

## CÔNG TY CỔ PHẦN VICOSTONE (HNX: VCS)

### Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm phân tích cơ bản

Email: [duybd@fpts.com.vn](mailto:duybd@fpts.com.vn)

Tel: 1900 6446 – Ext: 4307

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Thị Kim Chi**

Giám đốc Phân tích đầu tư

#### Biến động giá VCS & VNINDEX



#### Thông tin giao dịch 24/08/2023

Giá hiện tại (VNĐ)	60.300
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	73.412
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	34.009
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	160
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	169.687
EPS trailing	5.141
P/E trailing	11,7
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	9.648

#### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Vicostone
Địa chỉ	Khu công nghiệp Hòa Lạc, xã Thạch Hòa, huyện Thạch Thất, Tp. Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh đá nhân tạo gốc thạch anh.
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu sản xuất đá nhân tạo (đá thạch anh & polyester resin).
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối lớn, đa quốc gia

#### Cơ cấu cổ đông (%)

Tập đoàn Phương Hoàng Xanh A&A	84,15
Ông Hồ Xuân Năng – Chủ tịch HĐQT	3,74
Ông Phạm Trí Dũng – Phó TGĐ	0,22
Ông Lưu Công An – Phó TGĐ	0,13
Khác	11,76

Giá thị trường (24/08/2023)

**60.300**

Khuyến nghị

Giá mục tiêu

**74.500**

**MUA**

Chênh lệch

**+ 23,5%**

## TRỞ LẠI QUỸ ĐẠO TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2024

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu VCS - Công ty cổ phần Vicostone. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu **74.500 VNĐ/CP** cho cổ phiếu VCS, cao hơn **23,5%** so với mức giá đóng cửa ngày 24/08/2023. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VCS ([chi tiết](#)).

#### Luận điểm đầu tư:

Nhu cầu tiêu thụ đá nhân tạo thấp tác động tiêu cực tới tăng trưởng kết quả kinh doanh của VCS trong năm 2023. Tuy nhiên, nhu cầu đá nhân tạo kỳ vọng phục hồi trong 2H2023 so với 1H2023 trước khi tăng trưởng tích cực trong năm 2024. Cụ thể:

- Xét kênh xuất khẩu, sản lượng đá nhân tạo của VCS dự kiến giảm 7,5% năm 2023 & tăng trưởng 14,2% trong năm 2024. Nền lãi suất tăng khiến giá trị xây dựng dân dụng tại Mỹ giảm 5,8% yoy năm 2023. Dù vậy, nhu cầu đá nhân tạo kỳ vọng tăng trong 2H2023 so với 1H2023 nếu nhìn vào chỉ số số nhà bắt đầu xây. Mặc dù vẫn thấp hơn 11,5% yoy; số nhà bắt đầu xây trong Q2/2023 đã tăng 4,4% so với Q1/2023. Đối với năm 2024, nhu cầu đá nhân tạo dự báo phục hồi mạnh khi tăng trưởng giá trị xây dựng nhà ở ở tại Mỹ dự báo tăng 9,6% yoy.
- Đối với thị trường nội địa, nhu cầu yếu dự kiến duy trì trong 2H2023 khi xây dựng dân dụng trong nước ảm đạm. Thị trường bất động sản trầm lắng khi vẫn đang chờ các nút thắt về nguồn vốn và pháp lý dự án được tháo gỡ, dẫn đến số lượng dự án cấp phép cùng nguồn cung & lượng tiêu thụ nhà ở mới thấp kỷ lục.

**Cho năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần & LNTT hợp nhất của VCS lần lượt ở mức 4.382 tỷ đồng (-22,9% yoy & 93% KH2023 kịch bản thấp) & 1.004 tỷ đồng (-27,1% yoy & 94,7% KH2023 kịch bản thấp) ([chi tiết](#)).**

**Doanh thu thuần & LNTT hợp nhất năm 2024 của VCS dự phóng ở mức 5.405 tỷ đồng (+23,7% yoy) & 1.404 tỷ đồng (+39,8% yoy).**

#### Rủi ro đầu tư:

- Biến động tỷ giá USD/VND và EUR/VND khi 70% doanh thu hợp nhất của VCS đến từ hoạt động xuất khẩu
- Rủi ro Mỹ tiến hành điều tra thương mại đối với đá nhân tạo Việt Nam xuất khẩu vào thị trường này ([chi tiết](#))
- Rủi ro biến động tăng giá chất kết dính polyester resin ([chi tiết](#))

