

## TĂNG TỶ TRỌNG

Giá mục tiêu	58,300 VNĐ
Giá đóng cửa	51,400 VNĐ
	9/11/2017

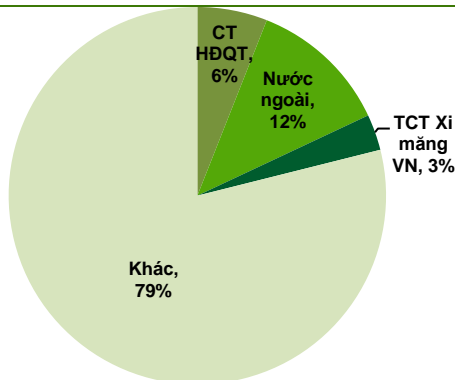
**Nguyễn Thị Thanh Hiền**  
 (+84-8) 5413-5472  
[hiennguyen@phs.vn](mailto:hiennguyen@phs.vn)

### Thông tin cổ phiếu

Mã CP	CVT
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	282
CP đang lưu hành (triệu)	28.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,428
Biên độ 52 tuần (đồng)	24,100-53,400
KLGD trung bình 3 tháng	548,356
Beta	0.85
Sở hữu nước ngoài	12%
Ngày niêm yết đầu tiên	5/10/2017

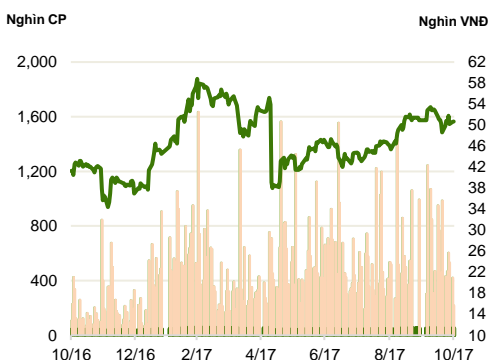
### Cổ đông lớn

CT HĐQT	6%
Tổng Cty Xi măng VN	3%
Nước ngoài	12%



### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	5,800	-2,300	9,300
(%)	12.9%	-4.3%	22.5%



## Tăng trưởng ấn tượng nhờ chuyển đổi cơ cấu sản phẩm

### Ngành nghề hoạt động

CVT chủ yếu sản xuất, kinh doanh các loại gạch ốp, lát

- Gạch ốp, gạch lát ceramics: mặt hàng truyền thống và hiện chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng sản lượng bán ra của doanh nghiệp (6T năm 2017 chiếm 71% tổng sản lượng).
- Gạch ốp, lát granit: chiếm gần 25% tổng sản lượng
- Ngói: Sản phẩm mới bắt đầu tung ra thị trường năm 2016

Nguyên vật liệu để sản xuất gạch của CVT chủ yếu gồm đất sét và tràng thạch (fenspat), nguồn cung cấp các nguyên vật liệu này cho CVT tập trung ở các tỉnh phía Bắc trong nước. CVT hiện nay đang sử dụng khí than mua từ Quảng Ninh để đốt lò.

### Kết quả kinh doanh 9 tháng và dự báo cả năm 2017

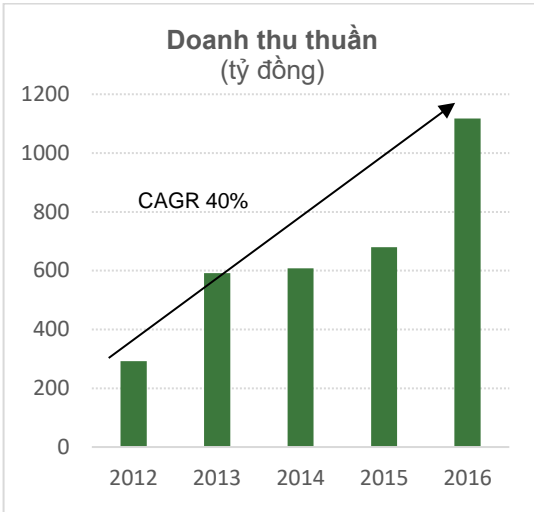
9 tháng đầu năm doanh thu CVT đạt 903 tỷ đồng, tăng gần 16%YoY, lợi nhuận sau thuế đạt 129 tỷ đồng, tăng gần 46%YoY. Lợi nhuận tăng trưởng vượt trội do doanh nghiệp từ năm 2016 đã bắt đầu dịch chuyển sang các loại gạch granite cao cấp có biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Với chu kỳ kinh doanh của ngành cao hơn vào những tháng cuối năm, đặc biệt với thị trường chủ yếu của doanh nghiệp tập trung ở phía Bắc, nơi người dân có xu hướng sửa sang nhà cuối năm để chuẩn bị đón tết, doanh thu cả năm của CVT dự báo sẽ đạt 1308 tỷ đồng, tăng 17%YoY. Lợi nhuận sau thuế cả năm vào khoảng 197 tỷ đồng, tăng 29%YoY.

