



T12/2024 – Báo cáo đánh giá doanh nghiệp

BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

CTCP SẢN XUẤT VÀ ĐẦU TƯ HOÀNG GIA

HSX: RYG

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tên:	Công ty sản xuất và đầu tư Hoàng Gia
Địa chỉ:	Khu công nghiệp Nhơn Trạch II – Nhơn Phú, thị trấn Hiệp Phước, Huyện Nhơn Trạch, Tỉnh Đồng Nai
Doanh thu chính:	Sản xuất và kinh doanh gạch ốp lát.
Chi phí chính:	Chi phí nguyên vật liệu sản xuất gạch ốp lát (cao lanh, tràng thạch và men gạch).
Lợi thế cạnh tranh:	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối lớn, đa quốc gia

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Mã chứng khoán:	HSX:RYG
Ngành:	Gạch ốp lát
Giá (vnd) (16/12/2024):	16.000
Vốn hóa (tỷ vnd):	720
ROA:	4,87%
ROE:	12,71%

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

P/E (lần):	7,74
P/B (lần):	0.95
EV/EBITDA (lần):	9,59

CƠ CẤU SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	0.02%
Tỷ lệ Freefloat	37,04%
Tổng giám đốc	Trương Văn Việt

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

(triệu đồng, trừ EPS)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.093.569	1.396.792	1.395.561	1.510.135	2.002.439	2.062.512
LNST	42.357	74.333	101.455	84.503	90.576	90.852
BLN Gộp (%)	16,2%	18,2%	20,9%	19,0%	19,9%	20,0%
Nợ/VCSH (lần)	0,67	0,89	0,83	1,24	1,52	1,12
EPS (vnd)	1.177	2.065	2.255	1.878	2.013	2.019

CTCP SX & ĐT HOÀNG GIA

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF và phương pháp P/E, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu RYG với mức giá mục tiêu là 22.029 VNĐ/cp, cao hơn 37,68% so với giá tham chiếu ngày 16/12/2024 là 16.000 VNĐ/cp. Động lực tăng trưởng của RYG được thúc đẩy bởi:

Tăng trưởng sản phẩm đá nung kết

- RYG dự kiến đưa vào hoạt động nhà máy sản xuất đá nung kết vào tháng 2/2025. Công suất dự kiến 3.000.000 m²/năm và nâng tổng công suất toàn công ty lên 16.000.000 m²/năm.
- Sản phẩm RYG sẽ được hỗ trợ bởi mạng lưới 3.000 đại lý khắp cả nước. RYG cũng đã ký được những hợp đồng phân phối với các đối tác lớn tại Mỹ như M.S International, New Pacific Marble and Tile, Royal American Wholesale.
- Ở thị trường nước ngoài, RYG định hướng tập trung xuất khẩu dòng sản phẩm đá nung kết tại thị trường Mỹ, Đông Nam Á, Đài Loan.

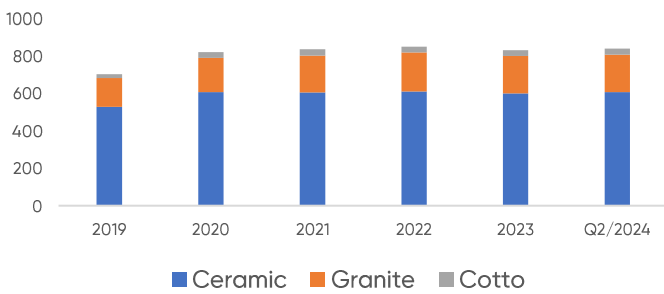
Thị trường bất động sản kỳ vọng sẽ hồi phục.

- Thị trường bất động sản sẽ hồi phục từ năm 2024 do sự cải thiện tích cực của số lượng dự án được cấp phép mới và đang triển khai xây dựng.

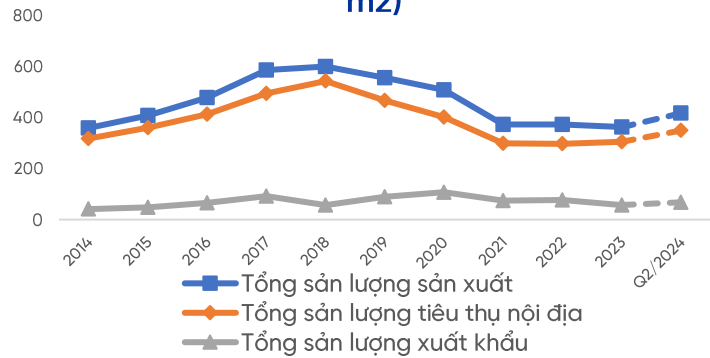
Nguồn cung gạch ốp lát

Việt Nam đứng thứ 5 trong danh sách các nước sản xuất gạch ốp lát hàng đầu thế giới. Sự cạnh tranh khốc liệt ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu, Việt Nam đã phát triển được lợi thế đáng kể trong xuất khẩu sản phẩm gốm sứ. Tính đến quý 2 năm 2024, cả nước có 84 nhà máy sản xuất gạch ốp lát được đầu tư, công suất 839 triệu m²/năm, tập trung nhiều vào sản phẩm gạch ceramic phân khúc phổ thông với 58 nhà máy gạch ceramic, tổng công suất 608 triệu m²/năm; 21 nhà máy sản xuất gạch porcelain, tổng công suất 200 triệu m²/năm và 5 nhà máy sản xuất gạch cotto, tổng công suất 31 triệu m²/năm.

Cơ cấu công suất sản xuất gạch ốp lát tại Việt Nam (triệu m²)



Sản lượng tiêu thụ gạch ốp lát (triệu m²)

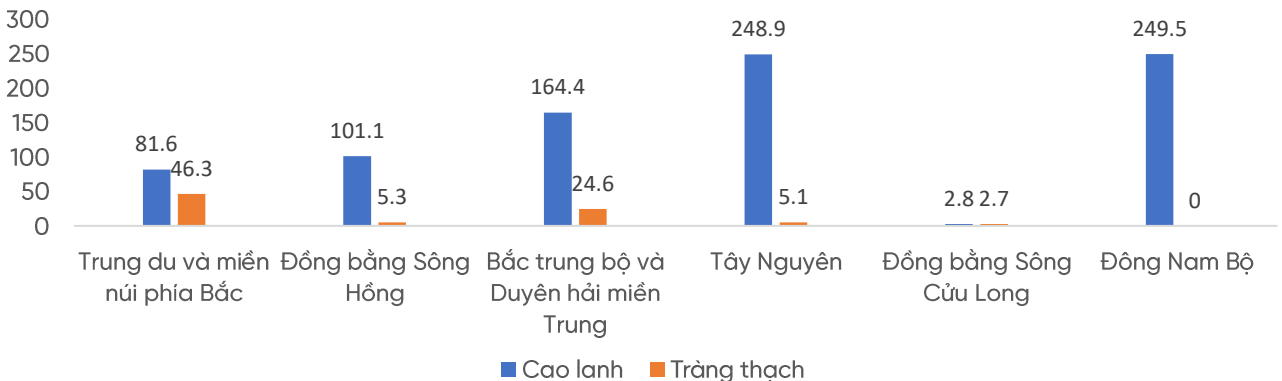


Nguồn: Bộ xây dựng

Nguồn nguyên liệu, nhiên liệu sản xuất gạch ốp lát

Cao lanh và tràng thạch là hai nguyên liệu chính trong sản xuất gạch ốp lát ceramic và porcelain do tham gia vào cả hai quy trình tạo xương gạch và men tráng, đặc biệt đối với gạch porcelain xương sứ. Trữ lượng cao lanh và tràng thạch trong nước tương đối lớn, lần lượt đạt 850 và 84 triệu tấn.

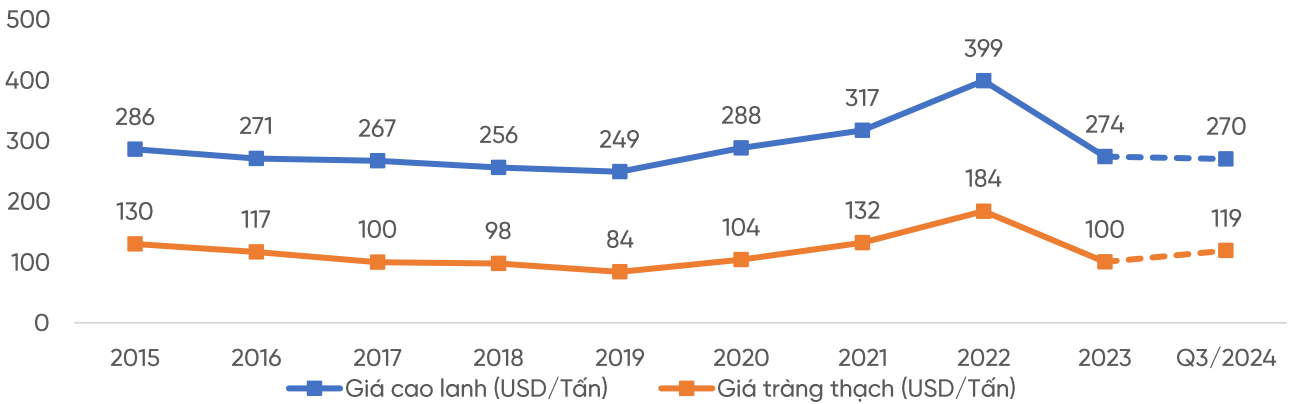
Trữ lượng cao lanh & tràng thạch phân bố theo vùng miền trên cả nước



