

CVT – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 21/11/2019)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	22.350
KLGD TB QUÝ	295.353
Vốn hoá (tỷ đồng)	820
Số lượng CPLH	36.690.887
% sở hữu nước ngoài	13,29%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trần Kỳ Anh
tkanh@vcbs.com.vn
+84-28 3820.8116 ext 642

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

Năm 2019 ngành gạch ốp lát vẫn phải đối mặt khó khăn dư cung toàn ngành. Với mức doanh thu lũy kế 9T/2019 đạt **1.040 tỷ đồng, +5,3% yoy**, hoàn thành 61% kế hoạch và LNTT đạt **136 tỷ đồng, -4,4% yoy**, hoàn thành 62% kế hoạch, có thể nói CVT đã gạt hái mức tăng trưởng doanh thu tương đối khả quan so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Dự phóng năm 2020, dựa trên kỳ vọng tăng trưởng xây dựng ngành xây dựng Việt Nam năm 2020 vẫn duy trì mức tăng trưởng trung bình 6-8%/năm ngang bằng mức tăng trưởng năm 2019. Bên cạnh đó, dựa vào số liệu của ước tính CBRE lượng cung căn hộ chào bán H2/2019 tại Hà Nội và Hồ Chí Minh dự kiến sẽ tăng trưởng tốt hơn và dự báo tổng mức tăng trưởng cả năm 2019 hai khu vực này sẽ quanh mức 10%. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng nhu cầu gạch ốp toàn ngành năm 2020 sẽ có sự cải thiện tốt hơn so với năm 2019. Đồng thời, sự khởi sắc từ nhu cầu xây dựng H2/2019 sẽ giúp giá bán các sản phẩm gạch duy trì được mức giá bán thời điểm hiện tại hoặc chỉ điều chỉnh giảm nhẹ dưới 3%. Từ các nền tảng phân tích trên, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu CVT năm 2020 sẽ ở mức **6-10% yoy**, đạt khoảng **1.608 tỷ đồng**.

Đồng thời, chúng tôi ước tính LNTT năm 2020 đạt khoảng **219 tỷ đồng, +11% yoy**, dựa trên tiềm năng tăng trưởng doanh thu và kỳ vọng biên lợi nhuận gộp CVT vẫn giữ ở mức 18-18,5% trong 2020 khi CVT giá bán các sản phẩm gạch ốp lát phổ thông kỳ vọng ít biến động, bên cạnh tỷ trọng tiêu thụ các dòng sản phẩm cao cấp tiếp tục cải thiện. Ngoài ra, đến thời điểm hiện tại chúng tôi chưa nhận thấy các rủi ro biến động mạnh từ các chi phí nguyên vật liệu đầu vào.

Khuyến nghị, trên cơ sở trong triển vọng tăng trưởng dài hạn về doanh thu-lợi nhuận, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CVT với giá trị nội tại ước tính **30.200 đồng/CP**, UPSIDE **+36%**.

Chỉ tiêu tài chính	2017	2018	2019F	2020F
DTT (tỷ đồng)	1.181	1.451	1.524	1.608
+/- yoy (%)	5,7%	22,8%	5,0%	5,6%
LNST (tỷ đồng)	174	162	158	175
+/- yoy (%)	14,7%	11,2%	10,4%	10,9%
VCSH (tỷ đồng)	540	634	693	767
Nợ/TTS (%)	33%	30%	25%	23%
Biên LN gộp (%)	23,8%	19,7%	17,9%	17,9%
ROAA (%)	15,5%	12,6%	11,9%	12,9%
ROAE (%)	37,5%	27,6%	23,8%	23,9%
Tỷ suất cổ tức tiền	15%	25%	25-30% (KH)	
EPS (đồng)	5.239	4.194	4.088	4.523
BVPS (đồng)	19.150	17.286	18.874	20.897

Nguồn: BCTC CVT, VCBS tổng hợp

SƠ LƯỢC HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

VỀ DOANH THU

Năm 2019 ngành gạch ốp lát vẫn phải đối mặt khó khăn dư cung toàn ngành¹. Với mức doanh thu lũy kế 9T/2019 đạt **1.040 tỷ đồng, +5,3% yoy**, hoàn thành 61% kế hoạch có thể nói CVT đã gạt hái mức tăng trưởng doanh thu tương đối khả quan so với các doanh nghiệp cùng ngành.

