

VIT - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 17/04/2017)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	28.500
KLGD TB 10 ngày	45.029
Vốn hoá (tỷ đồng)	480
Số lượng CPLH	15.000.000
% sở hữu nước ngoài	0%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Lê Đức Quang
ldquang@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 104

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

VIT: ĐỘNG LỰC TỪ NHÀ MÁY MỚI

KQKD: DTT đạt 965,2 tỷ đồng (+41,5% yoy, 94,3% KH) và LNTT đạt 71,6 tỷ đồng (+49% yoy, 101,5% KH). Động lực tăng trưởng chính của công ty đến từ sản lượng đóng góp tại nhà máy Thái Bình 2 (chạy tối đa công suất trong năm đầu tiên). Sản lượng tiêu thụ năm 2016 đạt 6,8 triệu m² (+42,6% yoy) với giá bán trung bình đạt 141,8 ngàn đồng/m².

Triển vọng: Sản phẩm gạch granite đang trong chu kỳ tăng trưởng trong vòng đời sản phẩm, đồng thời cũng đang được nhà nước khuyến khích và bảo hộ thông qua các chính sách định hướng khuyến khích, áp thuế nhập khẩu. Đồng thời, việc mua lại và cải tạo nhà máy Mỹ Đức sẽ tạo ra động lực tăng trưởng mới cho doanh thu và lợi nhuận của VIT trong năm nay, mở rộng thị trường tiêu thụ xuống phía nam thuận lợi và nhanh chóng.

Rủi ro: Rủi ro pha loãng hiện hữu bởi doanh nghiệp có ý định phát hành cho cổ đông hiện hữu. Cổ phiếu VIT có thể biến động khá mạnh khi kế hoạch phát hành và trả cổ tức được ban hành. Hiện nay, doanh nghiệp vẫn chưa đưa ra quyết định cuối cùng về trình tự chốt quyền cổ tức và phát hành cổ phiếu. Đồng thời, vấn đề thanh khoản thấp của cổ phiếu cũng đáng lưu ý.

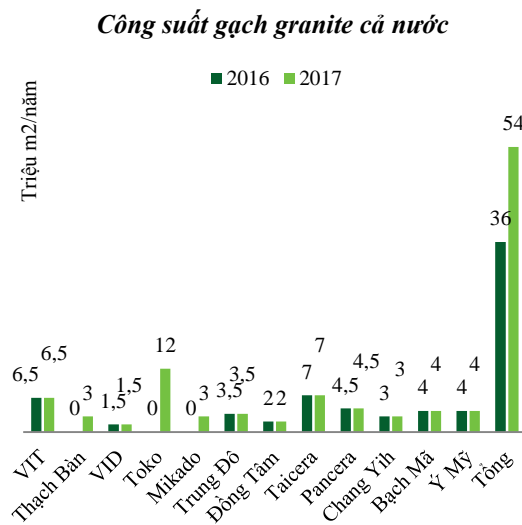
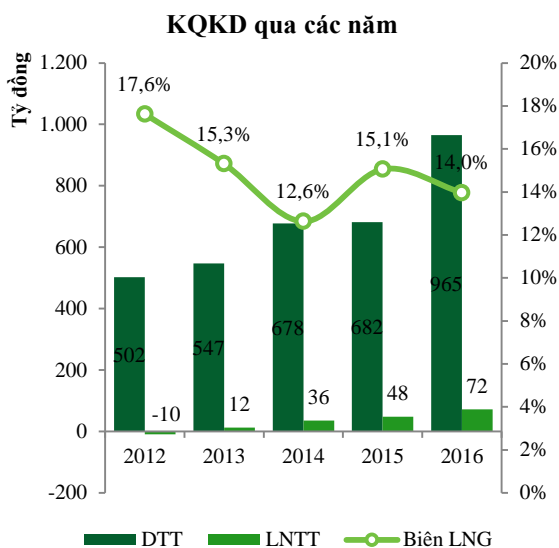
Đánh giá: 1.071 tỷ đồng DTT (+10,7% yoy) và 91,3 tỷ đồng LNTT (+28% yoy), EPS forward ước đạt 4.869 đồng/cp. Như vậy, VIT đang được giao dịch với mức PE đạt 5,85x, khá thấp so với mức trung vị ngành là 7,7x. Đồng thời, với mức cổ tức tiền mặt dự kiến đạt 40% (tỷ suất cổ tức đạt 13,2%), chúng tôi khuyến nghị **MUA** VIT với giá mục tiêu đạt 37.905 đồng/cp.

Chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016
DTT (tỷ đồng)	547	678	682	965
+/- yoy (%)	9,0%	23,8%	0,6%	41,6%
LNTT (tỷ đồng)	12	36	48	72
+/- yoy (%)	100%	194,4%	35,0%	49,1%
VCSH (tỷ đồng)	125	153	194	226
Nợ/TTS (%)	79%	70%	72%	71%
TS LN gộp (%)	15,31%	12,62%	15,05%	13,96%
ROA – TTM (%)	2,0%	5,0%	6,2%	7,9%
ROE – TTM (%)	9,72%	19,99%	21,53%	27,29%

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD 2016: VIT tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sản lượng đóng góp từ nhà máy Thái Bình 2

KQKD của VIT tiếp tục khởi sắc trong năm 2016 với DTT đạt 965,2 tỷ đồng (+41,5% yoy, 94,3% KH) và LNTT đạt 71,6 tỷ đồng (+49% yoy, 101,5% KH). Động lực tăng trưởng chính của công ty đến từ sản lượng đóng góp tại nhà máy Thái Bình 2 mới khánh thành trong quý 1/2016 (công suất 2,5 triệu m²/năm, nâng tổng sản lượng của VIT đạt 6,5 triệu m²/năm). Nhà máy Thái Bình đã chạy vượt công suất ngay trong năm đầu tiên với tổng sản lượng sản xuất đạt 7,1 triệu m². Sản lượng tiêu thụ năm 2016 đạt 6,8 triệu m² (+42,6% yoy) với giá bán trung bình đạt 141,8 ngàn đồng/m².



Nguồn: VIT, VCBS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ còn 14% (giảm 1,1% so với năm 2015). Sự thu hẹp của biên lợi nhuận gộp chủ yếu đến từ (1) giá gạch granite giảm nhẹ (khoảng 1.000 đồng/m² so với 2015) do khá nhiều nhà máy gạch lớn đã hoàn thành tăng công suất trong cuối năm 2016 khiến nguồn cung tăng lên, (2) chuyển đổi hoàn toàn nhà máy gạch Tiên Sơn sang vận hành bằng khí CNG với chi phí cao hơn than khoảng 10%, (3) giá khí CNG tăng nhẹ, với mức tăng từ 5% - 10% so với đầu năm, (4) Nhà máy Thái Bình 2 mất 1 quý để sản xuất thử với mức hao hụt lên tới gần 20%, mặc dù đã hoạt động tốt hơn trong nửa cuối năm, song biên lợi nhuận cả năm vẫn bị ảnh hưởng giảm.

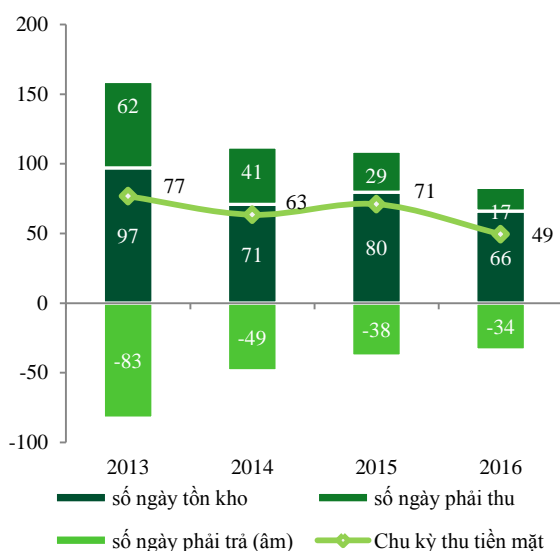
Chi phí lãi vay tăng khá nhanh. Chi phí lãi vay trong năm 2016 lên tới 35,5 tỷ đồng (+19,5% yoy) bởi (1) vòng quay tồn kho tăng nhanh cùng sản lượng tiêu thụ khiến nhu cầu vốn lưu động tăng cao, VIT phải tăng cường vay ngắn hạn, với dòng tiền từ vay nợ tăng 36,8% so với 2015, theo đó lãi vay ngắn hạn trong năm cũng tăng lên, (2) chi phí lãi vay cho khoản vay dài hạn tài trợ cho dự án nhà máy Thái Bình 2 không còn được vốn hóa kể từ khi nhà máy bắt đầu được kết chuyển trong quý 1/2016, bắt đầu ghi nhận vào báo cáo KQKD.

Cập nhật KQKD quý 1/2017. Trong chuyến thăm doanh nghiệp gần đây, lãnh đạo doanh nghiệp chia sẻ KQKD sơ bộ quý 1 với LNTT đạt khoảng 8,2 tỷ đồng (+121,6% yoy). Kết quả khá tích cực này đến từ việc doanh nghiệp không phải chịu lỗ do hao hụt khi vận hành máy mới (~20%). Theo đó, KQKD tăng khá so với cùng kỳ.

