



**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Chúng tôi khuyến nghị **Mua trung hạn** cổ phiếu GMX với giá mục tiêu 27.115 đồng (+24,38% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2016) dựa trên trung bình hai phương pháp định giá FCFE và PE. Quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng của cổ phiếu GMX dựa trên:

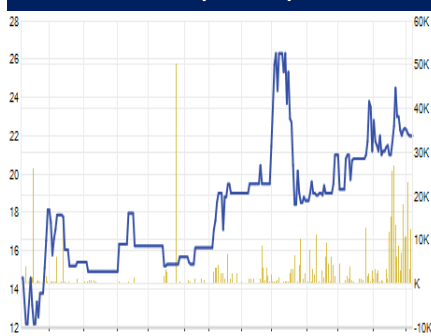
**Hưởng lợi từ sự tăng trưởng của ngành Bất động sản và Xây dựng.** Trong 6T2016, giá trị sản xuất xây dựng tính theo giá so sánh 2010 ước đạt 360,9 nghìn tỷ đồng (+8,7%yoy), trong đó giá trị xây dựng công trình nhà ở đạt 141,4 nghìn tỷ đồng (+9,1%yoy), đây là mức tăng trưởng tương đối tốt, kéo theo sự tăng trưởng cho nhóm ngành VLXD trong đó có Gạch Ngói đất sét nung. Tính trung bình KQKD 6T2016, các doanh nghiệp gạch ngói niêm yết đạt mức tăng trưởng 20,70% về doanh thu và 34,87% về LNST.

**GMX là một trong ba doanh nghiệp gạch ngói dẫn đầu về chất lượng, mẫu mã và hệ thống phân phối.** Mặc dù Việt Nam có rất nhiều doanh nghiệp sản xuất gạch ngói đất sét nung, nhưng xét về mẫu mã, chất lượng, quản trị doanh nghiệp và hệ thống phân phối thì GMX, VHL, và CTCP Gạch ngói Đồng Nai thuộc nhóm doanh nghiệp nổi bật. Lũy kế 8T2016, tổng sản lượng tiêu thụ của GMX đạt 65,7 triệu viên gạch QTC (+28,75%yoy), doanh thu 8T đạt 132,53 tỷ đồng (+25,02%yoy). Tuy nhiên, công suất vận hành hiện đang vượt 30%, GMX dự kiến đầu tư thêm lò nung và dây chuyền mới trong nửa cuối năm 2017, hoàn thành đầu năm 2018, giá trị dự kiến 15 tỷ đồng.

**Cơ cấu tài chính an toàn, hiệu quả.** So sánh với nhóm doanh nghiệp niêm yết còn lại trong ngành (VHL, HLY, VTS, MCC), các chỉ số thanh khoản tài chính của GMX đều ở mức cao hơn trung bình ngành và có xu hướng cải thiện qua các năm. Bên cạnh đó, hiệu quả kinh doanh cũng ở mức tốt với Vòng quay tiền tương đối thấp khi so sánh với nhóm ngành, và trong xu hướng giảm; ngoài ra, các chỉ số ROA, ROE, tăng dần qua các năm và dẫn đầu ngành.

**Dự báo KQKD:** Chúng tôi dự báo thận trọng DTT 2016 đạt 198,79 tỷ đồng (+8,78%yoy), LNST đạt 18,15 tỷ đồng (+6,34%yoy), EPS 2016 = 2.732 đồng (sau khi đã trừ 20% LNST trích cho quỹ khen thưởng).

**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

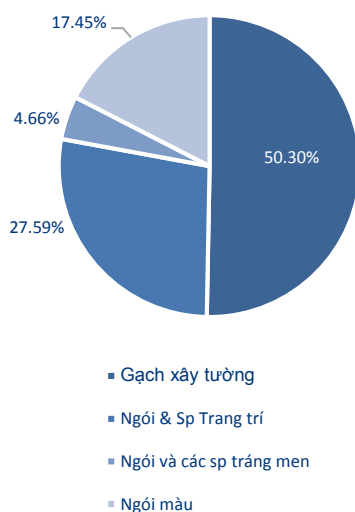
Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	
Giá thị trường (19/09/2016)	21,800
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	5.31
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	115.85
Giá trị sổ sách/cp	14,533
Sở hữu nước ngoài còn lại (%)	46.75%
Giá hiện tại (đ/cp)	21,800
KLTB 10 ngày (cp)	9,757
Giá thấp nhất 52T (đ)	13,700
Giá cao nhất 52T (đ)	29,600
+/- 7 ngày qua	-0.91%
+/- 1 tháng qua	1.87%

Chuyên viên phân tích  
Lương Thu Hương  
Email: huonglt@bsc.com.vn  
Tel: + 84 4 39352722 (108)

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	6T2016
<b>DTT (tỷ đ)</b>	138	152	144	183	95
<b>% tăng trưởng yoy</b>	13.43%	10.43%	-5.70%	27.34%	
<b>Tổng tài sản</b>	114	118	99	112	119
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	72	70	71	76	77
<b>Vốn điều lệ (tỷ đ)</b>	53	53	53	53	53
<b>LN gộp (tỷ đ)</b>	46	46	49	58	33
<b>LN sau thuế</b>	14	11	11	17	9
<b>Biên LN gộp</b>	33.63%	30.31%	33.86%	31.78%	34.82%
<b>ROE</b>	18.80%	15.59%	15.88%	22.51%	11.48%
<b>ROA</b>	11.85%	9.29%	11.45%	15.23%	7.42%

**HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH**
**Cơ cấu Doanh thu 8T2016**


Nguồn: GMX, BSC Research


**Là một trong ba doanh nghiệp sản xuất Gạch Ngói tiêu biểu của Việt Nam.**

Tiền thân là Xí nghiệp Gạch Ngói Gốm Xây dựng – thuộc Công ty Phát triển Khoáng sản 6 – TCT Khoáng sản Việt Nam, hiện nay doanh nghiệp đã được cổ phần hóa với tỷ lệ nắm giữ của nhà nước là 0%. Các sản phẩm chính của GMX là Gạch tuynel xây tường, Ngói / Sản phẩm trang trí, Ngói tráng men và Ngói xi măng màu. Xét về mẫu mã – chất lượng – hệ thống quản trị doanh nghiệp và hệ thống phân phối, GMX, VHL và CTCP Gạch ngói Đồng Nai là ba doanh nghiệp top đầu tại Việt Nam.

GMX không có công ty con, chỉ có 1 công ty liên kết là dự án nhà máy sản xuất gạch ngói tại xã Suối Rao – huyện Châu Đức – Bà Rịa Vũng Tàu, dự án đã xin được mở sết và đang trong giai đoạn chuẩn bị xây dựng dây chuyền sản xuất. Quy mô vốn điều lệ là 30,8 tỷ đồng, trong đó GMX góp 25%, hiện tại đã góp được 1,5 tỷ đồng, còn 6,2 tỷ đồng phải góp tiếp trong năm 2017.

**Sản lượng bán hàng và Doanh thu tăng mạnh trong 8 tháng đầu năm.**

Tổng Doanh thu 8T2016 đạt 132,53 tỷ đồng (+25,02%yoy), trong đó doanh thu Gạch xây tường đạt 66,66 tỷ đồng (+43,79%yoy), Ngói / Sản phẩm trang trí đạt 36,57 tỷ đồng (+9,63%yoy), Ngói tráng men đạt 6,17 tỷ đồng (-36,44%yoy) và Ngói xi măng màu đạt 23,13 tỷ đồng (+39,5%yoy). Tổng sản lượng gạch Quy tiêu chuẩn (QTC – 1 viên QTC nặng 1,5kg) tiêu thụ trong 8T2016 là 65,7 nghìn viên, tăng 28,75%yoy.

Sản lượng tiêu thụ (viên QTC)	Lũy kế 8T2016	Lũy kế 8T2015	Thay đổi
Gạch xây tường	56,616,103	42,902,589	31.96%
Ngói & Các sản phẩm trang trí	6,666,231	6,163,588	8.16%
Ngói tráng men	288,359	423,007	-31.83%
Ngói xi măng màu	2,131,145	1,541,323	38.27%

Nguồn: GMX, BSC Research

**NGUỒN NGUYÊN LIỆU – DỒI DÀO, ỔN ĐỊNH**

**Hiện tại GMX đang có 2 mỏ đất Sét tại Vũng Tàu.** Mỏ sét Mỹ Xuân cách nhà máy khoảng 2,7km; trước năm 2013, diện tích mỏ khai thác là 43 ha, sau đó GMX được mở rộng thêm chính thức 8,7 ha mới, chi phí khoảng 20,56 tỷ đồng. Hiện tại mỏ sét Mỹ Xuân có tổng diện tích khoảng gần 52 ha, trong đó, diện tích đã khai thác là 20 ha, còn lại 30 ha đủ sản xuất trong vòng 20 năm tới.

Bên cạnh đó, Công ty liên kết của GMX là Dự án nhà máy sản xuất gạch ngói tại xã Suối Rao – Huyện Châu Đức – Bà Rịa Vũng Tàu mới được cấp phép khai thác mỏ sét 15 ha. BSC cho rằng nguồn nguyên liệu phục vụ sản xuất sẽ tương đối ổn định trong dài hạn.

Chi phí khai thác đất sét của GMX hiện nay khoảng 35.000 đồng / m<sup>3</sup> (do chi phí mở rộng mỏ và đền bù trước đây tương đối thấp). Ngoài ra, GMX có mua thêm đất sét thuộc những tầng đất đẹp của các đơn vị bên ngoài để phối trộn, lưu trữ và phục vụ sản xuất gạch ngói nhưng số lượng không lớn. Giá

mua ngoài đất sét làm gạch là 65 – 70 nghìn đồng / m<sup>3</sup>, giá đất dùng làm ngói khoảng 85 – 90 nghìn đồng/m<sup>3</sup>.



Thông thường để sản xuất gạch có chất lượng, đất sét phải được khai thác và ủ trong điều kiện thông thường từ 6 tháng đến 1 năm, thời gian càng lâu chất lượng càng tốt, tỷ lệ sản xuất 1.000 viên gạch QTC sẽ sử dụng 1,6 m<sup>3</sup> đất sét.