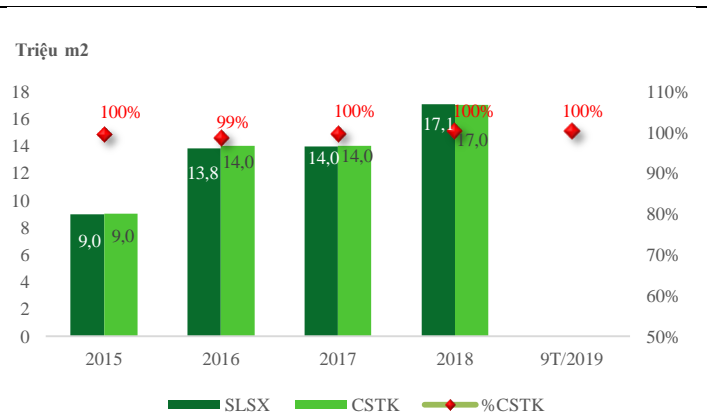
BẢNG 1: KQKD CVT H1/2019

(tỷ đồng)	9T/2019	9T/2018	%YoY	Các tỷ lệ biên	9T/2019	9T/2018
Doanh thu thuần	1.040	987	5,3%	Biên LNG	18,0%	20,0%
Giá vốn hàng bán	852	790	7,9%	CPBH/ DT	0,8%	0,3%
Lợi nhuận gộp	188	197	-5,0%	CP QLDN/ DT	2,8%	2,9%
Chi phí bán hàng	8	3	209,2%	Biên LNHH	14,4%	16,8%
Chi phí QLDN	29	29	0,6%	CP lãi vay/ EBIT	14,4%	15,6%
LN HĐKD	150	166	-9,4%	Biên LNTT	13,1%	14,4%
Doanh thu tài chính	1	1	-20,3%	Biên LNST	10,4%	11,5%
Chi phí tài chính	23	27	-16,4%			
Chi phí lãi vay	23	26	-13,3%			
Lợi nhuận khác	8	3	158,5%	(tỷ đồng)	DT	LNST
Lợi nhuận trước thuế	136	143	-4,6%	Lũy kế 2019	1.040	136
Lợi nhuận sau thuế	109	114	-4,4%	KH 2019	1.700	220
				%TH/KH	61,2%	61,8%

Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

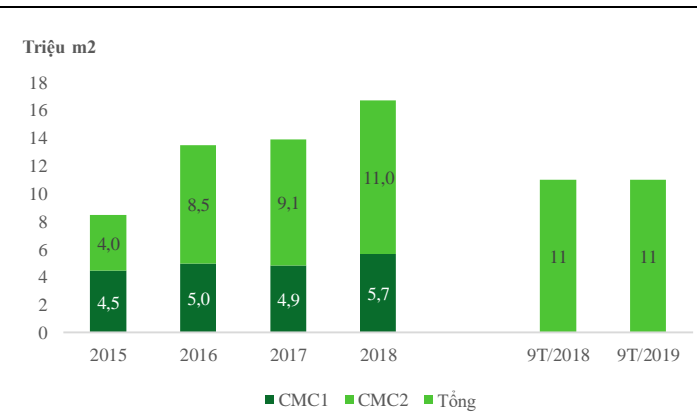
Sản lượng tiêu thụ lũy kế 9T/2019 đạt khoảng 11,7 triệu m² (gạch 11 triệu m², ngói 0,7 triệu m²) tương đương so với cùng kỳ, bên cạnh giá bán các dòng sản phẩm phổ thông (ceramic và porcelain) đã giảm 7% từ đầu năm đến thời điểm hiện tại do áp lực thừa cung toàn ngành. Tuy nhiên nhờ hoạt động cơ cấu sản phẩm hướng đến tăng tỷ trọng các dòng sản phẩm phân khúc cao cấp: gạch granite thấm muối tan, gạch granite men vi tinh kim cương, gạch granite sugar matt, gạch thanh có giá bán cao so với các sản phẩm truyền thống được ra mắt thị trường từ Q4/2018 đã giúp CVT duy trì đà tăng trưởng doanh thu.

BIỂU ĐỒ 1: Sản lượng sản xuất CVT 2015 – 9T/2019



Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 2: Sản lượng tiêu thụ CVT 2015 – 9T/2019



Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

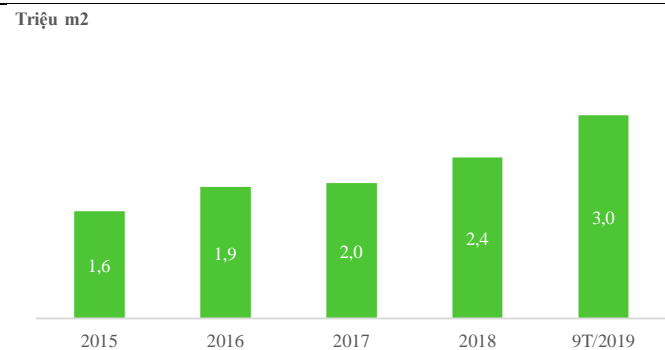
¹ Dựa vào số liệu tổng hợp của VIBCA, nghiên cứu thị trường và trao đổi của chúng tôi với các doanh nghiệp đầu ngành.

Tình hình tiêu thụ các dòng sản phẩm mới: gạch cao cấp gạch granite thấm muối tan, gạch granite men vi tinh kim cương, gạch granite sugar matt sau một năm triển khai vẫn chưa đạt được kỳ vọng của Công ty, sản lượng tiêu thụ lũy kế 9T/2019 đạt khoảng 500 ngàn m², đồng thời giá bán tại thời điểm hiện tại của các dòng sản phẩm này cũng được điều chỉnh giảm tương đối so với thời điểm vừa ra mắt thị trường nhằm tăng nhu cầu thị trường (*Gạch granite vi tinh kim cương 800x800: 280.000 → 250.000 VNĐ/m²; gạch granite thấm muối tan 800x800: 450.000 → 350.000 VNĐ/m²*)

Công suất hoạt động hai nhà máy CMC1 và CMC2 vẫn duy trì ở mức trên 100% công suất thiết kế nhằm tối ưu chi phí sản xuất. Tuy nhiên sản lượng tồn kho cả sản phẩm gạch cao cấp và phổ thông của CVT thời điểm tháng 11/2019 đã lên đến 3 triệu m², tăng 27% so với đầu năm, khi nhu cầu toàn ngành tăng chậm (ước tính chỉ ở mức 8% theo tốc độ tăng trưởng chung ngành xây dựng) so với mức tăng công suất thiết kế toàn ngành tăng thêm 7% (2017: 706,5 triệu m²; 2018: 750 triệu m²) bên cạnh tỷ lệ tồn kho lớn (khoảng 80% sản lượng sản xuất).