Nguồn: Tổng cục địa chất & khoáng sản Việt Nam

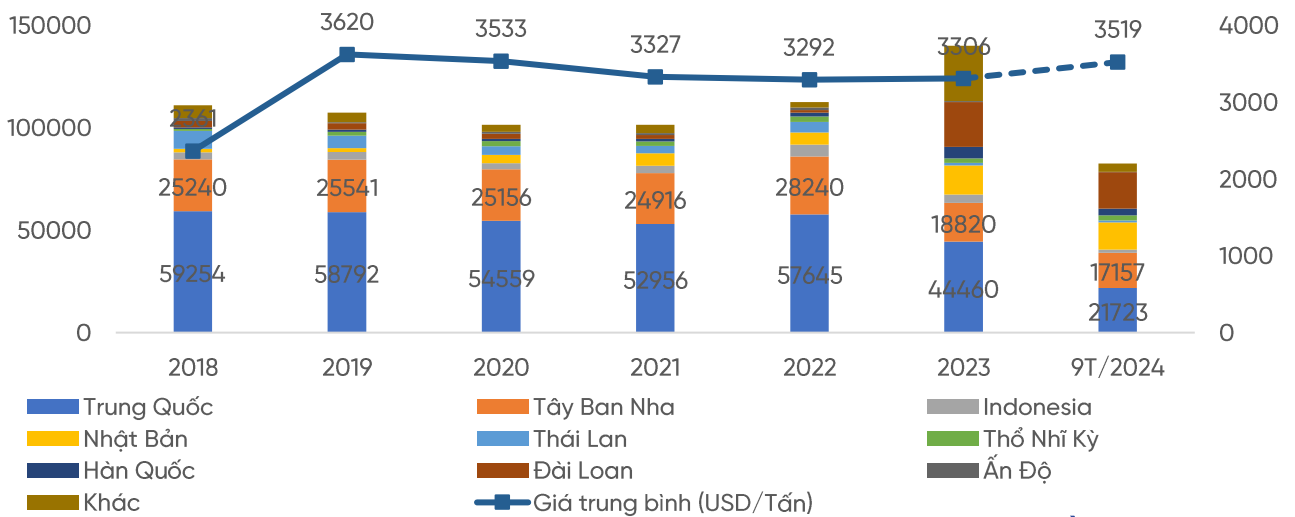
Mặc dù có trữ lượng tốt, cao lanh và tràng thạch khai thác trong nước có chất lượng chưa cao, lượng thu hồi sau tuyển thấp và đa phần phải làm giàu mới sử dụng được. Để sử dụng được trong sản xuất gạch ốp lát cần phải qua tuyển lọc nhiều lần, gia tăng chi phí nguyên liệu phục vụ sản xuất gạch. Giá cao lanh và tràng thạch tăng cao trong giai đoạn dịch Covid 19 nhưng đã nhanh chóng giảm mạnh trở lại bằng với giai đoạn trước dịch làm giảm bớt áp lực về chi phí nguyên liệu cho các doanh nghiệp trong ngành.

Diễn biến giá cao lanh (mã HS: 2507) & tràng thạch (mã HS: 2529)



Nguồn: UN Comtrade

Cơ cấu nhập khẩu men gạch (mã HS: 3207) vào Việt Nam theo quốc gia và giá nhập khẩu trung bình



Nguồn: UN Comtrade

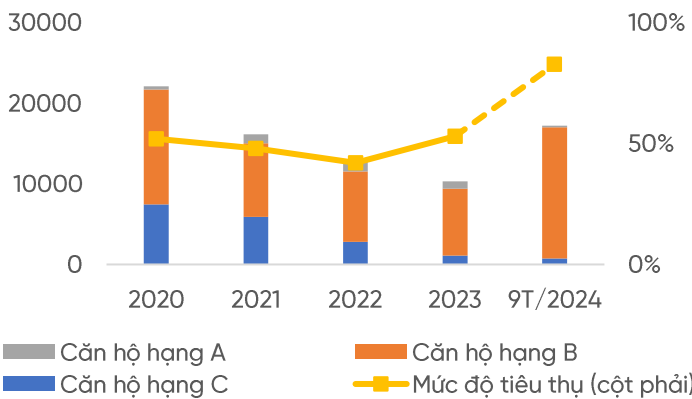
Hiện nay, nguồn men màu và men trắng cho sản xuất gạch ốp lát đến từ cả nhập khẩu và nội địa. Trong đó nguồn men nhập khẩu tới từ các quốc gia Tây Ban Nha, Trung Quốc, Thái Lan và Ấn Độ. Mặc dù có chất lượng men không cao bằng của Tây Ban Nha, men Trung Quốc được nhiều doanh nghiệp sử dụng do chi phí thấp cùng với thời gian vận chuyển ngắn.

Tính đến 9T/2024, Men nhập khẩu từ Trung Quốc có tỉ trọng cao nhất, chiếm tới 26,3% tổng giá trị nhập khẩu men vào Việt Nam. Tây Ban Nha đứng thứ hai với 20,8%. Trong 9T/2024, giá trị nhập khẩu men gạch vào Việt Nam đạt 82,537 triệu USD (-20,1% YoY) với mức giá trung bình khoảng 3.519 USD/tấn (+ 6% so với đầu năm).

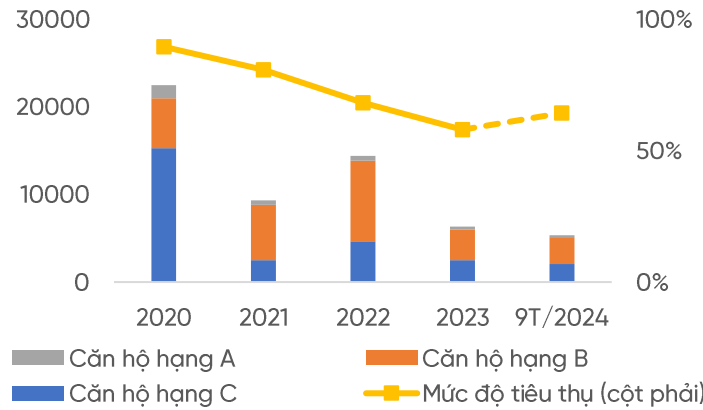
Sự phục hồi của thị trường bất động sản

Thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ hồi phục từ năm 2024: những diễn biến tích cực trong thời gian gần đây về chính sách của Chính phủ và các đợt cắt giảm lãi suất của NHNN được kỳ vọng sẽ giúp thị trường BĐS hồi phục từ năm 2024, qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm vật liệu xây dựng nói chung và sản phẩm gạch ốp lát nói riêng.

Nguồn cung & tiêu thụ căn hộ tại TP.Hà Nội



Nguồn cung & tiêu thụ căn hộ tại TP.HCM

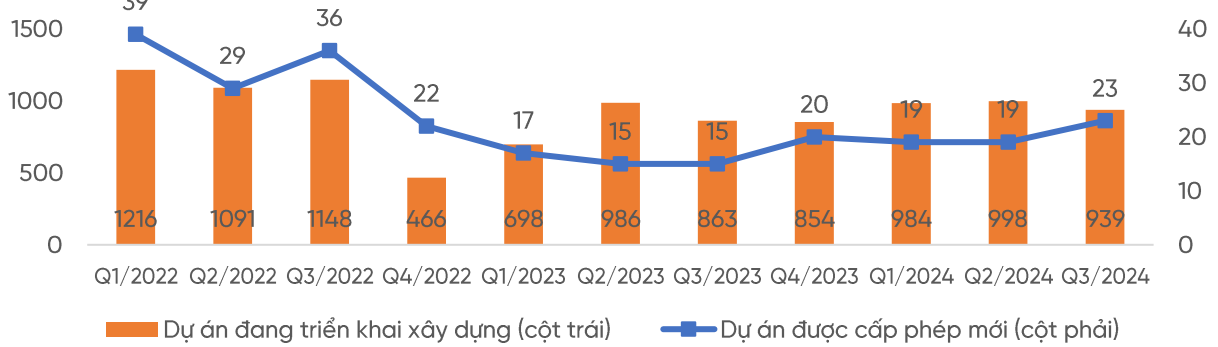


Nguồn: Savills

Tại Hà Nội, Nguồn cung mới trong Q3/2024 tăng mạnh đạt 5.265 căn (+95% QoQ và +178% YoY). Lũy kế 9 tháng 2024 số căn hộ giao dịch đạt hơn 17.200 căn hộ (+67% so với đầu năm). Trong Q3/2024, số lượng căn bán được đạt 6.840 căn (+35% QoQ và +226% YoY). Căn hộ Hạng B dẫn đầu, đóng góp 98% số lượng căn bán được. Nguồn cung mới chiếm 65% số lượng căn bán được và có tỷ lệ hấp thụ 85%. Những dự án này có lợi thế nhờ pháp lý minh bạch trước khi mở bán và được phát triển bởi các chủ đầu tư uy tín.

Trong 9T/2024, Tỷ lệ hấp thụ ở cả Hà Nội và TP.HCM đều có dấu hiệu khả quan. TP.HCM đã chứng kiến sự gia tăng đáng kể nguồn cung và số căn hộ giao dịch mới trong quý 2, đặc biệt là ở các tài sản hạng B. Lượng giao dịch Q3/2024 giảm nhẹ còn 1.915 căn hộ (-16% QoQ và -4% YoY). Tuy nhiên, Đến cuối năm 2024, có khoảng 6.700 căn hộ dự kiến sẽ mở bán, trong đó có các dự án đáng chú ý như Vinhomes Grand Park – The Opus One và The Forest Gem. Dự kiến Đến năm 2027, hơn 50.000 căn hộ từ 76 dự án sẽ mở bán.

