

VCS – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 28/06/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	61,500
KLGD TB 10 ngày	187,000
Vốn hoá (tỷ đồng)	9,840
Số lượng CPLH	160,000,000
% sở hữu nước ngoài	2.86%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Vũ Thế Duyệt
vtduyet@vcbs.com.vn
+84-4 963083695

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

VCS: ĐÓN ĐẦU CƠ HỘI PHỤC HỒI

VCS công bố KQKD kém khả quan trong Q1.2023. Trong 3 tháng đầu năm, DT sụt giảm đạt 1,034 tỷ đồng (-35.9% yoy) và LNST đạt 190 tỷ đồng (-49% yoy). Sự sụt giảm đến từ nhu cầu suy yếu của thị trường xuất khẩu và nội địa trước bối cảnh lãi suất tăng cao gây ảnh hưởng tới thị trường bất động sản dân dụng.

Triển vọng:

- 1) VCS là doanh nghiệp xuất khẩu đá thạch anh nhân tạo hàng đầu tại Việt Nam, trong đó nhu cầu ốp lát đá thạch anh nhân tạo tại Mỹ luôn được ưa chuộng nhất trong các sản phẩm ốp lát với quy mô thị trường còn nhiều tiềm năng trong dài hạn.
- 2) Nhu cầu tăng trở lại trong bối cảnh thị trường bất động sản tại Mỹ có dấu hiệu phục hồi mạnh trong quý 2 giúp cho VCS có thể bắt đầu tăng trưởng trở lại từ Q3.2023.
- 3) Giá đầu vào là giá dầu, giá resin giảm hỗ trợ cho biên lợi nhuận của VCS.

Rủi ro:

- 1) Rủi ro tới từ nhu cầu gạch ốp lát tiếp tục suy yếu trong bối cảnh lãi suất toàn cầu đặc biệt tại Mỹ và EU neo giữ ở mức cao.
- 2) Giá năng lượng tăng trở lại gây áp lực sụt giảm biên lợi nhuận.
- 3) Mỹ áp thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm đá thạch anh nhân tạo của Việt Nam

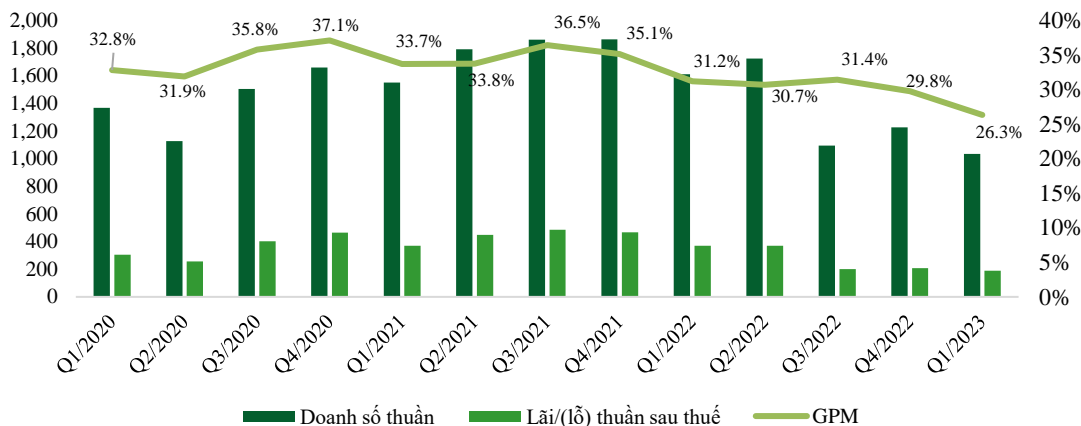
Đánh giá: VCBS cho rằng kết quả kinh doanh của VCS sẽ tăng trưởng trở lại từ Q3.2023 trong bối cảnh nhu cầu ốp lát tại Mỹ trở lại khi thị trường bất động sản ấm dần lên và giá đầu vào giảm hỗ trợ cho biên lợi nhuận. VCS có vị thế tài chính an toàn với dòng tiền ổn định và cổ tức duy trì ở mức cao. Với phương pháp Định giá so sánh P/E và Chiết khấu dòng tiền FCFF, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCS với giá mục tiêu là **77.000 đồng (+25%)**.

