

Báo cáo phân tích

Ngày 3/11/2009



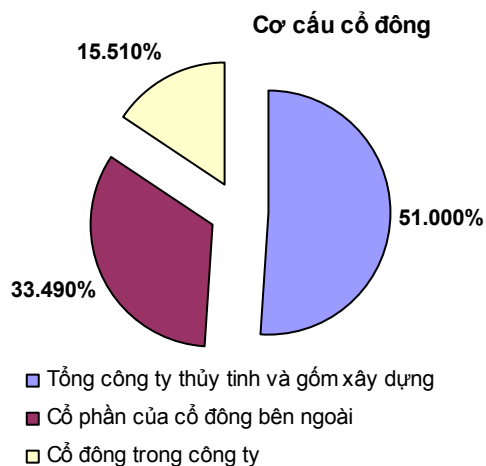
Công ty Cổ phần Viglacera Tiên Sơn – VIT

Thông tin cổ phiếu

Tên công ty:	Công ty cổ phần Viglacera Tiên Sơn
Tên viết tắt:	DANANGBOOK
Tên quốc tế:	Viglacera Tiên Sơn Joint Stock Company
Mã chứng khoán:	VIT
Trụ sở chính:	Khu công nghiệp Tiên Sơn, huyện Tiên Du tỉnh Bắc Ninh
Điện thoại:	0241.3839390
Fax:	02413838917
Website:	www.graniteviglacera.com.vn

Lịch sử phát triển

- Năm 2001 thành lập công ty Gạch Granite Tiên Sơn là doanh nghiệp thành viên hạch toán phụ thuộc vào Tổng công ty thủy tinh và Gốm xây dựng (Viglacera)
- Ngày 16/7/2003 Công ty Gạch Granite Tiên Sơn sáp nhập vào công ty gạch men Thăng Long và đổi tên thành Công ty Gạch ốp lát Thăng Long – Viglacera vẫn trực thuộc Viglacera.
- Ngày 29 tháng 8 năm 2007 Cổ phần hóa công ty Gạch ốp lát Thăng Long—Viglacera
- Từ 1/11/2007 đến nay hoạt động theo mô hình công ty cổ phần theo giấy phép được sở kế hoạch và đầu tư Bắc Ninh cấp.



Lĩnh vực hoạt động

- Sản xuất, kinh doanh các sản phẩm gạch ốp lát Granite, Ceramic
- Hoàn thiện và trang trí các công trình công nghiệp dân dụng;
- Tư vấn, thiết kế, chuyển giao công nghệ sản xuất vật liệu xây dựng;
- Khai thác và chế biến khoáng sản;
- Kinh doanh, dịch vụ vận chuyển hàng hóa bằng ô tô;
- Kinh doanh nguyên vật liệu xây dựng;
- Kinh doanh máy móc, thiết bị và phụ tùng thay thế.

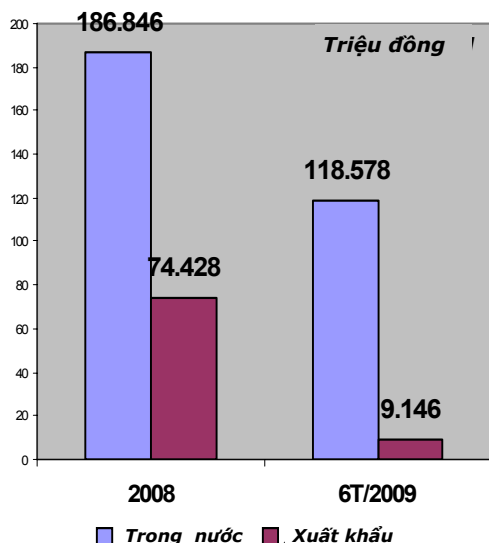
Doanh thu của VIT đến từ hai nguồn trong nước và xuất khẩu trong đó **doanh thu trong nước là chủ yếu chiếm tới 2/3 tổng doanh thu**. Sản phẩm của Công ty được tiêu thụ trên toàn quốc và xuất khẩu ra nước ngoài. Tại thị trường nội địa, việc phân phối sản phẩm thông qua hệ thống các đại lý trên toàn quốc. Đối với thị trường nước ngoài, Công ty phân phối cho các nhà kinh doanh thương mại là các tổ chức lớn. Cơ cấu tiêu thụ của Công ty đã có sự thay đổi đáng kể. Tỷ trọng hàng xuất khẩu năm 2008 đã tăng khoảng 10% so với năm trước đó. Sản phẩm của Công ty có mặt ở hầu hết các tỉnh thành tại ba miền Bắc, Trung, Nam, chủ yếu ở Miền Bắc. Để thuận tiện cho việc tiếp cận thị trường và chăm sóc khách hàng, Công ty đã mở hai chi nhánh tại Đà Nẵng và thành phố Hồ Chí Minh. Thị trường nội địa, **sản phẩm của công ty được tiêu thụ ở miền Bắc là chủ yếu (tỷ trọng gần 70%)**.