Số lượng dự án nhà ở thương mại đang triển khai xây dựng



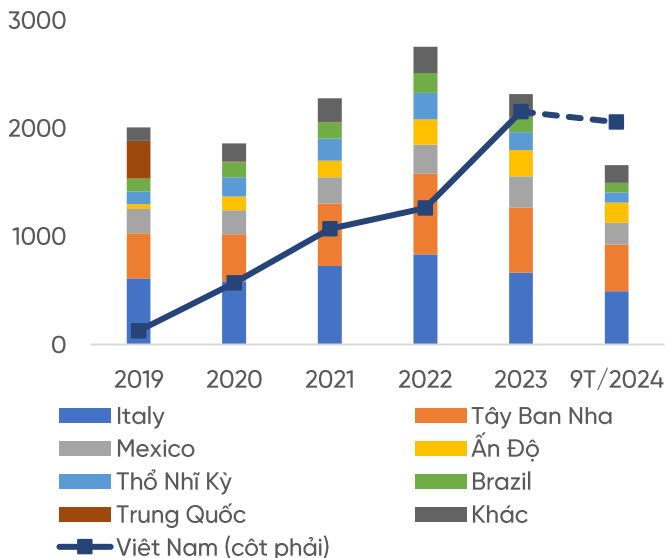
Nguồn: Bộ xây dựng

Nhìn chung trên cả nước, số lượng các dự án đang triển khai xây dựng phục hồi mạnh sau thời điểm cuối năm 2022. Tại thời điểm Q3/2024 đạt 939 dự án (+8,8% YoY và +101,5% so với thời điểm Q4/2022) với quy mô khoảng 426.158 căn. Sự phục hồi của thị trường bất động sản sẽ tác động tích cực đến ngành vật liệu xây dựng nói chung và ngành gạch ốp lát nói riêng.

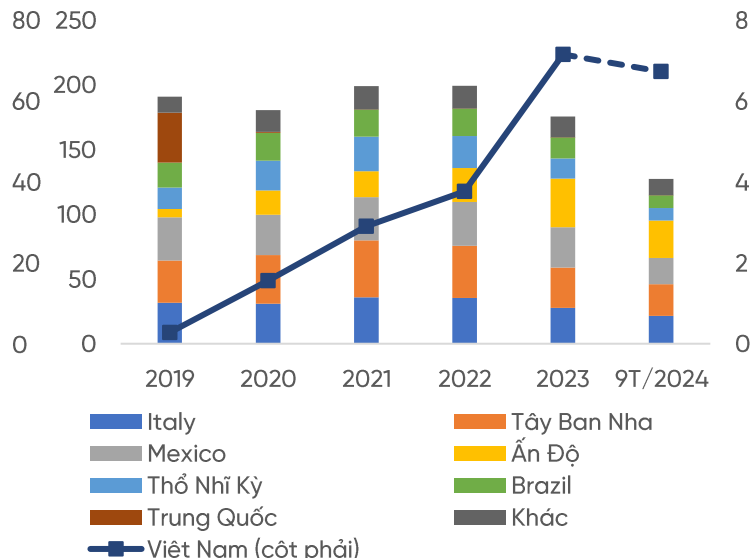
Tình hình nhập khẩu gạch ốp lát của Mỹ

Tổng kim ngạch nhập khẩu gạch ốp lát Mỹ năm 2023 đạt 2,37 tỷ USD (-14,87% YoY). Trong năm 2023, Giá trị nhập khẩu mặt hàng gạch ốp lát từ Việt Nam của Mỹ đạt hơn 57 triệu USD (+70,83% YoY) chiếm 2,42% thị phần nhập khẩu mặt hàng này tại Mỹ. Lũy kế 9T/2024, tổng kim ngạch nhập khẩu gạch ốp lát Mỹ đạt 1,71 tỷ USD (-5,57% YoY), giá trị nhập khẩu mặt hàng này từ Việt Nam đạt 54,8 triệu USD (+47,98% YoY) chiếm 3,2% tổng kim ngạch nhập khẩu của Mỹ.

Kim ngạch nhập khẩu gạch ốp lát (mã HS 6907) của Mỹ (triệu USD)



Số lượng nhập khẩu gạch ốp lát (mã HS 6907) của Mỹ (triệu m²)

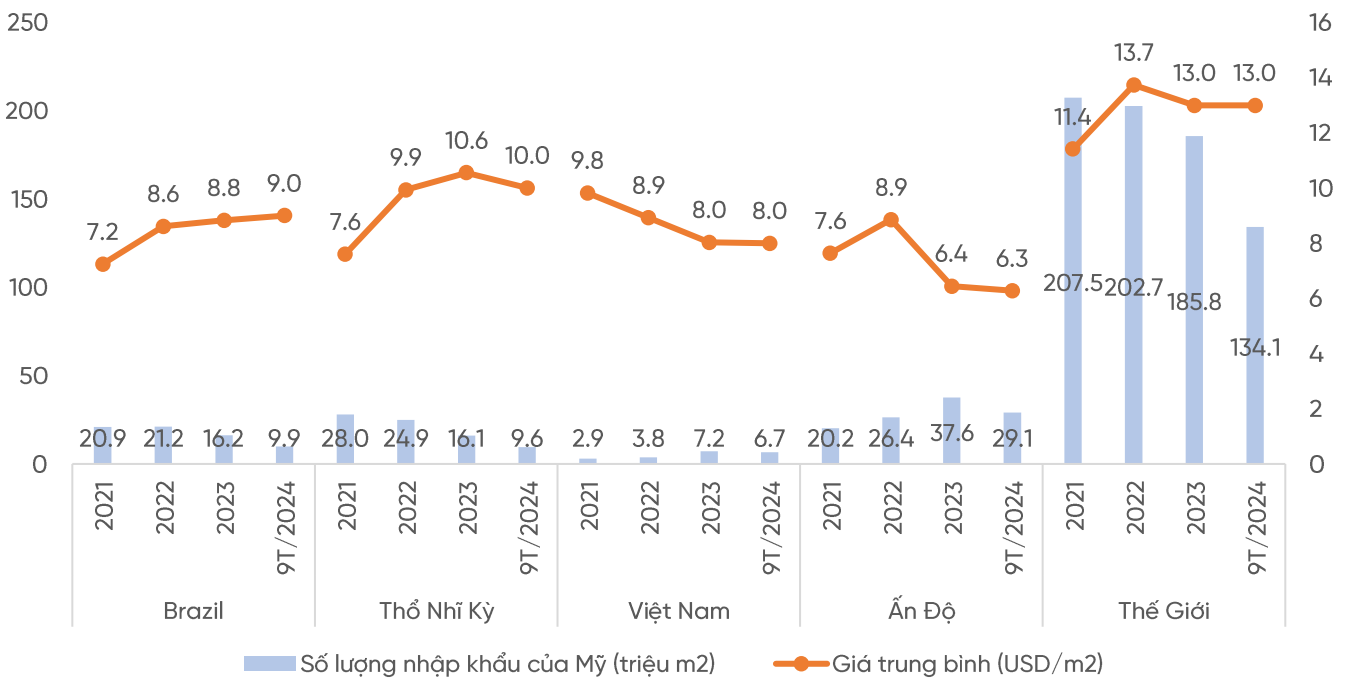


Nguồn: UN Comtrade

Kể từ sau việc Mỹ áp dụng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp thương mại với gạch ốp lát Trung Quốc năm 2020, Ấn Độ, các quốc gia Nam Mỹ và Đông Nam Á trong đó có Việt Nam đã gia tăng xuất khẩu mặt hàng này đến Mỹ. Năm 2018, Ấn Độ chỉ chiếm 0,60% thị phần nhập khẩu gạch ốp lát Mỹ nhưng đến năm 2023 nước này đã chiếm 10,19% thị phần nhập khẩu Mỹ và trở thành nhà xuất khẩu lớn nhất (tính theo m²) tại Mỹ.

Đáng chú ý là giá trung bình 1 m² gạch ốp lát Mỹ nhập từ Ấn Độ ghi nhận giảm mạnh còn 6,4 USD/m² (-27,3% YoY) trong năm 2023. Vì vậy, các nhà sản xuất gạch ốp lát Mỹ đại diện cho hơn 90% tổng sản lượng gạch ốp lát của nước này đã nộp đơn kiến nghị khởi xướng điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với gạch ốp lát nhập khẩu từ Ấn Độ với mức thuế ước tính từ 408% đến 828%. Đây có thể là cơ hội cho Việt Nam để chiếm thêm thị phần gạch ốp lát Mỹ.