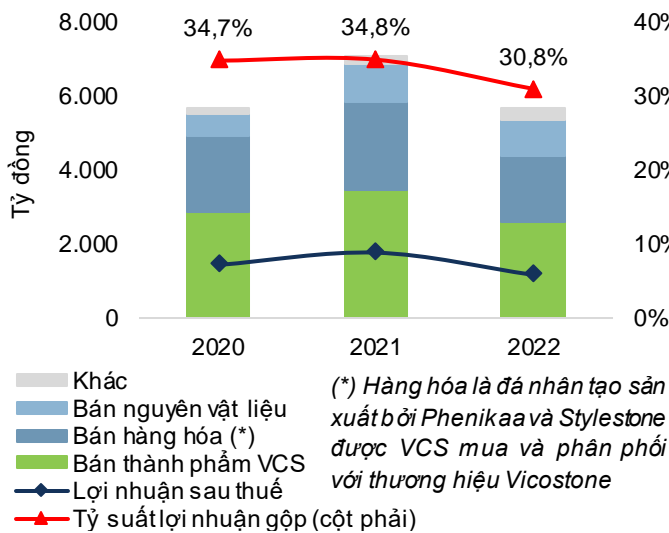
## A. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### I. Kết quả kinh doanh hợp nhất năm 2022 & 1H2023

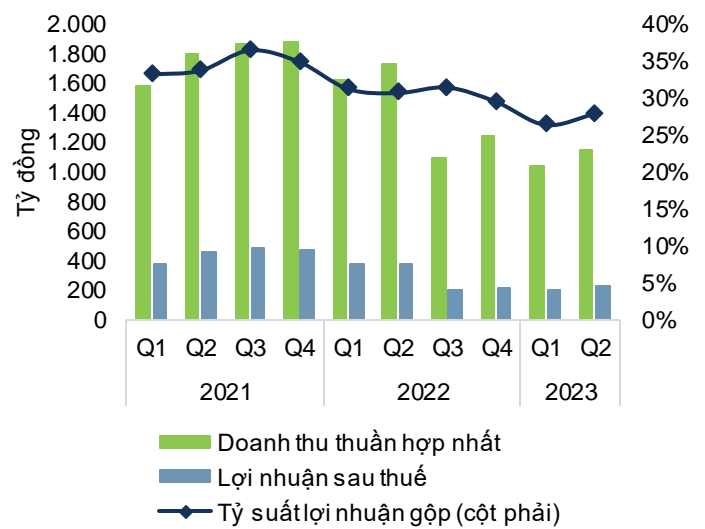
Trong năm 2022, tổng doanh thu thuần hợp nhất của VCS đạt 5.660 tỷ đồng (-19,9% yoy). Mức suy giảm ghi nhận tại các mảng doanh thu chính của doanh nghiệp bao gồm sản xuất và kinh doanh đá nhân tạo (-26,1% yoy), bán hàng hóa (*mua đá nhân tạo thành phẩm từ Phenikaa & Style Stone và bán ra thị trường dưới thương hiệu Vicostone*) (-23,9% yoy) và bán nguyên vật liệu sản xuất đá nhân tạo (-1,9% yoy). Nhu cầu đá nhân tạo suy yếu từ ảnh hưởng của lạm phát và chính sách tiền tệ thắt chặt tại các thị trường xuất khẩu Bắc Mỹ và châu Âu là nguyên nhân chính khiến kết quả kinh doanh của VCS tăng trưởng âm so với cùng kỳ.

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2022 đạt 1.149 tỷ đồng (-35,2% yoy) chủ yếu do biên lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh 4,0 điểm phần trăm về mức 30,8%. Diễn biến tăng giá đầu vào trong năm 2022 lần lượt 17,9% với đá thạch anh đầu vào (quartz) và 22,0% với chất kết dính polyester resin khiến giá vốn của doanh nghiệp tăng đáng kể trong năm 2022.

**Biểu đồ 1: Doanh thu các mảng kinh doanh đều ghi nhận giảm trong năm 2022**



**Biểu đồ 2: KQKD 1H2023 kém tích cực từ nhu cầu đá nhân tạo yếu tại các thị trường xuất khẩu**



Nguồn: BCTC hợp nhất VCS, FPTIS Research.

