3: Lợi nhuận các doanh nghiệp gạch men trên sàn

Đơn vị Tỷ VND	2011	2012	2013	2014	2015
CVT	20	12	18	51	63
CMC	131	60	72	212	405
TCR	99	5	(58)	2	43
TTC	3	9	14	13	22
VHL	18	0	51	83	101
VIT	2	(10)	12	28	37
TLT	1	(6)	1	6	35
VGC	141	42	30	289	328

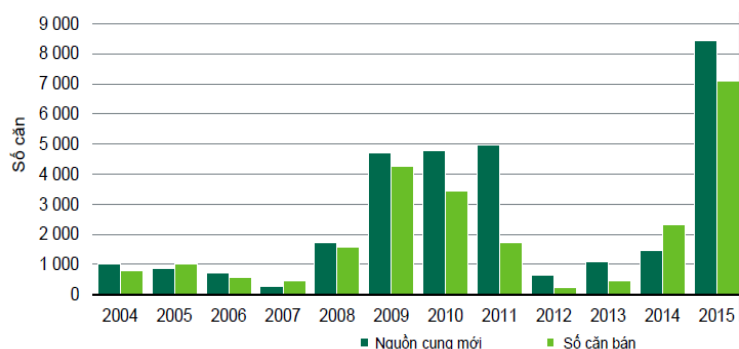
(Nguồn: BCTC các công ty, MBS)

Ngành gạch men Việt Nam đã trải qua giai đoạn khó khăn từ năm 2011 đến năm 2013 khi mà sản lượng sản xuất tụt giảm mạnh, đặc biệt là năm 2013 khi mà tiêu thụ sụt giảm đến gần 30%. Kéo theo đó là việc hàng tồn kho tăng cao, hiệu năng chỉ đạt gần 70% công suất và lợi nhuận tụt giảm mạnh. Tuy nhiên, với sự phục hồi của thị trường Bất Động Sản kéo theo sự phục hồi của ngành này khi tăng trưởng sản lượng ở mức trung bình 15% trong hai năm gần đây. Lượng tiêu thụ và xây mới nhà ở tại hai thành phố lớn là Hà Nội và Thành phố HCM tăng mạnh từ năm 2014 sau hai năm 2012 và 2013 trầm lắng giúp cho nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng cũng tăng mạnh.

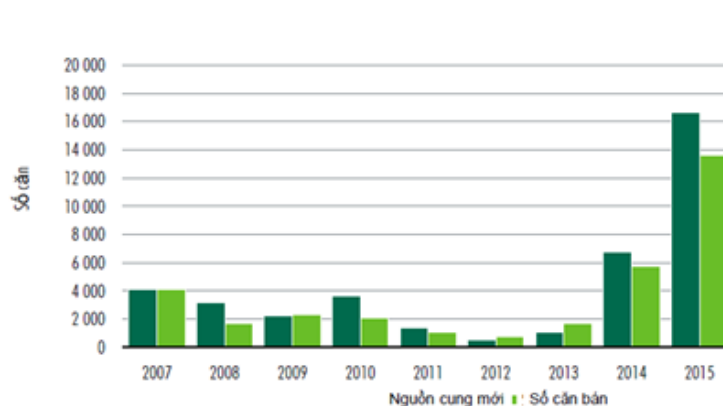


(Nguồn: MBS Research)

Thị trường nhà ở Hà Nội



Thị trường nhà ở HCM



(Nguồn: CBRE)

Triển vọng các doanh nghiệp trong ngành

Ngành vẫn được hưởng lợi từ sự khả quan của ngành bất động sản và xây dựng dân dụng

Chúng tôi đã ra báo cáo về ngành xây dựng dân dụng với quan điểm cho rằng ngành xây dựng dân dụng sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2016 bởi:

- Mức độ đô thị hóa ngày càng cải thiện. Năm 2015, tỷ lệ đô thị hóa đạt 35,7%, tăng trưởng bình quân 3,3%/năm trong giai đoạn 2010 – 2015. ở mức khá so với các nước trong khu vực. Năm 2016, nước ta phấn đấu mức độ đô thị hóa đạt 36,8%, tăng 3,1% so với thực tế năm 2015.
- Xu hướng ấm lên của thị trường bất động sản tiếp tục được ghi nhận ở tất cả các phân khúc thị trường bán lẻ, văn phòng, nhà ở và khu công nghiệp.
- Luật cho phép tổ chức, cá nhân nước ngoài mua và sở hữu nhà tại Việt Nam. Đây là quy định có ý nghĩa hết sức quan trọng và tác động tích cực đến hoạt động phát triển nhà ở và kinh doanh bất động sản. Thực tế ghi nhận số lượng căn hộ được giao dịch bởi người nước ngoài gấp 5 lần so với con số 200 căn trước đây tại Hồ Chí Minh.
- Nhờ FTAs, thu hút dòng vốn FDI trong lĩnh vực xây dựng, bất động sản và công nghiệp được kỳ vọng tăng trưởng.

Các nhà đầu tư có thể tham khảo báo cáo đầy đủ của chúng tôi tại link sau:

<https://www.mbs.com.vn/uploads/files/TTNC/EquityResearch/baocaonganhh/Xay-dung-dan-dung---Bao-cao-nganh---16-Mar-2016.pdf>

Với triển vọng ngành xây dựng dân dụng tiếp tục khả quan, chúng tôi cho rằng ngành vật liệu xây dựng nói chung và gạch men nói riêng sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong thời gian tới.

Gạch Ceramic : Cạnh tranh cao – nguy cơ dư cung

Mức độ cạnh tranh tập trung nhiều hơn vào phân khúc gạch Ceramic. Hiện tại, công suất sản xuất các nhà máy trung bình là khoảng 85%. Tuy nhiên, hiện tại, Công ty gạch ốp lát đều đầu tư rất mạnh, tăng công suất thêm hàng chục triệu m²/năm, nhằm đón đầu sự phục hồi của thị trường bất động sản. Do đó từ năm 2016 và các năm tới, mức độ cạnh tranh trong ngành gạch ốp lát sẽ là khốc liệt hơn, đặc biệt là ở phân khúc gạch Ceramic.

Theo khảo sát của chúng tôi, một số doanh nghiệp ngoại như Catalan, Toko, Vitto, Tasa cũng đã tăng công suất lên rất nhanh, hiện tại đều từ 20-40 triệu m², gấp 1,5 lần năm trước.

Các doanh nghiệp nội như CMC (CVT) cũng tăng công suất đáng kể từ 6 triệu lên 12 triệu và có thể lên đến 17 triệu m². Đặc biệt, một doanh nghiệp do đội ngũ cũ của Prime thành lập (sau khi chuyển nhượng Prime cho ...) cũng đã xây dựng nhà máy mới hơn 20 triệu m² và dự kiến cho thể nâng công suất lên 50 triệu m².

Nhu cầu không tăng mạnh

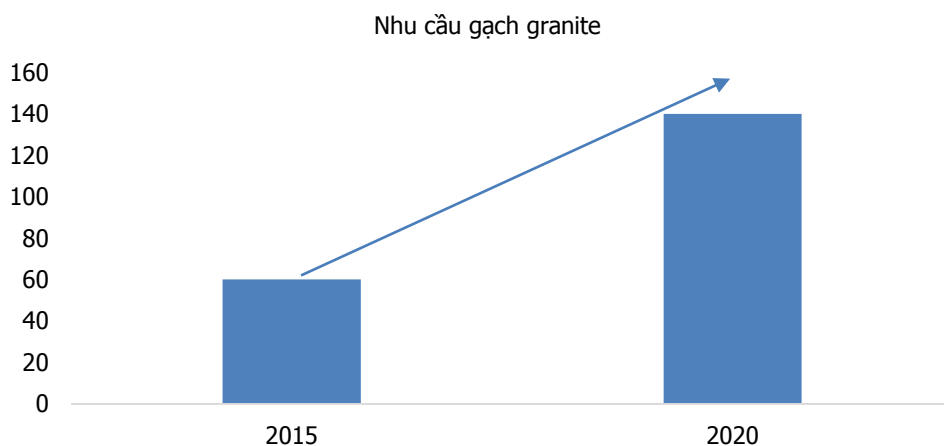
Về nhu cầu của dòng gạch ceramic được dự báo sẽ không tăng mạnh trong 5 năm tới. Theo bộ Xây dựng dự báo, nhu cầu cho gạch ceramic chỉ đạt khoảng 350 triệu m² đến năm 2020, không tăng đáng kể so với lượng tiêu thụ hiện tại.

