

## CÔNG TY CỔ PHẦN CMC (HSX: CVT)

### Báo cáo lần đầu 28/03/2018

|                     |            |
|---------------------|------------|
| Khuyến nghị:        | <b>MUA</b> |
| Giá mục tiêu (VND): | 59.000     |
| Tiềm năng tăng giá: | 22,9%      |
| Cổ tức:             | 30-35%     |
| Lợi suất cổ tức:    | 7%         |

### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



### Thông tin cổ phiếu 28/03/2018

|                       |            |
|-----------------------|------------|
| Giá hiện tại (VND):   | 48.000     |
| Số lượng CP niêm yết: | 28.223.903 |
| Vốn điều lệ (tỷ VND): | 282,2      |
| Vốn hóa TT(tỷ VND):   | 350,4      |
| % Sở hữu nước ngoài:  | 10,3%      |
| % Giới hạn sở hữu NN: | 100 %      |

### Chỉ số tài chính:

| Chỉ tiêu  | 2015   | 2016   | 2017   |
|-----------|--------|--------|--------|
| EPS (vnd) | 2.900  | 7.520  | 6.172  |
| BV (vnd)  | 15.092 | 20.138 | 18.959 |
| Cổ tức    | 25%    | 25%    | 50%    |
| ROA(%)    | 7,9%   | 15,7%  | 14,4%  |
| ROE(%)    | 23,6%  | 44,9%  | 37,8%  |

### Hoạt động chính

Công ty cổ phần CMC là một trong số những doanh nghiệp uy tín hoạt động trong lĩnh vực Vật liệu xây dựng. Sản phẩm chính của Công ty là các loại gạch ốp lát Ceramics, Granit; gạch thẻ và ngói. Các sản phẩm của CTCP CMC đều đạt tiêu chuẩn Châu Âu và được người tiêu dùng đánh giá cao.

Nguồn: VNCS tổng hợp

### TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN TRONG NĂM 2018

#### Triển vọng Ngành gạch ốp lát tích cực trong trung và dài hạn

Là một mảng quan trọng trong ngành vật liệu xây dựng, ngành gạch ốp lát Việt Nam đã đạt được những dấu ấn tăng trưởng ấn tượng với tổng công suất đã đạt tới 500 triệu m<sup>2</sup>/năm, được đánh giá đứng đầu Đông Nam Á và đứng thứ 6 thế giới. Theo quy hoạch của Bộ Xây dựng, tới năm 2020 công suất gạch granit sẽ đạt tới mức 140 triệu m<sup>2</sup>/năm – tăng trưởng kép khoảng 29%/năm - so với mức công suất 60 triệu m<sup>2</sup>/năm của năm 2016. Với nhiều ưu điểm vượt trội (độ cứng cao, chịu lực tốt, không bị bay màu, chống bám bẩn), gạch granit đang ngày càng được ưa chuộng và được nhiều doanh nghiệp tập trung đầu tư để đáp ứng nhu cầu thị trường dự báo sẽ tăng ngày càng cao trong cả ngắn hạn lẫn dài hạn.

#### Vị thế của CTCP CMC trong ngành

Công ty cổ phần CMC (CVT) là một doanh nghiệp uy tín trong ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam, với các sản phẩm chính là các loại gạch lát, gạch ốp (bao gồm ceramics và granit). Ngoài ra công ty còn sản xuất các loại gạch thẻ và từ năm 2016 đưa ra thị trường thêm sản phẩm gạch ngói. Hiện tại, với tổng công suất thiết kế khoảng 18 triệu m<sup>2</sup>/năm và sản lượng sản xuất 2017 đạt 15 triệu m<sup>2</sup>, các sản phẩm gạch ốp lát của CVT đang chiếm khoảng 3% thị phần nội địa và dự kiến nâng lên 4% thị phần sau khi nhà máy CMC2 giai đoạn 3 đi vào hoạt động ổn định trong 2018.



#### Kết quả hoạt động kinh doanh tích cực

Kết quả hoạt động kinh doanh 5 năm gần nhất của CVT cho thấy sự tăng trưởng tích cực của các chỉ tiêu sinh lời. Doanh thu thuần tăng trưởng từ 591 tỷ đồng năm 2013 lên mức 1.180 tỷ đồng năm 2017, đạt mức tăng trưởng 100% trong giai đoạn 2013-2017, tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân đạt 19%/năm. Lợi nhuận sau thuế đạt mức tăng trưởng ấn tượng hơn, từ mức gần 19 tỷ đồng năm 2013 lên mức 174 tỷ đồng năm 2017, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân 73%/năm. Về các dòng tiền hoạt động trong 5 năm gần nhất, chúng tôi đánh giá ở mức tích cực. Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh chính luôn dương qua các năm và tăng dần qua những năm gần đây và đạt mức 1.061 tỷ đồng năm 2017

– mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Chức năng tạo tiền từ hoạt động kinh doanh chính của CMC tăng trưởng rất tốt.

## **Cơ cấu tài chính theo hướng an toàn hơn**

Tổng tài sản, Nợ và Vốn chủ sở hữu của CVT đều tăng trưởng trong 5 năm gần nhất. Điều đáng ghi nhận là những đợt tăng vốn trong những năm gần đây đã góp phần giúp cơ cấu tài sản của CVT biến động theo hướng an toàn tài chính hơn. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng tổng nợ đã giảm dần, năm 2013 tổng nợ chiếm 75% tổng tài sản và tỷ lệ này đã giảm xuống còn 55% vào năm 2017.

## **Năm 2018 đưa sản phẩm mới ra thị trường**

Dự kiến trong năm 2018 CVT sẽ đưa ra thị trường sản phẩm granit thấm muối tan từ dây chuyền 3 triệu m<sup>2</sup>/năm của nhà máy CMC2 giai đoạn 3 và tiếp tục đầu tư dây chuyền sản xuất gạch granit khổ lớn công suất 1 triệu m<sup>2</sup>/năm. Các dây chuyền mới sẽ sử dụng công nghệ nhiên liệu CNG hoặc LPG để nâng cao chất lượng sản phẩm cũng như hiệu suất hoạt động của các nhà máy, dây chuyền.