Thị trường miền Bắc tương đối thuận tiện cho việc vận chuyển và phân phối sản phẩm, số lượng đại lý phân bố rộng khắp các tỉnh và gấp nhiều lần so với hai miền Trung và miền Nam. Do vậy, trong thời gian qua, Công ty tập trung chủ yếu vào thị trường miền Bắc với tỷ trọng doanh thu trung bình hơn 70% tổng doanh thu trong nước. Trong những năm sắp tới, Công ty sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới phân phối ra các tỉnh miền Trung và miền Nam nhằm tăng cường chiếm lĩnh thị phần ở khu vực này, từ đó tăng tỷ trọng tiêu thụ tại các thị trường này. Tuy nhiên, thị trường miền Bắc vẫn sẽ là thị trường tiêu thụ chính đối với thị trường trong nước. **Định hướng của Công ty trong các năm tới là tiếp tục chú trọng và đẩy mạnh hàng xuất khẩu.**

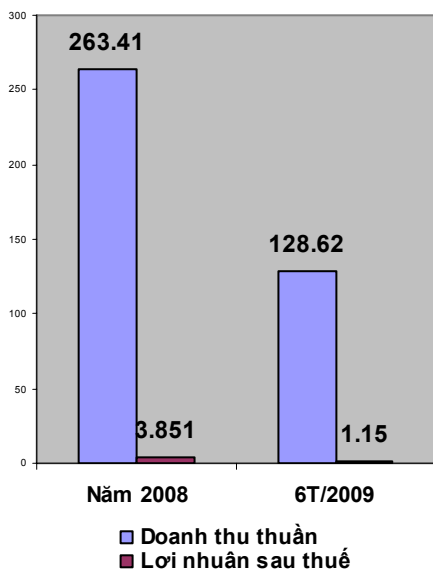
Sản phẩm của Công ty được xuất khẩu rộng rãi ra nhiều nước trên thế giới như: Đài Loan, Thổ Nhĩ Kỳ, Nhật Bản, Pháp, Ấn Độ, Mỹ, Thái Lan ... Hoạt động xuất khẩu được triển khai từ năm 2007 với tỷ trọng 18,7% doanh thu tiêu thụ sản phẩm, tỷ lệ này được tăng lên 28,5% vào năm 2008 và sẽ được nâng lên trong những năm tiếp theo. Trong 6 tháng đầu năm 2009, lô sản phẩm đầu tiên với mẫu mã mới và kích thước (800 x 800) của Dây chuyền sản xuất số 2 đã được xuất khẩu sang Đài Loan đánh dấu một thời kỳ phát triển mới của Công ty.

Hoạt động kinh doanh của Công ty chịu ảnh hưởng bởi tính mùa vụ. Ở những tháng đầu năm, nhu cầu hoàn thiện và sử dụng sản phẩm ốp lát chưa cao do thời gian này là những tháng trùng dịp tết Nguyên Đán. Định kỳ hàng năm Công ty phải ngừng sản xuất 01 tháng vào dịp tết Nguyên Đán để duy tu, bảo dưỡng máy móc, để tránh ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất khi vào mùa tiêu thụ. Việc duy tu, bảo dưỡng máy móc là bắt buộc hàng năm trong khi vẫn phải chịu các chi phí như lãi vay, chi phí khấu hao tài sản cố định, chi phí quản lý, chi phí nhân công...