Việc công suất tăng mạnh trong phân khúc Ceramic và cạnh tranh cao hơn có thể sẽ khiến các nhà sản xuất gạch Ceramic gặp khó khăn hơn trong việc tiêu thụ và giảm giá bán. Theo khảo sát của chúng tôi, một số doanh nghiệp đã giảm giá bán so với năm 2015 để tăng sức cạnh tranh của mình. Vì vậy, chúng tôi không đánh giá cao tiềm năng của các doanh nghiệp trong phân khúc gạch ceramic.

Gạch granite sẽ tăng trưởng mạnh

Nhu cầu cao:

Xu thế sử dụng gạch Granite thay cho Ceramic ngày càng trở nên phổ biến. Mặc dù có giá cao hơn đáng kể so với gạch ceramic, tuy nhiên, với các tính năng vượt trội về độ bền, tính thẩm mỹ, gạch Granite được người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng. Hiện nay đa số các công trình quy mô lớn, có diện tích rộng như chung cư, văn phòng, khách sạn đều sử dụng gạch granite. Nhiều công trình xây dựng dân dụng cá nhân cũng chuyển sang sử dụng gạch Granite. Trong hai năm gần đây, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ của gạch granite ở mức 20%.



(Nguồn: Bộ Xây Dựng)

Nhu cầu của loại gạch Granite trong giai đoạn 2016-2020 được bộ xây dựng dự báo tăng trưởng 20%/năm bao gồm cả tiêu dùng nội địa và xuất khẩu. Trong khi đó, công suất các nhà máy granite hiện tại chỉ đạt gần 60 triệu /m², khó đáp ứng được hết nhu cầu.

Cạnh tranh ít

Tại Việt Nam, không có nhiều Công ty sản xuất gạch Granite, đứng đầu về chất lượng là các doanh nghiệp Đài Loan như Taicera, Bạch Mã nằm ở phân khúc cao cấp. Tiếp sau là các đơn vị như Viglacera Tiên Sơn, Toko, Thạch Bàn. Như vậy, sức ép cạnh tranh với các doanh nghiệp trong phân khúc này sẽ rất ít.

Rào cản gia nhập ngành cũng sẽ cao hơn

Cũng theo quy hoạch của Bộ Xây dựng, sẽ không mở rộng, đầu tư mới các cơ sở sản xuất gạch ceramic, thay vào đó, ưu tiên đầu tư vào gạch granite và cotto. Các nhà máy mới được đầu tư cũng phải có công suất không thấp hơn 6 triệu m². Như vậy, có thể thấy rào cản gia nhập ngành cũng sẽ cao lên, tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp hiện tại đang có nhà máy sản xuất granite.

So sánh chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp trong ngành:

Biểu 4: So sánh chỉ số tài chính

	CVT	TCR	TTC	VHL	VIT	TLT	VGC
Doanh Thu	743	2.064	388	1.561	682	443	7.820
Biên LN Gộp	16,9%	20,1%	14,3%	20,2%	15,1%	18,7%	22,0%
Biên LN ròng	8,5%	2,1%	5,6%	6,4%	5,5%	7,9%	4,2%
ROE	23,6%	7,0%	23,9%	23,1%	21,5%		9,9%
Nợ vay / Vốn	1,53	0,89	0,04	0,52	2,02	10,20	0,68
EPS	3.265	955	3.618	6.285	2.487	4.976	1.170
BVPS	15.111	14.140	16.378	29.054	12.920	1.093	11.842
PE	7,35	9,95	5,61	7,35	10,05	2,93	12,56
PB	1,59	0,67	1,24	1,59	1,94	13,36	1,24

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

Các doanh nghiệp như CVT, TTC, VHL, TLT, VGC đều tập trung vào phân khúc gạch ceramic và Porcelain. Chỉ có VIT là tập trung vào sản phẩm gạch Granite. TCR thì bao gồm cả hai dòng sản phẩm là ceramic và granite.