## **Kế hoạch kinh doanh 2018 khả thi và dự báo Quý 1 tích cực:**

Ban lãnh đạo CVT đã đề ra kế hoạch kinh doanh cho 2018 như sau:

- Sản lượng tiêu thụ: 18 triệu m<sup>2</sup>
- Tổng doanh thu: 1.700 tỷ đồng
- Lợi nhuận trước thuế: 260 tỷ đồng
- Cổ tức dự kiến: 30 – 35%

Cập nhật hoạt động kinh doanh mới nhất, trong quý 1/2018 CVT dự kiến đạt sản lượng tăng trưởng gần 30% so với cùng kỳ 2017. Ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế quý 1/2018 có thể đạt lần lượt 255 tỷ đồng (tăng 30% so với cùng kỳ năm trước) và 33,6 tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ năm trước). Chúng tôi ước tính quý 2/2018 tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vẫn được duy trì khi các dây chuyền CMC 2-3 được hoạt động hết công suất. Trong đại hội cổ đông sắp tới, CVT dự kiến trình phương án mở rộng tiếp dây chuyền CMC 2-3 thêm 1,5 triệu m<sup>2</sup>.

## **Khuyến nghị**

Với kết quả kinh doanh dự báo quý 1/2018 khá tích cực trong bối cảnh triển vọng vĩ mô diễn biến thuận lợi (GDP Quý 1/2018 ước đạt 7,4% - mức cao nhất cùng kỳ trong nhiều năm trở lại đây), chúng tôi dự báo CVT sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2018. Căn cứ theo kế hoạch hoạt động kinh doanh, EPS 2018 dự báo sẽ tăng trưởng 20%, từ mức 6.170 đồng/cp lên mức 7.400 đồng/cp vào cuối 2018. Với mức P/E 8 lần, thị giá hợp lý của cổ phiếu CVT tương ứng 59.000 đồng/cp, cao hơn 22,9% so với thị giá hiện tại của CVT là 48.000 đồng/cp. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu CVT cho mục tiêu đầu tư trung – dài hạn trong 6-12 tháng tới.

## TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

### Tổng quan ngành gạch ốp lát

Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ đô thị hóa cao, với tỷ lệ đô thị hóa hiện nay là khoảng 34,7% trên tổng dân số 95 triệu người. Với tốc độ đô thị hóa đạt khoảng 3,5%/năm, dự báo tới năm 2025 tỷ lệ dân số đô thị tại Việt Nam sẽ đạt 50% dân số. Theo đánh giá của World Bank, Việt Nam đang đạt tỷ lệ cơ cấu dân số vàng, cứ hai người trong độ tuổi lao động sẽ kèm một người phụ thuộc, và cơ cấu dân số này sẽ duy trì trong khoảng 15 năm tới. Hiện nay, độ tuổi trung bình của người dân Việt Nam là 31 tuổi và thuộc cơ cấu dân số trẻ.

Với cơ cấu dân số trẻ, tốc độ đô thị hóa nhanh, có thể thấy tiềm năng cho sự phát triển của ngành xây dựng là rất lớn. Theo báo cáo của Bộ Xây dựng, năm 2017 tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng ở mức khá cao, đạt 8,7% so với 2016 và đóng góp 0,54 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng GDP, đứng thứ ba trong số những ngành đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng GDP 2017 của Việt Nam. Tính đến hết năm 2017, diện tích bình quân nhà ở tại Việt Nam đạt 23,4 m<sup>2</sup> sàn/người, tăng 0,6 m<sup>2</sup> sàn so với 2016. Màng vật liệu xây dựng là một trong những điểm sáng với xuất khẩu xi măng đứng đầu Asean và đứng thứ 10 thế giới; các sản phẩm vật liệu xây dựng ngày càng được nâng cao chất lượng và đáp ứng tốt hơn các tiêu chuẩn khắt khe.

Là một mảng quan trọng trong ngành vật liệu xây dựng, ngành gạch ốp lát Việt Nam đã đạt được những dấu ấn tăng trưởng ấn tượng với tổng công suất đã đạt tới 500 triệu m<sup>2</sup>/năm, được đánh giá đứng đầu Đông Nam Á và đứng thứ 6 thế giới. Ngoài những doanh nghiệp nội địa đầu tư vào ngành gạch ốp lát đã xây dựng được tên tuổi và thương hiệu như Viglacera, Đồng Tâm, Hoàng Gia, Thạch Bàn,... còn có sự tham gia cũng nhiều doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài như Taicera, Prime,... với năng lực sản xuất lớn, đóng góp tích cực vào sự sôi động của ngành gạch ốp lát của Việt Nam. Gạch lát và gạch ốp (ceramics và granit) là những sản phẩm chính chiếm tỷ trọng lớn trong ngành, với tổng công suất hiện chiếm hơn 90% công suất thiết kế ngành, còn lại là các loại gạch cotto, porcelain chiếm chưa đến 10% còn lại. Theo quy hoạch của Bộ Xây dựng, tới năm 2020 công suất gạch granit sẽ đạt tới mức 140 triệu m<sup>2</sup>/năm – tăng trưởng kép khoảng 29%/năm - so với mức công suất 60 triệu m<sup>2</sup>/năm của năm 2016. Với nhiều ưu điểm vượt trội (độ cứng cao, chịu lực tốt, không bị bay màu, chống bám bẩn), gạch granit đang ngày càng được ưa chuộng và được nhiều doanh nghiệp tập trung đầu tư để đáp ứng nhu cầu thị trường dự báo sẽ tăng ngày càng cao trong cả ngắn hạn lẫn dài hạn.

### Tổng quan về Công ty cổ phần CMC

Công ty cổ phần CMC (CMC - mã cổ phiếu CVT niêm yết sàn HSX) là một doanh nghiệp uy tín trong ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam, với các sản phẩm chính là các loại gạch lát, gạch ốp (bao gồm ceramics và granit). Ngoài ra công ty còn sản xuất các loại gạch thẻ và từ năm 2016 đưa ra thị trường thêm sản phẩm gạch ngói. Hiện tại, CVT và tập đoàn Prime là 2 đơn vị sản xuất gạch được thị trường đánh giá cao bởi sản phẩm chất lượng tốt, có nhiều mẫu mã đa dạng cũng như liên tục thay đổi để đáp ứng nhu cầu thị trường. Hiện tại, với tổng công suất thiết kế khoảng 18 triệu m<sup>2</sup>/năm và sản lượng sản xuất 2017 đạt 15 triệu m<sup>2</sup>, các sản phẩm gạch ốp lát của CVT chiếm khoảng 3% thị phần nội địa và dự kiến nâng lên 4% thị phần sau khi nhà máy CMC2 giai đoạn 3 đi vào hoạt động ổn định trong 2018.

