

#### BSC RESEARCH

##### Trưởng phòng

**Trần Thăng Long**  
longtt@bsc.com.vn

##### Nhóm thực hiện

**Nguyễn Hồng Hà**  
hanh@bsc.com.vn

**Lê Thị Trang**  
tranglt@bsc.com.vn

#### Mục lục

Cơ hội turnaround khi ngành bị lãng quên.....	1
Tổng hợp KQKD các doanh nghiệp 2015.....	3
Rủi ro đầu tư.....	4

Báo cáo này chỉ là nguồn thông tin tham khảo. Vui lòng đọc kỹ phần Khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

## Tính chu kỳ và TTCK

Trong tự nhiên có thể nhận thấy tính chu kỳ xuất hiện ở mọi nơi: Từ chuyển động lớn trái đất quay quanh mặt trời đến chuyển động nhỏ của nguyên tử, hay từ chuyển biến thời tiết giữa 4 mùa đến cả giai điệu trong âm nhạc. Thị trường chứng khoán là nơi mà tính chu kỳ thể hiện rõ nhất. Giá cổ phiếu có thể rớt xuống chỉ còn 100 đồng mà cũng có thể lên đến hàng triệu đồng. Miễn sao doanh nghiệp không phá sản, việc cổ phiếu phục hồi trở lại sau khi kết thúc một chu kỳ kinh doanh âm ảm là điều không hiếm có.

## Cổ phiếu và cốc trà đá

Các cổ phiếu có tính chất chu kỳ cao thường được xếp vào dạng cần lưu ý bởi cơ hội lớn nhất thường xuất hiện khi có sự lệch pha giữa các yếu tố cơ bản và mức giá thị trường. Thông thường sẽ có độ trễ nhất định khi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đã thực sự phục hồi mà giá của cổ phiếu thường chưa phản ánh hết (và ngược lại). Rất nhiều cổ phiếu trên thị trường Việt Nam các năm gần đây đã bắt đầu với mức giá bằng một cốc trà đá và không ai quan tâm. Chắc hẳn nhà đầu tư chưa quên các case turnaround kinh điển của thị trường chứng khoán Việt Nam như TCM của năm 2013, HT1 của 2014 hay gần đây nhất là TMT của 2015. Thông thường câu chuyện không chỉ dừng ở một cổ phiếu cá biệt, mà nó còn mở rộng trong cả ngành đó, tạo nên những trận đánh để đời được kể lại cho các thế hệ nhà đầu tư sau này.

## Ngành gạch men và những cổ phiếu bị lãng quên

Câu chuyện mà BSC Research muốn kể ngày hôm nay là trường hợp đầu tiên xuất hiện trong lịch sử thị trường chứng khoán niêm yết: từ âm hết vốn chủ chuyển sang có lãi trở lại, thậm chí ở mức EPS rất cao. Đó là câu chuyện của ngành gạch men.

BSC Research đã theo sát ngành này kể từ khi TCT Viglacera IPO chỉ bán được 19,47 triệu cổ phần, tương đương 25,3% ([Link1](#), [Link 2](#)). Sau đó chúng tôi lần lượt phát hành báo cáo về các doanh nghiệp [VIT](#), [CVT](#), [TLT](#), [TCR](#), [TTC](#) và thể hiện quan điểm lạc quan đối với ngành Gạch men như trong Báo cáo triển vọng ngành 2016 ([Link trang 24,25](#)) khi nhận thấy sự phục hồi của ngành đang lan tỏa.