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	5,660	7,070	5,660	4,979	5,544
+/- yoy (%)	17.20%	59.22%	12.28%	-2.30%	15.47%
LNST của cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	1,428	1,772	1,149	1,038	1,377
+/- yoy (%)	1.30%	24.06%	-35.18%	-9.61%	32.58%
TS LN gộp (%)	34.70%	34.83%	30.79%	29.89%	34.00%
EPS - TTM (đồng)	8,251	9,890	6,425	6,295	8,604
BVPS (đồng)	24,111	30,463	30,429	34,876	37,431

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q1.2023: Doanh thu đạt 1,034 tỷ đồng (-35.9% yoy) với LNST đạt 190 tỷ đồng (-49% yoy).

Biểu đồ: KQKD của VCS

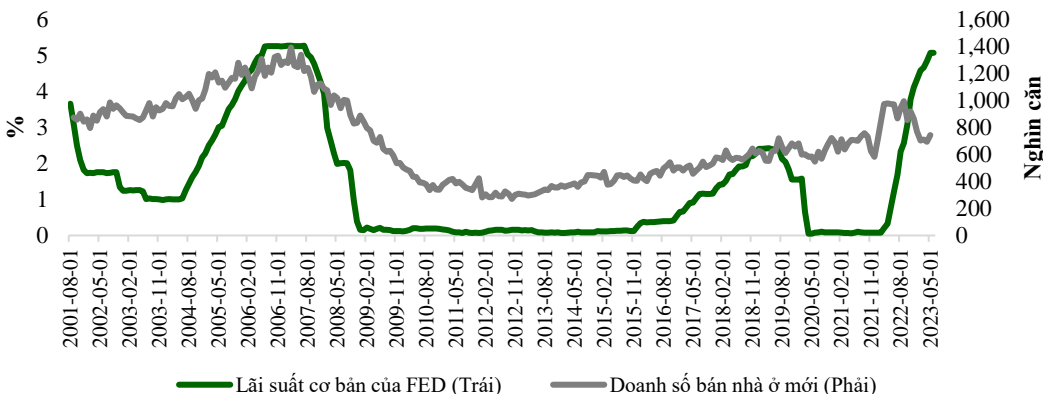


Nguồn: VCS, VCBS Tổng hợp

KQKD Q1.2023 sụt giảm rất mạnh. Cụ thể:

- **Doanh thu xuất khẩu của VCS** ước tính đạt 728 tỷ đồng (-24% yoy) chủ yếu do các thị trường xuất khẩu chủ đạo như Mỹ (70% doanh thu), EU (20% doanh thu), Úc (10% doanh thu) giảm mạnh trong bối cảnh lãi suất và lạm phát cao.

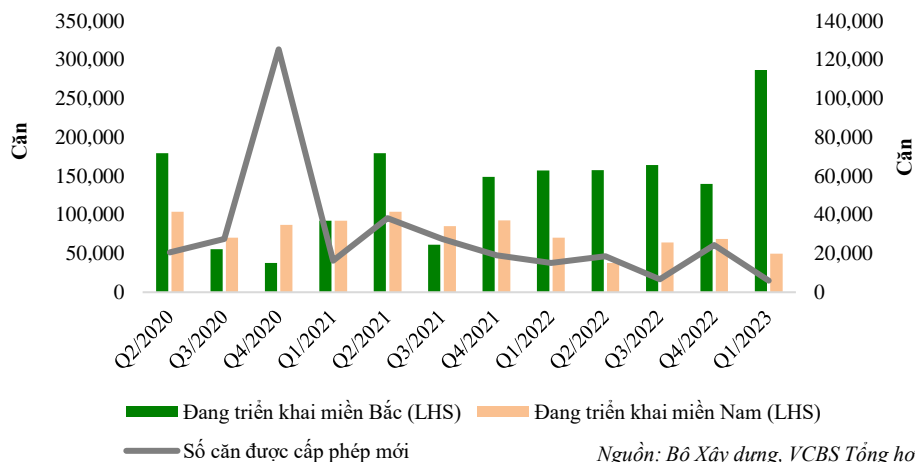
Biểu đồ: Thị trường bất động sản tại Mỹ suy giảm