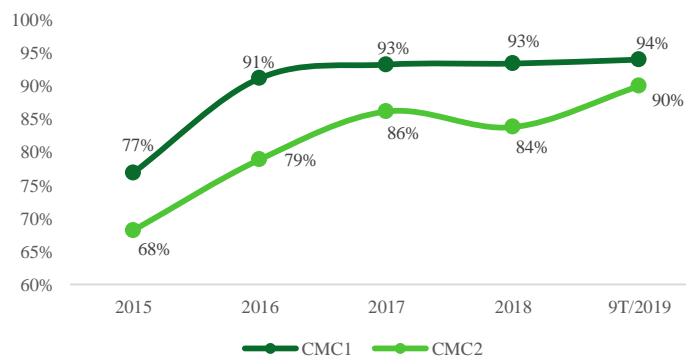
Tỷ lệ sản phẩm loại A nhà máy CMC1 đạt được sự cải thiện nhẹ lên mức 94% khi hiệu suất các dây chuyền đã đạt hiệu suất ở mức cao. Trong khi nhà máy CMC2 đã ghi nhận sự cải thiện đáng kể trong năm 2019 với tỷ lệ sản phẩm loại A đạt trên 90% sản lượng sản xuất, so với mức trung bình cả năm 2018 chỉ đạt 84%.

BẢNG 3: Tồn kho CVT 2015-9T/2019



Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 4: Tỷ lệ sản phẩm loại A các nhà máy CVT 2015-9T/2019



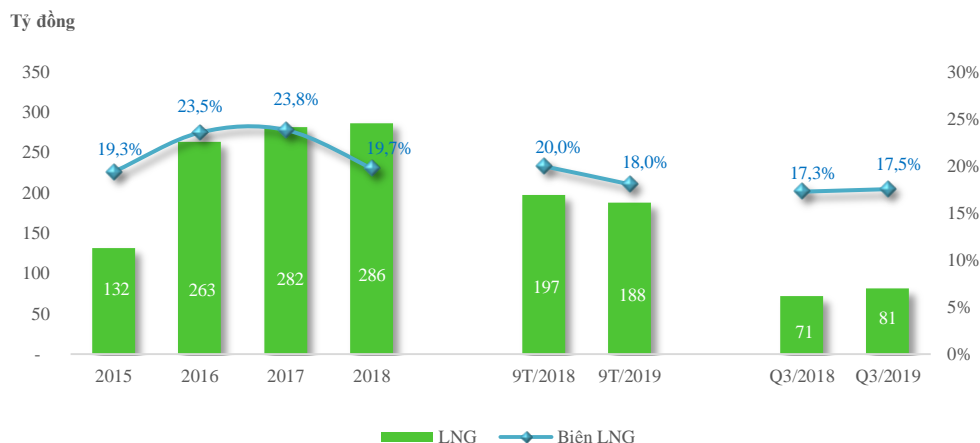
Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

VỀ LỢI NHUẬN

Lợi nhuận gộp: Mặc dù giá bán các sản phẩm gạch thông thường tính đến thời điểm cuối quý 03/2019 đã giảm 7% so với thời điểm đầu năm, bên cạnh chi phí khấu hao 9T/2019 ghi nhận ở mức 91,5 tỷ đồng tăng 8,6% so với cùng kỳ nguyên nhân dây chuyền 3, nhà máy CMC2 bắt đầu khấu hao từng phần từ Q2/2018. Tuy nhiên nhờ các dòng sản phẩm gạch granite thấm muối tan, gạch granite men vi tinh kim cương, gạch granite sugar matt, gạch thanh, gạch thẻ có biên lợi nhuận tốt so với các dòng gạch phổ thông đã hạn chế mức suy giảm của chỉ số biên lợi nhuận gộp. Lũy kế 9T/2019 biên lợi nhuận gộp đạt 18% giảm 2% so với cùng kỳ và có xu hướng cải thiện nhẹ trong Q3/2019 đạt 17,5% so với mức 17,2% Q3/2018.

BIỂU ĐỒ 5: Lợi nhuận gộp CVT giai đoạn 2014 – H1/2019



Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

Lợi nhuận HĐKD 9T/2019 đạt 150 tỷ đồng, -9,4% yoy chủ yếu ảnh hưởng từ việc điều chỉnh biên lợi nhuận gộp và chi phí bán hàng tăng mạnh (9T/2018: 3 tỷ đồng, 9T/2019: 8 tỷ đồng) nguyên nhân trong năm 2019 CVT đã thực hiện nhiều chiến dịch marketing các dòng sản phẩm cao cấp.

Lợi nhuận sau thuế 9T/2019 đạt **109 tỷ đồng, -4,4% yoy**. Biên LNST đạt 7,6% giảm 1,2% so với cùng kỳ, chủ yếu ảnh hưởng từ việc điều chỉnh biên lợi nhuận gộp.