Trong các doanh nghiệp niêm yết hiện tại, chúng tôi đánh giá cao cổ phiếu VIT bởi:

- Sản phẩm của công ty là gạch Granite với chất lượng tốt, có thương hiệu. Như phân tích ở trên, dòng sản phẩm này được dự báo sẽ có nhu cầu cao trong vòng 5 năm tới.
- Công ty cũng xây dựng nhà máy để nắm bắt cơ hội từ sản phẩm granite. Các công ty như TCR, TTC mặc dù cũng sản xuất một phần gạch granite, tuy nhiên, việc không tăng công suất có thể ảnh hưởng khả năng tăng trưởng.
- Nhà máy mới sử dụng nguồn khí thay vì than, rất có lợi trong chu kỳ giá dầu thấp hiện tại.

CTCP Viglacera Tiên Sơn (VIT)

Điểm nhấn đầu tư

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	29.000
Tiềm năng tăng giá	18,4%
Cổ tức (VND)	1.500
Lợi suất cổ tức	6,1%

Đơn vị: Tỷ VND	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu	678	682	989	1.038
LNST	28	37	58	64
EPS (VND/cp)	2.801	2.487	3.895	4.239
BVPS (VND/cp)	15.420	12.920	14.778	17.389
ROE	20%	22%	20%	26%
PE		9,7	6,2	5,7
PB		1,9	1,6	1,4

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng

(Nguồn: BCTC VIT, MBS Research)

Thông tin cổ phiếu, ngày 15/04/2016

Giá hiện tại (VND)	24.500
Số lượng CP niêm yết	15.000.000
Số lượng CP lưu hành	15.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	373
Khoảng giá 52 tuần	12.000 – 25.600
% sở hữu nước ngoài	0,5%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	7.350.000
Số lượng còn được phép mua	7.275.000

Chúng tôi đánh giá MUA đối với cổ phiếu Viglacera Tiên Sơn (Mã: VIT) với mục tiêu 12 tháng là VND 29.000. Tuy nhiên, vùng giá chúng tôi khuyến nghị mua xung quanh 22.000 VND, thấp hơn giá hiện tại để đảm bảo an toàn cho khoản đầu tư.

Nhu cầu về gạch granite được dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2016-2020

Thị trường gạch Granite được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 20%/năm trong giai đoạn 2016-2020 khi mà nhu cầu sử dụng loại gạch này thay thế cho ceramic tăng lên do tính vượt trội về độ bền và tính thẩm mỹ.

Viglacera Tiên Sơn là một trong những công ty có công suất hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất gạch Granite

Viglacera Tiên Sơn hiện nay đang sở hữu hai nhà máy gạch granite với tổng công suất là 6,5 triệu m² gạch / năm là nhà máy Tiên Sơn (3 triệu m²/năm) và nhà máy Thái Bình (3,5 m²/năm). Trong đó, nhà máy Thái Bình với dây chuyền hai công suất 2 triệu m²/ năm bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2016. Công ty còn dự kiến nâng công suất lên thêm 8 triệu m² trong những năm tới qua hai giai đoạn để đáp ứng được nhu cầu đang tăng cao.

Những công ty có nhà máy sẵn có như VIT có thể nắm bắt được cơ hội nhanh nhất trong điều kiện thiếu cung như hiện nay.

Kế hoạch kinh doanh tham vọng.