Doanh thu theo nguồn của VIT



Doanh thu và lợi nhuận sau thuế



Thời gian	Vốn điều lệ	Giá trị tăng (VNĐ)	Ghi chú
Đăng ký kinh doanh lần đầu 11/2007	15.000.000.000		Công ty chính thức được chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần theo quyết định phê duyệt phương án CPH số 1124/QĐ-BXD ngày 29/8/2007
2/2008	45.000.000.000	30.000.000.000	Phát hành riêng lẻ cho cổ đông hiện hữu và cán bộ chủ chốt của Công ty (77 người).

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

<i>So sánh với DN cùng ngành</i>	BHV	DAC	HLV	VIT
Khả năng thanh toán				
KN thanh toán hiện hành (lần)	1.35	1.80	1.59	0.61
KN thanh toán nhanh (lần)	0.53	1.44	0.42	0.32
Hiệu suất sử dụng tài sản				
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	28.74	4.95	13.99	215.8
Vòng quay hàng tồn kho (lần)	0.93	1.89	1.15	3.29
Vòng quay tài sản cố định (lần)	1.28	2.40	1.39	1.33
Vòng quay tổng tài sản (lần)	0.51	0.44	0.63	0.69
Cơ cấu vốn				
Nợ phải trả/NVCSH	82.39%	83.88%	57.29%	656%
Nợ phải trả/Tổng Tài sản	45.17%	45.62%	36.42%	87%
Khả năng sinh lời				
Lợi nhuận biên gộp	34.30%	30.47%	27.08%	1.90%
Lợi nhuận biên trước thuế	20.73%	23.74%	13.86%	1.80%
Lợi nhuận biên sau thuế	18.91%	20.78%	12.65%	1.50%
ROA	9.70%	9.24%	8.01%	0.90%
ROE	17.69%	16.99%	12.59%	6.80%

Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán của VIT có thể thấy là ở mức thấp nếu như so sánh với các công ty cùng họ Viglacera và có cùng lĩnh vực sản xuất. Điều này là do trong cơ cấu vốn của VIT nợ chiếm tỷ trọng tương đối lớn so với vốn chủ sở hữu. Nếu như các doanh nghiệp khác cùng nhóm với VIT tỷ lệ sử dụng nợ trong cơ cấu vốn thấp hơn 50% thì đối với VIT hệ số này cao hơn rất nhiều. Trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của công ty tiền mặt ở mức thấp, hàng tồn kho chiếm tỷ trọng tương đối cao. Nhìn vào các chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán như trên có thể thấy DAC là tốt nhất trong số các công ty trên.

Khả năng hoạt động

Khả năng hoạt động của VIT không thực sự tốt hơn so với các công ty cùng ngành là BHV, DAC, HLV. Kỳ thu tiền bình quân của công ty tương đối lớn điều này sẽ ảnh hưởng đến việc quay vòng vốn của doanh nghiệp và tình hình dự trữ tiền mặt. Việc quản lý hàng tồn kho của doanh nghiệp có thể thấy là tốt hơn một chút so với các doanh nghiệp còn lại tuy nhiên điều đó không có nghĩa là doanh nghiệp sử dụng tài sản hiệu quả hơn khi vòng quay tài sản cố định ở mức thấp. Tóm lại đánh giá về hiệu quả hoạt động của công ty không thực sự nổi trội hơn so với các doanh nghiệp khác.

Cơ cấu vốn

Điểm đáng lưu tâm trong cơ cấu vốn của VIT đó là nợ chiếm tỷ trọng tương đối cao so với vốn chủ sở hữu. Công ty có mối quan hệ tốt đối với các tổ chức tín dụng tốt ở địa phương, các khoản nợ vay thường được thanh toán đúng hạn cho nên quan hệ tín dụng tốt khi có nhu cầu vay vốn ngắn hạn hỗ trợ cho nhu cầu vốn lưu động là dễ dàng. Tuy nhiên việc sử dụng nợ tương đối lớn dễ làm cho công ty mất khả năng thanh toán trong điều kiện tiền mặt dự trữ luôn ở mức thấp và thời gian thu hồi các khoản phải thu là tương đối chậm.