Nguồn: FRED, VCBS Tổng hợp

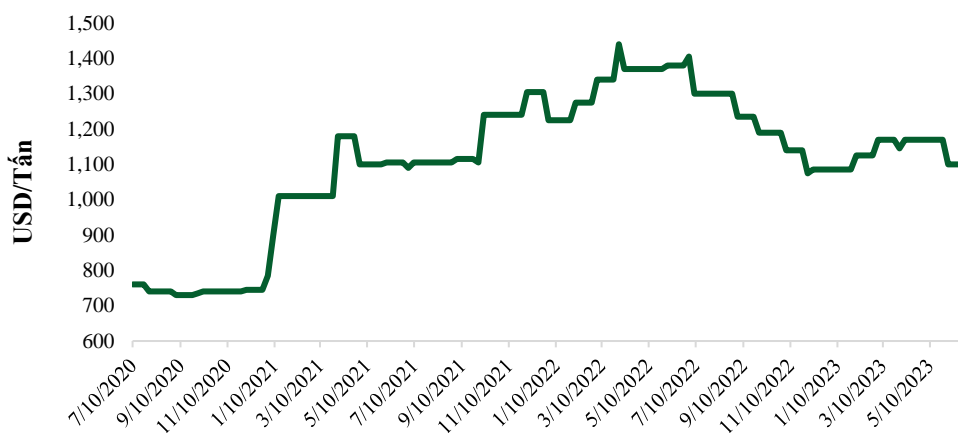
- **Doanh thu mảng nội địa** ước tính đạt 306 tỷ đồng (-50% yoy), mức sụt giảm lớn hơn thị trường xuất khẩu trong bối cảnh nguồn cung bất động sản tại Việt Nam thiếu hụt và thiếu các dự án xây dựng mới.

Biểu đồ: Nguồn cung bất động sản tại Việt Nam gặp khó khăn kể từ Q2.2022



- **Lợi nhuận gộp đạt 272 tỷ đồng (-46% yoy);** biên lợi nhuận gộp đạt mức 26.3% thấp nhất trong 5 năm đổ lại. Nguyên nhân chủ yếu do 1) Chi phí đầu vào cao so với cùng kỳ; 2) Doanh thu sụt giảm mạnh làm giảm hiệu quả kinh doanh.

Biểu đồ: Giá polyester resin điều chỉnh theo giá dầu

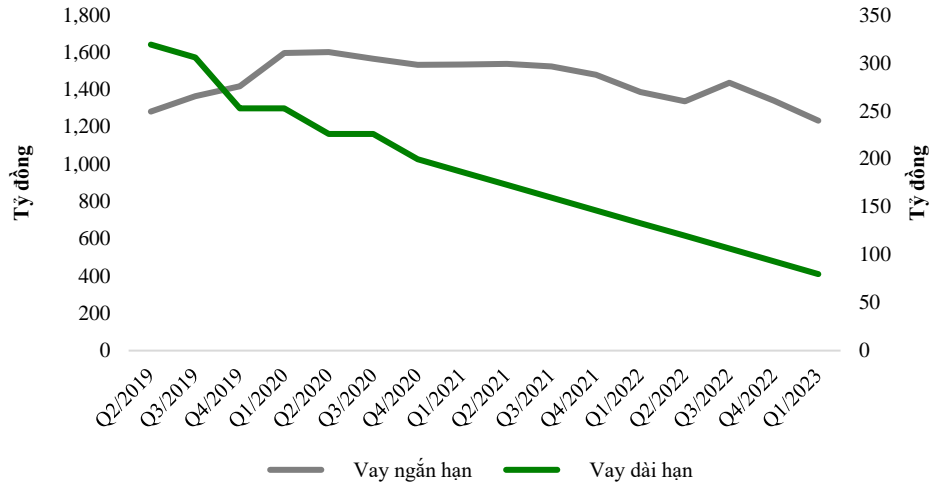


Bảng cân đối kế toán của VCS lành mạnh:

Sức khỏe tài chính: Bảng cân đối lành mạnh, liên tiếp giảm nợ vay. Dòng tiền ổn định giúp duy trì cổ tức cao.