**Bên cạnh đất sét, Than là nguyên liệu quan trọng, và chiếm tỷ lệ lớn nhất trong cơ cấu giá thành.** Trong quá trình sản xuất, GMX chỉ dùng than làm nguyên liệu để nung, sấy gạch do có chi phí thấp hơn khí CNG. Tỷ lệ sản xuất cứ 1.000 viên gạch QTC sẽ cần dùng 80 – 100 kg than cám. Giá than đang sử dụng là 1,3 – 1,4 triệu đồng/tấn, nguồn than trong nước dồi dào, giá ổn định.

### **SẢN XUẤT – VƯỢT CÔNG SUẤT THIẾT KẾ, MỞ RỘNG TRONG 2017**

**Nhu cầu thị trường tăng mạnh, sản xuất vượt công suất thiết kế.** Công suất thiết kế Gạch đất sét nung của GMX là 65 triệu viên QTC/năm (trong đó 80% là Gạch tuynel và 20% là Ngói), dây chuyền đặt tại nhà máy Gạch Mỹ Xuân. Ngoài ra còn có dây chuyền sản xuất 3 triệu ngói xi măng màu (tương đương 300 nghìn m<sup>2</sup>) đặt tại Công ty TNHH Phú Mỹ Xuân – là đơn vị gia công cho GMX. Nếu chạy tối đa công suất có thể đạt tới 135% công suất thiết kế, hiện tại do lượng cầu tăng cao, GMX đang chạy tới 130% công suất thiết kế.



Trong trường hợp nguồn cung không đủ, GMX có thể huy động thêm gạch từ CTCP đầu tư Tân Quang Cường – Bình Thuận (là đơn vị GMX đã thầu lắp đặt thiết bị trước đây), công suất tại đây là 35 triệu viên QTC/năm, chất lượng và mẫu mã không bằng sản phẩm do GMX tự sản xuất, tuy nhiên vẫn có thể cải tạo dây chuyền để có sản phẩm tốt hơn (bên cạnh các đơn vị sản xuất, GMX có tổ chế tạo cơ khí, sửa chữa dây chuyền sản xuất gạch). Như vậy, tổng công suất có thể cung cấp là 119,5 triệu viên gạch đất sét nung QTC.

**Dự kiến đầu tư thêm lò nung và dây chuyền mới trong năm 2017.** GMX dự kiến đầu tư thêm 1 hệ dây chuyền bao gồm lò nung và dây chuyền sản xuất, tổng vốn dự kiến là 15 tỷ đồng, công suất 40 triệu viên QTC / năm. Về cơ cấu vốn, GMX sẽ cân đối với lợi nhuận giữ lại năm 2016 (sau khi đã trả cổ tức 20% tiền mặt) và vay thêm vốn ngân hàng. Dự kiến bắt đầu triển khai từ Q3/2017 (mùa thấp điểm xây dựng) và hoàn thiện trong 6 tháng, đầu năm 2018 sẽ cho ra sản phẩm.

Ngoài ra, dự án nhà máy sản xuất gạch ngói tại xã Suối Rao – huyện Châu Đức – Bà Rịa Vũng Tàu (Cty liên kết) cũng sẽ được triển khai xây dựng dây chuyền sản xuất gạch nung, công suất 50 triệu sản phẩm / năm, chậm nhất thực hiện vào cuối năm 2017, dự kiến giữa năm 2018 sẽ cho ra sản phẩm.

### **TIÊU THỤ – HỆ THỐNG PHÂN PHỐI PHỦ RỘNG**

**Hệ thống phân phối phủ rộng từ Đà Nẵng đến Nam Bộ.** GMX có hệ thống phân phối với khoảng 208 đại lý từ miền Trung đến Nam Bộ, doanh thu bán qua hệ thống phân phối chiếm khoảng 97%, Nhà thầu / Cty Xây dựng chiếm

**Số lượng đại lý**

Tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu	88
Tp. HCM và Đông Nam Bộ	68
Các tỉnh miền Tây, Tây Nguyên	20
Các tỉnh miền Trung	32

*Nguồn: GMX, BSC Research*

2% và Người mua hàng trực tiếp 1%. Mức chiết khấu cho đại lý khoảng 40 đồng / viên gạch, ngoài ra còn có nhiều chương trình hậu mãi khác.

**Khoảng cách địa lý ảnh hưởng tới cơ cấu sản phẩm tiêu thụ.** Do đặc thù dễ sản xuất và giá thành rẻ, nên khoảng cách tối ưu nhất để vận chuyển và tiêu thụ gạch tuynel thường nằm trong bán kính 50km quanh nhà máy, do đó thị trường tiêu thụ gạch tuynel của GMX chủ yếu tại tỉnh Vũng Tàu và hiện chiếm khoảng 50% thị phần cả tỉnh. Nhóm sản phẩm ngói lợp đất sét nung, ngói lợp tráng men, ngói lợp xi măng màu có thể vận chuyển tiêu thụ tại các địa bàn khác như tp. Hồ Chí Minh, miền Đông Nam Bộ, miền Tây, Tây Nguyên và miền Trung. Sản phẩm ngói lợp của GMX chiếm khoảng 70 – 80% thị phần tại tỉnh Vũng Tàu và Lâm Đồng.