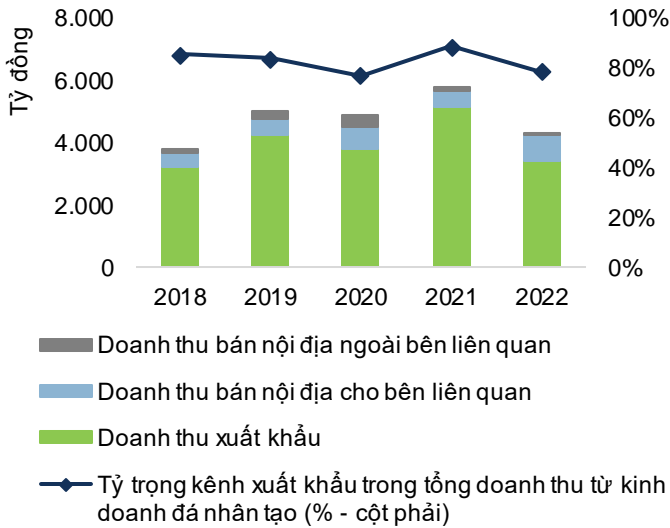
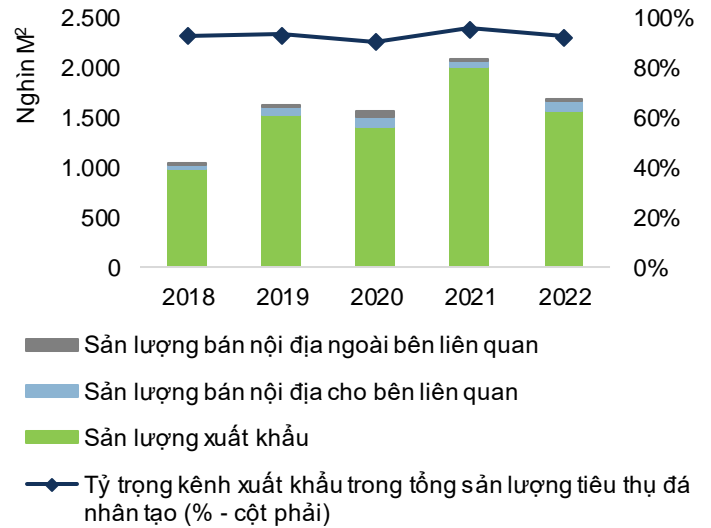
Đối với 1H2023, kết quả kinh doanh hợp nhất của VCS tiếp tục giảm so với thực hiện cùng kỳ trong bối cảnh nhu cầu đá nhân tạo duy trì ở mức thấp từ ảnh hưởng của nền lãi suất cao và hoạt động xây dựng trầm lắng tại các thị trường xuất khẩu. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2.172 tỷ đồng (-34,9% yoy) và 414,6 tỷ đồng (-44,0% yoy). Biên lợi nhuận gộp đạt 27,1% so với mức 30,9% của 1H2022.

### II. Cập nhật mảng sản xuất & kinh doanh sản phẩm đá nhân tạo năm 2022 & 1H2023

Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm đá nhân tạo thương hiệu Vicostone (*bao gồm đá nhân tạo thành phẩm VCS sản xuất & đá nhân tạo mua từ Phenikaa & Style Stone rồi phân phối dưới thương hiệu Vicostone*) là hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp. Vì vậy, trong khuôn khổ báo cáo cập nhật định giá này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích hoạt động kinh doanh đá nhân tạo của doanh nghiệp.

VCS hiện phân phối các sản phẩm đá nhân tạo thương hiệu Vicostone thông qua kênh xuất khẩu và kênh nội địa. Trong đó, kênh xuất khẩu chiếm trọng yếu với tỷ trọng trung bình giai đoạn 2018 – 2022 lần lượt là 82,8% tổng doanh thu bán đá nhân tạo và 93,1% tổng sản lượng tiêu thụ.

Trong năm 2022, tổng doanh thu từ kinh doanh đá nhân tạo của VCS đạt 4.350 tỷ đồng (-25,2% yoy) với tỷ trọng kênh xuất khẩu ước tính là 78,7%. Tổng sản lượng đá nhân tạo tiêu thụ ước tính đạt 1,7 triệu m<sup>2</sup> (-19,1% yoy) và tương đương 56,7% tổng năng lực sản xuất của các nhà máy của Phenikaa, VCS và Style Stone. Xét riêng VCS, sản lượng sản xuất năm 2022 ước đạt 842 nghìn m<sup>2</sup> (-33,0% yoy) và tương đương mức sử dụng 50,1% công suất thiết kế. Sản lượng tiêu thụ đạt 923 nghìn m<sup>2</sup> (-22,7% và đạt 109,6% so với mức sản xuất cùng kỳ).