Tiền thân là Nhà máy Bê tông Việt Trì được thành lập vào năm 1958, Công ty công nghiệp Bê tông và Vật liệu xây dựng đã thực hiện cổ phần hóa vào năm 2006 và đổi tên thành Công ty cổ phần CMC với vốn điều lệ 40 tỷ đồng. CVT đã trải qua 4 lần tăng vốn điều lệ và đến 2017 vốn điều lệ của công ty đã đạt

282 tỷ đồng. Năm 2017, công ty thực hiện chuyển niêm yết cổ phiếu sang Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSX) sau một thời gian dài 8 năm từ năm 2009 niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Đây được đánh giá là một bước phát triển của CVT đáp ứng nhu cầu của cổ đông khi tiến hành chuyển sang niêm yết tại sàn giao dịch đòi hỏi khắt khe hơn về nhiều tiêu chí (quy mô vốn, kết quả kinh doanh, công bố thông tin,...), qua đó góp phần nâng cao khả năng giám sát của cổ đông, thúc đẩy năng lực quản trị của doanh nghiệp và cũng đồng thời có nhiều cơ hội hơn trong huy động vốn từ những cổ đông chuyên nghiệp, các tổ chức lớn trong và ngoài nước. Song song với quá trình tăng vốn, công suất của các nhà máy thuộc CVT cũng được nâng dần. Giai đoạn 2010-2016 công suất các nhà máy liên tục được mở rộng: năm 2010 xây dựng nhà máy gạch CMC số 2 (giai đoạn 1) với công suất thiết kế 5 triệu m<sup>2</sup>/năm; năm 2015 xây dựng giai đoạn 2 của nhà máy gạch CMC số 2 với công suất 10 triệu m<sup>2</sup>/năm; năm 2017 bắt đầu triển khai giai đoạn 3 xây dựng nhà máy gạch CMC số 2 với công suất thiết kế 18 triệu m<sup>2</sup>/năm. Dự kiến trong năm 2018, CVT sẽ tiếp tục đầu tư dây chuyền sản xuất gạch granit cỡ lớn đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của thị trường về loại sản phẩm này.

## Một số sản phẩm của CMC



(Nguồn: Công ty cổ phần CMC)

Từ khi thành lập và phát triển đến nay, CVT vẫn dùng đất sét là nguyên liệu chính sản xuất ra các loại sản phẩm gạch. Nguồn nguyên liệu đều sẵn có trong nước, chủ yếu tập trung ở các tỉnh phía Bắc như Quảng Ninh, Hải Dương, Bắc Giang, Phú Thọ, khá thuận lợi cho việc vận chuyển và sản xuất của Công ty. Nhiên liệu để cung cấp năng lượng cho quá trình sản xuất đang được công ty sử dụng than đốt lò với nguồn nhập than chủ yếu từ Quảng Ninh, với nguồn nhập dồi dào và giá thành thấp. Tuy nhiên, CVT đang có kế hoạch đưa khí nén CNG hoặc khí hóa lỏng LPG vào thay thế cho than trong quá trình sản xuất. Giá thành của CNG và LPG hiện đã giảm đáng kể so với trước đây và nhiên liệu này có những đặc tính ưu việt so với than như: nhiệt ổn định hơn, không bị bụi than do vậy đảm bảo độ bền cho máy móc tốt hơn cũng như giảm thiểu thời gian đốt lò. Chúng tôi đánh giá đây cũng là một chiến lược phát triển đúng đắn của CVT, vừa nâng cao hiệu quả sản xuất và góp phần bảo vệ môi trường tốt hơn.

Sản phẩm của CVT ngoài 2 dòng chính là gạch lát và gạch ốp còn có gạch trang trí và gạch ngói. Sản phẩm gạch lát hiện tại có nhiều chủng loại kích cỡ từ 200x200mm đến 800x800mm, sản phẩm gạch ốp kích cỡ từ 250x400mm đến 500x860mm. Các loại gạch thẻ (gạch trang trí) và ngói cũng khá nhiều chủng loại kích cỡ và màu sắc đa dạng. CVT được đánh giá là một trong số những doanh nghiệp chịu khó thay đổi mẫu mã, kích thước sản phẩm trên thị trường nhằm theo kịp thị hiếu của người tiêu dùng.

Công ty đang sử dụng công nghệ tự động hóa, tráng men, nung ở nhiệt độ cao của Italia và Tây Ban Nha. CVT đã nghiên cứu và đầu tư dây chuyền sản xuất gạch granit thấm muối tan cao cấp sẽ cho ra sản phẩm với những đặc tính vượt trội như tính đồng nhất, độ bền cơ lý cao và đa dạng về màu sắc, mẫu mã so với dòng gạch ceramics và granit phổ biến trên thị trường hiện nay. Dự kiến khi ra mắt sản phẩm mới trong năm 2018, CMC sẽ là đơn vị đầu tiên của Việt

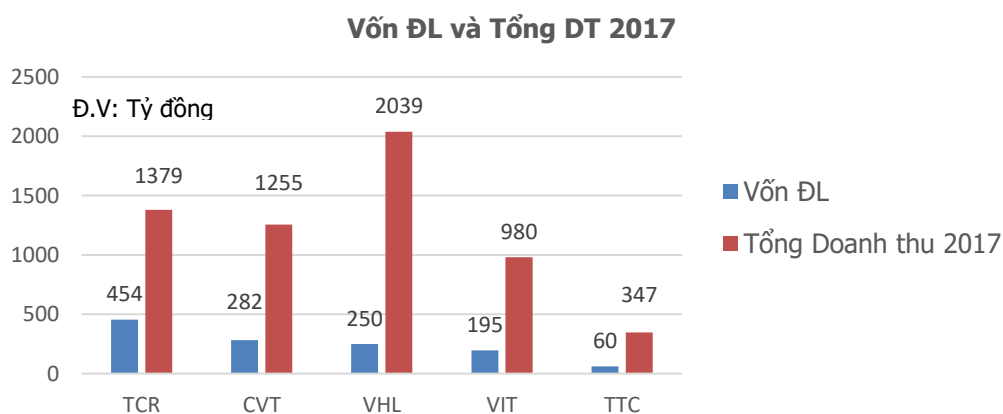
Nam sản xuất lợi gạch chất lượng cao này, và có thể dần thay thế các sản phẩm nhập khẩu tương tự. Ngoài ra, CMC cũng đang tiếp cận công nghệ sản xuất gạch granit khổ lớn tiên tiến nhất thế giới hiện nay, nếu khả thi sẽ lắp đặt dây chuyền sản xuất mới trong 1-2 năm tới. Hiện tại, CVT đăng ký quản lý chất lượng sản phẩm theo tiêu chuẩn ISO 9001:2008 và từ năm 2014 sản phẩm của CMC đối với gạch lát và gạch ốp đã được chứng nhận phù hợp tiêu chuẩn châu Âu E14411.