- VCS liên tiếp giảm nợ vay qua các năm với dòng tiền kinh doanh ổn định của mình. Điều này giúp cho VCS hầu như không gặp áp lực về nợ vay trong bối cảnh lãi suất tăng cao như hiện nay.
- VCS sau khi trả phần lớn nợ vay dài hạn đã tăng tỷ suất cổ tức tiền mặt lên từ mức 2,000-4,000 đồng/cp trong giai đoạn trước đó đã lên tới 4,000-6,000 đồng/cp trong 3 năm trở lại đây.

Biểu đồ: Dư nợ của VCS



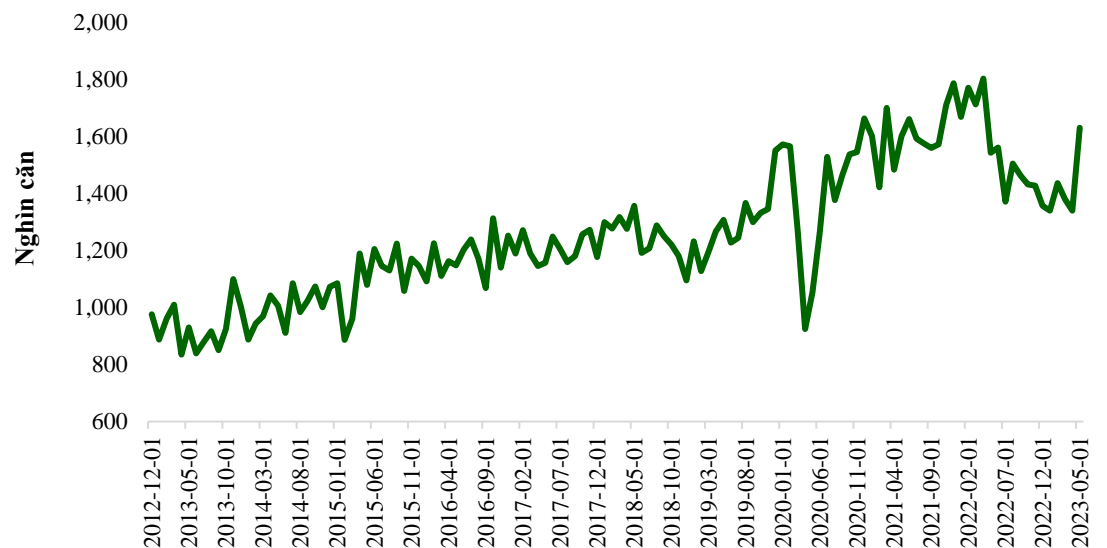
Nguồn: VCS, VCBS Tổng hợp

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Triển vọng phục hồi tới từ thị trường Mỹ