**Biểu đồ 3: Doanh thu xuất khẩu đá nhân tạo tiếp tục chiếm tỷ trọng cao trong năm 2022 (\*)**

**Biểu đồ 4: Sản lượng đá nhân tạo xuất khẩu chiếm trọng yếu trong tổng sản lượng bán hàng của VCS (\*)**


Nguồn: FPT S Research.

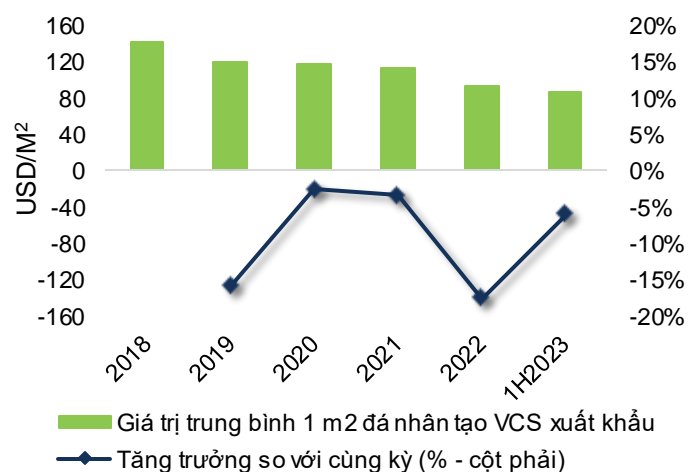
Chú thích: (\*) – Doanh thu & Sản lượng đá nhân tạo trên biểu đồ đã bao gồm cả đá thành phẩm VCS sản xuất và đá nhân tạo mua từ Phenikaa & Style Stone rồi phân phối dưới thương hiệu Vicostone.

## 1. Kênh xuất khẩu: Sản lượng giảm mạnh từ ảnh hưởng tiêu cực của lạm phát cao & chính sách thắt chặt tiền tệ tại thị trường Bắc Mỹ & Châu Âu

### a) Sản lượng đá nhân tạo xuất khẩu ước tính giảm 21,8% yoy trong năm 2022 và giảm 20,4% trong 1H2023

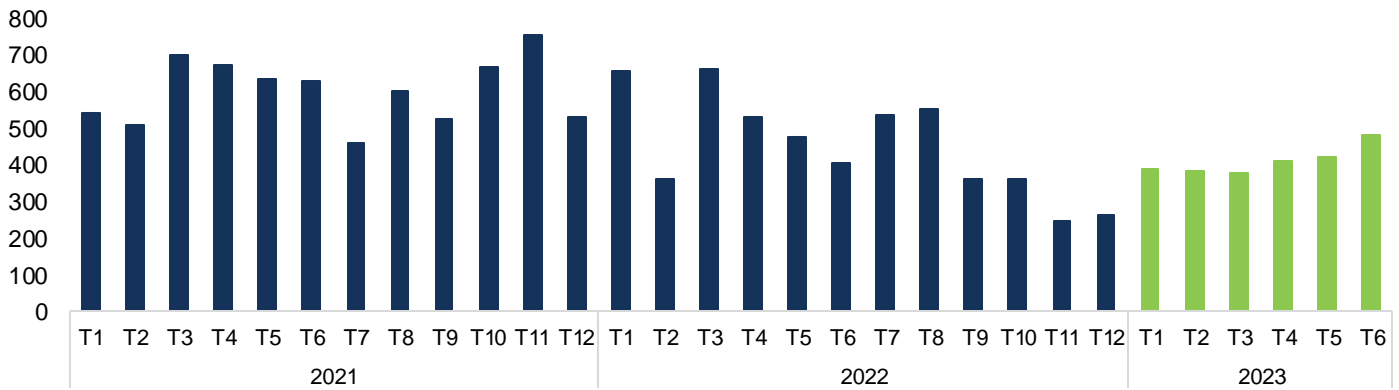
Năm 2022 & 1H2023, chúng tôi ước tính tổng sản lượng đá nhân tạo xuất khẩu của VCS lần lượt ở mức 1,57 triệu m<sup>2</sup> (-21,8% yoy) và 703,4 nghìn m<sup>2</sup> (-21,5% yoy) với thị trường Mỹ chiếm tỷ trọng 70%. Giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> đá nhân tạo VCS xuất khẩu đi các thị trường Bắc Mỹ và châu Âu ước tính đạt lần lượt 92,2 USD/m<sup>2</sup> (-17,7% yoy) năm 2022 và 86,6 USD (-6,1% yoy) trong 1H2023.