**Doanh thu theo Khu vực**

Khu vực	Tỷ trọng Gạch xây tường	Tỷ trọng Ngói lợp các loại
Bà Rịa Vũng Tàu	100%	28%
Tp.HCM, ĐNB		53%
Miền Tây, Tây Nguyên		18%
Miền Trung		1%

*Nguồn: BCTN 2015, GMX*

**TRIỂN VỌNG NGÀNH**

**Các doanh nghiệp tại miền Bắc có ưu thế hơn về nguồn nguyên liệu đất sét.** Theo khảo sát địa chất, các mỏ sét tại miền Bắc phù hợp làm gạch ngói nung hơn tại khu vực miền Nam, trong đó nguồn sét tại Quảng Ninh có chất lượng tốt nhất. Tại khu vực phía Nam, mỏ sét tập trung tại Bình Thuận, Ninh Thuận, Đồng Nai, Bình Dương, Long An, Vũng Tàu, trong đó Bình Dương nổi trội hơn cả, vùng nguyên liệu tốt nhất là khu vực Tân Uyên nhưng trữ lượng cũng dần cạn kiệt.

**Triển vọng tăng trưởng sẽ duy trì ổn định trong nửa cuối năm 2016 và 2017.** Mặc dù thị trường BĐS đã có sự chững lại trong Q2/2016 với số căn hộ bán thành công tại Hà Nội là 4.860 căn, -7,2%yoy và số căn hộ bán được tại tp. HCM là 5.887 căn, -45%yoy, BSC cho rằng Thông tư 06/2016/TT-NHNN ban hành thay thế thông tư 36 về giảm hệ số quy đổi rủi ro của các khoản phải đòi kinh doanh BĐS và nới rộng thời gian giảm tỷ lệ sử dụng vốn vay ngắn hạn cho vay trung và dài hạn cũng sẽ giúp cởi bỏ gánh nặng tâm lý cho chủ đầu tư và người mua nhà. Do đó triển vọng thị trường BĐS sẽ tiếp tục khả quan trong nửa cuối năm 2016.

Do đặc thù ngói lợp là sản phẩm thuộc nhóm VLXD hoàn thiện, nên triển vọng tích cực sẽ đến muộn hơn và duy trì lâu hơn so với ngành BĐS và Xây dựng. Vì vậy chúng tôi cho rằng triển vọng khả quan của ngành sẽ vẫn duy trì trong năm 2017.

**Số lượng các doanh nghiệp Gạch Ngói niêm yết tương đối ít.** Xét các doanh nghiệp đang niêm yết, chỉ có một số doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh liên quan đến Gạch Ngói đất sét nung đáng chú ý là GMX, VHL, HLY, NHC và



MCC. Trong đó VHL là doanh nghiệp đầu ngành, doanh thu 6T2016 tăng trưởng tới 20,72%yoy, cao nhất ngành. Về LNST, GMX có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong nhóm so sánh, đạt 34,87%yoy. Ngoài các doanh nghiệp niêm yết, đáng chú ý có CTCP Gạch ngói Đồng Nai là doanh nghiệp gạch ngói nung lớn nhất tại khu vực phía Nam về quy mô sản xuất, chất lượng sản phẩm và hệ thống phân phối.

Nếu so sánh về cơ cấu chi phí trên DTT, chi phí hoạt động (chi phí bán hàng và chi phí QLDN) của GMX hiện đang cao nhất trong nhóm so sánh.

### So sánh nhóm doanh nghiệp Gạch Ngói nung niêm yết

Mã	TTS	VCSH	DT 1H 16	+yoy	LNST 1H16	+yoy	% DTT					ROE	ROA	EPS 6T	BVPS	Giá 9/9/2016	PB
							LNG	Cp lãi vay	Cp BH	Cp QLDN	LNS T						
GMX	119	77	95	14%	8.86	35%	35%	0%	15%	7%	9%	11%	7%	1,259	14,526	22,000	1.51
VHL	1,120	483	872	21%	57.38	17%	22%	1%	10%	3%	7%	12%	5%	3,271	30,209	48,400	1.60
HLY	37	22	28	1%	2.23	23935%	22%	1%	5%	7%	8%	10%	6%	2,230	21,581	14,500	0.67
NHC	85	54	55	-3%	6.40	-5%	19%	0%	4%	2%	12%	13%	8%	1,873	16,101	29,900	1.86
MCC	70	62	28	12%	5.99	29%	39%	0%	0%	9%	21%	10%	9%	1,004	12,385	17,600	1.42

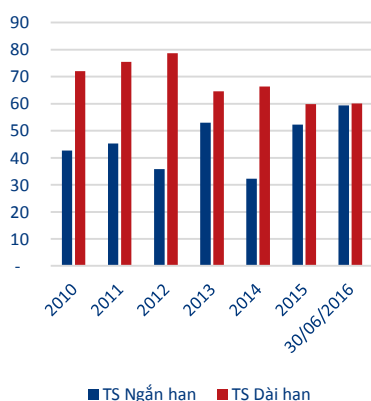
Nguồn: BSC Research

Mã	Ghi chú
GMX	Công suất thiết kế 65 triệu viên QTC / năm 300.000 viên ngói xi măng màu / năm
VHL	CS Gạch đất sét nung: 270 tr viên QTC / năm CS gạch Cotto 7,5 tr m2 QTC / năm
HLY	CS Gạch đất sét nung 70 tr viên QTC / năm
NHC	DT 6T2016 hoàn toàn từ sản xuất đá xây dựng, dự kiến liên kết với MCC để đầu tư dự án gạch ngói nung 40 triệu viên / năm tại xã Phước Hòa, huyện Phú Giáo, Bình Dương
MCC	CS Gạch đất sét nung khoảng 45 tr viên QTC / năm