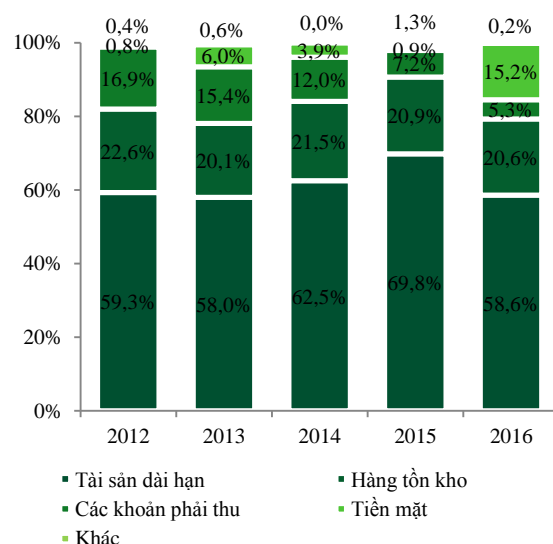
SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Dư tiền mặt tăng cao nhờ cải thiện hiệu quả hoạt động. Số ngày tồn kho giảm mạnh từ 80 ngày còn 66 ngày, số ngày phải thu giảm từ 29 ngày còn 17 ngày. Chu kỳ tiền mặt giảm mạnh từ 71 ngày còn 49 ngày. Chúng tôi cho rằng, thị trường tiêu thụ thuận lợi giúp cho công ty thương mại (bao tiêu đầu ra của VIT) không chịu sức ép về vốn quay vòng, có khả năng thanh toán tốt, nhờ vậy mà số ngày phải thu và tồn kho của VIT đều giảm đáng kể. Theo đó, số dư tiền mặt cuối kỳ của VIT đạt mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây, ở mức 117 tỷ đồng, chiếm 15% tổng tài sản. Đồng thời, **dòng tiền từ hoạt động kinh doanh** cũng tăng mạnh, đạt tới 114,8 tỷ đồng nhờ lợi nhuận tăng mạnh, và chênh lệch vốn lưu động khá nhỏ giữa đầu kỳ và cuối kỳ.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh



Cấu trúc tài sản

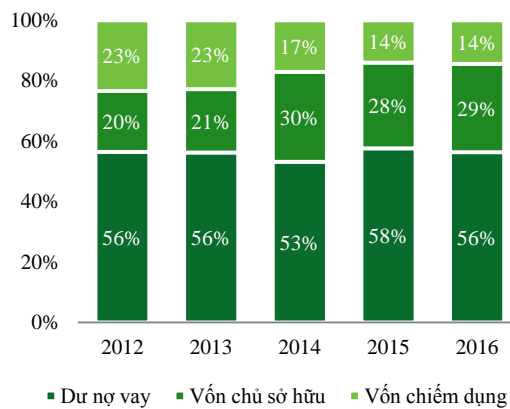


Nguồn: VCBS tổng hợp

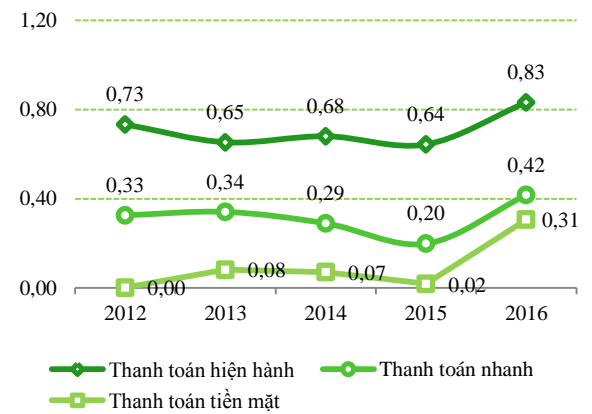
Cơ cấu nguồn vốn duy trì ổn định. Tỷ lệ đòn bẩy của VIT không có sự thay đổi nhiều, tỷ trọng dư nợ vay ngân hàng vẫn chiếm khá lớn (56% tổng nguồn vốn 2016) do công ty phải tăng cường vay nợ để tài trợ hoạt động kinh doanh trong hoàn cảnh vòng quay tồn kho tăng nhanh (biến động ngược với số ngày tồn kho). Đồng thời công ty phải dành lượng tiền mặt khá lớn trong tay để phân bổ cho dự án mua lại nhà máy Mỹ Đức trong năm 2017 thay vì thanh toán dư nợ. Xét về mặt tích cực, mặc dù tỷ lệ đòn bẩy không đổi, song tỷ lệ EBIT/lãi vay vẫn tiếp tục tăng từ 2,6 lần (2015) lên 3,0 lần (2016). Tỷ lệ EBIT/lãi vay năm 2016 phản ánh chính xác mức độ an toàn tài chính của VIT do hầu như không còn lãi vay được vốn hóa.

Khả năng thanh toán tiếp tục được cải thiện, nhưng rủi ro vẫn còn khá lớn. Tỷ lệ thanh toán hiện hành đã được cải thiện đáng kể từ mức 0,64 (2015) lên 0,83 (2016), song vẫn nhỏ hơn 1. Tỷ lệ thanh toán tiền mặt tăng mạnh từ 0,02 (2015) lên 0,31 (2016). Trong cơ cấu nợ ngắn hạn, tỷ lệ vay nợ ngắn hạn vẫn chiếm tới 71%, gây ra áp lực khá lớn đối với khả năng thanh toán nợ ngân hàng của VIT trong năm 2017. Trong khi đó, mặc dù tiền mặt (khoảng 117 tỷ đồng) chiếm tỷ lệ khá cao trong tài sản ngắn hạn (37%), tuy nhiên nguồn tiền mặt này được phân bổ cho dự án mua lại nhà máy Mỹ Đức. Do đó, khả năng cao, VIT sẽ phải tăng cường vay ngắn hạn để đảo nợ và tài trợ lưu động cho dự án mới.