**Biểu đồ 5: Sản lượng xuất khẩu tăng trưởng âm svck trong năm 2022 & 1H2023**

**Biểu đồ 6: Giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> VCS xuất khẩu liên tục giảm qua các năm**


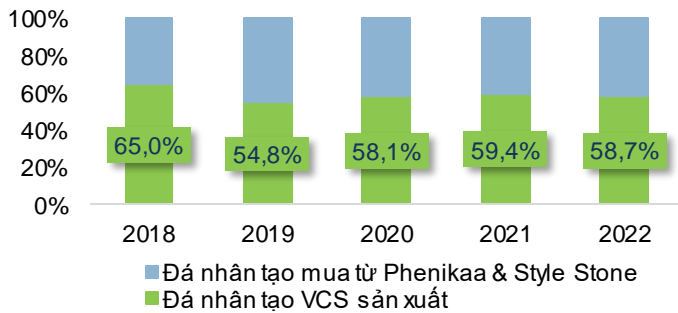
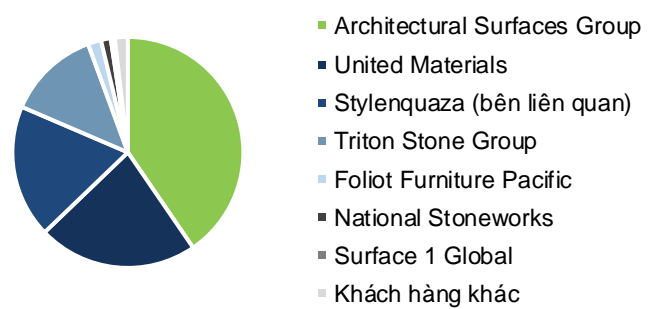
Nguồn: FPT S Research.

Kể từ năm 2010 đến nay, thị trường Bắc Mỹ (chủ yếu là Mỹ) chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong doanh thu xuất khẩu của VCS và hiện ở mức khoảng 70%. Nhu cầu đá nhân tạo tại thị trường Bắc Mỹ nói chung và Mỹ nói riêng đóng vai trò quyết định trong tăng trưởng kết quả kinh doanh mảng xuất khẩu đá nhân tạo của VCS. Vì vậy, tình trạng lạm phát và hành động liên tục nâng lãi suất của Cục Dự trữ liên bang Mỹ (FED) tại thị trường là nguyên nhân chính khiến doanh thu và lợi nhuận của VCS trong năm 2022 và 6 tháng đầu năm 2023 suy giảm mạnh so với cùng kỳ.

**Biểu đồ 7: Thống kê số container 20ft xuất Mỹ của VCS giảm so với cùng kỳ trong 1H2023**


Nguồn: FPT S Research.

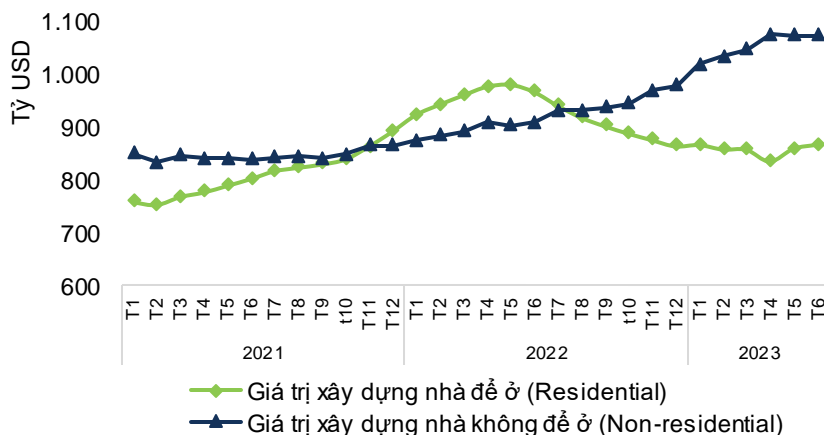
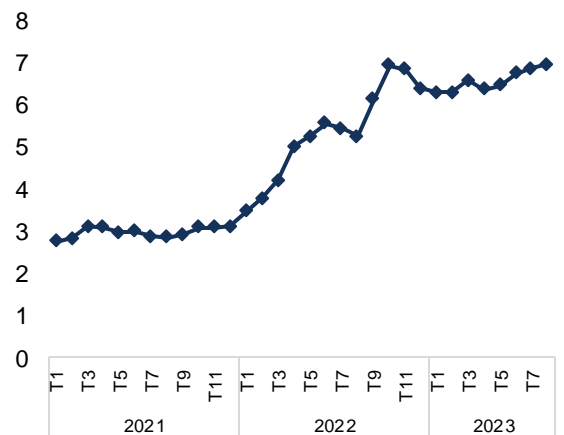
Xét về cơ cấu tổng sản lượng đá nhân tạo xuất khẩu (tính tổng cả sản lượng thành phẩm VCS sản xuất và sản lượng đá nhân tạo VCS mua từ Phenikaa và Style Stone), chúng tôi ước tính đá nhân tạo VCS sản xuất chiếm khoảng 58,7% trong năm 2022 và 41,3% còn lại đến từ sản lượng mua của Phenikaa & Style Stone.