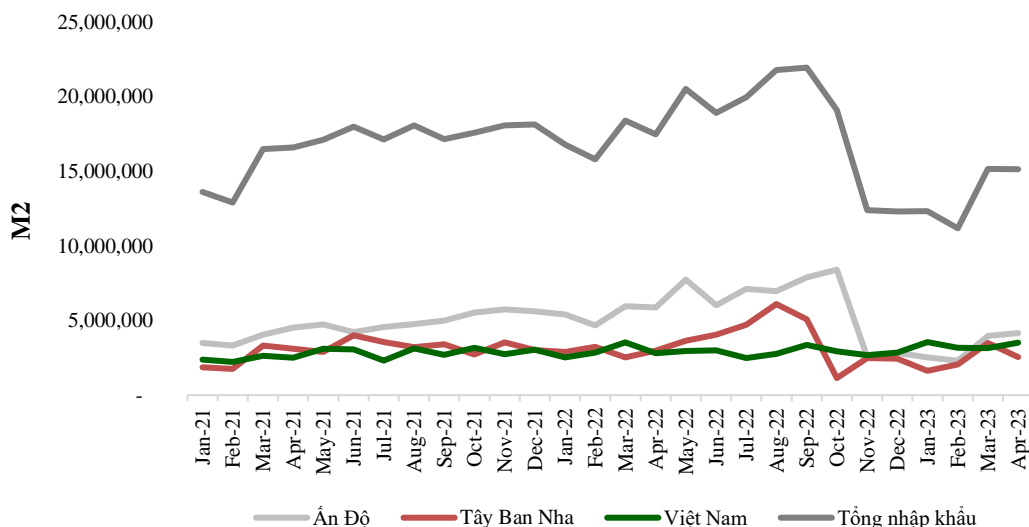
VCBS cho rằng thị trường bất động sản tại Mỹ đang có sự phục hồi tốt trong ngắn hạn trước bối cảnh thất nghiệp thấp, lạm phát suy giảm và nguồn cung mới bất động sản thiếu hụt sau một thời gian dài không triển khai dự án mới. Theo thống kê của Fred, có khoảng 1.6 triệu căn được cấp phép xây dựng mới trong tháng 5.2023, mức cao nhất trong 1 năm đổ lại và đánh dấu tăng trưởng trở lại so với cùng kỳ.

Biểu đồ: Số dự án nhà ở mới được cấp phép xây dựng tại Mỹ



Nguồn: FRED, VCBS Tổng hợp

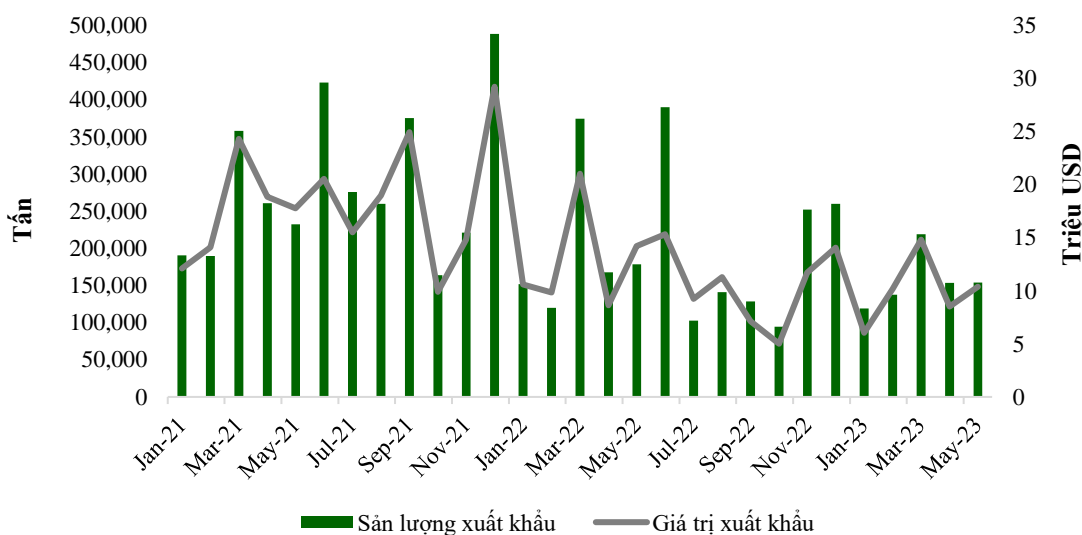
Biểu đồ: Tổng sản lượng nhập khẩu đá thạch anh nhân tạo của Mỹ



Nguồn: USITC, VCBS Tổng hợp

Theo đó, VCBS kỳ vọng sản lượng nhập khẩu đá thạch anh nhân tạo tại Mỹ có thể đánh dấu mức tăng trưởng trở lại trong nửa cuối năm 2023 trong bối cảnh nhu cầu tăng trưởng trở lại và VCS sẽ trở lại xuất khẩu tốt hơn.