Giá trung bình 1 m² gạch ốp lát Mỹ nhập khẩu từ Việt Nam và các nước



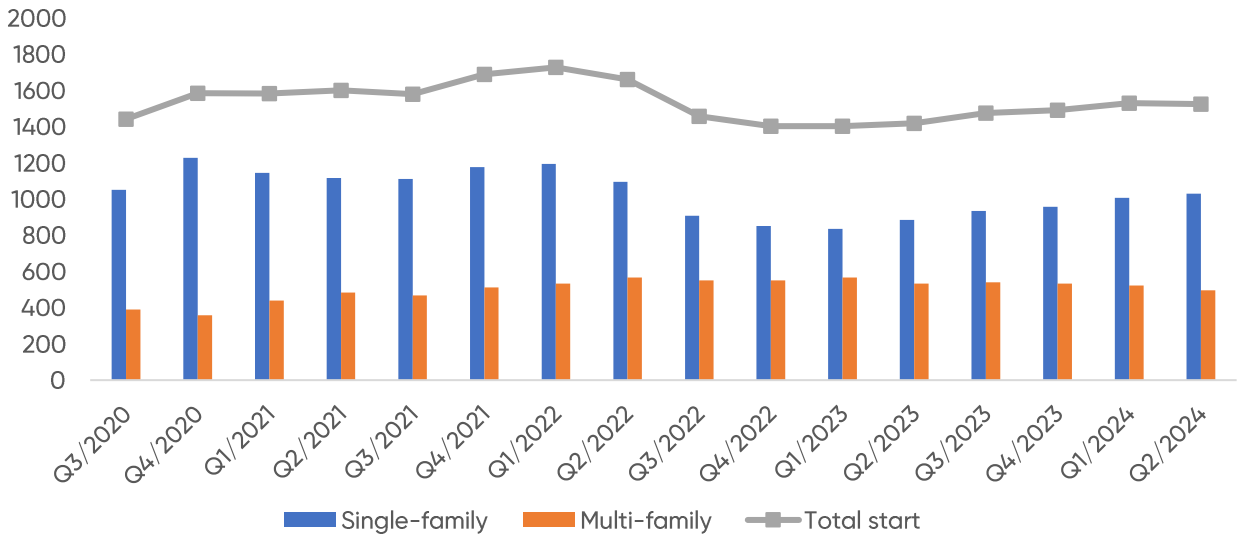
Nguồn: UN Comtrade

Tuy nhiên, Việc sản lượng xuất khẩu gạch ốp lát từ Việt Nam đến Mỹ tăng mạnh liên tục trong khi giá trung bình 1 m² giảm nhanh khiến rủi ro bị điều tra thương mại tăng đối với các doanh nghiệp sản xuất Việt Nam. Hiện tại, Cục phòng vệ thương mại (Bộ Công Thương) đã đưa mặt hàng gạch ốp lát (mã HS: 6907.21, 6907.22, 6907.23, 6907.30, 6907.40) vào danh sách cảnh báo về nguy cơ bị điều tra phòng vệ thương mại từ bộ thương mại Mỹ (DOC).

Tiềm năng tăng trưởng thị trường gạch ốp lát Mỹ

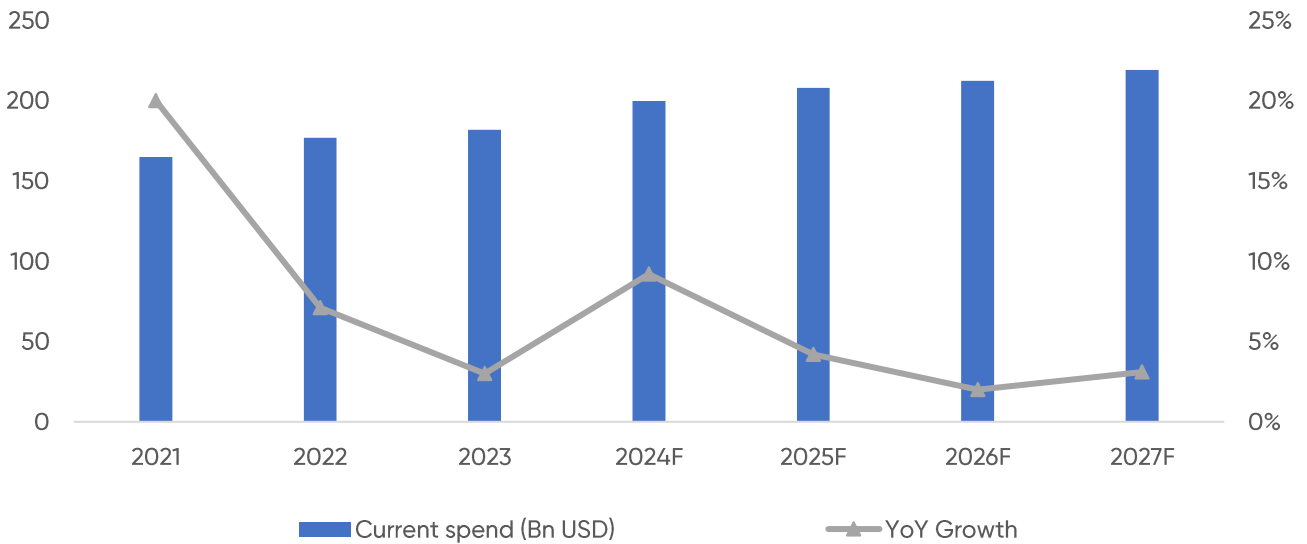
Thị trường gạch ốp lát của Mỹ suy giảm năm thứ hai liên tiếp vào năm 2023. Thị trường nhà ở Mỹ liên quan chặt chẽ với thị trường này tiếp tục gặp khó khăn do lãi suất thế chấp cao, lạm phát và tình trạng thiếu lao động.

Tổng lượng tiêu thụ gạch ốp lát của Mỹ năm 2023 đạt 264,5 triệu m² (-7,3% YoY). Khối lượng gạch sản xuất trong nước năm 2023 đạt 83,5 triệu m², (-4,4% YoY). Trong đó, Có 78,7 triệu m² gạch ốp lát được sử dụng trong nước vào năm 2023, giảm 4,7% so với năm trước. Mỹ là thị trường xuất khẩu mục tiêu chính của RYG. Do đó tình hình thị trường bất động sản và xây dựng Hoa Kỳ sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng ngắn và trung hạn cho RYG.

Số nhà xây mới dữ liệu lịch sử và dự báo tại thị trường Mỹ


The Farnsworth Group

Mặc dù thị trường xây dựng và bất động sản Hoa Kỳ khá ảm đạm từ đầu năm 2023 tới nay, có một số dữ liệu cho thấy nhà đầu tư có thể lạc quan về tình hình thị trường trong năm 2024 và 2025. Theo The Farnsworth Group, số lượng nhà bắt đầu khởi công được dự báo sẽ tăng trưởng trở lại trong quý 3/2023. Động lực từ sự tăng trưởng này sẽ đến từ số lượng căn hộ nhà gia đình đơn lẻ. Báo cáo này được thực hiện vào tháng 4 năm 2023. So sánh số liệu thực tế từ FRED, số lượng nhà ở sở hữu tư nhân xây mới ở thị trường Hoa Kỳ điều chỉnh theo mùa vụ cũng đã có dấu hiệu hồi phục khi tăng 2 tháng liên tiếp vào tháng 9 và tháng 10 năm 2023.

Dự báo doanh thu sửa chữa, cải tạo nhà ở của các nhà thầu xây dựng Mỹ


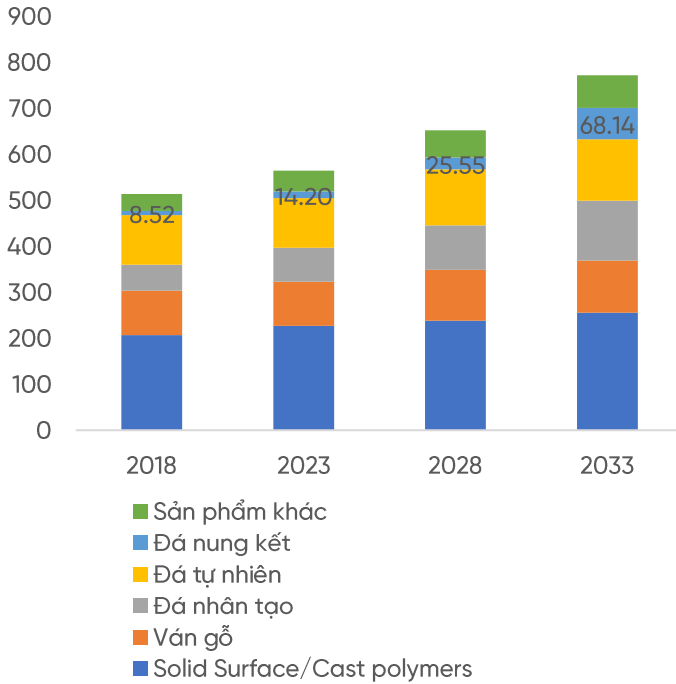
The Farnsworth Group

Doanh thu sửa chữa, cải tạo nhà của các nhà thầu xây dựng cũng được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh vào năm 2024 sau một năm 2023 ảm đạm. Như vậy, cả số nhà khởi công cũng như hoạt động sửa chữa, cải tạo nhà ở tại thị trường Mỹ đều được dự báo là sẽ tích cực trong một vài tháng tới. Điều này sẽ giúp cải thiện nhu cầu đá thạch anh nhân tạo tại Hoa Kỳ. Tuy vậy, sau năm 2024, tốc độ tăng trưởng doanh thu sửa chữa, cải tạo nhà của các nhà thầu xây dựng Hoa Kỳ cũng được dự báo sẽ chậm lại.