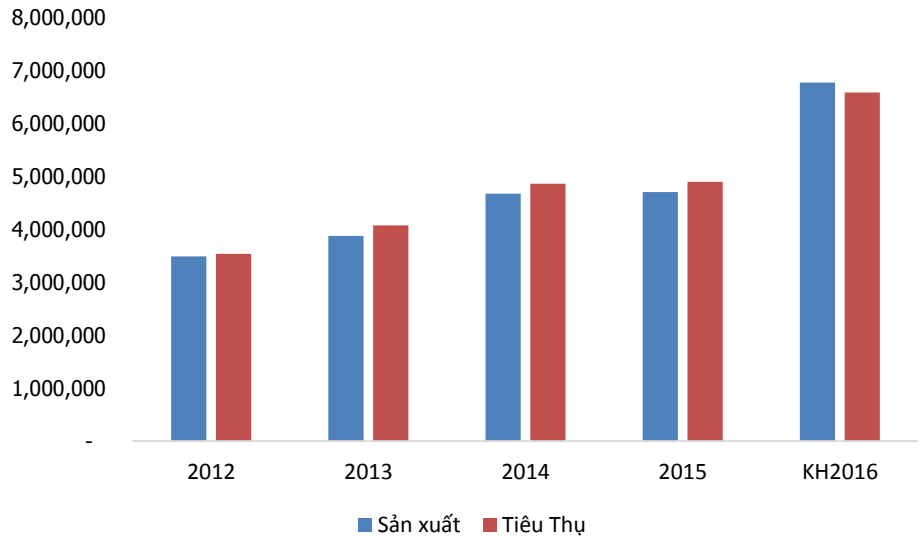
Do dây chuyền hai với công suất 2 triệu m²/năm đi vào hoạt động, VIT dự kiến chạy 100% công suất trong năm đầu tiên, tương ứng với sản lượng sản xuất tăng 45% và tiêu thụ tăng 35%.

		2015	KH2016	Tăng trưởng (%)
Sản xuất	m ²	4.700.737	6.768.000	44,0%
Tiêu Thụ	m ²	4.893.045	6.578.398	34,4%
Doanh Thu	Tỷ VND	682	1.024	50,2%
LNTT	Tỷ VND	48	70,5	46,9%

(Nguồn: BCTC VIT, MBS Research)

Tương ứng với đó, kế hoạch doanh thu và LNTT cũng tăng trưởng lần lượt 50,2% và 46,9%. Chúng tôi đánh giá cao khả năng VIT có thể hoàn thành kế hoạch của mình khi mà nhu cầu cho sản phẩm Granite đang tăng trưởng cao với tốc độ trung bình 20%/năm và công ty là một số ít các nhà sản xuất gạch Granite có thương hiệu.

Ngoài ra, toàn bộ sản phẩm của công ty cũng được bao tiêu bởi Viglacera thông qua hai công ty con là Công ty cổ phần Kinh doanh gạch ốp lát Viglacera và Công ty cổ phần thương mại Viglacera giúp công ty ổn định đầu ra sản phẩm.

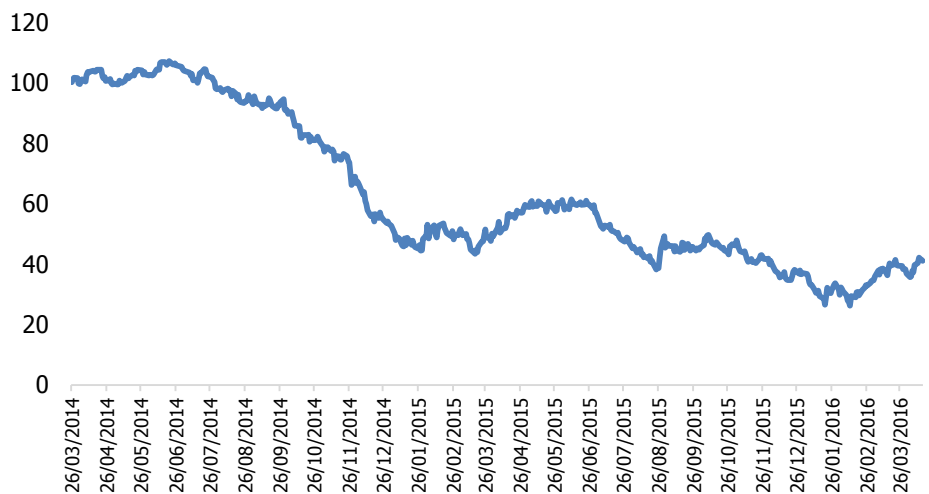


(Nguồn: BCTC VIT, MBS Research)

Hưởng lợi từ nguyên liệu khí đầu vào giảm.

Thay vì sử dụng than như các nhà máy khác, nhà máy Thái Bình sử dụng khí CNG cho hoạt động sản xuất, được lấy từ đường ống nối với mỏ Hàm Rồng. Do diễn biến giá dầu giảm mạnh, hiện tại chỉ xung quanh mức 40 usd / thùng so với mức trung bình hơn 50 usd của năm 2015. Vì vậy, biên lợi nhuận của VIT dự báo có thể sẽ được cải thiện trong năm 2016.