BIỂU ĐỒ 6: Lợi nhuận gộp CVT giai đoạn 2014 – H1/2019

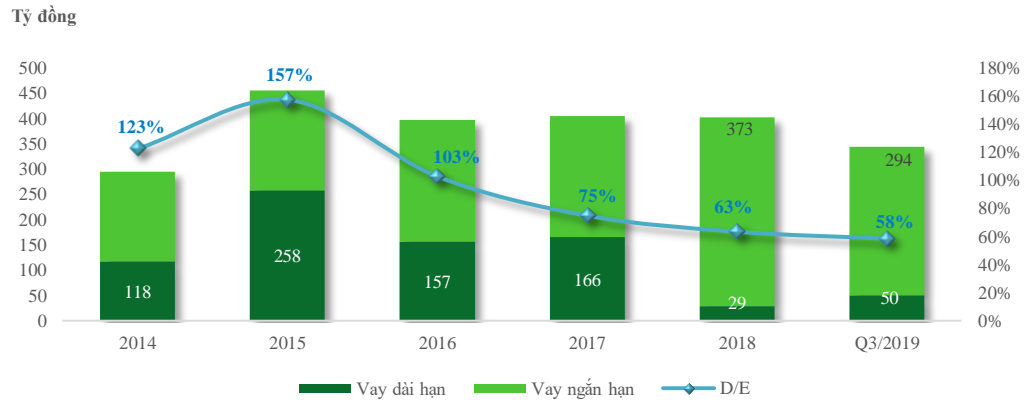


Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

Nợ vay

Trong 5 năm trở lại đây, tỷ lệ sử dụng nợ vay trên vốn chủ sở hữu của CVT có xu hướng giảm. Đến cuối thời điểm Q3/2019 tổng nợ vay của CVT đạt 344 tỷ đồng, đã giảm 14% so với thời điểm đầu năm, từ đó giúp CVT giảm áp lực nợ vay đáng kể trong 2019, đặc biệt trong Q3/2019. Với EBITDA năm 2018 đạt 347 tỷ đồng và dự kiến 2019 đạt 340 tỷ đồng, trong đó chi phí khấu hao hàng năm khoảng 120 tỷ đồng, bên cạnh dòng tiền CFO trung bình trong 5 năm trở lại đây khoảng 120 tỷ đồng/năm, CVT hoàn toàn có đủ khả năng thanh toán toàn bộ nợ vay hiện hữu vào năm 2022.

BIỂU ĐỒ 7: Nợ vay CVT giai đoạn 2015 – H1/2019

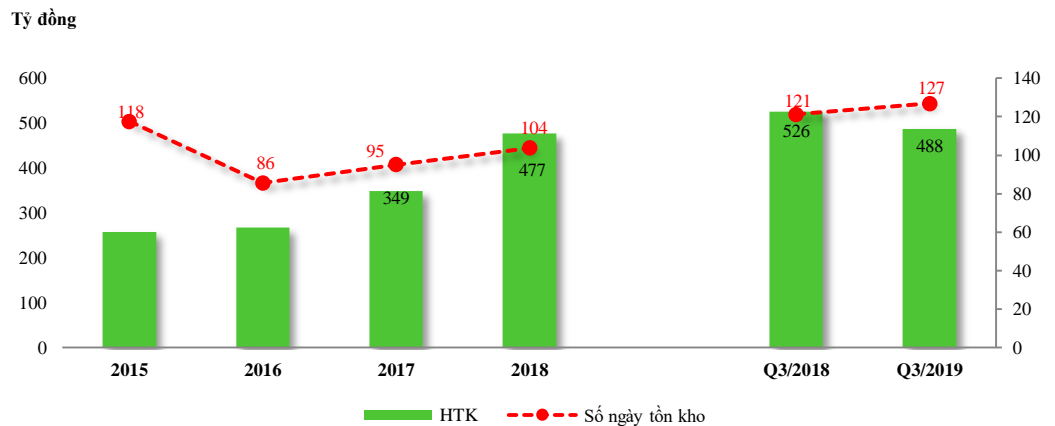


Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

Hàng tồn kho

Đến cuối Q2/2019 giá trị hàng tồn kho đạt 488 tỷ đồng, chỉ tăng nhẹ 2% yoy so với thời điểm đầu năm. Tuy nhiên đáng lưu ý, số ngày tồn kho bình quân CVT có xu hướng tăng trong giai đoạn 2016-2019 trước áp lực thừa cung toàn ngành, đồng thời việc đánh đổi với việc đa dạng nhiều dòng sản phẩm so với các đối thủ cạnh tranh để tăng khả năng cạnh tranh và sức hút khách hàng cũng đã khiến tồn kho sản phẩm CVT tăng mạnh. Theo kế hoạch năm 2020, các dây chuyền của Công ty sẽ dừng hoạt động từ 45-60 ngày để thực hiện bảo dưỡng² và nâng cấp thiết bị nhằm tiết kiệm nhiên liệu, đồng thời để giảm áp lực hàng tồn kho.

BIỂU ĐỒ 8: Hàng tồn kho CVT giai đoạn 2015 – H1/2019



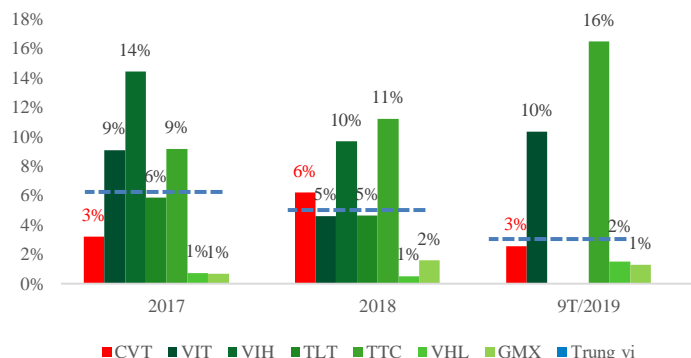
Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

Chiếm dụng vốn

Mặc dù ngành gạch ốp lát đang trong giai đoạn chịu nhiều áp lực, tuy nhiên chúng tôi đánh giá CVT vẫn đang thực hiện quản lý vốn lưu động khá tốt.