Cơ cấu nguồn vốn



Khả năng thanh toán



Nguồn: VCBS tổng hợp

MỘT SỐ THÔNG TIN MỚI

Tăng công suất thông qua việc mua nhà máy mới

Trong quý 1/2017, **VIT đã hoàn tất việc mua lại và cải tạo nhà máy gạch men Mỹ Đức tại Vũng Tàu**, sản xuất gạch granite với công suất 2,5 triệu m²/năm. Tổng chi phí đầu tư là 200 tỷ đồng (đã bao gồm cả 5 tỷ đồng chi phí sản xuất thử và 5% chi phí trích lập dự phòng). Dự kiến dây chuyền 1 của nhà máy (công suất 1,5 triệu m²/năm) sẽ cho ra sản phẩm trong tháng 6/2017 và dây chuyền 2 (công suất 1 triệu m²/năm) bắt đầu sản xuất từ tháng 7/2017.

Kế hoạch cổ tức và phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu

VIT dự kiến kế hoạch phát hành tăng vốn trước khi trả cổ tức. Theo kế hoạch từ tổng công ty Viglacera (VGC), VIT sẽ thực hiện phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 30%, giá phát hành dự kiến là 10.000 đồng/cp. Song song với kế hoạch phát hành, VIT sẽ thực hiện trả cổ tức tiền mặt 40%. Tuy nhiên, quyết định về thứ tự phát hành và trả cổ tức vẫn chưa được đưa ra. Chúng tôi đưa ra những kịch bản và đánh giá như sau (giả định nhà đầu tư nắm giữ 100 cp VIT giá 30.000 đồng/cp, sau điều chỉnh còn 25.750 đồng):

Kịch bản	Chốt quyền trả cổ tức trước	Chốt quyền phát hành trước
Tiền giải ngân – thực hiện quyền mua	(300.000)	(300.000)
Tiền thu về - cổ tức 40% tiền mặt	400.000	520.000
Thuế thu nhập 5%	(20.000)	(26.000)
Lưu chuyển tiền thuần	80.000	194.000
Suất cổ tức theo thị giá điều chỉnh	13,3%	15,7%

Như vậy, có thể thấy việc chốt quyền phát hành trước mang lại nhiều lợi ích hơn cho nhà đầu tư và nhà nước (thu được nhiều thuế hơn), khá phù hợp đối với những nhà đầu tư nắm giữ dài hạn, còn dư tiền mặt và ưa thích suất cổ tức cao. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, việc phát hành trước cũng tạo ra nghi vấn cổ đông cũ nộp tiền để trả cổ tức cho cổ đông mới, gây ra tâm lý không tốt cho những nhà đầu tư ngắn hạn. Chúng tôi sẽ sớm cập nhật thêm thông tin này trong kì đại hội cổ đông diễn ra vào cuối tháng 4.

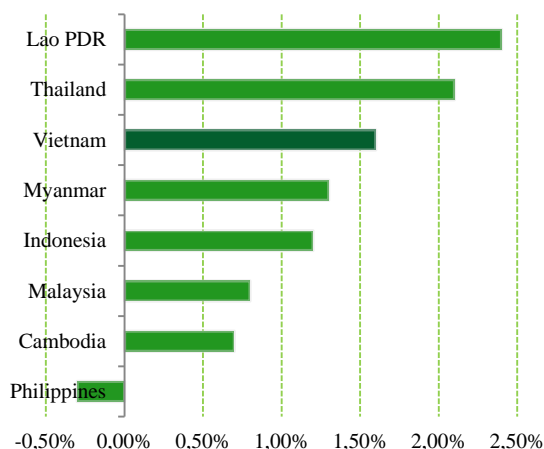
TRIỂN VỌNG

Sản phẩm gạch granite còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

Thị trường granite vẫn còn dư địa tăng trưởng. Trái ngược với mặt hàng gạch ốp lát ceramic đã tiến vào giai đoạn bão hòa do công suất sản xuất vượt nhu cầu, thị trường granite nội địa đang chuyển dịch vào pha tăng trưởng mạnh mẽ bởi:

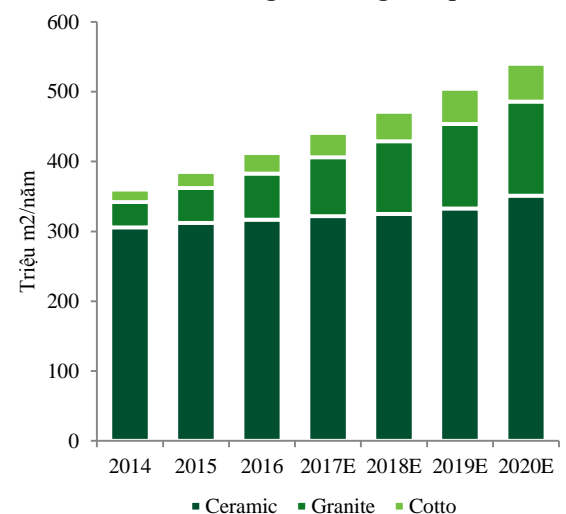
- (1) Nguồn cung granite nội địa vẫn đang thiếu hụt mặc dù công suất đã tăng khá mạnh trong năm qua. Theo dự báo của Bộ Xây dựng, tới năm 2020, nhu cầu tiêu thụ granite trong nước có thể đạt tới 140 triệu m²/năm, trong khi đó tới năm 2017, tổng công suất cả nước mới chỉ đạt 54 triệu m²/năm. Tức là trong 3 năm tới các doanh nghiệp sản xuất granite phải tăng công suất lên gấp 2-3 lần hiện tại mới đạt tới điểm cân bằng cung cầu trong 2020.
- (2) Tốc độ đô thị hóa kỳ vọng diễn ra ở mức cao tạo ra nhu cầu với các công trình sử dụng gạch ốp lát ngày một lớn. So với các nước trong cùng khu vực Đông Nam Á, tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam vẫn ở mức khá thấp, trong khi đó, tốc độ tăng trưởng GDP lại ở mức khá cao. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng, tỷ lệ đô thị hóa sẽ tiếp tục mở rộng 2%-3%/năm, diện tích sàn nhà/đầu người tăng từ 22m²/người lên 29m²/người thúc đẩy nhu cầu đối với xây dựng trung và cao cấp, tạo ra nhu cầu cao đối với gạch granite.
- (3) Hiện nay, mặt hàng gạch gốm sứ (mã HS 6901 – 6908) đang được áp thuế dao động từ 20% - 45%. Đặc biệt trong nhóm sản phẩm gạch gốm sứ tráng men (mã HS 6908 – tương đương sản phẩm Eco mới được đưa ra thị trường của VIT), mức thuế áp dụng thấp nhất là 5% với Úc và New Zealand, và mức cao nhất là 35% đối với gạch Trung Quốc và 45% đối với gạch các thị trường khác.
- (4) Tính chất cơ lí của gạch granite phù hợp với thời tiết Việt Nam. Gạch granite có tính chất bền vững hơn so với ceramic do cấu tạo chủ yếu là cao lanh và trường thạch. Đồng thời, sản phẩm cũng có tính chống thấm nước, chống ẩm phù hợp với điều kiện khí hậu nhiệt đới và cận nhiệt trong nước, vượt trội so với sản phẩm gạch ceramic.

Tốc độ mở rộng đô thị hóa các nước khu vực Đông Nam Á



Nguồn: Worldbank 2016

Dự báo sản lượng tiêu thụ gạch ốp lát



Nguồn: Bộ xây dựng, VCBS dự báo

Biểu thuế nhập khẩu đối với các dòng sản phẩm gạch ốp lát

Sản phẩm	Mã HS	Mức thuế NK ưu đãi	Mức thuế NK từ Trung Quốc
Gạch khối lát làm từ bột Silic	69011000	20%	0%
Gạch xây dựng, khối lát làm từ gốm sứ	69041000	35%	20%
Tấm lát đường, lát nền	69081010	45%	20%
Tấm lát gốm sứ nung	69089011	35%	35%

Nguồn: Tổng cục hải quan, VCBS tổng hợp

Đánh giá kế hoạch mở rộng công suất tại nhà máy Mỹ Đức

Tăng công suất gạch granite mở rộng khu vực phía Nam. Hiện nay, các dây chuyền sản xuất gạch granite của VIT đều đã đạt tối đa công suất. Dây chuyền granite mới tại nhà máy Thái Bình 2 đã vượt công suất ngay trong năm đầu tiên vận hành (2016). Hiện tại VIT đã hoàn tất việc mua lại nhà máy Mỹ Đức (Vũng Tàu) có công suất 2,5 triệu m²/năm trong quý 1/2017. Dự án nhà máy mới dự kiến sẽ tạo ra động lực tăng trưởng cho doanh thu, giúp VIT mở rộng mạng lưới xuống khu vực phía Nam. Theo kế hoạch, dây chuyền 1 của nhà máy Mỹ Đức (công suất 1,5 triệu m²/năm) sẽ vận hành trong tháng 6 và dây chuyền 2 (công suất 1 triệu m²/năm) vận hành trong tháng 7 năm nay.