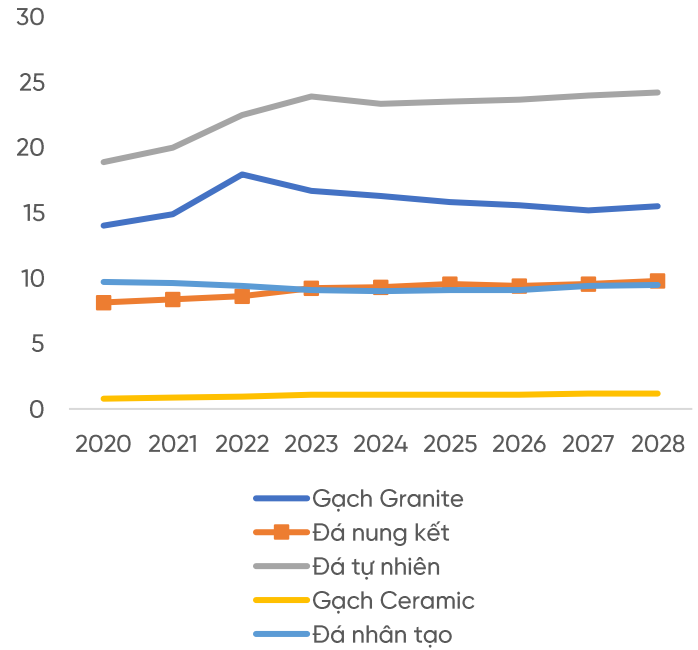
Đá nung kết sẽ trở thành vật liệu thay thế cho đá nhân tạo và dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng trong ngành vật liệu bề mặt

Đá nung kết là sản phẩm có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong ngành vật liệu bề mặt trong 5 năm qua (2018 – 2023 CAGR đạt 10,76%) do tính thẩm mỹ, độ bền và khả năng chống ố, và vật liệu này dự kiến sẽ tăng gấp đôi thị phần trên thị trường vật liệu bề toàn cầu vào năm 2028 (2023 – 2028 CAGR đạt 12,47%). Mặc dù quy mô thị trường của sản phẩm này vẫn còn nhỏ so với các vật liệu mặt bàn chính khác, nhưng nó đang thâm nhập vào người tiêu dùng và các nhà xây dựng.

Tiêu thụ sản phẩm vật liệu bề mặt toàn cầu theo sản phẩm (triệu m²)



Giá trung bình các sản phẩm vật liệu bề mặt tại Mỹ (USD/Sq Ft)



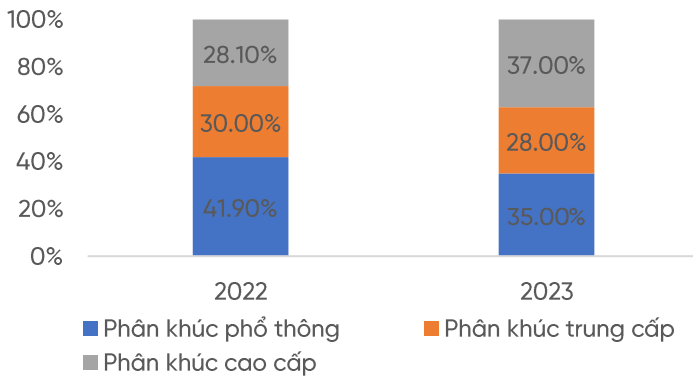
Nguồn: Freedonia Group

Sau gần một thập kỷ tăng trưởng hai chữ số, nhu cầu về đá nhân tạo đã giảm mạnh vào năm 2023, chủ yếu là do thị trường nhà ở suy yếu ở Hoa Kỳ (người sử dụng đá nhân tạo lớn nhất trên toàn cầu). Tuy nhiên, những khó khăn tiềm ẩn trong tương lai đối với vật liệu này đã được Úc báo hiệu, khi nước này đã thông qua lệnh cấm toàn quốc (bắt đầu vào giữa năm 2024) đối với các sản phẩm đá nhân tạo. Mặc dù nhu cầu về đá nhân tạo dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ vững chắc trong suốt giai đoạn dự báo, nhưng có khả năng vật liệu này có thể sẽ bị quản lý rộng rãi hơn, với khả năng người tiêu dùng sẽ chọn đá nung kết để thay thế. Hiện tại, sản phẩm đá nung kết có giá cao hơn đá nhân tạo.

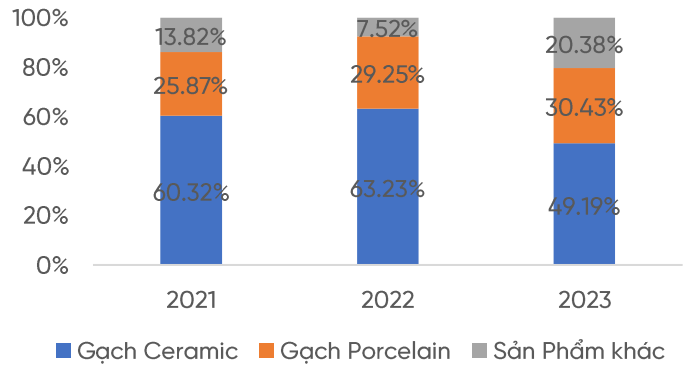
Chuyển dịch cơ cấu sản phẩm phù hợp với nhu cầu của thị trường

Chiến lược kinh doanh của RYG đang nhắm vào phân khúc cao cấp, tỷ trọng doanh thu từ phân khúc cao cấp tăng từ 28,10% trong giai đoạn từ năm 2020 đến 2022 lên 37,00% vào năm 2023. Phân khúc cao cấp này là các sản phẩm gạch đánh bóng men, gạch giả gỗ, gạch bán sứ và gạch Porcelain được ưa chuộng tại thị trường trong nước và thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu.

Phân khúc sản phẩm của công ty



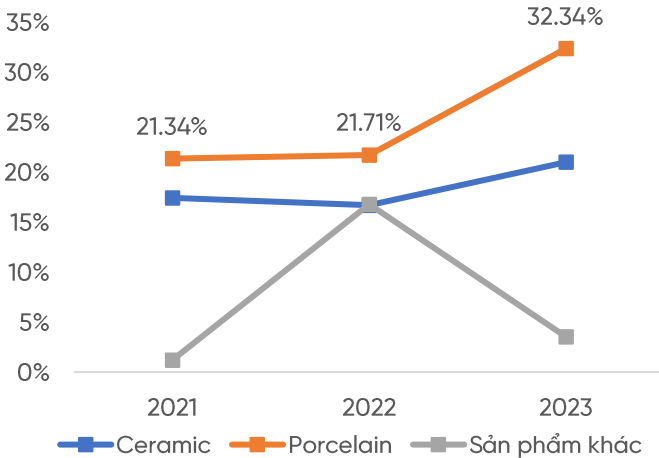
Cơ cấu lợi nhuận gộp RYG



Nguồn: RYG, BMS

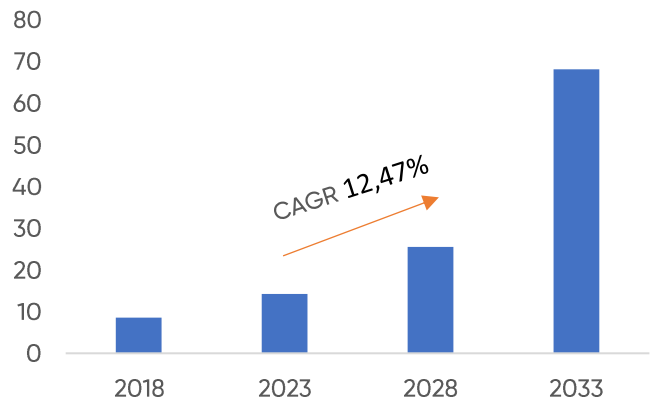
Về cơ cấu lợi nhuận gộp, tỷ trọng sản phẩm gạch cao cấp Porcelain đóng góp vào lợi nhuận gộp của công ty tăng mạnh 48,6 tỷ đồng (55% yoy) trong khi các sản phẩm gạch ceramic giảm 3,5 tỷ đồng (2% yoy) và các sản phẩm khác giảm 7,6 tỷ đồng (43% yoy).

Biên lợi nhuận gộp theo sản phẩm của RYG



Nguồn: RYG, BMS

Dự phóng tiêu thụ (triệu m²) và tăng trưởng sản phẩm đá nung kết (porcelain slab)



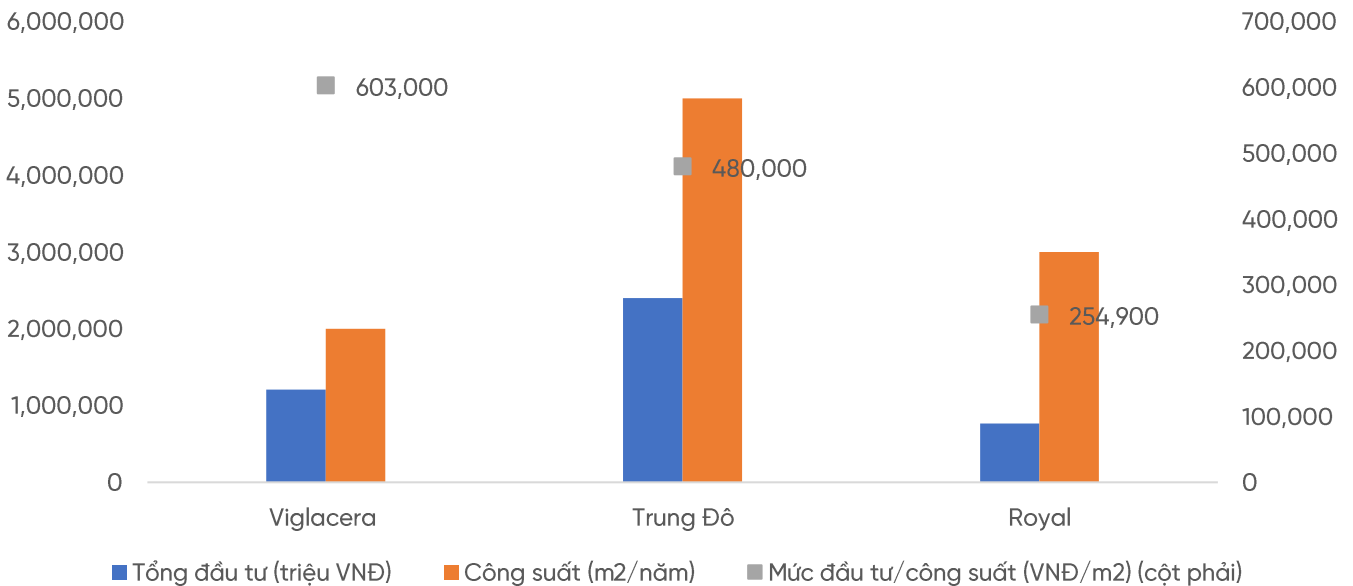
Nguồn: Freedonia Group

Biên lợi nhuận gộp của sản phẩm porcelain là sản phẩm có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong cơ cấu sản phẩm của RYG trong năm 2023 đạt 32,34% (+10,63 đpt YoY). Theo Freedonia group, Đá nung kết là sản phẩm có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong ngành vật liệu bề mặt với tốc độ tăng trưởng CAGR trong giai đoạn 2023 – 2028 đạt 12,47%. Dựa trên biên lợi nhuận cao được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng của sản phẩm đá nung kết, chúng tôi dự phóng doanh thu của RYG sẽ tăng trưởng 20% trong năm 2025.