Mạng lưới phân phối sản phẩm và các khách hàng truyền thống của CVT tập trung chủ yếu tại khu vực phía Bắc, nơi tiêu thụ khoảng 80% các sản phẩm của CVT. Tính đến hết năm 2017, CVT đang có khoảng 70 đại lý phân phối trong cả nước và 70% trong số đó tập trung tại miền Bắc. Trong năm 2017, CVT đã thực hiện ký kết nhiều hợp đồng khác hàng lớn, có thể kể đến một số hợp đồng bán hàng tiêu biểu như:

| STT | Tên Khách hàng                            | Địa chỉ  | Hàng hóa                   | Thời gian thực hiện Hợp đồng | Giá trị Hợp đồng (đồng) |
|-----|---|--|----------------------------|------------------------------|-------------------------|
| 1   | Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Bình Minh    | Đường Hùng Vương, Khu 4, Phường Vân Phú, Việt Trì, Phú Thọ | Gạch ceramics, granit Ngói | 2017                         | 140.626.500.000         |
| 2   | Công ty TNHH Hương Tài                    | Tổ 3, khu 11, Phường Nông Trang, Việt Trì, Phú Thọ         | Gạch ceramics, granit Ngói | 2017                         | 28.650.000.000          |
| 3   | Công ty TNHH Thương Mại Tuần Hồng Phú Thọ | Tổ 11, Phố Anh Dũng, Phường Tiên Cát, Việt Trì, Phú Thọ    | Gạch ceramics, granit Ngói | 2017                         | 55.369.420.000          |
| 4   | Công ty TNHH Việt Hương                   | 37A Điện Biên Phủ, Đường Chinh Gián, Thanh Khê, Đà Nẵng    | Gạch ceramics, granit Ngói | 2017                         | 53.420.560.000          |
| 5   | Công ty TNHH Đại Thanh                    | Khu Cửa Đồng, Thị Trấn Hương Canh, Bình Xuyên, Vĩnh Phúc   | Gạch ceramics, granit Ngói | 2017                         | 14.230.950.000          |

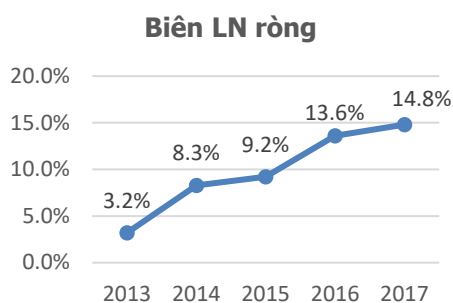
(Nguồn: Bản cáo bạch CMC 2017)

Sau khi thực hiện chuyển sản niêm yết từ HNX sang HSX vào tháng 10/2017, CVT (mã niêm yết của CTCP CMC) là một trong số những mã cổ phiếu đại diện cho doanh nghiệp ngành gạch ốp lát có quy mô hàng đầu về vốn điều lệ và doanh thu so với các doanh nghiệp niêm yết trên cả 2 sàn (HSX, HNX). So sánh một số doanh nghiệp ngành gạch ốp lát trên 2 sàn về quy mô vốn điều lệ và tổng doanh thu 2017 như sau:



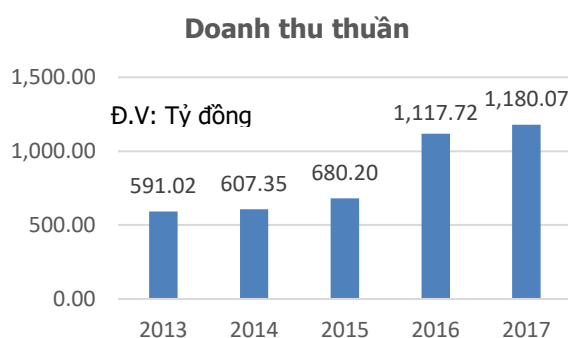
(Nguồn: VNCS tổng hợp)

## KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

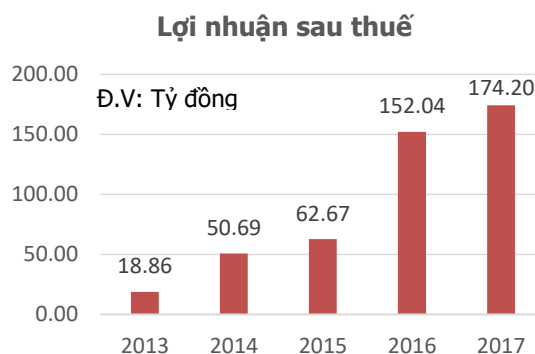


(Nguồn: BCTC CMC; VNCS tổng hợp)

Kết quả hoạt động kinh doanh 5 năm gần nhất của CVT cho thấy sự tăng trưởng tích cực của các chỉ tiêu sinh lời. Doanh thu thuần tăng trưởng từ 591 tỷ đồng năm 2013 lên mức 1.180 tỷ đồng năm 2017, đạt mức tăng trưởng 100% trong giai đoạn 2013-2017, tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân đạt 19%/năm. Lợi nhuận sau thuế đạt mức tăng trưởng ấn tượng hơn, từ mức gần 19 tỷ đồng năm 2013 lên mức 174 tỷ đồng năm 2017, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân 73%/năm. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng rất cao dẫn đến biên lợi nhuận ròng đều đạt mức tăng trưởng dương hàng năm, trong 2 năm gần nhất biên lợi nhuận ròng tăng trưởng 2 con số đạt 13,6% và 14,8% lần lượt vào các năm 2016 và 2017.