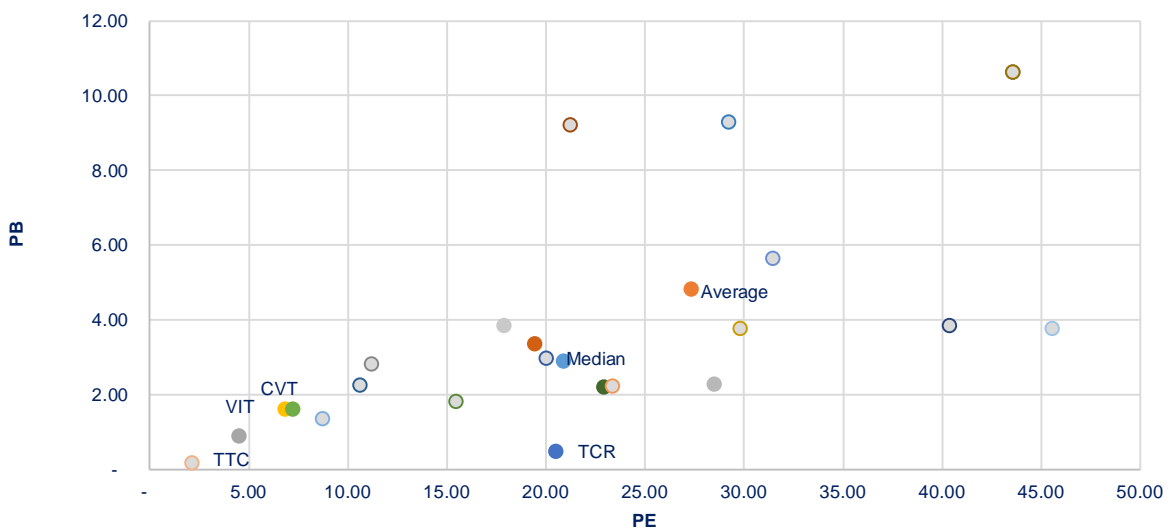
Với một quốc gia đang phát triển như Việt Nam, nơi có dân số đông và nhu cầu nhà ở, thương mại, tiêu dùng còn nhiều tiềm năng phát triển, nhu cầu Vật liệu xây dựng nói chung và sản phẩm gạch lát nói riêng sẽ còn tăng trưởng mạnh. Xét về định giá ngành gạch đang có mức P/E FW dao động từ 3 – 7 và PB phổ biến từ 0.63 – 1. So sánh với nhóm cổ phiếu gạch men toàn cầu theo thống kê của Bloomberg (có vốn hóa gần sát với các doanh nghiệp Việt Nam), chúng tôi cho rằng các cổ phiếu gạch men trong nước vẫn đang ở mức định giá hấp dẫn. Khuyến nghị khả quan của chúng tôi vẫn gồm: VGC, VIT, CVT, TLT, TCR, TTC...

## Cơ hội turnaround khi ngành bị lãng quên

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm lạc quan đối với ngành Gạch men như trong Báo cáo triển vọng ngành 2016 ([Link trang 24,25](#)). Sự phục hồi chính từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của các doanh nghiệp ngành gạch điển hình như [VGC](#), [VIT](#), [CVT](#), [TLT](#), [TCR](#), [TTC](#) phần nào củng cố cho nhận định của chúng tôi. BSC Research đã lần lượt phát hành các báo cáo phân tích về các doanh nghiệp ngành gạch lát nói trên. (click vào từng mã để cập nhật các báo cáo của BSC Research).

Đồ thị 1

**So sánh PE và PB ngành Gạch ốp**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

### Giai đoạn khó khăn: Thua lỗ đến âm vốn chủ

Ngành gạch lát từ lâu đã không nhận được sự quan tâm của nhà đầu tư, một phần do những khó khăn về tiêu thụ trong suốt thời kỳ BĐS đóng băng 2011-2013. Đa số doanh nghiệp VLXD, trong đó có các doanh nghiệp gạch men đã trải qua giai đoạn tiêu thụ khó khăn, nhu cầu nội địa giảm sút thêm vào đó là bị cạnh tranh mạnh mẽ bởi gạch nhập khẩu. Một số doanh nghiệp trong giai đoạn này còn chịu thua lỗ đến âm vốn chủ.

### Tái cơ cấu thành công: Giành lại thị phần

Dù vậy khi xây dựng dân dụng phục hồi, cộng với các dự án xây dựng công trình bắt đầu bước vào giai đoạn hoàn thiện thì nhu cầu về gạch men bắt đầu tăng trở lại. Thêm vào đó, trong những năm khó khăn, nhiều doanh nghiệp đã tái cơ cấu thành công, nâng cao chất lượng sản phẩm, hạ giá thành, cải tiến công nghệ và khả năng phân phối, dần cạnh tranh tốt với gạch nhập khẩu và lấy lại thị trường trong nước và xuất khẩu. Kết quả là hoạt động kinh doanh cốt lõi của nhiều doanh nghiệp đã có sự cải thiện vượt bậc. Lần đầu tiên trong lịch sử TTCK niêm yết, có cổ phiếu từ âm hết vốn chủ đã không chỉ có lãi trở lại mà còn đạt mức EPS cao.