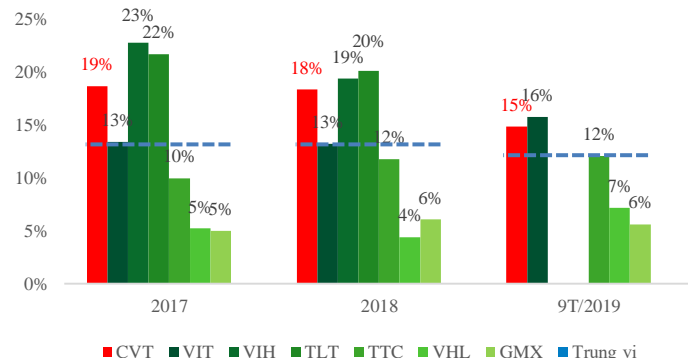
² Thông thường các công ty gạch ốp lát dành khoảng 30 ngày vào tháng tết nguyên đán để bảo dưỡng nhà máy.

BẢNG 9: Tỷ trọng khoản phải thu/doanh thu một số công ty trong ngành



Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 10: Tỷ trọng khoản phải trả/doanh thu một số công ty trong ngành



Nguồn: CVT, VCBS tổng hợp

Khoản phải thu khách hàng thời điểm cuối Q3/2019 của CVT ghi nhận 26,4 tỷ đồng giảm 64% so với thời điểm đầu năm. Đồng thời tỷ trọng khoản phải thu khách hàng/doanh thu 9T/2019 của CVT chỉ ở mức 3%, con số tương đối thấp so với các đối thủ trong ngành. Nguyên nhân theo chúng tôi nhờ vào sự đa dạng hóa các dòng sản phẩm, hệ thống liên kết phân phối rộng khắp và chính sách bán hàng linh hoạt của Doanh nghiệp đang tạo lợi thế cho CVT trong việc đảm bảo công nợ của khách hàng.

Ngược lại với khoản phải thu, tỷ lệ chiếm dụng vốn nhà cung cấp/doanh thu 9T/2019 đang ở mức 15%, vẫn duy trì ở mức khá cao so với các đối thủ. Nguyên nhân theo chúng tôi nhờ vào sự uy tín trong hoạt động sản xuất được tích lũy qua nhiều năm.

THÔNG TIN KHÁC

Tạm chưa triển khai Giai đoạn 4, nhà máy CMC2: Tại ĐHCĐ 2019, Ban lãnh đạo đưa ra phương án sẽ đầu tư 01 dây chuyền sản xuất ngói và gạch với công suất thiết kế từ 2,5-3 triệu m²/năm. Tuy nhiên trong năm 2019 nhận thấy thị trường sản phẩm ngói rui ro gia tăng áp lực cạnh tranh trong những năm sắp tới khi có nhiều dự án mới bắt đầu đi vào hoạt động và đang thực hiện cấp phép xây dựng tại khu vực miền Bắc. Vì vậy Ban lãnh đạo quyết định chưa triển khai dự án này.

Về định hướng hoạt động đầu tư năm 2020:

- Trong năm tiếp theo CVT kế hoạch sẽ đầu tư thay thế, chuyển sang sử dụng nhiên liệu khí hóa lỏng LPG dây chuyền 2 tại nhà máy CMC 2 (công suất thiết kế hiện tại: 5 triệu m²/năm) thay thế nhiên liệu than đang sử dụng. Chi phí đầu tư dự kiến khoảng 30 tỷ đồng. Theo chúng tôi so với chi phí đầu tư, dự án thay thế này sẽ mang lại nhiều giá trị dài hạn cho CVT, bao gồm: (1) gia tăng tỷ lệ sản phẩm loại A và nâng cao chất lượng gạch, (2) tiết kiệm chi phí bảo trì và (3) tiết kiệm nhân công.
- Đồng thời, CVT đang bước đầu dự định đầu tư 6 ha đất để xây dựng tổng kho với giá trị ước tính khoảng 45-70 tỷ đồng, nhằm phát triển hoạt động thương mại.

Về cổ tức: theo chia sẻ của Ban lãnh đạo cổ tức năm 2019 có thể thay đổi so với kế hoạch là **25-30%** mệnh giá phụ thuộc vào kế hoạch đầu tư năm 2019.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

VỀ DOANH THU

Dự phóng năm 2019: Chúng tôi ước tính doanh thu 2019 CVT khoảng **1.523-1.547 tỷ đồng**, đạt 89-91% kế hoạch, tương ứng với mức tăng trưởng khoảng **5-7% yoy**. Chúng tôi ước tính LNTT đạt khoảng **200-205 tỷ đồng, -2 đến +1% yoy**, đạt 91-93% kế hoạch.

Dự phóng năm 2020: Dựa trên kỳ vọng tăng trưởng xây dựng ngành xây dựng Việt Nam năm 2020 vẫn duy trì mức tăng trưởng trung bình 6-8%/năm ngang bằng mức tăng trưởng năm 2019. Bên cạnh đó, dựa vào số liệu của ước tính CBRE lượng cung căn hộ chào bán H2/2019 tại Hà Nội và Hồ Chí Minh dự kiến sẽ tăng trưởng tốt hơn và dự báo tổng mức tăng trưởng cả năm 2019 hai khu vực này sẽ quanh mức 10%. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng nhu cầu gạch ốp toàn ngành năm 2020 sẽ có sự cải thiện tốt hơn so với năm 2019³. Đồng thời sự khởi sắc từ nhu cầu xây dựng H2/2019 sẽ giúp giá bán các sản phẩm gạch duy trì được mức giá bán thời điểm hiện tại hoặc chỉ điều chỉnh giảm nhẹ dưới 3%. Từ các nền tảng phân tích trên, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu 2020 CVT sẽ ở mức **6-10% yoy**, đạt khoảng **1.608 tỷ đồng**.