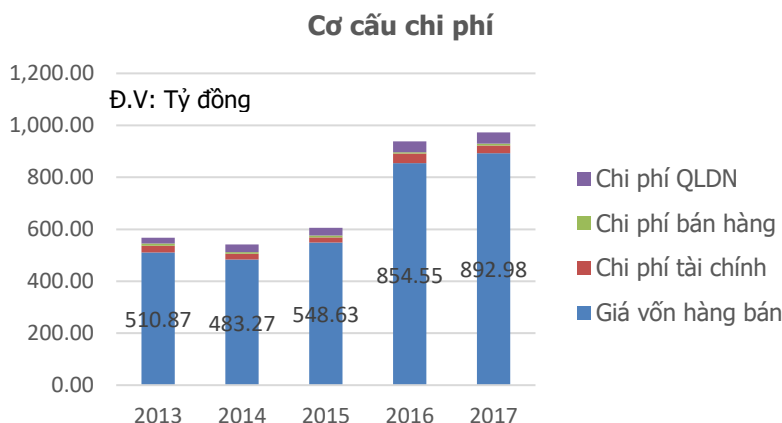


(Nguồn: BCTC CMC; VNCS tổng hợp)



(Nguồn: BCTC CMC; VNCS tổng hợp)

Giá vốn hàng bán vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất và duy trì khoảng 90% trong cơ cấu chi phí và duy trì tỷ lệ này trong nhiều năm trở lại đây. Trong nhóm các chi phí còn lại chiếm khoảng 10%, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí tài chính lần lượt ở các vị trí tiếp theo; chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng nhỏ nhất và không có nhiều biến động qua nhiều năm. Qua biến động cơ cấu chi phí, có thể thấy hoạt động sản xuất vẫn được chú trọng lớn nhất trong tương quan so sánh với hoạt động thương mại. Tuy vậy, hiện CVT có hơn 70 đại lý phân phối trên cả 3 miền và số lượng còn đang tiếp tục được tăng lên, do vậy chúng tôi dự báo hoạt động thương mại sẽ được CVT gia tăng tỷ trọng trong những năm tới.

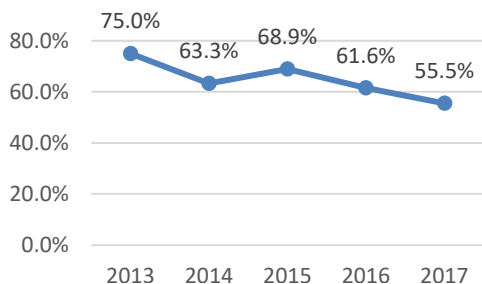


(Nguồn: BCTC CMC; VNCS tổng hợp)

Tổng tài sản, Nợ và Vốn chủ sở hữu của CVT đều tăng trưởng trong 5 năm gần nhất. Điều đáng ghi nhận là những đợt tăng vốn trong những năm gần đây đã góp phần giúp cơ cấu tài sản của CVT biến động theo hướng an toàn tài chính hơn. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng tổng nợ đã giảm dần, năm 2013 tổng nợ chiếm

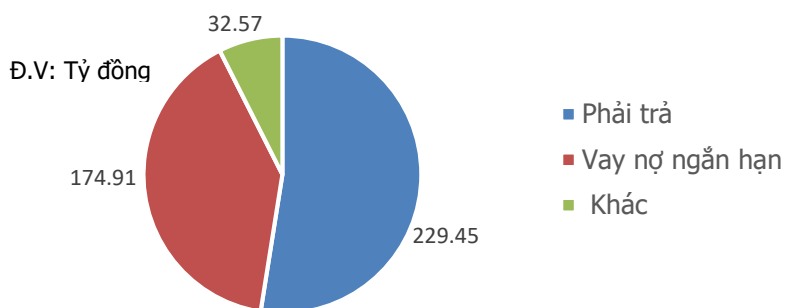
75% tổng tài sản và tỷ lệ này đã giảm xuống còn 55% vào năm 2017. Trong cơ cấu tổng nợ năm tài chính gần nhất 2017, nợ ngắn hạn vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất, tuy vậy khoản mục "phải trả" đạt 229 tỷ đồng - chiếm hơn 50% nợ ngắn hạn, khoản mục "vay nợ ngắn hạn" chỉ chiếm 175 tỷ đồng - chiếm chưa đến một nửa trong tổng giá trị 437 tỷ đồng nợ ngắn hạn. Xét riêng khoản vay nợ ngân hàng cả ngắn và dài hạn trong năm 2017 của CVT đạt 404,5 tỷ đồng, chỉ chiếm 33,6% tổng tài sản.

**Tỷ trọng Tổng nợ / Tổng TS**



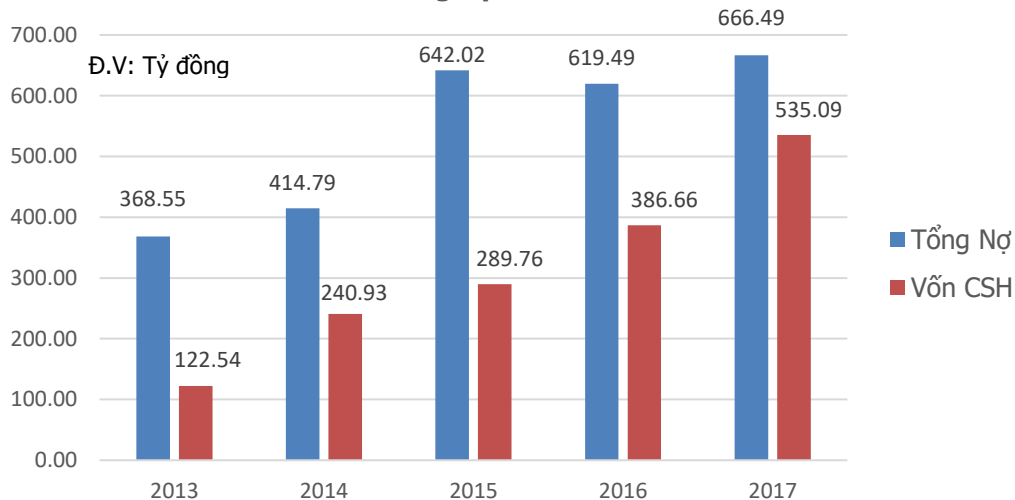
(Nguồn: BCTC CMC; VNCS tổng hợp)