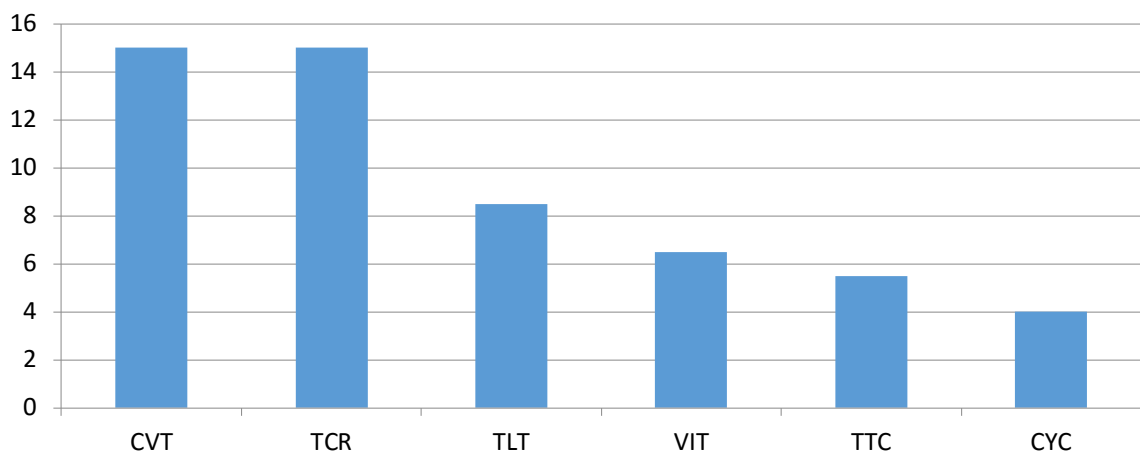
## Thị trường vẫn chưa đánh giá hết tiềm năng.

Với một quốc gia đang phát triển như Việt Nam, nơi có dân số đông và nhu cầu nhà ở, thương mại, tiêu dùng còn nhiều tiềm năng phát triển, nhu cầu Vật liệu xây dựng nói chung và sản phẩm gạch lát nói riêng sẽ còn tăng trưởng mạnh. Xét về định giá ngành gạch men đang có mức P/E FW dao động từ 3 đến 7 lần và PB phổ biến từ 0.63 đến 1 lần. So sánh với nhóm cổ phiếu gạch men toàn cầu theo thống kê của Bloomberg (có vốn hóa gần sát với các doanh nghiệp Việt Nam), chúng tôi cho rằng các cổ phiếu gạch men trong nước vẫn đang ở mức định giá hấp dẫn. Khuyến nghị khả quan của chúng tôi vẫn gồm: VGC, VIT, CVT, TLT, TCR, TTC...

**Việt Nam là một trong những nước sản xuất gạch men nhiều nhất Thế giới.** Hiện tại với năng lực sản xuất khoảng 447 triệu m<sup>2</sup>/năm và công suất vận hành trung bình đạt trên 80% công suất thiết kế, Việt Nam đứng thứ 8 trong nhóm 10 nước sản xuất gạch men nhiều nhất thế giới. Các doanh nghiệp sản xuất gạch Việt Nam đa phần có với công suất dưới 10 triệu m<sup>2</sup>/năm. Hiện Prime Group là doanh nghiệp lớn nhất với công suất 75 triệu m<sup>2</sup>/năm (trong đó 85% cổ phần thuộc SCG Thái Lan).

Đồ thị 2

**Công suất thiết kế của một số doanh nghiệp niêm yết (triệu m<sup>2</sup>/năm)**



Nguồn: BSC Research

## Tổng hợp KQKD các doanh nghiệp 2015

Hiện có 9 doanh nghiệp gạch men niêm yết, trong đó có 3 doanh nghiệp thua lỗ là CYC, BHV và DAC. 6 doanh nghiệp BSC đã phát hành báo cáo đều có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2015 là CVT, VIT, TTC, TLT, TCR và VGC. Trong đó:

- **VGC – TCT Viglacera** là Doanh nghiệp VLXD lớn nhất Việt Nam, có KQKD tăng trưởng tốt so với năm 2014, đồng thời đây cũng là công ty mẹ của nhiều doanh nghiệp gạch Lát trong đó có TLT, VIT với công suất thiết kế 20 triệu m<sup>2</sup>, quy mô doanh thu lớn (gồm VLXD, Khu CN và BĐS). Mức định giá PE 6.8 và P/B 1.1 là khá khiêm tốn so với quy mô và hiệu quả kinh doanh của công ty.
- **CVT - CTCP CMC**, tiếp tục xu hướng phục hồi KQKD từ 2013, triển vọng 2016 sẽ phụ thuộc tiếp vào khả năng tiêu thụ và vận hành giai đoạn 2 nhà máy CMC2. Dù đã tăng giá trong cả 2 năm liên tiếp, các chỉ tiêu định giá P/E và P/B của CVT vẫn ở mức thấp hơn nhiều so với trung bình TTCK.
- **VIT - CTCP Viglacera Tiên Sơn**, kết quả kinh doanh 2015 tiếp tục cải thiện với sản phẩm chính gạch granite. Đa số công ty gạch trong 2014, 2015 đều hưởng lợi từ chi phí khấu hao giảm, riêng VIT vẫn tăng trưởng hiệu quả trong khi tăng mức trích khấu hao. Cộng với triển vọng giai đoạn 2 nhà máy thái Bình, các chỉ tiêu định giá của VIT sẽ tiếp tục cải thiện trong 2016.
- **TTC - CTCP Gạch men Thanh Thanh** là công ty có EPS 2015 lớn thứ 2 trong số các doanh nghiệp trong ngành. Sản phẩm của công ty có mức giá cạnh tranh và tiêu thụ tốt tại thị trường nội địa, một phần được xuất khẩu. Mức định giá PE 4.3 và PB 1.0 lần vẫn khiến cổ phiếu khá hấp dẫn.
- **TCR – CTCP Taicera** là doanh nghiệp lớn thứ nhất sàn chuyên về gạch men với doanh thu trên 2000 tỷ đồng 2015. Chỉ tiêu lợi nhuận 2015 chưa cao một phần do ảnh hưởng của 2 quý đầu năm thua lỗ. Do vậy P/E 9.5 lần chưa phản ánh hết mức độ hấp dẫn của cổ phiếu, thêm vào đó P/B ở mức chiết khấu cao nhất ngành là 0.6 lần.
- **TLT – CTCP Viglacera Thăng Long**, là doanh nghiệp đầu tiên âm vốn chủ và có EPS đạt mức rất cao trên sàn niêm yết. Đây là doanh nghiệp cải thiện nhiều nhất với DTT 2015 đạt 442.6 tỷ (+14.3%) và LNST đạt 34.78 tỷ (gấp 5.93 lần 2014). Rủi ro lớn nhất là lỗ lũy kế của TLT khiến dù công ty đạt EPS 2015 4,980 đồng và đặt kế hoạch EPS 5,100 đồng 2016 thì vẫn chưa thể trả cổ tức cho cổ đông. Tuy nhiên với mức P/E 3.3 lần, TLT vẫn đang rất hấp dẫn.

Mã	DTT 2015	Giá 23/03/2016	EPS T12M	BVPS	PE T12M	PB
CVT	748	23.800	3.270	15.110	7,3	1,6
VIT	683	23.000	2.490	12.920	9,2	1,8
TTC	391	15.700	3.650	16.520	4,3	1,0
TCR	2.090	9.100	960	14.140	9,5	0,6
VGC	7.800	11.600	1.700	10.610	6,8	1,1
TLT	442	17.100	4.980	1.090	3,4	15,7

Nguồn: BSC Research

## Rủi ro đầu tư

Thị trường gạch men trong nước còn bị cạnh tranh bởi Trung Quốc. Do Trung Quốc là nước sản gạch men lớn nhất Thế giới với sản lượng 6 tỷ m<sup>2</sup> (chiếm 48,35% tổng sản lượng toàn cầu), lại có vị trí địa lý giáp ranh Việt Nam cùng với giá rẻ, đã tạo lợi thế vững chắc cho hàng Trung Quốc chiếm lĩnh thị trường. Với riêng dòng gạch Granite, sản phẩm Trung Quốc đang chiếm 40 – 45% thị phần (hàng lậu loại 1 rẻ hơn gạch trong nước khoảng 15%).

Tính mùa vụ và chu kỳ của kinh doanh BĐS có thể khiến cho nhu cầu tiêu thụ gạch biến động. Tuy vậy nhu cầu gạch không chỉ đến từ các dự án BĐS thương mại và nhà ở, mà còn đến từ tiêu thụ xây dựng dân dụng. Chính vì vậy mức độ ảnh hưởng của việc ngành BĐS chậm lại không quá lớn.

## Khuyến cáo sử dụng

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.*

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: BSCV <GO>**