Đồng thời, chúng tôi ước tính LNTT năm 2020 đạt khoảng **219 tỷ đồng, +11% yoy**, dựa trên tiềm năng tăng trưởng doanh thu và kỳ vọng biên lợi nhuận gộp CVT vẫn giữ ở mức 18-18,5% trong 2020 khi CVT giá bán các sản phẩm gạch ốp lát phổ thông kỳ vọng ít biến động, bên cạnh tỷ trọng tiêu thụ các dòng sản phẩm cao cấp tiếp tục cải thiện. Ngoài ra, đến thời điểm hiện tại chúng tôi chưa nhận thấy các rủi ro biến động mạnh từ các chi phí nguyên vật liệu đầu vào.

Định giá: Với phương pháp định giá FCFE và FCFF với các tham số định giá bên dưới và các giả định ở phần phụ lục. Chúng ước tính giá trị nội tại cổ phiếu CVT ở mức **30.200 đồng/cổ phiếu, UPSIDE +36%**.

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		Giai đoạn tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	4,68%	D/E mục tiêu	34%
Beta (U)	0,56	Kế mục tiêu	12,53%
Equity risk premium (ERP)	10,95%		
SLCP hiện tại (triệu CP)	36,69	Thuế suất tại năm cuối dự phóng	20,00%
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	36,69	Tăng trưởng dài hạn	0,00%

Đồng thời, dựa vào số liệu so sánh P/E, chúng tôi cho rằng CVT đang được thị trường định giá thấp hơn so các doanh nghiệp cùng ngành, khi P/E trailing của công ty là 5,1x (tại mức giá đóng cửa ngày 19/11/2019) đang thấp hơn mức trung bình ngành là 5,5x. Trong khi đó:

- Mức tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận sau thuế và khả năng sinh lời trong giai đoạn 3 năm trở lại đây của CVT đang khá cao so với các đối thủ cùng ngành.
- Rủi ro về nợ vay, mặc dù CVT đang vay nợ nhiều hơn so với mức chung toàn ngành. Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, CVT vẫn còn dư địa sử dụng đòn bẩy để tối ưu hóa lợi ích cổ đông - ROE, khi các chỉ số biên lợi nhuận vẫn duy trì ở mức cao, bên cạnh khả năng chiếm dụng vốn tốt.

³ Nhu cầu sử dụng gạch ốp lát các dự án BĐS có độ trễ khoảng 12 tháng tính từ lúc khởi công, hoặc khoảng 6 tháng sau khi hoàn thiện tầng hầm.

BẢNG 2: So sánh CVT và các công ty trong ngành

Tên công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	DT 9T/2019 (tỷ đồng)	LNST 9T/2019 (tỷ đồng)	TB Tăng trưởng DT 2016-2018 (%)	TB Tăng trưởng LNST 2016-2018 (%)	Biên LNG 9T/2019 (%)	Biên LNST 9T/2019 (%)	ROE 2018 (%)	ROE bình quân 3 năm gần nhất (%)	D/E 9T/2019 (%)	P/E trailing (19/11/2019)
CVT	827	1.039.621	108.563	10,0%	2,0%	18,0%	10,4%	27,6%	36,7%	58%	5,1
VIT	292	1.010.241	55.074	6,0%	1,0%	12,5%	5,5%	17,6%	20,2%	205%	3,6
VIH	62			6,0%	-18,0%			0,3%	48,3%		6,2
TLT	97			5,0%	-10,0%			23,4%	65,4%		6,2
TTC	75	268.229	12.930	17,0%	-33,0%	13,6%	4,8%	13,0%	17,1%	6%	4,6
VHL	700	1.486.826	93.382	4,0%	11,0%	18,3%	6,3%	23,3%	24,3%	36%	5,0
GMX	133	198.886	17.584	10,0%	-8,0%	29,3%	8,8%	26,0%	26,3%	13%	6,0
Trung bình	227	741.046	44.743	8,0%	-9,5%	18,4%	6,4%	17,3%	33,6%	65,1%	5,3
Trung vị	115	639.235	36.329	6,0%	-9,0%	16,0%	5,9%	20,4%	25,3%	24,8%	5,5

Nguồn: Finpro, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO

TRIỂN VỌNG

Triển vọng tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng trong nước: Nhu cầu xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng trong tương lai sẽ tăng trưởng khả quan khi tỷ lệ dân số đô thị hóa và diện tích sàn bình quân người tại Việt Nam còn khá thấp so với một số quốc gia trong khu vực và các quốc gia phát triển trên thế giới, các hoạt động thu hút dòng vốn FDI cùng với các chính sách hỗ trợ công nghiệp hóa và hiện đại hóa của Chính phủ sẽ tạo động lực thúc đẩy ngành xây dựng công nghiệp, chúng tôi kỳ vọng CVT khả năng sẽ vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định bình quân 6-8% năm cùng với mức tăng trưởng ngành xây dựng.