Nguồn: BSC Research

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Cơ cấu Tài sản (tỷ đồng)



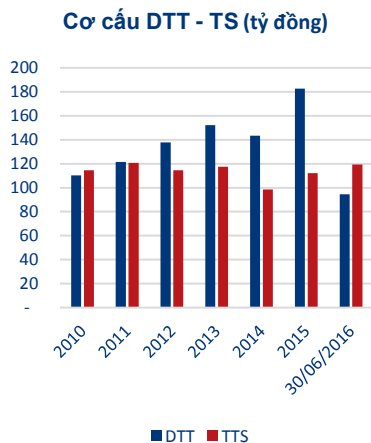
Nguồn: BCTC GMX

BSC cho rằng tình hình tài chính của GMX tương đối an toàn. Do ngành có tính chất địa phương và doanh nghiệp ở mức trung nên chúng tôi sử dụng nhóm so sánh là các doanh nghiệp cùng ngành sản xuất gạch ngói đất sét nung niêm yết tại thị trường Việt Nam là VHL, HLY, VTS, MCC.

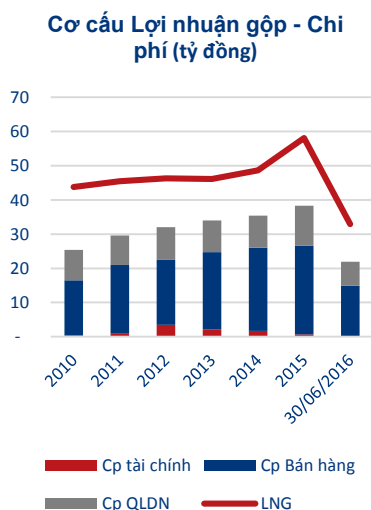
**Thanh khoản tài chính ở mức an toàn.** Xét trong giai đoạn 2012 – 6T2016, chỉ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh của GMX theo xu hướng tăng, cải thiện qua các năm, GMX là doanh nghiệp duy nhất trong nhóm so sánh có sự cải thiện tích cực ở cả hai chỉ số trong 4 năm gần đây. Qua đó cho thấy thanh khoản tài chính ở mức an toàn.

Current Ratio	2012	2013	2014	2015	6T2016
GMX	0.85	1.11	1.17	1.44	1.41
VHL	0.56	0.67	1.06	1.14	1.19
HLY	0.79	0.66	0.79	0.73	0.84
VTS	1.38	1.48	2.00	2.95	3.08
MCC	6.30	3.53	3.48	4.09	3.67

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research



Nguồn: BCTC GMX



Nguồn: BCTC GMX

Quick Ratio	2012	2013	2014	2015	6T2016
GMX	0.16	0.64	0.46	0.83	0.58
VHL	0.07	0.04	0.44	0.11	0.17
HLY	0.17	0.12	0.14	0.24	0.28
VTS	0.22	0.28	0.51	0.96	0.53
MCC	2.99	1.98	1.48	1.77	1.91

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

**Hiệu quả hoạt động tốt, thể hiện qua vòng quay tiền giảm trong 3 năm gần đây.** Số ngày hàng tồn kho giảm từ 88,55 ngày (2013) về còn 60,96 ngày (2015), thấp hơn nhiều so với mức trung bình 142 ngày của nhóm so sánh. Số ngày khoản phải thu điều chỉnh giảm nhẹ, trung bình trong 3 năm là 38,6 ngày, cao hơn nhiều so với trung bình nhóm là 17,6 ngày. Tuy nhiên, số ngày phải trả giảm từ 33,18 ngày (2013) còn 25,7 ngày (2015), dù vậy vẫn cao hơn mức trung bình 27 ngày của nhóm so sánh. Tính chung Vòng quay tiền, xét trong nhóm so sánh, GMX là doanh nghiệp có vòng quay tiền ở mức thấp và có xu hướng giảm, điều này thể hiện tính hiệu quả hơn trong hoạt động. Nhìn chung, VHL vẫn là doanh nghiệp hoạt động hiệu quả nhất nhóm ngành.

Cash conversion cycle	2013	2014	2015
GMX	91.32	90.66	70.12
VHL	59.05	50.13	61.21
HLY	94.77	106.23	70.87
VTS	247.27	215.39	188.27
MCC	191.80	150.26	159.92

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

**Hiệu quả hoạt động tốt còn được thể hiện qua các chỉ số ROA, ROE.** Chỉ số ROA của GMX có xu hướng tăng trong những năm gần đây, ROA năm 2015 đạt 15,23%, đứng thứ 2 trong nhóm chỉ sau MCC, tuy nhiên ROE lại ở mức cao nhất nhóm so sánh, và cũng có xu hướng cải thiện qua từng năm.