**Biểu đồ 8: Cơ cấu sản lượng xuất khẩu ước tính**

**Biểu đồ 9: Cơ cấu sản lượng xuất Mỹ theo khách hàng**


Nguồn: FPT S Research.

Do bản chất đá thạch anh nhân tạo là vật liệu xây dựng hoàn thiện, tăng trưởng hoạt động xây dựng dân dụng nhà để ở và không để ở có tác động chi phối đến nhu cầu đá thạch anh nhân tạo. Hoạt động xây dựng dân dụng kém khả quan tại Mỹ làm suy yếu nhu cầu đá nhân tạo, dẫn đến tình hình xuất khẩu của VCS liên tục giảm kể từ sau Q1/2022.

Đối với 6 tháng đầu năm 2023, nhu cầu đá nhân tạo nhìn chung yếu nhưng có sự phục hồi so với Q4/2022. FED giảm tốc độ tăng lãi suất cùng với xu hướng giảm giá vật liệu xây dựng nói chung là hai động lực chính cho sự hồi phục.

**Biểu đồ 10: Hoạt động xây dựng dân dụng nhà để ở ảm đạm trong 1H2023 mặc dù có phục hồi nhẹ trong Q2/2023**

**Biểu đồ 11: Lãi suất cố định khoản vay thế chấp kỳ hạn 30 năm tại Mỹ**


Nguồn: US Census, Freddie Mac.

**b) Tỷ trọng của VCS trong tổng sản lượng đá nhân tạo Việt Nam xuất Mỹ liên tục giảm khi nhiều doanh nghiệp mới tham gia vào ngành & các doanh nghiệp Trung Quốc lần tránh thuế chống bán phá giá từ Mỹ bằng cách chọn Việt Nam là quốc gia xuất khẩu trung gian**