Khả năng sinh lời

Các con số phản ánh khả năng sinh lời của công ty thực sự không mấy ấn tượng khi doanh thu của công ty tương đối cao nhưng lợi nhuận sau thuế lại ở mức thấp. Chi phí cao đặc biệt là tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu ở mức cao, cùng với chi phí lãi vay cao do phải trả nợ nhiều là một trong những yếu tố góp phần làm cho lợi nhuận thấp. Nếu như so sánh VIT với các doanh nghiệp trong cùng họ Viglacera, một điểm rõ ràng ta có thể nhận thấy là khả năng tạo ra lợi nhuận cho chính công ty và cho các chủ sở hữu là không bằng. ROA quá thấp. Mặc dù sử dụng nhiều nợ trong cơ cấu vốn tuy nhiên không đủ sức kéo ROE lên. Vì thế VIT cần có các biện pháp cải thiện tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của mình đồng thời cơ cấu lại nguồn vốn cho hợp lý để cải thiện hiệu quả sinh lời của mình.

Rủi ro doanh nghiệp có thể gặp phải

- Các công đoạn trong dây chuyền sản xuất của Công ty được tự động hóa từ khâu phối trộn nguyên liệu cho đến khi cho ra sản phẩm cuối cùng. Do vậy, việc để xảy ra sự cố khi lập trình và điều khiển thiết bị sẽ dẫn đến sai sót sản phẩm hàng loạt và tổn thất lớn. Một nguyên nhân khác khiến rủi ro sản xuất hay xảy ra là việc thay khuôn cho mỗi lần sản xuất mẫu mã, kích thước khác nhau thường dẫn tới 200 – 300 m² sản phẩm hỏng do điều chỉnh khuôn. Công ty đã khắc phục được rủi ro này bằng việc chỉ nhận các hợp đồng và đơn hàng theo lô lớn. Do vậy việc phải thường xuyên thay khuôn đã được hạn chế tới mức tối thiểu.
- Là sản phẩm Gạch Granite chất lượng cao, phục vụ cho nhu cầu cao cấp, nên một phần nguyên vật liệu phục vụ sản xuất được nhập khẩu từ nước ngoài do nguồn cung trong nước không đảm bảo chất lượng. Việc phải nhập khẩu nguyên vật liệu khiến tính chủ động trong kế hoạch sản xuất kinh doanh của Công ty phần nào bị ảnh hưởng bởi phụ thuộc vào nhà cung cấp nước ngoài.
- Thị trường cho ngành vật liệu xây dựng liên tục thay đổi nhu cầu về mẫu mã và chất lượng sản phẩm. Do vậy, các doanh nghiệp hoạt động trong ngành này nói chung liên tục phải cải tiến công nghệ, nâng cao chất lượng sản phẩm và thiết kế mẫu mã mới phù hợp với nhu cầu ngày càng cao và khắt khe của người tiêu dùng bởi hiện nay ngoài yêu cầu về độ chắc bền còn đòi hỏi sản phẩm phải đáp ứng được tính thẩm mỹ và nghệ thuật. Những doanh nghiệp nào vận động lồi nhịch với thị trường sẽ phải đối mặt với sản phẩm tồn kho chậm luân chuyển và dễ xảy ra nguy cơ thua lỗ.

Vị thế của Công ty trong ngành

	TLT	BHV	DAC	HLY	VHL	VIT
Tổng TS	337,370,226	36,651,849	38,427,355	28,805,014	696,287,415	425,334,000
Nguồn vốn chủ sở hữu	1,688,315	20,095,131	20,897,954	18,313,302	178,792,726	54,151,177
Doanh thu thuần	102,833,245	18,797,455	17,087,235	18,235,061	230,130,303	128,620,000
Lợi nhuận sau thuế	50,637	3,555,081	3,549,952	2,306,481	13,642,920	3,851,000
Vốn điều lệ	69,898,000	10,000,130	10,049,740	10,000,000	77,500,000	45,000,000
Trailing EPS Điều chỉnh	-7.22	10.12	11.02	8.76		0.683
P/E điều chỉnh (trailing) (cuối kỳ)	(2.35)	5.94	6.43	5.79		
Số lượng cổ phiếu	6,989,800	1,000,013	1,004,974	1,000,000	7,750,000	4,500,000
Giá trị sổ sách	17.00	20.09	20.79	18.31	23.07	12.03