**Cơ cấu Nợ ngắn hạn 2017**



(Nguồn: BCTC CMC; VNCS tổng hợp)

**Tổng nợ và Vốn CSH**

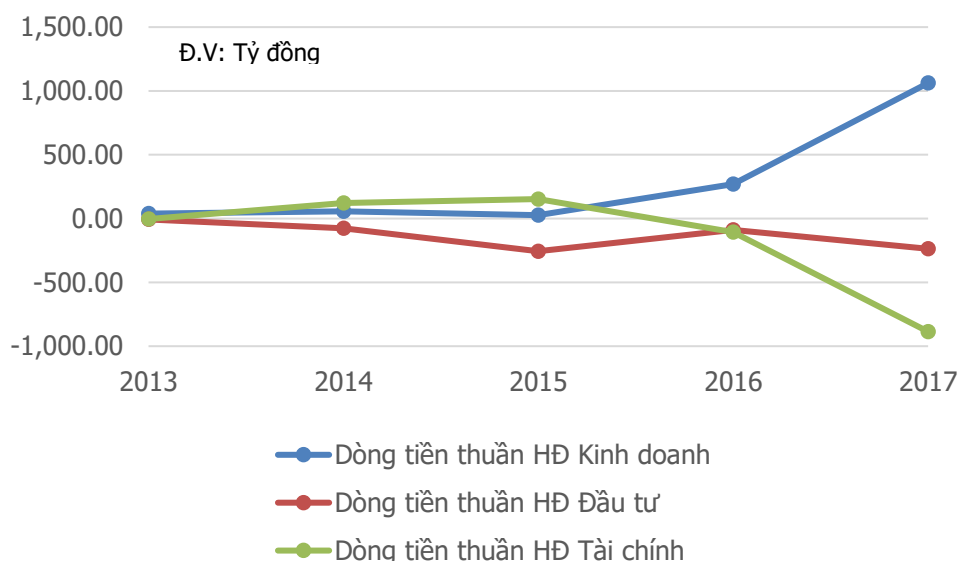


(Nguồn: BCTC CMC; VNCS tổng hợp)

Về các dòng tiền hoạt động trong 5 năm gần nhất, chúng tôi đánh giá ở mức tích cực. Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh chính luôn dương qua các năm và tăng dần qua những năm gần đây và đạt mức 1.061 tỷ đồng năm 2017 – mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Chức năng tạo tiền từ hoạt động kinh doanh chính của CVT tăng trưởng rất tốt. Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư âm chủ yếu chi trả cho các hoạt động đầu tư tài sản cố định (nhà máy, dây chuyền sản xuất), chứng tỏ CVT vẫn đang mở rộng đầu tư và đang ở trong chu kỳ phát triển của doanh nghiệp. Dòng tiền từ hoạt động tài chính dương trong 3 năm từ 2013 đến 2015 và bắt đầu đạt các giá trị âm trong 2 năm gần nhất, khi lần lượt đạt -106 tỷ đồng năm 2016 và - 886 tỷ đồng năm 2017, do trong những năm gần đây CVT tăng cường trả các khoản đi vay, giảm nợ và tiến hành tăng vốn; do vậy cơ cấu tài sản của CVT ngày càng tiến triển theo hướng an toàn hơn, giảm đòn bẩy tài chính và tăng cường vốn tự có để đầu tư phát

triển sản xuất. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá cả 3 dòng tiền hoạt động của CVT trong 5 năm trở lại đây biến động tích cực, lành mạnh.

## Dòng tiền hoạt động



(Nguồn: BCTC CMC; VNCS tổng hợp)

## ĐỊNH HƯỚNG CHIẾN LƯỢC CỦA CMC TRONG THỜI GIAN TỚI

Định hướng của CVT trong những năm tới là hướng đến các sản phẩm ở phân khúc cao hơn, cạnh tranh bằng chất lượng sản phẩm ưu việt về độ bền cao, kiểu dáng màu sắc đa dạng, hiện đại nhằm bao phủ rộng hơn thị hiếu của người tiêu dùng. Xu hướng phát triển ngành gạch men hiện nay trên thế giới đang dần hướng tới các sản phẩm có giá trị gia tăng cao, chất lượng tốt, đảm bảo độ bền và thẩm mỹ theo thời gian, do đó các sản phẩm gạch granit đang ngày càng thâm nhập sâu rộng vào thị trường và thay thế gạch ceramics truyền thống. Để thực hiện mục tiêu chiến lược này, dự kiến trong năm 2018 CVT sẽ đưa ra thị trường sản phẩm granit thẩm muối tan từ dây chuyền 3 triệu m<sup>2</sup>/năm của nhà máy CMC2 giai đoạn 3 và tiếp tục đầu tư dây chuyền sản xuất gạch granit khổ lớn công suất 1 triệu m<sup>2</sup>/năm. Các dây chuyền mới sẽ sử dụng công nghệ nhiên liệu CNG hoặc LPG để nâng cao chất lượng sản phẩm cũng như hiệu suất hoạt động của các nhà máy, dây chuyền.

Thị trường chủ lực của CVT trong thời gian tới vẫn được xác định là thị trường các tỉnh phía Bắc và CVT vẫn tiếp tục mở rộng đại lý tại thị trường này. Các sản phẩm của CVT ngoài mục tiêu tăng thị phần nội địa lên 4%, trong những năm tới CMC còn đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm có giá trị cao đáp ứng chuẩn quốc tế. Một số thị trường xuất khẩu mà các sản phẩm của CVT hướng đến chủ yếu là châu Á và châu Âu: Phippines, Đài Loan, Indonesia, Anh, Thổ Nhĩ Kỳ,...