Nhà máy đá nung kết Royal Sintered Stones dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2025

Nhận thấy sự ưa chuộng của sản phẩm Porcelain cao cấp, công ty đã đầu tư và dự kiến sẽ đưa vào hoạt động nhà máy sản xuất đá nung kết tấm Porcelain khổ lớn 4.0 vào năm 2025. Nâng tổng công suất lên thêm 3.000.000 m²/năm với tổng mức đầu tư 764,7 tỷ VNĐ. Nhà máy mới của công ty sở hữu công nghệ nung kết Neolith Sacmi Continua+ là công nghệ hiện đại nhất của nhà cung cấp Sacmi Imola S.C đến từ Ý. Hiện tại, Việt Nam có 3 công ty sở hữu công nghệ này bao gồm CTCP Viglacera Tiên Sơn (HNX: VIT), CTCP Trung Đô (UPCOM: TDF) và CTCP SX&ĐT Hoàng Gia (HSX: RYG).

Tổng mức đầu tư và công suất của các dự án nhà máy đá nung kết



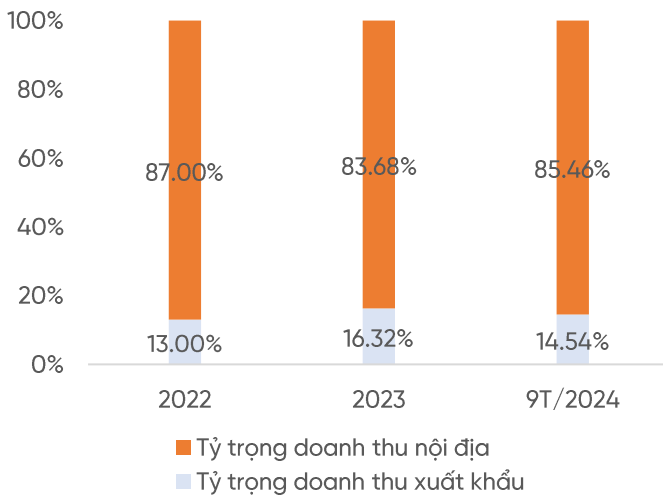
Nguồn: VIT, TDF, RYG, BMS

Lợi thế của RYG là sở hữu được công nghệ hiện đại này với mức đầu tư thấp hơn so với VIT và TDF, để công suất tăng thêm 1 m²/năm VIT phải đầu tư 603.000 VNĐ và TDF phải đầu tư 480.000 VNĐ còn mức đầu tư của RYG là 254.900 VNĐ.

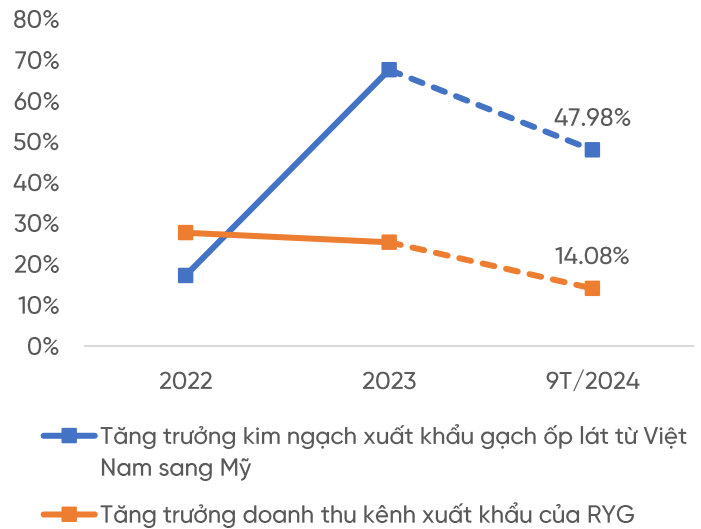
Tỷ trọng doanh thu kênh xuất khẩu vẫn thấp và kế hoạch mở rộng kinh doanh từ kênh xuất khẩu

Lũy kế 9T/2024, RYG ghi nhận doanh thu đến từ hoạt động xuất khẩu đạt 168,86 tỷ VNĐ (+14,08% YoY). Tuy nhiên, tỷ trọng doanh thu từ kênh xuất khẩu chỉ đạt 14,54% tổng doanh thu và tương đương với những năm trước. Theo xu hướng của thị trường, RYG đặt mục tiêu doanh thu từ kênh xuất khẩu chiếm 40% tổng doanh thu

Tỷ trọng doanh thu theo vùng địa lý của RYG



Tăng trưởng doanh thu kênh xuất khẩu của RYG



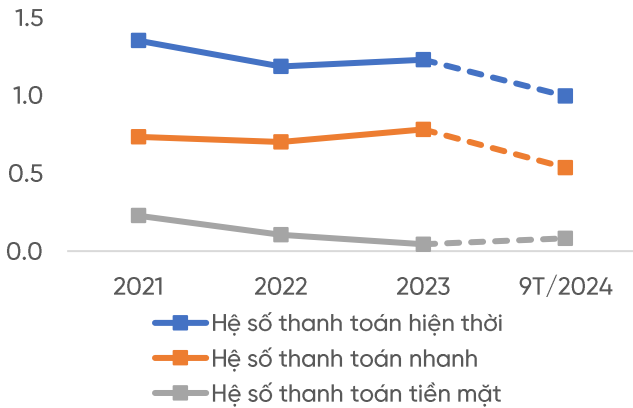
Nguồn: RYG, BMS

Để đẩy mạnh kênh xuất khẩu RYG đang tập trung vào thị trường Mỹ và đã ký được hợp đồng với một số đối tác phân phối hàng hóa cho Công ty như: M.S International, New Pacific Marble and Tile, Royal American Wholesale, trong đó MSI là 1 trong 10 nhà phân phối gạch lớn nhất Mỹ.

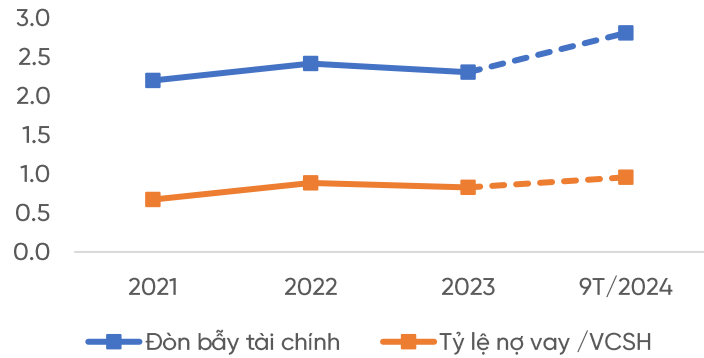
Nợ vay tiếp tục tăng mạnh, gặp khó khăn với các khoản vay ngắn hạn

RYG có thể gặp khó khăn trong việc chi trả các khoản nợ ngắn hạn của công ty, khi cơ cấu tài sản ngắn hạn của công ty phần lớn nằm ở các khoản phải thu và tiền và tương đương tiền duy trì ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Bộ chỉ số thanh toán RYG



Đòn bẩy tài chính RYG



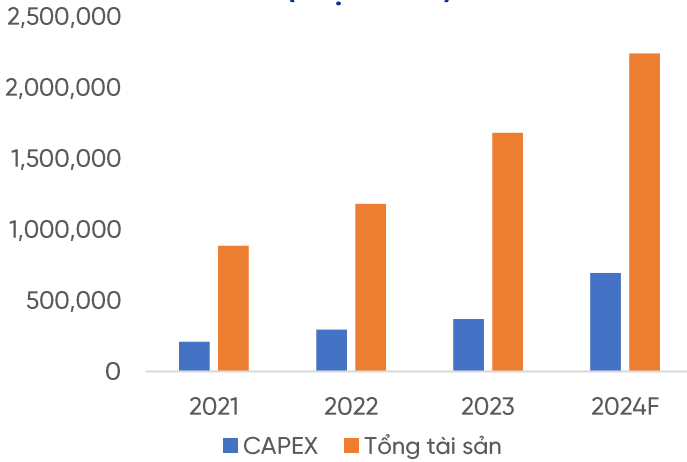
Nguồn: RYG, BMS

Việc đẩy mạnh đầu tư mới làm cơ cấu tài chính của công ty rủi ro hơn, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của RYG tại thời điểm Q3/2024 đạt 2,81 lần và nợ vay trên tổng vốn chủ sở hữu đạt 95,6% đang ở mức tương đối cao hơn với các doanh nghiệp cùng ngành. Tính tới Q3/2024, tỷ lệ nợ vay trên tổng vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp trong ngành như Tổng Công ty Viglacera (mã VGC – sàn HOSE) là 53%; CTCP Vicostone (mã VCS – sàn HNX) là 16%; CTCP Phú Tài (mã PTB – sàn HOSE) là 45%. Như vậy, so với doanh nghiệp cùng ngành, hệ số tổng nợ vay trên tổng vốn chủ sở hữu của Royal Invest JSC đang cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp đầu ngành.