Thị trường miền nam khá phù hợp cho việc tiêu thụ gạch granite, mức độ cạnh tranh hứa hẹn thấp hơn so với miền bắc năm 2017. Với khí hậu ẩm ướt đặc trưng của miền nhiệt đới, việc sử dụng gạch ốp lát granite là khá phù hợp nhờ tính chất chống thấm ngược, tỉ lệ hút nước thấp hơn rất nhiều so với gạch ceramic. Chính vì vậy, công suất sản xuất gạch granite trong miền nam trước năm 2016 cao hơn khá nhiều so với miền bắc. Tuy nhiên, bước sang năm 2016, khi doanh nghiệp Toko, Thạch Bàn và Mikado đầu tư tăng công suất thêm 18 triệu m²/năm, tình hình cạnh tranh ở miền Bắc dự kiến sẽ khó khăn hơn bởi tổng công suất khu vực tăng đột biến từ 8 triệu m²/năm lên 26 triệu m²/năm. Trong khi đó, sản lượng sản xuất tại miền nam chưa có nhiều biến động, doanh nghiệp lớn nhất trong nam là Taicera công suất 7 triệu m²/năm chủ yếu xuất khẩu sang Đài Loan. Do đó, chúng tôi đánh giá cao khả năng tiêu thụ tại thị trường miền nam của VIT.

Vị trí nhà máy thuận lợi. Nhà máy Mỹ Đức được xây dựng tại Vũng Tàu, vị trí gần với các khu mỏ đất sét và cao lanh tại Vũng Tàu và Bình Dương, trong đó Bình Dương có chất lượng cao lanh tốt nhất phía nam, đang được quy hoạch để trở thành vùng nguyên liệu sản xuất cao lanh lớn của khu vực. Đồng thời, nhà máy cũng đã được trang bị đường ống dẫn khí CNG từ biển, tiết kiệm được chi phí vận chuyển khí CNG so với nhà máy Tiên Sơn (vận chuyển khí bằng xe bồn).

Suất đầu tư tại nhà máy Mỹ Đức thấp hơn so với cụm nhà máy phía Bắc. Chúng tôi ước tính bằng nguyên giá tổng tài sản cố định của các nhà máy chia cho tổng sản lượng năm 2016, suất đầu tư tại nhà máy Vũng Tàu dự kiến sẽ thấp hơn khoảng 20% so với tổng 2 nhà máy phía bắc:

	Nhà máy Thái Bình + Tiên Sơn	Nhà máy Mỹ Đức dự kiến
Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)	710	200
Sản lượng năm dự kiến (triệu m ²)	7	2,5

Suất đầu tư (đồng/m²)

101.428

80.000

VIT đã có kinh nghiệm vận hành nhà máy mới xây dựng. Trong năm 2016, việc vận hành ban đầu của nhà máy Thái Bình 2 gặp khó khăn. Doanh nghiệp chưa có kinh nghiệm xử lý máy móc công nghệ mới, tốn chi phí thuê chuyên gia nước ngoài, khiến cho chất lượng sản phẩm 1 quý thấp, hao hụt nhiều (~20%), giá vốn lên tới hơn 150.000 đồng/m² trong khi giá bán chỉ ở mức hơn 140.000 đồng/m². Do đó, chúng tôi thận trọng giả định rằng với kinh nghiệm từ nhà máy cũ, VIT sẽ ghi nhận mức hao hụt thấp hơn trong năm nay tại nhà máy Mỹ Đức với tỷ lệ chỉ khoảng 10%.

Chi phí sản xuất trung bình tại nhà máy Mỹ Đức dự kiến sẽ giảm dần theo thời gian. Hiện nay, VIT vẫn áp dụng bài phối liệu xương gạch tại nhà máy phía Bắc cho Mỹ Đức, sử dụng chủ yếu đất sét Trúc Thôn tại Hải Dương, dẫn tới tốn kém chi phí vận chuyển nguyên liệu vào phía nam để sản xuất. Chúng tôi kỳ vọng, trong các năm tới VIT sẽ nghiên cứu bài phối liệu mới để phù hợp với nguyên liệu sẵn có tại Vũng Tàu và Bình Dương, tiết kiệm được khoảng 2% - 3% chi phí vận chuyển, giảm dần chi phí sản xuất nhằm giữ vững biên lợi nhuận khi giá gạch có khả năng đi xuống trong tương lai.

Một số triển vọng khác

Nhà máy Thái Bình 2 đã vận hành ổn định. Chi phí sản xuất tại nhà máy mới đã giảm đáng kể do tỷ lệ hao hụt chỉ còn 4%-5%. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của nhà máy Thái Bình 2 tăng mạnh và hiện đang ở mức khoảng 18% (theo doanh nghiệp chia sẻ). Đây cũng là lý do lợi nhuận trước thuế quý 1/2017 tăng mạnh, đạt khoảng 8,2 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, sự ổn định của nhà máy Thái Bình 2 có thể góp phần làm giảm nhẹ áp lực hao hụt tại nhà máy Mỹ Đức.

Ghi nhận lợi nhuận bất thường nhưng không đáng kể. Dự án nhà ở cho cán bộ nhân viên tại xã Đông Lâm đã hoàn tất đầu giá trong tháng 12/2016 với trị giá 11,5 tỷ đồng (giá trị sổ sách tại ngày đầu giá là 10,2 tỷ đồng). Theo đó, dự kiến khi các thủ tục bàn giao được hoàn tất, VIT sẽ ghi nhận 1,3 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế từ giao dịch này.