Giá dầu WTI



(Nguồn: Bloomberg)

Định giá

Mô hình lợi nhuận

Giá định chính:

- Sản lượng bán ra tương ứng với kế hoạch kinh doanh, đạt gần 6.6 triệu m².
- Biên lợi nhuận giảm 1% so với năm 2015 trên cơ sở dự phóng thận trọng.
- Chi phí khấu hao dự kiến tăng lên 56 tỷ trong năm 2016 khi giai đoạn 2 của nhà máy Thái Bình bắt đầu hoạt động.
- Lãi xuất vay trung bình là 10%/năm.
- Đầu tư giai đoạn 3 và 4 của nhà máy chưa được đưa vào mô hình.
- Tỷ lệ cổ tức là 10%
- Thuế xuất 22% trong năm 2016 và 2017

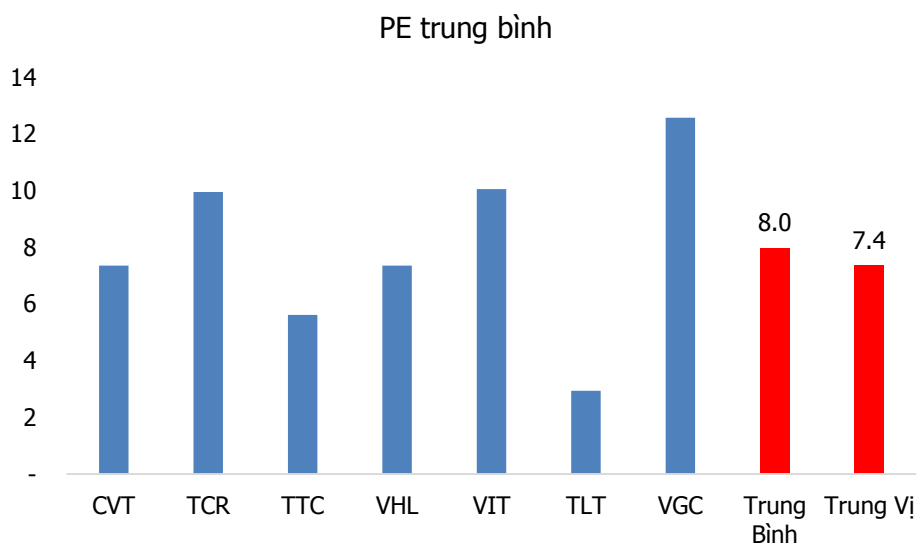
Unit: VND bn	2014	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	678	682	989	1.038
Biên EBITDA	16,1%	18,4%	17,3%	17,3%
EBITDA	109	125	171	180
Khấu hao	(41)	(41)	(56)	(60)
EBIT	68	85	115	119
Thu nhập tài chính	1	1	0	0
Chi phí tài chính	(29)	(38)	(40)	(35)
LN Từ HĐKD	41	48	75	84
LN Từ Công ty Liên Kết				
LNTT	41	48	75	84
Thuế	(8)	(11)	(17)	(19)
LNST	33	37	59	66
EPS (VND)	2.801	2.487	3.917	4.376

(Nguồn: BCTC VIT, MBS Research)

Phương pháp so sánh PE

Các cổ phiếu gạch men trên sàn hiện đang giao dịch với mức PE trung bình là 8,0 lần và trung vị là 7,4 lần. Sử dụng mức forward EPS 2016 là 3.917 VND là PE là 7,4 lần, chúng tôi xác định giá cổ phiếu VIT là **29.000 VND/Cổ phiếu**.

Với mức giá hiện tại, cổ phiếu VIT đang được giao dịch với mức Forward PE là 6.1 lần, tương đối rẻ với cổ phiếu có nhiều tiềm năng tăng trưởng như VIT.



(Nguồn: Cafef, MBS Research)

Liên hệ

Research: Phí Quốc Tuấn

Email: tuan.phiquoc@mbs.com.vn

Tel: +84 943069690

Institutional Sales:

Email:

Tel: +84 904017141

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại)+ cổ tức]/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB). Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.