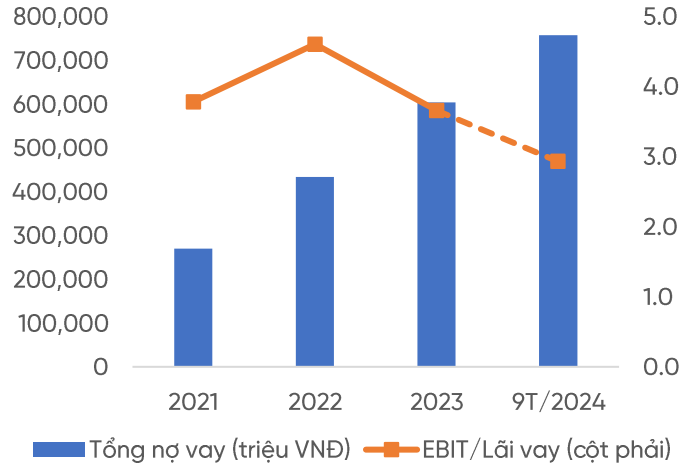
Gia tăng vay nợ và nhu cầu vốn cho hoạt động mở rộng kinh doanh

Nhu cầu vốn cho việc đầu tư tài sản cố định mới của RYG tăng mạnh trong năm 2022 và năm 2023, vay ngắn hạn năm 2022 tăng 64% yoy và năm 2023 tăng 37% yoy. Trong năm 2023, RYG cũng đã chào bán 9.000.000 cổ phiếu ra công chúng để huy động khoản 130 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo rằng CAPEX sẽ không tăng trong tương lai sau khi công ty đưa nhà máy mới vào hoạt động vào tháng 2/2025, tuy nhiên RYG vẫn cần phải vay thêm để bổ sung nhu cầu vốn lưu động cho doanh nghiệp.

CAPEX và Tổng tài sản của RYG (triệu VNĐ)



Tổng nợ vay ngắn và dài hạn



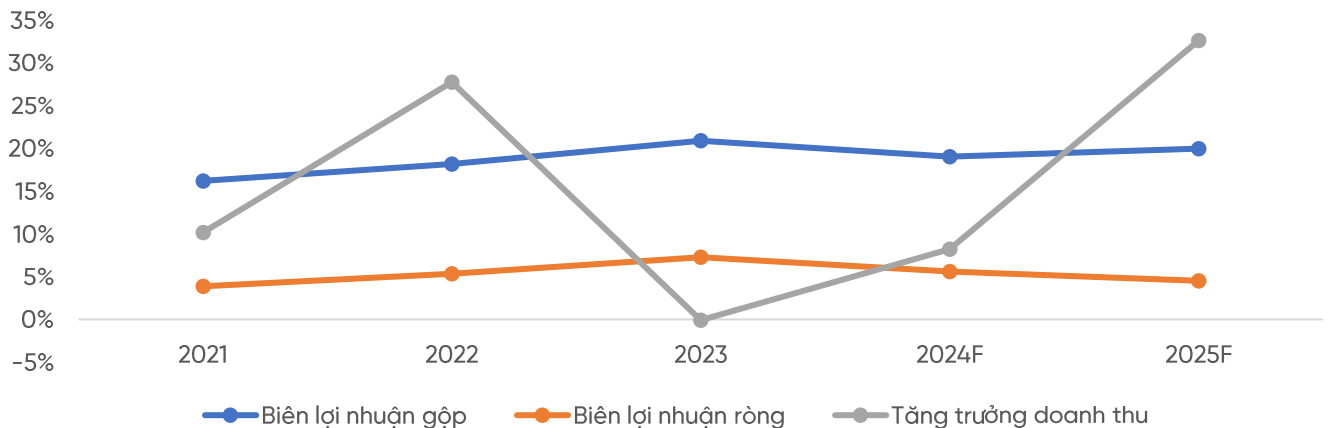
Nguồn: RYG, BMS

Phần lớn các khoản vay ngắn hạn có lãi suất thả nổi và các khoản vay dài hạn của công ty có lãi suất cố định (9% - 12%). Trong bối cảnh, nền kinh tế đứng trước áp lực phải tăng lãi suất, chúng tôi nhận định đây có thể là rủi ro cho doanh nghiệp khi có các nhu cầu bổ sung vốn lưu động trong tương lai. Tuy nhiên, tỷ lệ thanh toán lãi vay duy trì ở mức tốt và cơ cấu tài chính an toàn có thể giúp cho doanh nghiệp bớt khó khăn.

Doanh thu và lợi nhuận ổn định, các khoản phải thu tăng mạnh

Doanh thu năm 2023 của công ty không có sự thay đổi so với năm trước vì các nhà máy đã hoạt động theo công suất quy định, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng vẫn duy trì tăng trong năm 2023, điều này đến từ việc RYG đã quản lý tốt chi phí sản xuất và giá vốn hàng bán (-3% yoy).

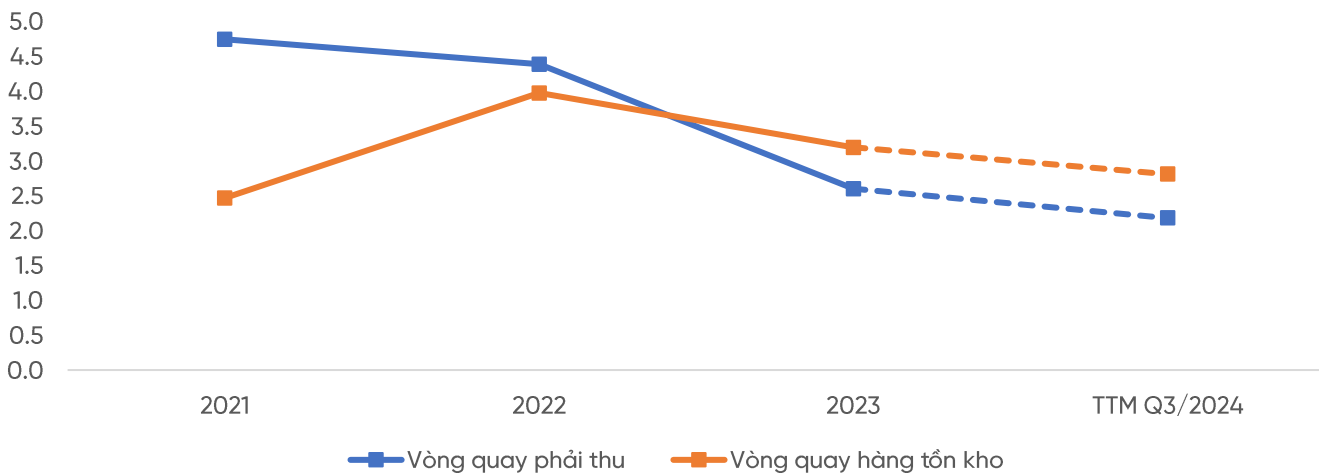
Biên lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng doanh thu



Nguồn: RYG, BMS

Doanh thu lũy kế 9T/2024 đạt 1.162 nghìn tỷ VNĐ (+28,58% YoY). Cho cả năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của RYG đạt 1.510 tỷ VNĐ, tương đương với mức tăng trưởng 8,6% so với cùng kỳ và thực hiện được 72,5% kế hoạch doanh thu năm 2024. Cụ thể, doanh thu đến từ sản phẩm Ceramic phân khúc phổ thông và trung cấp chiếm 39,28% (-10,52 đpt YoY), doanh thu đến từ sản phẩm Porcelain phân khúc cao cấp (có biên lợi nhuận cao nhất) chiếm 36,53% (+6,08 đpt YoY) và Doanh thu đến từ các sản phẩm khác chiếm 24,19% (+3,87 đpt YoY).

Chỉ số hoạt động RYG



Nguồn: RYG, BMS

Trong năm 2023, các khoản phải thu khách hàng của RYG tăng mạnh đạt 498,8 tỷ VNĐ (+114% yoy) ảnh hưởng chất lượng doanh thu và làm chỉ số vòng quay phải thu giảm đáng kể. Tuy vòng quay phải thu vẫn đang ở mức trung bình ngành, nhưng sự sụt giảm này là cảnh báo cho chính sách bán hàng của công ty. Tính đến 9T/2024, Các khoản phải thu khách hàng giảm nhẹ còn 464,5 tỷ VNĐ (-7,81% so với đầu năm). Hàng tồn kho trong 9T/2024 đạt 581 tỷ VNĐ (+59,03% YoY), vòng quay hàng tồn kho giảm nhẹ còn 2,81 lần nhưng vẫn cao hơn mức trung vị 1,76 lần của các công ty sản xuất gạch ốp lát.

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF và phương pháp P/E, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu RYG với mức giá mục tiêu là 22.029 VNĐ/cp, cao hơn 37,68% so với mức giá tham chiếu ngày 16/12/2024 16.000 VNĐ/cp.