ROA	2013	2014	2015	6T2016
GMX	9.29%	11.45%	15.23%	7.42%
VHL	6.29%	9.39%	9.60%	5.12%
HLY	0.04%	2.07%	2.28%	6.02%
VTS	-4.91%	1.10%	0.19%	0.27%
MCC	10.42%	16.60%	16.34%	8.54%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

ROE	2013	2014	2015	6T2016
GMX	15.59%	15.88%	22.51%	11.48%
VHL	18.60%	20.49%	21.63%	11.87%
HLY	0.12%	5.34%	4.51%	10.33%
VTS	-8.06%	1.61%	0.25%	0.34%
MCC	12.38%	18.95%	18.13%	9.70%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

**Mô hình DuPont**

Mô hình DuPont (5 nhân tố)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1H16
Hệ số Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	1.65	1.58	1.59	1.68	1.39	1.48	1.55
Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản	0.96	1.01	1.20	1.29	1.45	1.63	0.79
Hệ số Lãi trước thuế, lãi suất/Doanh thu	0.19	0.14	0.13	0.09	0.10	0.11	0.12
Hệ số lãi trước thuế/Lãi trước thuế, lãi suất	1.00	0.94	0.81	0.85	0.89	0.98	0.98
Hệ số lãi ròng/Lãi trước thuế	0.90	0.92	0.91	0.90	0.86	0.86	0.81
<b>ROE (%)</b>	<b>27.95</b>	<b>19.29</b>	<b>18.80</b>	<b>15.59</b>	<b>15.88</b>	<b>22.51</b>	<b>11.48</b>

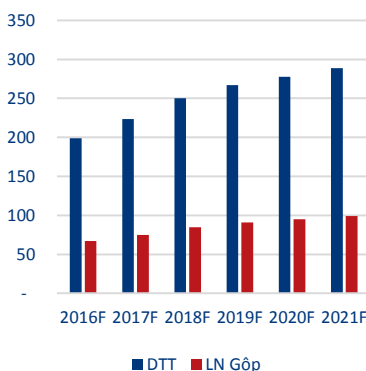
Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research

**Hết thời hạn ưu đãi thuế TNDN.** Các năm trước đây GMX được hưởng thuế suất ưu đãi 15% cho hoạt động sản xuất gạch ngói đất sét nung và 7,5% cho hoạt động sản xuất ngói xi măng màu. Năm 2016, hoạt động sản xuất gạch ngói đất sét nung trở về mức thuế suất 20% như thông thường, và hoạt động sản xuất ngói xi măng màu sẽ trở về mức thuế suất 15% kể từ năm 2017.

**Chính sách cổ tức.** GMX duy trì mức cổ tức 20% bằng tiền mặt trong năm 2016 do cần dành nguồn vốn để đầu tư các dự án lớn trong năm 2017. Trong các năm gần đây, GMX thường để mức trích quỹ khen thưởng bằng 20% LNST mỗi năm. GMX cho biết sẽ ưu tiên dành nguồn để trả cổ tức tiền mặt, mức thấp nhất khoảng 20% mỗi năm, phần còn lại mới xem xét tỷ lệ để trích quỹ khen thưởng.

**DỰ BÁO KQKD**

Dự báo DT - LNG của GMX



Nguồn: BSC Research

Do là một doanh nghiệp sản xuất nên chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của GMX dựa vào nhu cầu thị trường, năng lực sản xuất hiện tại, khả năng huy động công suất từ nhà máy Bình Thuận và công suất dự kiến tăng thêm từ năm 2018.

**Về công suất thiết kế,** bên cạnh dây chuyền mới sẽ hoàn thiện và đi vào hoạt động từ 2018, chúng tôi cũng giả định cuối năm 2019 GMX sẽ tiếp tục đầu tư nâng công suất thêm 40 triệu viên QTC, hoạt động chính thức từ 2020 để đáp ứng nhu cầu tăng thêm của thị trường.

**Về sản lượng tiêu thụ từng loại,** chúng tôi dự báo trong năm 2017 sản lượng tiêu thụ Gạch xây tường chỉ tăng 15% và ngói lợp tăng 5% so với năm 2016 do công suất khó tăng thêm để đáp ứng nhu cầu thị trường, sản phẩm ngói tráng men vẫn tương tự như năm 2016, sản phẩm ngói màu dự kiến tăng 20% do nhu cầu thị trường tốt và công suất vẫn đáp ứng được.

Năm 2019, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng với gạch xây tường xuống mức 10%, và giảm xuống còn 5% trong năm 2020 và 2021 do nhận định thị trường BĐS đã tới giai đoạn tăng nguồn cung hàng, tăng cạnh tranh, giảm nhu cầu xây dựng mới.

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu 2016 đạt 198,79 tỷ đồng (+8,78% so với 2015), và tăng lên mức 288,93 tỷ đồng vào năm 2021.