Biểu đồ: Sản lượng và giá trị xuất khẩu đá thạch anh của VCS

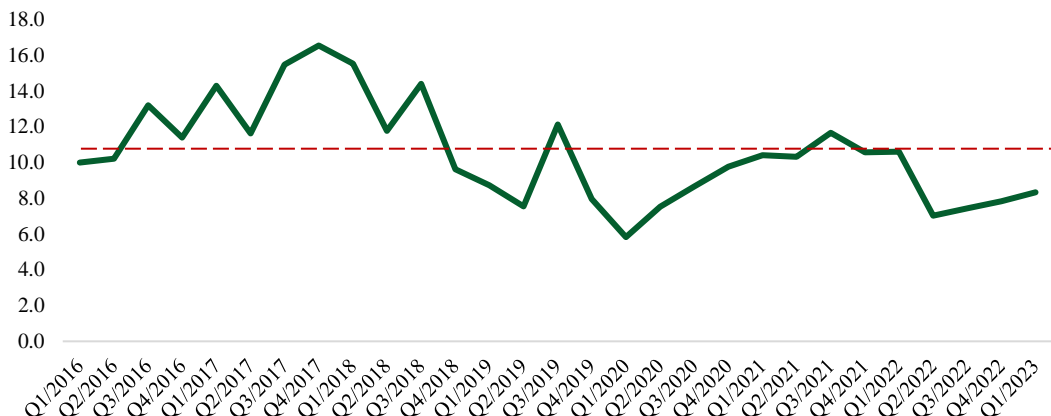


Nguồn: VCBS Tổng hợp

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá so sánh P/E (sử dụng dữ liệu giao dịch lịch sử): **69,000 VND/CP**

Biểu đồ: P/E lịch sử của VCS



Nguồn: Fiiopro, VCBS Tổng hợp

Định giá: VCBS sử dụng P/E trung bình lịch sử của VCS bằng 10.6 lần. Với mức EPS 2023F là 1,038 đồng. Chúng tôi ước tính giá trị nội tại của cổ phiếu ở mức **69,000 VND/CP** dựa trên **phương pháp định giá so sánh**.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF: **26,500 VND/CP**

Thông số trên mô hình định giá

1. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: 2.0%	4. Beta: 0.95
2. Lãi suất phi rủi ro: 3%	5. Ke = 13.57%
3. Phần bù rủi ro thị trường: 11.13%	6. WACC = 10.8%

	2023F	2024F	2025F
LNST	1,038	1,377	1,559
Các khoản mục non-cash charge	139	133	127
Đầu tư vốn lưu động	15	(104)	(403)
Capex	(86)	(76)	(127)
Chi phí lãi vay	35	35	39
Thuế	20%	20%	20%
NPV	13,147		
+Tiền&Tương đương	1,725		
- Trừ: Nợ (Ngắn+Dài hạn)	(1,434)		
PV (Equity)	13,438		
Số cổ phiếu	160,000,000		
Giá trị hợp lý	84,000		

Định giá: Chúng tôi ước tính giá trị nội tại của cổ phiếu ở mức **84,000 VND/CP** dựa trên **phương pháp chiết khấu dòng tiền**.

Định giá: 77,000 VND/CP

Tổng hợp định giá 2 phương pháp:

Phương pháp	Định giá (VND/CP)	Tỷ trọng
P/E	69,000	50%
FCFF	84,000	50%
Giá hợp lý	77,000	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA

VCBS kỳ vọng quý 2 sẽ là quý có kết quả kinh doanh xấu nhất của VCS trong bối cảnh nền kinh doanh cao và sản lượng xuất khẩu tụt giảm sâu so với cùng kỳ. Tuy nhiên, VCBS cho rằng VCS có thể tăng trưởng trở lại trong nửa cuối 2023 với những triển vọng về nhu cầu đá thạch anh nhân tạo hồi phục tại Mỹ cũng như giá đầu vào có xu hướng giảm hỗ trợ cho biên lợi nhuận.