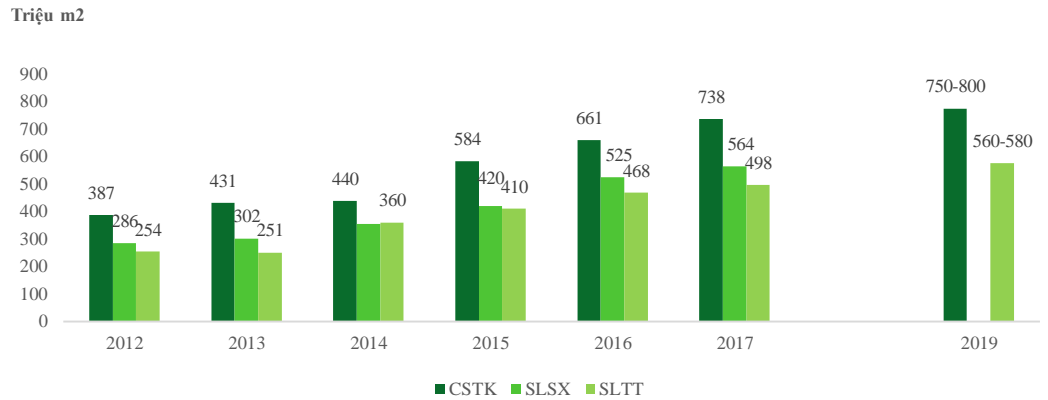
Triển vọng chi trả cổ tức cao hơn kế hoạch trong 2020. Trong năm 2019 CVT đã chi trả cổ tức tiền 25% và kế hoạch chi trả cổ tức tiền năm 2020 từ 25-30%. Tuy nhiên dựa vào cách thức chi trả cổ tức các năm quá khứ và ước tính dòng tiền của CVT (tham khảo phụ lục), nếu trong năm 2020 CVT chưa triển khai thực hiện đầu tư xây dựng tổng kho, chúng tôi cho rằng CVT hoàn toàn có khả năng chi trả cổ tức bằng tiền 40-50%.

RỦI RO

Rủi ro thị trường xây dựng chững lại năm 2020. Chúng tôi quan ngại phân khúc BĐS thương mại sẽ chững lại do chính sách siết chặt dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực BĐS (theo TT 19/2017/TT-NHNN NHNN yêu cầu giảm tỷ lệ cho vay vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ 45% xuống còn 40% và nâng hệ số rủi ro cho vay BĐS từ 200% lên 250%), cũng như siết chặt các quy trình pháp lý cấp phép từ đó đã làm tốc độ nguồn cung các dự án mới ra thị trường có phần kém sôi động hơn. Từ đó sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm gạch ốp lát trong trung hạn 2021.

Rủi ro dư cung ngành gạch ốp lát. Theo nghiên cứu của chúng tôi, công suất thiết kế toàn ngành gạch ốp lát thời điểm hiện tại ước tính khoảng 750-800 triệu m²/năm và trong khi sản lượng tiêu thụ năm 2019 ước tính khoảng 560-580 triệu m², chỉ chiếm khoảng 73% công suất thiết kế. Vì vậy ngành gạch ốp lát nói chung và CVT nói riêng trong ngắn, trung hạn đang phải đối mặt với tình trạng cạnh tranh gay gắt, đặc biệt tại các dòng sản phẩm phổ thông, từ đó áp lực giảm giá bán tại các dòng sản phẩm này.

BIỂU ĐỒ 11: Công suất thiết kế - sản xuất – tiêu thụ toàn ngành



Nguồn: VIBCA, VCBS tổng hợp & ước tính

Số liệu bao gồm cả gạch cotto, 2012-2017 VIBCA, 2019 VCBS ước tính

Rủi ro ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Hiện nay Trung Quốc là quốc gia sản xuất và xuất khẩu gạch ốp lát hàng đầu thế giới, với tỷ trọng lần lượt chiếm 47% và 33% (*Ceramic World Review, 2018*) và xuất khẩu chủ yếu sang thị trường Mỹ. Ở thời điểm hiện tại, các sản phẩm gạch ốp lát Trung Quốc đang bị Mỹ áp thuế từ 100-222%. Do đó, ngành gạch ốp lát Việt Nam thông thường đã phải đối mặt rủi ro xuất khẩu tiểu ngạch từ Trung Quốc, nay áp lực này sẽ lớn hơn rất nhiều hoặc rủi ro phải đối mặt với việc bán phá giá các sản phẩm từ quốc gia này.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trên cơ sở kỳ vọng tăng trưởng dài hạn về doanh thu và lợi nhuận của CVT, kết hợp với giá trị nội tại được định giá theo phương pháp DCF ở mức **30.200 đồng/CP**, UPSIDE **+36%** giá thị trường hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CVT.