## Ước tính Công suất / Sản lượng tiêu thụ / Doanh thu

CÔNG SUẤT DỰ BÁO	Ước tính Công suất / Sản lượng tiêu thụ / Doanh thu			Tổng CS có thể huy động	CS từ 2018	CS chạy max từ 2018	CS từ 2020
	CS Thiết kế tại Vũng Tàu	CS chạy max tại Vũng Tàu	CS HĐ từ Bình Thuận				
Đất sét nung QTC	65,000,000	84,500,000	35,000,000	119,500,000	105,000,000	136,500,000	145,000,000
Ngói xi măng màu	3,000,000	3,900,000		3,900,000	3,900,000	3,900,000	

Nguồn: BSC Research

DỰ BÁO SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Gạch xây tường (triệu viên)	84,924,155	97,662,778	117,195,333	128,914,867	135,360,610	142,128,640
Ngói & Sp Trang trí (triệu viên)	9,999,347	10,499,314	11,024,280	11,575,493	12,154,268	12,761,982
Ngói và các sp tráng men (tr viên)	432,539	432,539	432,539	432,539	432,539	432,539
Ngói màu (triệu viên)	3,196,718	3,836,061	3,900,000	3,900,000	3,900,000	3,900,000

Nguồn: BSC Research

GIÁ BÁN TRUNG BÌNH (đồng)	Thực hiện tháng 6	Trung bình 6T2016	Trung bình 8T2016
Giá bán 1 viên Gạch xây tường	1,175	1,167	1,177
Giá bán 1 viên Ngói & Sp Trang trí	5,210	5,584	5,486
Giá bán 1 viên Ngói và các sp tráng men	23,447	21,471	21,398
Giá bán 1 viên Ngói màu	10,788	10,780	10,854

Nguồn: BSC Research

DỰ BÁO DTT (đồng)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Gạch xây tường	99,984,381,000	114,982,038,150	137,978,445,780	151,776,290,358	159,365,104,876	167,333,360,120
Ngói & Sp Trang trí	54,852,351,000	57,594,968,550	60,474,716,978	63,498,452,826	66,673,375,468	70,007,044,241
Ngói và các sp tráng men	9,255,480,000	9,255,480,000	9,255,480,000	9,255,480,000	9,255,480,000	9,255,480,000
Ngói màu	34,697,379,000	41,636,854,800	42,330,852,851	42,330,852,851	42,330,852,851	42,330,852,851
<b>Tổng cộng</b>	<b>198,789,591,000</b>	<b>223,469,341,500</b>	<b>250,039,495,609</b>	<b>266,861,076,036</b>	<b>277,624,813,195</b>	<b>288,926,737,212</b>

Nguồn: BSC Research

**ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU**

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Total Equity	10.63%
Risk Premium	
Rf	5.54%
beta	1.00
ke	16.17%
kd	6.50%
E/A	67.26%
D/A	32.74%
Tax rate	20%
<b>WACC</b>	<b>12.58%</b>
g	1.00%

Nguồn: BSC Research

**Xác định Beta:**

Xét các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh với GMX là VHL, HLY, VTS, MCC lấy beta 5 năm cùng với tỷ lệ D/E và thuế suất trung bình của nhóm doanh nghiệp đó. Sử dụng phương pháp unleverage và leverage để xác định beta cho GMX.

Beta 5 năm = 0.49

D/E trung bình = 60,92%

Effective Tax rate = 20%

Levered Beta = Unlevered Beta x (1 + ((1 - Tax Rate) x (Debt/Equity))) = 0,47

Tuy nhiên, để thận trọng hơn, chúng tôi sử dụng beta = 1, giả định cổ phiếu có biến động tương đương thị trường chung.

**Xác định Total Equity Risk Premium:**

1, Market risk premium (tính theo S&P500; tham khảo Damodaran calculation) = 6,25%



2, Country risk premium của Việt Nam (tính theo phương pháp CDS, tham khảo Damodaran calculation) = CDS Spread (với USA) \* Standard deviation of equity/ Standard deviation of bond = 4,38%

→ Total Equity Risk Premium = 6,25% + 4,38% = 10,63%

#### Xác định kd và ke:

$Ke = rf + \beta * \text{Total Equity Risk Premium} = 16,17\%$

$Kd = 6,5\%$  (để tăng mức độ thận trọng, chúng tôi giả định là 6,5% bằng lãi suất vay ngắn hạn phổ biến trên thị trường, trên thực tế chi phí vay của GMX trung bình chỉ khoảng 4,71% từ năm 2015 đến nay).

#### Giá hợp lý 1 cp GMX:

1, Phương pháp FCFF: Giá hợp lý = 32.160 đồng

2, Phương pháp PE:

EPS 2016 = 2.732 đồng (sau khi đã trừ 20% LNST cho quỹ khen thưởng)

Justified PE = 9

→ Giá hợp lý 1 cp GMX = 24.592 đồng

Tổng hợp 2 phương pháp với tỷ trọng lần lượt là 1 và 2 lần cho phương pháp FCFF và PE, Giá hợp lý cho 1 cp GMX là 27.115 đồng (+24,38% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2016).