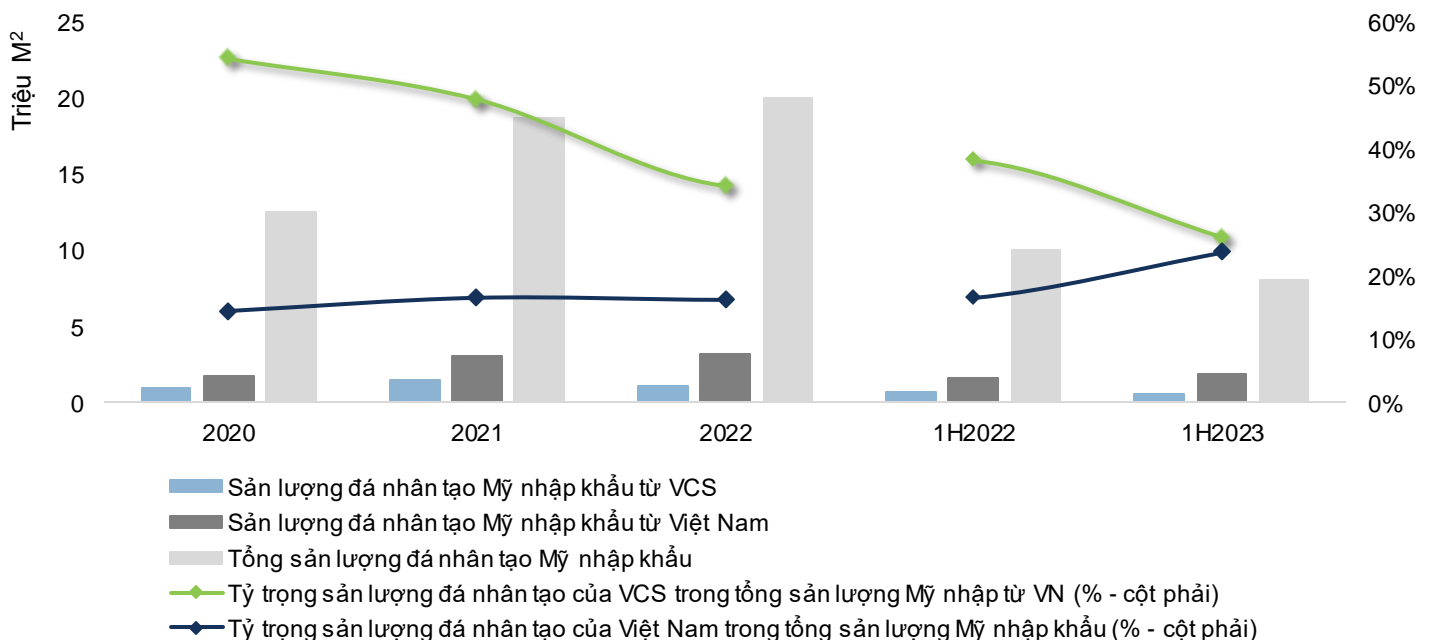
Năm 2022, tổng sản lượng đá thành phẩm Mỹ nhập khẩu từ Việt Nam đạt 3,22 triệu m<sup>2</sup> (+5,0% yoy) trong khi sản lượng đá nhân tạo VCS xuất Mỹ ước tính chỉ đạt 1,1 triệu m<sup>2</sup> (-25,0% yoy). Do vậy, tỷ trọng của VCS trong tổng sản lượng của Việt Nam xuất đi Mỹ trong năm 2022 ở mức 34,1%; giảm mạnh nếu so với mức 47,8% của năm 2021. Năm 2022 cũng là năm thứ ba liên tiếp chúng tôi ước tính có sự sụt giảm về con số tỷ trọng này của doanh nghiệp.

Trong 6 tháng đầu năm 2023, tổng sản lượng đá nhân tạo Việt Nam xuất Mỹ tiếp tục xu hướng tăng mạnh kể từ năm 2019. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu ước đạt 1,92 triệu m<sup>2</sup>; tăng 16,4% yoy và chiếm 24,9% tổng sản lượng đá thành phẩm Mỹ nhập khẩu. Tuy nhiên, trái ngược với đà tăng chung về sản lượng xuất khẩu của ngành, chúng tôi ước tính sản lượng đá thành phẩm xuất khẩu của VCS ước đạt 316 nghìn m<sup>2</sup> (-29,6% yoy) và chỉ chiếm 23,7% tổng sản lượng xuất khẩu của Việt Nam đi Mỹ.

Chúng tôi cho rằng có hai nguyên nhân dẫn đến sự sụt giảm về tỷ trọng cũng như xu hướng trái ngược nhau giữa sản lượng VCS và sản lượng toàn ngành Việt Nam xuất Mỹ.

- Kể từ khi hợp đồng độc quyền giữa VCS và Breton hết hạn cùng với sự xuất hiện của dây chuyền công nghệ sản xuất đá nhân tạo từ Trung Quốc với chi phí đầu tư và giá bán đầu ra thấp, nhiều doanh nghiệp trong nước đã tham gia vào lĩnh vực sản xuất đá nhân tạo xuất khẩu như CTCP Phú Tài (HSX: PTB) hay CTCP Kỹ thương Thiên Hoàng Mikado. Theo chia sẻ của lãnh đạo doanh nghiệp, việc các doanh nghiệp mới tham gia này có chi phí đầu tư thấp từ lựa chọn sử dụng công nghệ Trung Quốc dẫn tới giá bán đầu ra thấp hơn nhiều so với VCS. Điều này khiến tình hình cạnh tranh diễn ra gay gắt.
- Trong năm 2018, các doanh nghiệp Trung Quốc bị Mỹ áp thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm đá tấm thạch anh nhân tạo. Kể từ đó đến nay, các doanh nghiệp này đã xuất khẩu qua các quốc gia trung gian như Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và mới đây nhất là Malaysia để xuất khẩu đá thạch anh nhân tạo vào Mỹ. Hiện các quốc gia này đều đã bị áp thuế phòng vệ thương mại do sử dụng nguyên liệu đá tấm thạch anh nhập khẩu từ Trung Quốc. Theo chia sẻ của lãnh đạo VCS, Việt Nam nhiều khả năng hiện đang là điểm đến tiếp theo của các doanh nghiệp Trung Quốc khi mà sản lượng xuất vào Mỹ tăng rất nhanh qua các năm cùng với giá bán trung bình giảm mạnh.