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	Dec-16	Dec-17	Dec-18	1	2	3	4	5
				Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22	Proj Dec-23
TÀI SẢN								
Tiền & tương đương tiền	149	74	62	88	224	231	266	329
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	20	0	0	0	0	0	0
Khoản phải thu ngắn hạn	34	57	91	61	62	63	63	63
Hàng tồn kho	267	349	477	512	540	551	551	551
TSNH khác	16	10	5	6	6	6	6	6
Tài sản ngắn hạn	465	510	634	667	833	852	887	948
Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
TSCĐ cố định	507	434	671	608	531	584	600	579
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0	0	0	0
TSCĐ thuê tài chính	0	0	0	0	0	0	0	0
BDS đầu tư	0	0	0	0	0	0	0	0
TSDD dài hạn	31	286	17	17	17	17	17	17
Đầu tư công ty con, LDLC	0	0	0	0	0	0	0	0
TSDDH khác	3	8	13	20	21	21	21	21
Tài sản dài hạn	541	727	701	645	569	622	637	616
TỔNG TÀI SẢN	1.006	1.237	1.335	1.312	1.401	1.474	1.524	1.565
NỢ PHẢI TRẢ								
Nợ vay ngắn hạn	241	239	373	290	305	311	310	310
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	6	10	5	23	24	24	24	24
Phải trả người bán ngắn hạn	136	220	216	183	193	195	193	191
Phải trả ngắn hạn khác	80	62	77	90	95	96	95	94
Nợ phải trả ngắn hạn	463	531	672	586	617	626	622	619
Phải trả người bán dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
Nợ vay dài hạn	157	166	29	33	18	12	6	0
Trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0	0
Nợ phải trả dài hạn	157	166	29	33	18	12	6	0
Nợ phải trả	619	697	701	619	635	637	628	619
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ								
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU								
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0	0	0
Cổ phiếu thường	192	282	367	367	367	367	367	367
Thặng dư vốn cổ phần	10	15	15	15	15	15	15	15
LN giữ lại	152	174	198	256	330	400	459	510
Quỹ khác thuộc CSH	33	70	55	55	55	55	55	55
Vốn chủ sở hữu	387	540	634	693	767	836	896	946
TỔNG NGUỒN VỐN	1.006	1.237	1.335	1.312	1.401	1.474	1.524	1.565

VCBS dự phòng

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	Dec-16	Dec-17	Dec-18	1	2	3	4	5
				Proj	Proj	Proj	Proj	Proj
				Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23
Doanh thu	1.118	1.181	1.451	1.524	1.608	1.624	1.607	1.591
Giá vốn hàng bán	855	900	1.165	1.250	1.320	1.346	1.346	1.346
LN gộp	263	282	286	273	289	278	262	246
Biên LNG	23,5%	23,8%	19,7%	17,9%	17,9%	17,1%	16,3%	15,4%
Chi phí bán hàng & QLDN	47	49	50	54	57	58	57	57
Doanh thu tài chính	2	4	1	2	8	13	14	17
Chi phí tài chính	37	28	38	30	27	27	26	26
Trong đó: CP lãi vay	36	27	35	30	27	27	26	26
Lãi/lỗ trong công ty LDLK	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	9	9	4	7	7	7	7	7
LNTT	190	217	203	198	219	213	199	188
Thuế TNDN	38	44	41	40	44	43	40	38
LNST	152	174	162	158	175	170	159	150
Biên LNST	13,6%	14,7%	11,2%	10,4%	10,9%	10,5%	9,9%	9,4%
								<i>VCBS dự phòng</i>
LUU CHUYỂN TIỀN TỆ	Dec-16	Dec-17	Dec-18	1	2	3	4	5
				Proj	Proj	Proj	Proj	Proj
				Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23
Lợi nhuận trước thuế	190	217	203	198	219	213	199	188
Điều chỉnh:								
Khấu hao	97	98	111	118	123	149	172	194
Các khoản dự phòng	0	-1	0	0	0	0	0	0
(Lãi) lỗ tỷ giá chưa thực hiện	0	0	0	0	0	0	0	0
(Lãi) lỗ hoạt động đầu tư	-2	-4	-1	-9	-15	-20	-21	-24
CP lãi vay	36	27	35	30	27	27	26	26
LN hoạt động trước thay đổi VLD	320	339	348	337	355	369	376	383
(Tăng) giảm khoản phải thu	12	2	-34	21	-2	-2	0	1
(Tăng) giảm hàng tồn kho	-9	-82	-127	-35	-28	-11	0	0
Tăng (giảm) Khoản phải trả	22	14	-6	-3	16	3	-3	-3
(Tăng) giảm CP trả trước	-10	7	-2	0	0	0	0	0
Lãi vay đã trả	-36	-28	-35	-30	-27	-27	-26	-26
Thuế đã trả	-24	-50	-49	-40	-44	-43	-40	-38
Chi khác cho HĐKD	-4	-4	-6	0	0	0	0	0
Thu khác từ HĐKD	-3	-7	0	0	0	0	0	0
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0	0	0	0
CFO	269	190,3	91	242	261	281	299	309
(Thu thanh lý) chi mua sắm, đầu tư TSCI	-90	-252	-80	-55	-46	-202	-187	-173
Lãi/lỗ thanh lý TSCĐ	0	0	0	7	7	7	7	7
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận	2	4	1	2	8	13	14	17
(Tăng) giảm đầu tư tài chính ngắn hạn	0	-20	20	0	0	0	0	0
(Tăng) giảm đầu tư vào công ty khác	0	0	0	0	0	0	0	0
CFI	-89	-268	-60	-46	-32	-182	-166	-149
Tăng (giảm) các khoản vay ngắn hạn	-59	7	0	-83	15	6	0	-1
Tăng (giảm) các khoản vay dài hạn				4	-16	-6	-6	-6
Tăng (giảm) trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0	0	0	0	0
Chi trả cổ tức	-48	-19	-43	-92	-92	-92	-92	-92
Tăng (giảm) vốn góp CSH	0	14	0	0	0	0	0	0
CFE	-106	2	-43	-171	-93	-92	-98	-98
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	74	-75	-12	25	136	7	35	62
Số dư Tiền đầu năm	75	149	74	62	88	224	231	266
Ảnh hưởng ngoại tệ	0	0	0	0	0	0	0	0
Số dư Tiền cuối năm	149	74	62	88	224	231	266	329
								<i>VCBS dự phòng</i>

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:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trần Kỳ Anh

Chuyên viên Phân tích

tkanh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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