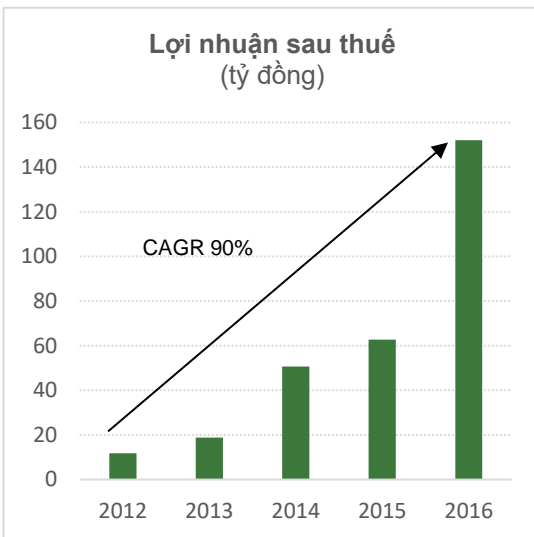
Mức tăng trưởng của CVT dự kiến sẽ thực sự nổi bật từ năm 2018 sau khi dự án sản phẩm gạch granit thấm muối tan chất lượng cao và sản phẩm gạch granit khổ lớn đi vào hoạt động. Doanh thu dự kiến năm 2018 sẽ tăng khoảng 22% so với năm 2017, đạt 1,596 tỷ đồng.

### Tăng trưởng nổi bật nhờ chuyển đổi cơ cấu sản phẩm

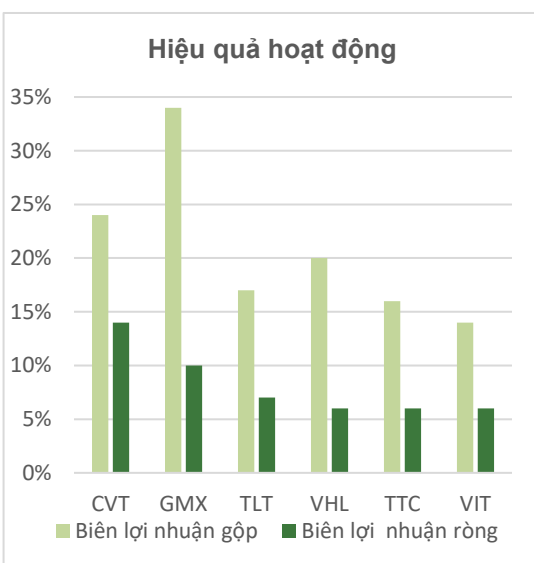
CVT đạt được tăng trưởng nổi bật, trong đó doanh thu giai đoạn 2012-2016 đạt được tốc độ tăng trưởng kép hàng năm gần 40%. Lợi nhuận ròng còn đạt được mức tăng trưởng ấn tượng hơn doanh thu, với tốc độ tăng trưởng hàng năm cùng giai đoạn đạt đến gần 90%. Bên cạnh lợi thế là doanh nghiệp lâu đời, sản phẩm đa dạng, đại lý phân phối rộng khắp (CVT có hệ thống 64 đại lý phủ khắp 3 miền đất nước, trong đó tập trung tại miền Bắc với 47 đại lý.), CVT đạt được mức tăng lợi nhuận vượt trội nhờ vào việc chuyển đổi cơ cấu sang nhóm sản phẩm chất lượng cao (gạch granit) với biên lợi nhuận gộp cao hơn. Thực tế biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp này đã tăng từ mức 16.9% năm 2012 lên mức 23.5% trong năm 2016. Các chỉ tiêu sinh lợi khác cũng tăng ấn tượng,