Để chuẩn bị cho các mục tiêu chiến lược trong hoạt động kinh doanh, dự án gần nhất của CVT là dự án "Đầu tư xây dựng mở rộng nhà máy gạch CMC số 2 (giai đoạn 3)" với tổng mức đầu tư 367 tỷ đồng dự kiến hoàn thành trong giai đoạn quý 4/2017 – quý 1/2018 và dự kiến các sản phẩm gạch granit thẩm muối tan của công ty sẽ ra mắt thị trường trong 2018. Theo phân tích thận trọng của lãnh đạo CVT dựa trên khảo sát và đánh giá thị trường, ngay trong năm 2018 khi giới thiệu sản phẩm gạch granit thẩm muối tan ra thị trường thì sản lượng có thể đạt 75% công suất thiết kế, đóng góp thêm 300 – 350 tỷ đồng vào doanh thu của công ty vào tạo ra thêm lợi nhuận từ 60 – 70 tỷ đồng. Công suất sản xuất dự kiến năm thứ nhất 75% công suất, năm thứ hai 90% công suất và năm thứ ba 100% công suất.



## CẬP NHẬT KẾT QUẢ VÀ KẾ HOẠCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kết thúc năm tài chính 2017, CVT đạt một số kết quả kinh doanh như sau:

- Sản lượng tiêu thụ: 14,42 triệu m<sup>2</sup> (95,77% kế hoạch)
- Tổng doanh thu: 1.255 tỷ đồng (97,3% kế hoạch)
- Lợi nhuận trước thuế: 218 tỷ đồng (128% kế hoạch)
- Cổ tức trả trong năm: Tổng cộng 50%, trong đó 10% bằng tiền (1.000 đồng/cp) và 40% bằng cổ phiếu.

Nhìn chung, Công ty đã hoàn thành các tốt chỉ tiêu kinh doanh đã đề ra. Ban lãnh đạo CVT đã đề ra kế hoạch kinh doanh cho 2018 như sau:

- Sản lượng tiêu thụ: 18 triệu m<sup>2</sup> (tăng 25% so với thực hiện 2017)
- Tổng doanh thu: 1.700 tỷ đồng (tăng 35% so với thực hiện 2017)
- Lợi nhuận trước thuế: 260 tỷ đồng (tăng 20% so với thực hiện 2017)
- Cổ tức dự kiến: 30-35%

Cập nhật hoạt động kinh doanh mới nhất, trong quý 1/2018 CVT đã đạt sản lượng tăng trưởng 31% so với cùng kỳ 2017. Ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế quý 1/2018 sẽ đạt lần lượt 255 tỷ đồng (tăng 30% so với cùng kỳ năm trước) và 33,6 tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ năm trước). Chúng tôi ước tính quý 2/2018 tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vẫn được duy trì khi dây chuyền porcelain CMC 2-3 được hoạt động hết công suất. Trong đại hội cổ đông sắp tới, CMC dự kiến trình phương án mở rộng tiếp dây chuyền CMC 2-3 thêm 1,5 triệu m<sup>2</sup>. Tổng mức đầu tư mở rộng dây chuyền là 80 tỷ, dự kiến 40 tỷ được tài trợ từ nguồn lợi nhuận để lại, còn lại là vốn vay.

Chúng tôi đánh giá tính khả thi cao trong khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2018 của CVT.

### **Khuyến nghị**

Với kết quả kinh doanh dự báo quý 1/2018 khá tích cực trong bối cảnh triển vọng vĩ mô diễn biến thuận lợi (GDP Quý 1/2018 ước đạt 7,4% - mức cao nhất cùng kỳ trong nhiều năm trở lại đây), chúng tôi dự báo CVT sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2018. Căn cứ theo kế hoạch hoạt động kinh doanh, EPS 2018 dự báo sẽ tăng trưởng 20%, từ mức 6.170 đồng/cp lên mức 7.400 đồng/cp vào cuối 2018. Với mức P/E 8 lần, thị giá hợp lý của cổ phiếu CVT tương ứng 59.000 đồng/cp, cao hơn 22,9% so với thị giá hiện tại của CVT là 48.000 đồng/cp. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu CVT cho mục tiêu đầu tư trung - dài hạn trong 6-12 tháng tới.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP CMC

**Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh (Đ.V: tỷ đồng)**

|   | 2013    | 2014    | 2015    | 2016     | 2017     |
|---|---------|---------|---------|----------|----------|
| <b>Doanh thu</b>                                    | 607.58  | 620.85  | 721.90  | 1,189.56 | 1,255.48 |
| <b>Các khoản giảm trừ</b>                           | -16.56  | -13.50  | -41.70  | -71.84   | -75.41   |
| <b>Doanh thu thuần</b>                              | 591.02  | 607.35  | 680.20  | 1,117.72 | 1,180.07 |
| <b>Giá vốn hàng bán</b>                             | -510.87 | -483.27 | -548.63 | -854.55  | -892.98  |
| <b>Lãi gộp</b>                                      | 80.15   | 124.09  | 131.57  | 263.17   | 287.09   |
| <b>Thu nhập tài chính</b>                           | 0.24    | 0.66    | 1.31    | 1.92     | 3.09     |
| <b>Chi phí tài chính</b>                            | -25.86  | -22.26  | -20.52  | -36.88   | -29.41   |
| <b>Trong đó: Chi phí lãi vay</b>                    | -24.13  | -22.14  | -19.55  | -35.91   | -26.73   |
| <b>Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)</b> | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| <b>Chi phí bán hàng</b>                             | -8.35   | -6.18   | -6.56   | -5.16    | -7.71    |
| <b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>                 | -22.78  | -29.35  | -29.75  | -41.49   | -42.19   |
| <b>Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh</b>             | 23.41   | 66.96   | 76.04   | 181.56   | 210.88   |
| <b>Thu nhập khác</b>                                | 2.43    | 2.76    | 4.57    | 9.36     | 7.32     |
| <b>Chi phí khác</b>                                 | -0.52   | -3.51   | -0.13   | -0.59    | -0.13    |
| <b>Thu nhập khác, ròng</b>                          | 1.91    | -0.75   | 4.45    | 8.77     | 7.19     |
| <b>Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh</b>               | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| <b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>                     | 25.32   | 66.21   | 80.49   | 190.34   | 218.07   |
| <b>Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời</b>       | -6.45   | -15.52  | -17.82  | -38.29   | -43.87   |
| <b>Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại</b>        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| <b>Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp</b>           | -6.45   | -15.52  | -17.82  | -38.29   | -43.87   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                           | 18.86   | 50.69   | 62.67   | 152.04   | 174.20   |
| <b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>                 | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| <b>Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ</b>         | 18.86   | 50.69   | 62.67   | 152.04   | 174.20   |