ĐỊNH GIÁ

**Phương pháp chiết khấu
FCFF:**

Kết quả định giá đạt
38.780 đồng/cp (trước pha
loãng)

Chúng tôi đưa ra dự báo KQKD của VIT dựa theo những giả định sau:

Doanh thu và sản lượng. Chúng tôi ước tính, sản lượng của VIT có thể đạt 7,8 triệu m² trong năm nay và 8,9 triệu m² trong năm 2018 nhờ (1) 2 dây chuyền tại nhà máy Mỹ Đức (tổng công suất 2,5 triệu m²/năm) đi vào hoạt động trong tháng 6/2017 với công suất giả định 90% (thấp hơn công suất 100% theo kế hoạch của doanh nghiệp), (2) giả định sản lượng tiêu thụ đạt 95% sản lượng sản xuất. Chúng tôi tiếp tục giả định giảm 2% giá bán gạch trung bình do tính cạnh tranh mặt hàng gạch granite tăng cao. **Tạm thời, kế hoạch xây dựng nhà máy Thái Bình 3 chưa được triển khai, do đó chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự báo.**

Chi phí sản xuất. Biến số chi phí biến động nhất trong năm 2017-2018 là giá khí đầu vào NG. Hiện tại, theo chia sẻ từ doanh nghiệp, giá khí đã tăng khoảng 10% so với cùng kỳ, chúng tôi thận trọng ước tính giá vốn NG trung bình 2017 - 2018 ở mức 10,1 USD/mmbtu. Tuy nhiên, tỷ lệ hao hụt được kỳ vọng sẽ giảm khá mạnh trong năm nay từ mức khoảng 20% về còn 10%, giúp cho giá xuất xưởng ước tính chỉ ở mức 117.000 đồng/m² (-4% yoy), biên lợi nhuận gộp ước đạt 15% trong năm 2017

Chi phí tài chính. Chúng tôi kỳ vọng chi phí lãi vay của VIT sẽ tăng khá mạnh, đạt 41,7 tỷ đồng (+17,5% yoy) trong 2017 bởi (1) nhu cầu vay ngắn hạn tài trợ vốn lưu động tăng cao để tài trợ cho dự án nhà máy Mỹ Đức đang chuẩn bị hoạt động, (2) lãi vay dài hạn sẽ ghi nhận ngay trong năm nay bởi VIT dự kiến bắt đầu khấu hao nhà máy mới ngay khi vận hành trong tháng 6.

Khấu hao. Công ty hiện đang thực hiện trích khấu hao nhanh đối với một số máy móc, dẫn tới chi phí khấu

hao của VIT hiện đang cao hơn so với trích đường thẳng khoảng 10 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi ước tính chi phí khấu hao của VIT sẽ tăng mạnh trong 2018 do nhà máy Mỹ Đức khấu hao đủ cả năm, và tăng chậm lại sau đó.

Ước tính chi phí vốn trung bình:

Hệ số	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	5,06%	Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm (nguồn: HNX)
Beta điều chỉnh	0.73	Ước tính trên biến động giá cổ phiếu VIT hàng tuần trong 1 năm
Phần bù rủi ro thị trường	12,09%	Nguồn: Damodaran
Chi phí vốn cổ phần	13,88%	$Ke = \text{Lợi suất phi rủi ro} + \text{beta} * \text{phần bù rủi ro thị trường}$
Chi phí vốn vay nợ	8,80%	$Kd = \text{Chi phí lãi vay điều chỉnh theo năm}$
Tỷ lệ vay nợ	56,30%	Tỷ lệ nợ vay ngân hàng/tổng nguồn vốn
Thuế thu nhập áp dụng	20%	Áp dụng theo bộ tài chính
Chi phí vốn trung bình	12,10%	$WACC = Kd * \%D * 80\% + Ke * (1 - \%D)$

Mô hình định giá:

Đơn vị: triệu đồng	Năm dự phóng				
	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh thu	1.071.452	1.209.293	1.248.971	1.249.294	1.236.801
Lợi nhuận hoạt động trước khấu hao (EBITDA)	205.854	234.053	236.884	235.633	227.356
Lợi nhuận ròng	73.028	86.312	88.765	85.306	76.400
Chi phí lãi vay sau thuế	33.550	38.374	36.707	37.191	37.404
Lợi nhuận hoạt động ròng (NOPAT)	106.578	124.686	125.472	122.496	113.804
Cộng: Khấu hao	72.632	78.196	80.045	82.513	85.101
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ (Capex)	-213.172	-30.417	-31.438	-32.494	-33.585
+ / - Thay đổi vốn lưu động	-30.568	-44.651	-22.518	-31.414	-29.714
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	-64.530	127.814	151.561	141.101	135.606

Ước tính giá trị cổ phiếu bằng chiết khấu dòng tiền FCFF (WACC = 12,10%, g = 1%)