Đối với phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF (tỷ trọng 70%): chúng tôi áp dụng mức lãi suất chiết khấu WACC 11,50% và tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn 3,00%

- Tăng trưởng doanh thu năm 2025 được thúc đẩy bởi sản phẩm đá nung kết có mức giá cao của nhà máy mới Royal Sintered Stones. Nhà máy dự kiến đi vào hoạt động vào tháng 2/2025

- Đối với hệ số beta chúng tôi sử dụng hệ số beta điều chỉnh của công ty VICOSTONE

GIẢ ĐỊNH MÔ HÌNH

Tăng trưởng doanh thu năm 2024	8,21%	Tăng trưởng doanh thu năm 2025	32,60%
WACC	11,50%	Phần bù rủi ro	9,00%
Chi phí sử dụng nợ	10%	Hệ số Beta	1.05
Chi phí sử dụng VCSH	12,11%	Tăng trưởng dài hạn	3,00%
Lãi suất phi rủi ro	2,66%	Thời gian dự phóng	5 năm

Tổng hợp định giá FCFF

Giá trị

Lãi suất chiết khấu	11,50%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do doanh nghiệp (triệu VNĐ)	1.539.665
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)	40.426
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	604.110
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	975.981
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	45
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	21.688

Đối với phương pháp định giá hệ số so sánh P/E: chúng tôi áp dụng mức P/E 11,51x tương đương với trung vị của các công ty cùng ngành gạch ốp lát và EPS dự phóng đạt 1.878 VNĐ với tỷ trọng của phương pháp P/E là 30%.

So sánh với các công ty cùng ngành

Tên công ty	GTVH (triệu VNĐ)	DT thuần trượt 12T (triệu VNĐ)	SVCK (%)	LNST trượt 12 tháng (triệu VNĐ)	SVCK(%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt 12T (lần)	P/B trượt 12T (lần)	
VCS	VICOSTONE	9.840.000	4.373.509	98,8%	854.814	104,7%	16,7%	13,5%	11,51	1,88
PTB	CTCP Phú tài	4.237.201	6.077.972	104,9%	337.849	106,0%	11,9%	6,4%	12,80	1,50
VIT	Viglacera Tiên Sơn	994.993	2.001.094	97,7%	29.032	191,7%	5,1%	1,3%	34,27	1,66
CVT	CTCP CMC	909.934	1.619.884	82,5%	52.049	55,5%	5,5%	1,6%	17,48	0,93
GKM	Khang Minh Group	182.319	166.524	43,5%	19.352	39,6%	5,7%	4,3%	9,42	0,53
GMX	Gạch Ngói Mỹ Xuân	162.620	166.163	75,0%	17.976	67,0%	15,2%	10,9%	9,05	1,36
Trung bình		2.721.178	2.400.858	83,7%	218.512	94,1%	10,0%	6,3%	15,76	1,31
Trung vị		952.464	1.810.489	90,1%	40.541	85,9%	8,8%	5,3%	12,16	1,43
RYG	CTCP SX & ĐT Hoàng Gia	720.000	1.653.341	133,9%	93.811	197,3%	12,7%	4,9%	7,74	0,95

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (DỰ PHÓNG)								
(triệu đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	636,736	792,728	1,125,008	1.351.653	1.597.162	1.605.682	1.748.142	1.746.698
Tiền, tương đương tiền	107,117	70,332	17,926	21.473	25.747	36.440	29.920	29.463
Đầu tư ngắn hạn, ròng	-	-	22,500	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	238,715	397,826	674,862	639.297	835.504	873.081	894.997	920.359
Hàng tồn kho, ròng	272,979	301,878	389,075	667.008	704.640	664.384	790.061	762.862
Tài sản ngắn hạn khác	17,925	22,692	20,645	23.875	31.271	31.776	33.164	34.014
TÀI SẢN DÀI HẠN	247,922	388,501	556,631	889.189	1.154.100	1.030.452	1.093.139	1.250.772
Phải thu dài hạn	5,236	5,016	2,611	5.160	5.926	5.670	6.462	6.382
Tài sản cố định	208,243	294,148	370,090	283.863	923.560	805.535	867.518	1.019.868
GTCL TSCĐ hữu hình	149,730	199,477	232,047	191.784	838.143	727.259	796.439	956.046
GTCL TSCĐ vô hình	232	66,802	64,797	63.022	61.618	59.734	57.794	55.796
GTCL TS thuê tài chính	23,038	17,254	34,315	29.057	23.799	18.542	13.284	8.026
Tài sản dở dang dài hạn	35,243	10,615	38,931	410.791	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	26.340	3.500	114.999	128.914	128.914	128.914	128.914	128.914
Tài sản dài hạn khác	8,103	77,052	61,071	53.526	89.689	85.247	86.085	92.370
Lợi thế thương mại	-	8,785	7,860	6,935	6,011	5,086	4,161	3,237
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	884,658	1,181,229	1,681,639	2.240.843	2.751.262	2.636.135	2.841.282	2.997.470
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	482.099	692.275	951.756	1.426.457	1.846.300	1.640.321	1.741.445	1.791.617
NỢ PHẢI TRẢ NGẮN HẠN	470.454	666.913	913.629	1.238.894	1.556.358	1.404.162	1.516.717	1.566.242
Vay ngắn hạn	258.629	423.068	580.658	831.082	1.100.324	897.896	990.400	1.040.400
Phải trả người bán	147.324	134.839	206.916	223.904	262.366	293.948	298.696	302.067
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	28.275	58.454	65.450	57.689	84.736	87.599	87.092	91.744
NỢ PHẢI TRẢ DÀI HẠN	11.645	25.362	38.127	187.563	289.942	236.159	224.728	225.375
Vay dài hạn	11.645	10.265	23.452	176.829	270.964	217.527	206.586	205.646
Thuế thu nhập hoãn lại	-	14.097	13.675	10.013	17.703	17.373	16.920	18.401
VỐN CHỦ SỞ HỮU	402.560	488.956	729.883	814.386	904.961	995.813	1.099.837	1.205.853
Vốn điều lệ	360.000	360.000	450.000	450.000	450.000	450.000	450.000	450.000
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	40.010	40.010	40.010	40.010	40.010	40.010
Lợi nhuận để lại và các quỹ	42.560	116.892	218.347	302.850	393.425	484.277	588.301	694.317
TỔNG NGUỒN VỐN	884,658	1,181,229	1,681,639	2.240.843	2.751.262	2.636.135	2.841.282	2.997.470

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (DỰ PHÓNG)

(triệu đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	1,093,569	1,396,792	1,395,561	1.510.135	2.002.439	2.062.512	2.124.388	2.188.119
Giá vốn hàng bán	(916,482)	(1,142,954)	(1,104,146)	(1.222.589)	(1.602.725)	(1.650.807)	(1.700.331)	(1.751.341)
Lợi nhuận gộp	177,087	253,838	291,415	287.547	399.714	411.705	424.056	436.778
Doanh thu tài chính	422	5,047	28,688	24.028	1.299	1.710	1.825	1.633
Chi phí tài chính	(15,104)	(32,167)	(52,052)	(59.719)	(92.283)	(96.638)	(88.486)	(91.725)
Chi phí SG&A	(101,333)	(132,905)	(143,811)	(146.483)	(197.039)	(205.185)	(208.815)	(216.023)
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	74,313	119,223	169,676	165.092	203.973	208.231	217.066	222.388
Lợi nhuận trước thuế	54,661	93,336	123,294	105.373	111.690	111.592	128.581	130.663
Lợi nhuận sau thuế	42,357	74,333	101,455	84.503	90.576	90.852	104.024	106.016

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (DỰ PHÓNG)

(triệu đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	(52,692)	(111,911)	(136,036)	(22,195)	10,421	290,761	117,787	248,431
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(32,261)	(90,684)	(201,278)	(378,058)	(369,524)	(24,203)	(205,870)	(297,947)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	171,489	166,075	284,895	403,801	363,377	(255,865)	81,563	49,059
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	86,536	(36,520)	(52,418)	3,547	4,274	10,693	(6,521)	(457)
Tiền đầu kỳ	20,494	107,117	70,332	17,926	21,473	25,747	36,440	29,920
Tiền cuối kỳ	107,117	70,332	17,926	21,473	25,747	36,440	29,920	29,463



MIỄN TRÁCH

Các thông tin và dự báo trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin mà BMSC cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và hoàn chỉnh của các thông tin này. Toàn bộ quan điểm và nhận định trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích dựa trên cơ sở phân tích chi tiết, cẩn thận hợp lý, và phù hợp với thời điểm đưa ra báo cáo này. Các quan điểm này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được đưa ra không nhằm mục đích khuyến nghị hay quảng cáo việc mua/bán bất cứ cổ phiếu nào. BMSC không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng các thông tin, phân tích, hay khuyến nghị nào từ báo cáo này. Bản quyền báo cáo này thuộc về BMSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của BMSC đều không được phép.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Minh

Lầu 3, Tòa nhà Pax Sky, 34A Phạm Ngọc Thạch, P. Võ Thị Sáu, Q.3, TP. HCM

ĐT: +84 28 7306 8686 – Fax: +84 28 3824 7436

Website: <https://www.bmsc.com.vn>

Email: info@bmsc.com.vn

Nguyễn Thị Hương Trà

Quản Lý Phòng Đầu Tư – Tự Doanh

tranth@bmsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Chuyên Viên Phân Tích

khoim@bmsc.com.vn