**Bảng Cân đối kế toán (Đ.V: tỷ đồng)**

|   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016     | 2017     |
|---|--------|--------|--------|----------|----------|
| <b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>                             | 208.10 | 382.06 | 383.84 | 465.49   | 504.64   |
| <b>Tiền và tương đương tiền</b>                     | 51.04  | 151.79 | 75.42  | 149.24   | 88.41    |
| <b>Tiền</b>   | 51.04  | 151.79 | 40.42  | 54.24    | 48.41    |
| <b>Các khoản tương đương tiền</b>                   | 0.00   | 0.00   | 35.00  | 95.00    | 40.00    |
| <b>Các khoản phải thu</b>                           | 26.49  | 48.71  | 25.89  | 34.11    | 53.21    |
| <b>Hàng tồn kho, ròng</b>                           | 130.27 | 180.59 | 257.56 | 266.62   | 350.59   |
| <b>Tài sản lưu động khác</b>                        | 0.30   | 0.97   | 24.97  | 15.52    | 12.43    |
| <b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>                              | 283.00 | 273.66 | 547.94 | 540.65   | 696.94   |
| <b>Tài sản cố định</b>                              | 275.50 | 267.72 | 251.93 | 506.65   | 434.98   |
| <b>Tài sản dở dang dài hạn</b>                      | 0.00   | 0.00   | 291.55 | 31.03    | 261.96   |
| <b>Chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang dài hạn</b> | 0.00   | 0.00   | 1.32   | 1.32     | 0.00     |
| <b>Xây dựng cơ bản dở dang</b>                      | 0.00   | 0.00   | 290.23 | 29.71    | 261.96   |
| <b>Đầu tư dài hạn</b>                               | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     |
| <b>Tài sản dài hạn khác</b>                         | 7.50   | 5.94   | 4.46   | 2.97     | 0.00     |
| <b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>                            | 491.10 | 655.72 | 931.78 | 1,006.15 | 1,201.57 |
| <b>NỢ PHẢI TRẢ</b>                                  | 368.55 | 414.79 | 642.02 | 619.49   | 666.49   |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>                                  | 271.17 | 296.62 | 384.39 | 462.73   | 436.93   |
| <b>Nợ dài hạn</b>                                   | 97.38  | 118.17 | 257.63 | 156.76   | 229.56   |
| <b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>                               | 122.54 | 240.93 | 289.76 | 386.66   | 535.09   |
| <b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>                          | 491.10 | 655.72 | 931.78 | 1,006.15 | 1,201.57 |

## Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

|  | Đơn vị | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      |
|--|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Nhóm hệ số sinh lời</b>               |        |           |           |           |           |           |
| ROE%                                     | %      | 15.92%    | 27.89%    | 23.62%    | 44.95%    | 37.80%    |
| ROA%                                     | %      | 3.92%     | 8.84%     | 7.90%     | 15.69%    | 15.78%    |
| Doanh số/CP                              | VNĐ    | 73,878.00 | 37,960.00 | 35,427.00 | 58,215.00 | 41,811.00 |
| EPS cơ bản                               | VNĐ    | 2,358.00  | 3,168.00  | 2,892.00  | 7,523.00  | 6,172.00  |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                    | %      | 13.56%    | 20.43%    | 19.34%    | 23.55%    | 24.33%    |
| Tỷ suất EBITDA                           | %      | 13.35%    | 21.52%    | 20.59%    | 28.02%    | 28.31%    |
| Tỷ suất EBIT                             | %      | 8.30%     | 14.58%    | 14.00%    | 19.37%    | 20.10%    |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %           | %      | 4.28%     | 10.90%    | 11.83%    | 17.03%    | 18.48%    |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                  | %      | 3.19%     | 8.35%     | 9.21%     | 13.60%    | 14.76%    |
| <b>Nhóm hệ số khả năng thanh toán</b>    |        |           |           |           |           |           |
| Tỷ suất thanh toán nhanh                 | Lần    | 0.29      | 0.68      | 0.26      | 0.40      | 0.32      |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời             | Lần    | 0.77      | 1.29      | 1.00      | 1.01      | 1.15      |
| <b>Nhóm hệ số hiệu quả hoạt động</b>     |        |           |           |           |           |           |
| Hệ số quay vòng tài sản                  | Lần    | 1.23      | 1.06      | 0.86      | 1.15      | 1.07      |
| Hệ số quay vòng vốn CSH                  | Lần    | 4.99      | 3.34      | 2.56      | 3.30      | 2.56      |
| Hệ số quay vòng phải thu khách hàng      | Lần    | 28.36     | 34.73     | 36.54     | 47.09     | 41.12     |
| Thời gian trung bình thu tiền khách hàng | Ngày   | 13.00     | 11.00     | 10.00     | 8.00      | 9.00      |
| Hệ số quay vòng HTK                      | Lần    | 3.83      | 3.11      | 2.50      | 3.26      | 2.89      |
| <b>Cơ cấu tài sản</b>                    |        |           |           |           |           |           |
| Vốn vay dài hạn/Vốn CSH                  | Lần    | 0.79      | 0.49      | 0.89      | 0.41      | 0.43      |
| Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản             | Lần    | 0.20      | 0.18      | 0.28      | 0.16      | 0.19      |
| Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH                 | Lần    | 1.97      | 1.23      | 1.57      | 1.03      | 0.76      |
| Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản            | Lần    | 0.49      | 0.45      | 0.49      | 0.40      | 0.34      |

### Liên hệ trung tâm nghiên cứu VNCS:

Email: [vncs.research@vn-cs.com](mailto:vncs.research@vn-cs.com)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS) 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.

| <b>Xếp hạng</b>    | <b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b> |
|--------------------|---|
| MUA                | $\geq 20\%$   |
| KHẢ QUAN           | Từ 10% đến 20%  |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Từ -10% đến +10%                                      |
| KÉM KHẢ QUAN       | Từ -10% đến - 20%                                     |
| BÁN                | $\leq -20\%$  |

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2018 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VNCS 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 VNCS. 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 VNCS.

### **TRỤ SỞ VNCS**

Tầng 3 Grand Plaza, số 117 Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099

Website: [www.vn-cs.com](http://www.vn-cs.com)