Đơn vị: Triệu đồng- Nguồn: TVSI tổng hợp

Hiện nay cổ phiếu niêm yết trên hai sàn HOSE và HnX cùng trong lĩnh vực sản xuất gạch lát nền của CTCP Viglacera Tiên Sơn còn có rất nhiều các công ty khác thậm chí là cùng họ Viglacera như Viglacera Bá Hiến, Viglacera Đông Triều, Viglacera Hạ Long 1....Nếu như so về quy mô tổng tài sản hoặc vốn chủ sở hữu có thể nhận thấy vị trí của VIT là ở giữa, không quá lớn mà cũng không quá nhỏ so sánh với các công ty trên. Tuy nhiên đối với một số công ty như ở bảng trên ***cơ cấu sản phẩm của các công ty này đa dạng hơn khi ngoài gạch lát nền là giống với sản phẩm chính của VIT còn sản xuất thêm ngói, vật liệu xây dựng khác.*** Do vậy sự đa dạng trong cơ cấu sản phẩm giúp cho các công ty này giảm thiểu được rủi ro trong kinh doanh hơn so với VIT.

Trải qua 8 năm hoạt động kinh doanh, dây chuyền công nghệ của Công ty đã đi vào sản xuất ổn định. Có thể nói, hiện nay Công ty đã qua giai đoạn tích lũy và đang bước tiếp đến giai đoạn gia tăng với việc đẩy mạnh quy mô sản xuất và đầu tư theo chiều sâu nhằm đưa ra những sản phẩm cao cấp, chất lượng tốt đa dạng về màu sắc, kích cỡ mang tính thẩm mỹ và nghệ thuật cao. ***Công ty là đại diện duy nhất mang thương hiệu Viglacera trong các sản phẩm gạch ốp lát granite.*** Theo hiệp hội gốm sứ xây dựng Việt Nam, tính đến hết năm 2007, trên cả nước có trên 45 tập đoàn, công ty sản xuất gạch ốp lát với tổng công suất thiết kế là 261 triệu m²/năm. Trong đó, gạch ceramic (gạch men) và gạch gốm chiếm 222,7 triệu m²; gạch granite (đá nhân tạo) 38,5 triệu m². Các doanh nghiệp điển hình sản xuất gạch granite như Đồng Tâm, Thạch Bàn, Taicera, Prime...

Trong năm 2008, sản lượng sản xuất của Công ty đạt khoảng 2,5 triệu m²/năm, xuất khẩu đạt 683.129 m², tiêu thụ trong nước 1.821.939 m². Theo kế hoạch năm 2009, Công ty đặt mục tiêu sản lượng sản xuất 3 triệu m², tiêu thụ là 3,2 triệu m², trong đó xuất khẩu đạt 1.003.738 m² và 3,8 triệu m² sản xuất và tiêu thụ trong các năm tiếp theo, trong đó phần đầu xuất khẩu đạt 40%. Như vậy, nếu đạt kế hoạch đề ra, về mặt sản xuất, ***Công ty chiếm khoảng 15% thị phần và chiếm 10% thị phần xuất khẩu.*** Với chiến lược tập trung vào mảng thị trường cao cấp, Viglacera Tiên Sơn đã tạo dựng được hình ảnh của riêng mình, Thương hiệu Viglacera Tiên Sơn đã có uy tín trên thị trường trong và ngoài nước.

Triển vọng phát triển

Xây dựng là ngành quan trọng trong nền kinh tế. Dưới tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, các nền kinh tế trên thế giới đều bị chịu ảnh hưởng lớn, sức tiêu thụ giảm sút mạnh. Tuy nhiên, nhiều chuyên gia cho rằng, thời kỳ xấu nhất có thể đã qua. Kinh tế thế giới và Việt Nam đã có những dấu hiệu khởi sắc. Đối với ngành xây dựng, năm 2009 sẽ là năm của các công trình xây dựng vì đây là thời điểm thuận lợi để đẩy mạnh tiến độ thi công, cũng như khởi công xây dựng các công trình mới bởi giá nguyên vật liệu đã giảm lớn so với giữa năm 2008. Theo IMF ngành xây dựng Việt Nam đã tăng 6,9% trong quý I/2009 và các số liệu của Tổng cục thống kê cho thấy, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 4 tháng đầu năm 2009 đã tăng 21,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Thị trường bất động sản những tháng đầu năm 2009 cũng đã trở nên ấm hơn. Chính sách kích cầu của Chính phủ sẽ tạo ra cơ hội cho các cơ sở sản xuất nguyên vật liệu xây dựng phát triển. Hơn nữa, kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO cuối tháng 11/2007, quan hệ hợp tác quốc tế thương mại với các nước trên thế giới đã được mở rộng, hàng rào thuế quan được dỡ bỏ, điều này tạo điều kiện thuận lợi cho Công ty phát triển hoạt động xuất khẩu - là hướng đi chiến lược của Công ty trong tương lai.