## CÁC RỦI RO

Chúng tôi cho rằng những yếu tố sau sẽ có thể đem lại rủi ro:

- (1) **Công suất sản xuất không huy động kịp cho tiêu thụ.** Nếu thị trường tiêu thụ vẫn tiếp tục diễn biến tích cực, công suất sản xuất tại Vũng Tàu không thể tăng thêm, đồng thời sản phẩm tại Bình Thuận không đủ tiêu chuẩn đáp ứng thì sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp.
- (2) **Thị trường BĐS có thể chững lại từ năm 2018.** Rủi ro có thể xảy ra là thị trường BĐS và xây dựng không khả quan từ năm 2018, trong khi GMX sẽ đưa dây chuyền mới vào hoạt động từ năm 2018, do đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

**Phụ lục 1**
**Định giá cổ phiếu bằng phương pháp FCFE**

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		11.08%	11.58%	12.08%	12.58%	13.08%	13.58%	14.08%
Giá cổ phần	-1.5%	31,994	30,554	29,221	27,984	26,833	25,759	24,756
	-1.0%	32,942	31,413	30,002	28,696	27,484	26,356	25,303
	-0.5%	33,973	32,344	30,846	29,463	28,183	26,995	25,889
	0.0%	35,096	33,355	31,759	30,290	28,935	27,681	26,516
	0.5%	36,326	34,457	32,751	31,186	29,747	28,419	27,189
	1.0%	37,678	35,664	33,832	<b>32,160</b>	30,626	29,216	27,914
	1.5%	39,171	36,990	35,016	33,221	31,582	30,079	28,696
	2.0%	40,828	38,454	36,317	34,383	32,623	31,016	29,543
	2.5%	42,678	40,080	37,754	35,659	33,763	32,038	30,463
	3.0%	44,758	41,896	39,349	37,069	35,016	33,157	31,466
	3.5%	47,111	43,936	41,131	38,635	36,400	34,387	32,564

Nguồn: BSC dự báo

**Phụ lục 2**
**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị: tỷ đồng	1H2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>A. TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	59.41	68.53	76.09	84.66	93.54	95.34	94.36
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	5.83	12.29	12.87	13.93	18.04	16.80	12.62
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn							
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	18.80	17.80	20.01	22.39	23.90	24.86	25.87
IV. Hàng tồn kho	34.64	38.29	43.04	48.16	51.40	53.47	55.65
V. Tài sản ngắn hạn khác	0.14	0.14	0.16	0.18	0.19	0.20	0.21
<b>B. TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	60.08	54.98	65.05	63.88	58.38	65.55	68.51
I. Các khoản phải thu dài hạn	0.29	0.22	0.23	0.25	0.23	0.24	0.24
II. Tài sản cố định	42.95	45.89	50.14	47.78	42.36	46.01	52.47
III. Bất động sản đầu tư							
IV. Tài sản dở dang dài hạn	7.55	3.57	6.18	4.35	4.29	7.80	4.30
V. Đầu tư tài chính dài hạn	2.54	1.50	4.70	7.70	7.70	7.70	7.70
VI. Tài sản dài hạn khác	6.76	3.80	3.80	3.80	3.80	3.80	3.80
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>119.49</b>	<b>123.51</b>	<b>141.14</b>	<b>148.54</b>	<b>151.92</b>	<b>160.89</b>	<b>162.86</b>
<b>C. NỢ PHẢI TRẢ</b>	42.25	40.43	48.78	48.98	45.53	49.06	49.44
I. Nợ ngắn hạn	42.25	40.43	48.78	48.98	45.53	49.06	49.44
II. Nợ dài hạn							
<b>D. VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	77.24	83.08	92.36	99.56	106.39	111.83	113.43
I. Vốn chủ sở hữu	77.20	83.04	92.32	99.52	106.36	111.79	113.39
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>119.49</b>	<b>123.51</b>	<b>141.14</b>	<b>148.54</b>	<b>151.92</b>	<b>160.89</b>	<b>162.86</b>

Nguồn: BSC dự báo

**Phụ lục 3**
**Báo cáo kết quả kinh doanh**

Đơn vị: tỷ đồng	1H2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Doanh thu thuần</b>	94.50	198.79	223.47	250.04	266.86	277.62	288.93
<b>Giá vốn hàng bán</b>	61.60	131.72	148.58	165.42	175.99	182.75	189.85
<b>Lợi nhuận gộp</b>	32.90	67.07	74.88	84.62	90.87	94.87	99.07
<b>Doanh thu tài chính</b>	0.12	0.15	0.22	0.23	0.29	0.34	0.42
<b>Chi phí tài chính</b>	0.23	0.44	0.66	0.47	0.18	0.27	0.21
<b>Chi phí lãi vay</b>	0.23	0.44	0.66	0.47	0.18	0.27	0.21
<b>Chi phí bán hàng</b>	14.63	30.18	33.93	37.96	40.51	42.15	43.86
<b>Chi phí QLDN</b>	7.03	13.76	15.47	17.31	18.47	19.22	20.00
<b>LN từ hoạt động kinh doanh</b>	11.13	22.84	25.06	29.12	31.99	33.58	35.43
<b>Thu nhập khác</b>	0.00	0.28	0.32	0.35	0.38	0.39	0.41
<b>Chi phí khác</b>	0.19	0.43	0.49	0.54	0.58	0.60	0.63
<b>LN khác</b>	(0.19)	(0.15)	(0.17)	(0.19)	(0.20)	(0.21)	(0.22)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	10.94	22.69	24.89	28.93	31.79	33.37	35.21
<b>Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	2.07	4.54	4.98	5.79	6.36	6.67	7.04
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	8.86	18.15	19.91	23.15	25.43	26.70	28.17
<b>Lãi cơ bản trên cp</b>	1,259	2,732	2,997	3,484	3,828	4,019	4,241

Nguồn: BSC dự báo

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**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 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

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN****Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

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.