Bên cạnh đó, VCS luôn duy trì lượng cổ tức bằng tiền mặt cao trong nhiều năm trở lại đây (4,000 – 6,000 đồng/cp) do đã trả gần hết nợ vay cũng thể hiện được tính an toàn của khoản đầu tư đối với VCS. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCS với **giá mục tiêu 77,000 đồng/cổ phiếu (+25%)** do tiềm năng hồi phục của VCS và vị thế hàng đầu trong lĩnh vực xuất khẩu đá thạch anh nhân tạo của Việt Nam.

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	5,563	5,660	7,070	5,660	4,979	5,544
GVHB	(3,651)	(3,696)	(4,608)	(3,917)	(3,491)	(3,659)
Lợi nhuận gộp	1,912	1,964	2,463	1,743	1,488	1,885
Chi phí bán hàng	(154)	(161)	(272)	(255)	(199)	(194)
Chi phí QLDN	(62)	(71)	(47)	(67)	(59)	(65)
EBIT	1,696	1,732	2,143	1,422	1,230	1,625
Doanh thu tài chính	26	40	62	98	50	55
Chi phí tài chính	(68)	(93)	(89)	(137)	(49)	(50)
Lợi nhuận khác	(1)	(11)	(18)	(5)	12	14
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-	-
LNTT	1,653	1,668	2,097	1,377	1,222	1,620
Chi phí thuế TNDN	(243)	(240)	(325)	(229)	(183)	(243)
LNST	1,410	1,428	1,772	1,149	1,038	1,377
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST cổ đông công ty mẹ	1,410	1,428	1,772	1,149	1,038	1,377
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	8,114	8,251	9,890	6,425	6,295	8,604

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Tiền và các khoản tương đương tiền	470	790	1,105	1,102	1,725	2,085
Các khoản đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	1,915	1,953	2,448	1,750	1,841	2,050
Hàng tồn kho	1,914	2,015	1,990	2,578	2,487	2,406
Tài sản ngắn hạn khác	157	142	285	112	115	118
Tài sản ngắn hạn	4,456	4,901	5,829	5,541	6,168	6,660
Tài sản cố định	1,058	1,018	1,037	975	933	896
Các khoản đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	69	137	27	74	16	18
Tài sản dài hạn	1,127	1,155	1,064	1,049	949	914
TỔNG TÀI SẢN	5,584	6,055	6,893	6,590	7,117	7,574
Các khoản phải trả	349	311	252	80	96	120
Vay nợ ngắn hạn	1,418	1,533	1,479	1,341	1,187	1,244
Nợ ngắn hạn khác	115	154	141	206	204	221
Nợ ngắn hạn	1,882	1,998	1,872	1,628	1,487	1,585
Vay nợ dài hạn	253	200	146	93	50	-
Nợ dài hạn khác	0	0	-	-	-	-
Nợ dài hạn	253	200	146	93	50	-
NỢ PHẢI TRẢ	2,135	2,198	2,019	1,721	1,537	1,585
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
Lợi nhuận chưa phân phối	1,741	2,444	3,166	3,161	3,875	4,282
Cổ phiếu quỹ	-	(293)	-	-	-	-
Vốn khác	108	108	108	108	105	107
VỐN CHỦ SỞ HỮU	3,449	3,858	4,874	4,869	5,580	5,989
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	5,584	6,055	6,893	6,590	7,117	7,574

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	885	1,260	1,095	1,192	1,525	1,251
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(98)	(83)	(27)	21	(76)	(66)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(745)	(858)	(750)	(1,151)	(825)	(825)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	43	320	318	62	624	360
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	427	470	790	1,045	1,102	1,725
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	470	790	1,105	1,102	1,725	2,085

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA
Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp
ldquang@vcbs.com.vn

Vũ Thế Duyệt
Chuyên viên phân tích
vtduyet@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>