Phương pháp chiết khấu FCFF 2 giai đoạn

Giá trị hiện tại của dòng tiền 2017-2021	317.772
Giá trị hiện tại của dòng tiền sau 2021	697.718
Giá trị doanh nghiệp	1.015.490
Trừ: Vay nợ ròng (*)	-433.797
Giá trị vốn chủ sở hữu	581.693
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	15
Giá trị ước tính mỗi cổ phiếu	38.780

(*) Trong quá trình định giá, chúng tôi nhận thấy lượng tiền mặt của doanh nghiệp tại thời điểm cuối năm 2016 được sử dụng để tài trợ cho vốn chủ sở hữu, không phải dòng tiền tự do ổn định. Vì vậy chúng tôi loại bỏ lượng tiền mặt này (117 tỷ đồng) khỏi định giá doanh nghiệp.

Định giá bằng phương pháp so sánh

Giá mục tiêu ước đạt
36.593 đồng/cp
(trước pha loãng)

Chúng tôi lựa chọn những doanh nghiệp trên sàn hoạt động trong ngành sản xuất gạch ốp lát làm tiêu chí so sánh

Mã	TTS (tỷ đồng)	Nợ/ TTS	Biên LNG	Biên EBITDA	Biên LNR	ROE	P/E
CVT	990	39,91%	23,84%	29,59%	13,69%	45,18%	6,94x
VHL	1.235	23,10%	20,43%	12,10%	6,07%	21,79%	9,72x
TTC	188	5,93%	15,66%	7,89%	6,09%	20,74%	5,32x
GMX	109	0,00%	33,66%	15,55%	10,04%	20,29%	8,27x
NHC	66	8,50%	20,24%	14,14%	10,62%	25,25%	8,30x
TCR	1.288	26,89%	21,22%	10,06%	1,93%	4,66%	6,73x
Trung bình							7,55x
Trung vị							7,67x

Nguồn: VCBS tổng hợp

Với mức dự phóng LNST 73,08 tỷ đồng (như bảng dự phóng), EPS forward đạt 4.869 đồng/cp (chưa pha loãng) và 3.651 đồng/cp (sau pha loãng), giá trị cổ phiếu VIT ước tính trên tỷ lệ PE trung bình 7,67x, đạt **36.593 đồng/cp** (trước pha loãng).

Tổng hợp 2 phương pháp, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đạt 37.905 đồng/cp

Định giá VIT:

Kết hợp 2 phương pháp, chúng tôi sử dụng tỷ trọng P/E thấp hơn FCFF, đạt 40% do năm 2017 là thời kỳ VIT đầu tư mạnh, lợi nhuận chưa thể phản ánh hết giá trị của doanh nghiệp vào những năm tới khi dự án đi

trước pha loãng (28.429 đồng/cp sau pha loãng) vào hoạt tối đa công suất với dòng tiền không bị thâm hụt nặng.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
Chiết khấu FCFF	60%	38.780
So sánh P/E	40%	36.593
Tổng hợp	100%	37.905

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đạt 37.905 đồng/cổ phiếu (sau pha loãng là 28.429 đồng/cp).

ĐÁNH GIÁ

*Khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 37.905 đồng/cp (trước pha loãng).*

Thận trọng trước rủi ro về kế hoạch phát hành, cùng rủi ro thanh khoản thấp

VIT là một trong những công ty đầu ngành sản xuất gạch ốp lát granite tại Việt Nam. Với đặc điểm là công ty con của Tổng công ty Viglacera, doanh nghiệp có thể tận dụng mạng lưới phân phối của công ty mẹ để tiết kiệm chi phí bán hàng, tối ưu hóa hiệu quả sản xuất. Triển vọng của VIT trong năm nay và 2018 nằm tại nhà máy Mỹ Đức mới, tạo ra động lực tăng trưởng cho doanh thu và lợi nhuận trước thuế. Nhìn chung, chúng tôi tiếp tục đánh giá VIT là doanh nghiệp hội tụ đủ các yếu tố về ngành, tiềm năng tăng trưởng bền vững trong 2 năm tới trong ngành gạch. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng của VIT với 1.071 tỷ đồng DTT (+10,7% yoy) và 91,3 tỷ đồng LNTT (+28% yoy), EPS forward ước đạt 4.869 đồng/cp. Như vậy, VIT đang được giao dịch với mức PE đạt 5,85x, khá thấp so với mức trung vị ngành là 7,7x. Đồng thời, với mức cổ tức tiền mặt dự kiến đạt 40% (tỷ suất cổ tức đạt 13,2%), chúng tôi khuyến nghị **MUA** VIT với giá mục tiêu đạt 37.905 đồng/cp.

Tuy nhiên, nhà đầu tư nên cân trọng trước những biến động của cổ phiếu VIT khi kế hoạch về phát hành và trả cổ tức được đưa ra (như chúng tôi đã phân tích ở trên) cùng với rủi ro thanh khoản thấp của cổ phiếu này.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

Chuyên viên Phân tích

ldquang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630