Nguồn: CVT



Nguồn: CVT



Nguồn: FiinPro

trong đó ROE tăng từ 21% lên 37.7%, ROA tăng từ 7.7% lên 17% trong thời kỳ này. Hiện nay tuy tỷ trọng sản phẩm gạch men vẫn chiếm tỷ trọng số lượng bán ra lớn hơn nhưng tỷ trọng gạch granit đang tăng lên. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, CVT là một trong những doanh nghiệp hoạt động hiệu quả nhất (xem thêm hình “Hiệu quả hoạt động”). Hơn nữa, doanh nghiệp đang hoàn toàn tập trung chú trọng nâng cao công suất sản xuất gạch granit trong thời gian tới, nâng tỷ trọng gạch granit chất lượng cao trong cơ cấu sản phẩm. Do đó, dự kiến doanh nghiệp này sẽ tiếp tục nâng cao được hiệu quả hoạt động trong thời gian tới.

### Năng lực sản xuất liên tục được mở rộng

Hiện nay CVT đang có hai nhà máy với tổng công suất 15 triệu m<sup>2</sup>/năm, sử dụng công nghệ tự động hoá, tráng men, nung ở nhiệt độ cao của Ý và Tây Ban Nha. Doanh nghiệp liên tục mở rộng nhà máy sản xuất, ban đầu nhà máy CMC1 công suất từ 3 triệu m<sup>2</sup> nâng lên 5 triệu m<sup>2</sup> trong đầu những năm 90. Đến năm 2010 CVT tiến hành xây dựng thêm nhà máy CMC2 – Giai đoạn 1 với công suất 5 triệu m<sup>2</sup>/năm và được hoạt động vào năm 2012. Năm 2015 CVT tiếp tục mở rộng nhà máy CMC2 – Giai đoạn 2 nâng tổng công suất lên 10 triệu m<sup>2</sup>/năm, được đưa vào hoạt động ngay cuối năm 2015. Năm nay doanh nghiệp tập trung đầu tư nâng cao năng lực sản xuất với dự án mở rộng nhà máy CMC2 – Giai đoạn 3 sản xuất gạch granite thấm muối tan chất lượng cao, công suất 3 triệu m<sup>2</sup> và dự kiến đi vào hoạt động vào tháng 12 năm nay. Sản phẩm này có nhiều đặc tính ưu việt hơn các sản phẩm truyền thống, hiện chưa có doanh nghiệp Việt nào sản xuất được. Bên cạnh đó CVT cũng lên kế hoạch đầu tư dây chuyền sản xuất gạch granite khổ lớn có công suất 1 triệu m<sup>2</sup>. Ngoài ra các dây chuyền mới sẽ sử dụng CNG hoặc LPG thay thế than để nâng cao chất lượng, do các loại nhiên liệu này có nhiều đặc tính ưu việt hơn so với than (nhiệt ổn định hơn, không bị bụi than và đảm bảo độ bền máy móc tốt hơn, giảm thời gian đốt lò, hạ nhiệt phục vụ bảo dưỡng thiết bị).

### Thương hiệu lâu năm, nổi trội trong nghiên cứu sản phẩm mới

Là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong ngành gạch men, CVT còn có thế mạnh trong nghiên cứu và sản phẩm mới, đáp ứng nhanh chóng thay đổi xu hướng tiêu dùng hiện đại. Mỗi năm doanh nghiệp cho ra đời hàng chục sản phẩm gạch mới, trải đều trên nhiều phân khúc khác nhau từ kích thước, chủng loại gạch và mẫu mã thay đổi liên tục. Hiện nay CVT và Prime Group đang dẫn đầu về mức đa dạng của sản phẩm trên thị trường Việt Nam.

## Thị trường tiềm năng, hưởng lợi từ chính sách

Ngành gạch ốp lát được dự báo tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới, xu hướng tiêu dùng đang dần chuyển sang chú ý đến sản phẩm gạch granit chất lượng cao. Nhóm sản phẩm gạch granit cũng nhận được chủ trương phát triển từ chính sách<sup>1</sup>. Hiện nay các doanh nghiệp trong ngành đã hoạt động gần hết công suất, cùng với rào cản gia nhập thị trường<sup>2</sup>, tăng trưởng sẽ dành phần nhiều cho những doanh nghiệp hiện tại nâng cao được năng lực sản xuất và tập trung đầu tư vào các sản phẩm chất lượng cao như CVT.

## Rủi ro

Hoạt động kinh doanh phụ thuộc lớn vào tình hình phát triển kinh tế và thu nhập của hộ gia đình. Bên cạnh đó, nợ của doanh nghiệp đang ở mức khá cao dù đã được cải thiện những năm gần đây (Nợ/Vốn sở hữu ở mức 160% trong năm 2016) cũng là khía cạnh các nhà đầu tư cần lưu tâm.

## Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu CVT ở mức 58,300 VNĐ dựa trên hai phương pháp: P/B (tỷ trọng 70%, P/B ước tính năm 2017 là 3.1x và BVPS dự phóng cho năm 2017) và P/E (tỷ trọng 30%, P/E ước tính năm 2017 là 8.7x và EPS kỳ vọng năm 2017). Với mức giá hiện tại 51,400 VNĐ, khuyến nghị nâng tỷ trọng.

<sup>1</sup> Theo định hướng của Bộ Xây dựng, tới năm 2020 công suất gạch granite phải tăng từ 60 triệu m<sup>2</sup>/năm (2016) lên 140 triệu m<sup>2</sup>/năm (tương ứng với mức tăng trưởng kép đạt 23.5%/năm).

<sup>2</sup> Rào cản gia nhập ngành: công suất tối thiểu để được cấp phép xây dựng mới là 6 triệu m<sup>2</sup>/năm với công nghệ lò Tuynel. Theo đó chi phí đầu tư ban đầu tối thiểu khoảng 500-600 tỉ đồng.

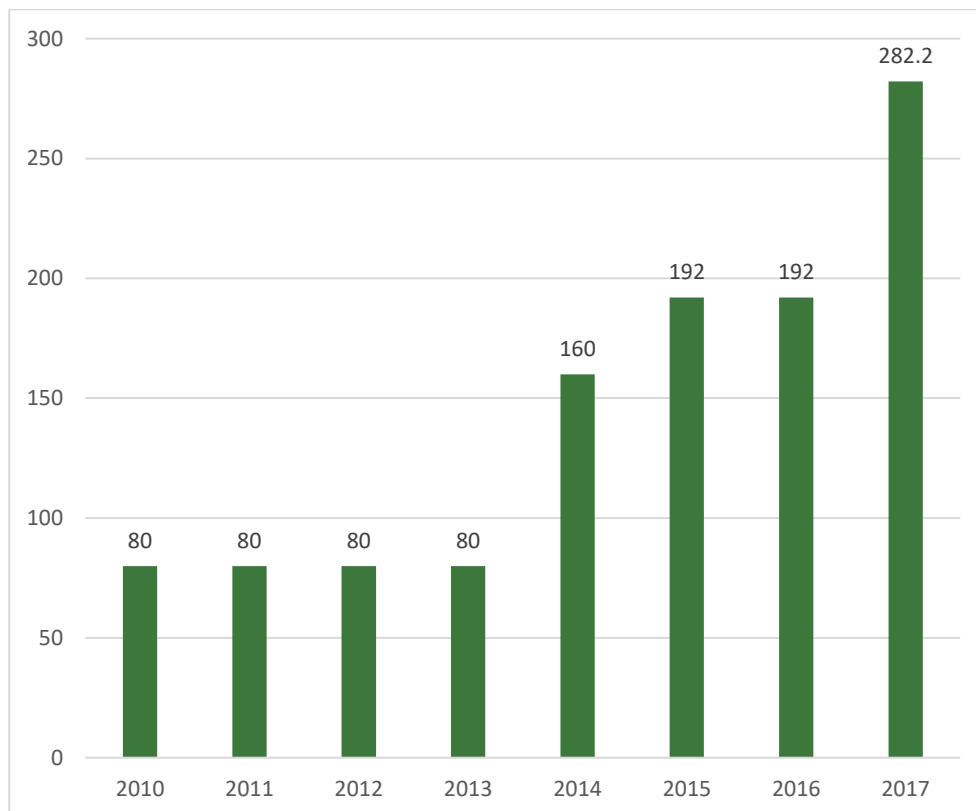
## Sơ lược công ty

Khởi đầu là tiền thân là Nhà máy bê tông Việt Trì được thành lập năm 1958, thuộc Tổng Công ty xây dựng Sông Hồng. Doanh nghiệp được cổ phần hóa năm 2006 và đổi tên thành Công ty cổ phần CMC, sau đó được niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội từ năm 2009. Hiện nay doanh nghiệp đã chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE, chính thức từ ngày 5/10/2017.

Doanh nghiệp CMC chuyên sản xuất kinh doanh các sản phẩm gạch ốp lát ceramic và granit, thị trường chủ yếu ở miền Bắc. Hiện nay CMC có 2 nhà máy với tổng công suất 15 triệu m<sup>2</sup>/năm.



## Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: CVT

**Chỉ số tài chính (tỷ VNĐ)**

Kết quả kinh doanh	2014	2015	2016	2017F
Doanh thu thuần	607	680	1,118	1,308
Giá vốn hàng bán	483	549	855	981
Lợi nhuận gộp	124	132	263	327
Chi phí bán hàng	6	7	5	11
Chi phí QLDN	29	30	41	44
Lợi nhuận từ HĐKD	89	95	217	272
Lợi nhuận tài chính	-22	-19	-35	-26
Chi phí lãi vay	22	20	36	29
Lợi nhuận trước thuế	66	81	190	246
Lợi nhuận sau thuế	51	63	152	197
Lợi nhuận sau thuế CĐ công ty mẹ	51	63	152	197
Cân đối kế toán	2014	2015	2016	2017F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>382</b>	<b>384</b>	<b>465</b>	<b>541</b>
Tiền và tương đương tiền	152	75	149	179
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	49	26	34	40
Hàng tồn kho	181	258	267	306
Tài sản ngắn hạn khác	1	25	16	16
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>274</b>	<b>548</b>	<b>541</b>	<b>617</b>
Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	268	252	507	574
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dài hạn dở dang	0	292	31	40
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	6	4	3	3
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>656</b>	<b>932</b>	<b>1,006</b>	<b>1,158</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>415</b>	<b>642</b>	<b>619</b>	<b>636</b>
Nợ ngắn hạn	297	384	463	435
Nợ dài hạn	118	258	157	201
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>241</b>	<b>290</b>	<b>387</b>	<b>522</b>
Vốn điều lệ	160	192	192	282
<b>Lợi ích CĐ thiểu số</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>656</b>	<b>932</b>	<b>1,006</b>	<b>1,158</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2014	2015	2016	2017F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	56	27	269	391
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	-76	-256	-89	-156
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	121	153	-106	-205
Tiền trong kỳ	101	-77	74	30
Tiền mặt đầu năm	51	152	75	149
Tiền mặt cuối năm	152	75	149	179
Định giá				
EPS (VNĐ)	3,168	3,265	7,919	6,966
BVPS (VNĐ)	15,058	15,092	20,139	18,497
P/E	16.00	17.60	6.80	8.70
P/B	3.40	3.40	2.50	3.10
Chỉ số tài chính	2014	2015	2016	2017F
Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn/Tổng TS	58%	41%	46%	47%
TS dài hạn/Tổng TS	42%	59%	54%	53%
Tổng Nợ/VCSH	172%	222%	160%	122%
Tổng Nợ/Tổng TS	63%	69%	62%	55%
Chỉ số chi trả lãi vay	4.0	5.1	6.3	9.5
Chỉ số thanh khoản				
Thanh khoản hiện thời	1.3	1.0	1.0	1.2
Thanh khoản nhanh	0.7	0.3	0.4	0.5
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày tồn kho	136.4	171.4	113.9	113.9
Số ngày thu tiền	29.3	13.9	11.1	11.1
Số ngày phải trả	62.7	98.5	58.0	50.6
Vòng quay TS ngắn hạn	1.6	1.8	2.4	2.4
Vòng quay TS cố định	2.3	2.7	2.2	2.3
Vòng quay tổng TS	0.9	0.7	1.1	1.1
Tỷ suất lợi nhuận				
Tỷ suất LN gộp	20.4%	19.3%	23.5%	25.0%
Tỷ suất LN HĐKD	14.6%	14.0%	19.4%	20.8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	8.3%	9.2%	13.6%	15.0%
ROE	21.0%	21.6%	39.3%	37.7%
ROA	7.7%	6.7%	15.1%	17.0%

Nguồn: CVT và PHS dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Overweight (OW)** =cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Neutral (N)** =bằng thị trường nội địa với tỷ lệ từ +10%~ -10%

**Underweight (UW)** =thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Not Rated (NR)** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Fax: (84-28) 5 413 5472

Customer Service: (84-28) 5 411 8855 Call Center: (84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn) Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

#### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5478

Fax: (84-28) 5 413 5473

#### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 3 820 8068

Fax: (84-28) 3 820 8206

#### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UNIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, phường Trung Hòa, quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

#### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (84-8) 3 813 2401

Fax: (84-28) 3 813 2415

#### Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

#### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (84-225) 384 1810

Fax: (84-225) 384 1801