Kết luận và nhận định đầu tư

	TCR	CYC	TTC	NHC	LBM	NAV	VCS	BHV	DAC	HLY
Giá trị vốn hóa	395,977	182,268	71,286	74,148	166,711	156,000	888,000	60,101	71,152	50,700
Tỷ trọng GTVH	18.71%	8.61%	3.37%	3.50%	7.88%	7.37%	41.96%	2.84%	3.36%	2.40%
Giá đóng cửa	10.7	11.8	12	49.1	19.5	19.5	59.2	60.1	70.8	50.7
EPS trailing	0.08	0.28	0.61	7.27	0.57	1.63	5.28	10.12	11.02	8.76
P/E điều chỉnh	135.86	42.52	19.55	6.76	33.93	11.93	11.21	5.94	6.43	5.79

Nguồn: TVSI tổng hợp

Định giá theo phương pháp P/E

Với tỷ trọng là giá trị vốn hóa thì P/E tình chung cho nhóm cổ phiếu ở trên vào khoảng 30x. Tuy nhiên qua việc phân tích các yếu tố cơ bản cũng như nhìn nhận vào tiềm năng tăng trưởng của VIT chúng tôi đánh giá mức độ kỳ vọng dành cho cổ phiếu VIT là không cao. So với các cổ phiếu cùng nhóm ngành VIT ở mức 26x. EPS trailing cho bốn quý gần nhất là 683 VNĐ. Như vậy giá VIT ở mức khoảng 18.000đ.

	TCR	CYC	TTC	NHC	LBM	NAV	VTA	VCS	TLT	BHV	DAC	HLY	VHL
Giá trị vốn hóa	395,977	182,268	71,286	74,148	166,711	156,000	76,800	888,000	118,827	60,101	71,152	50,700	478,495
Giá đóng cửa	10.7	11.8	12	49.1	19.5	19.5	12.8	59.2	17	60.1	70.8	50.7	58
Book value	16.20	13.32	11.98	18.12	13.38	12.44	9.15	22.17	0.21	20.36	20.27	17.30	23.04
P/BV	0.66	0.89	1.00	2.71	1.46	1.57	1.40	2.67	81.20	2.95	3.49	2.93	2.52

Nguồn: TVSI tổng hợp

Định giá theo phương pháp P/BV

Chúng tôi tiến hành định giá cho cổ phiếu VIT theo hai phương pháp là P/E và P/BV. Các cổ phiếu được lựa chọn cùng ngành và lĩnh vực hoạt động với VIT thuộc ngành sản xuất vật liệu xây dựng— gạch lát nền nhà. Tỷ trọng đóng góp của mỗi của phiếu vào hệ số chung của lĩnh vực được tính toán căn cứ vào mức độ vốn hóa thị trường của cổ phiếu đó. P/B trung bình của các cổ phiếu trên là 5.41. Giá trị sổ sách của cổ phiếu VIT tính đến hết năm 30/6/2009 là 12.030đ/cp, P/B được xác định cho VIT ở mức 3x.

Tổng hợp lại hai phương pháp định giá thì giá của VIT nằm trong khoảng từ **26.000đ đến 36.000đ**.

Mức giá trên chúng tôi đưa ra chỉ mang tính tham khảo và các nhà đầu tư nên cân nhắc khi lựa chọn cổ phiếu cho danh mục đầu tư của mình.

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) 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. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvsí.com.vn

Chuyên viên phân tích

Lê Thùy Ngọc Khanh

khanhltn@tvsí.com.vn

Đào Thị Thanh Huyền

Lưu Thị Hương

Trương Trần Dũng

Võ Lan Phương

Vũ Thị Oanh

Phan Hoàng Diệu