**Biểu đồ 12: Tỷ trọng sản lượng đá nhân tạo thương hiệu Vicostone trong tổng sản lượng Mỹ nhập khẩu từ Việt Nam trong xu hướng giảm kể từ năm 2020 đến nay**



Nguồn: USITC, FPT S Research.

**c) Rủi ro bị điều tra thương mại ngày càng lớn đối với các doanh nghiệp Việt Nam sản xuất đá nhân tạo trong nước và xuất khẩu đi thị trường Mỹ (quay lại)**

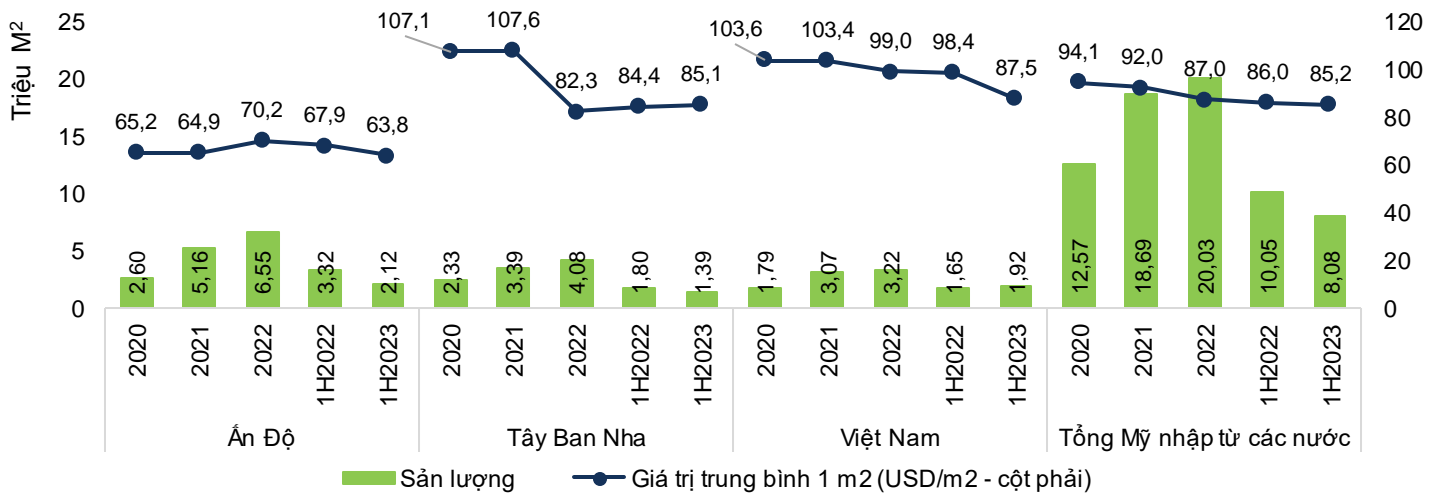
Trong 6 tháng đầu năm 2023, tổng giá trị và tổng sản lượng đá thạch anh nhân tạo Mỹ nhập khẩu từ các quốc gia đạt lần lượt là 689,0 triệu USD và 8,1 triệu m<sup>2</sup>; tương đương mức sụt giảm mạnh lần lượt 20,3% yoy và 19,6% yoy. Ba quốc gia lớn nhất xuất khẩu đá nhân tạo vào Mỹ tiếp tục là Ấn Độ, Tây Ban Nha và Việt Nam. Tuy nhiên, trong 1H2023, Việt Nam là quốc gia duy nhất trong ba nước kể trên có tăng trưởng dương về sản lượng khi đạt 1,92 triệu m<sup>2</sup> (+16,4% yoy).

Đáng chú ý hơn là giá bán trung bình 1 m<sup>2</sup> đá thạch anh nhân tạo Mỹ nhập từ Việt Nam cũng ghi nhận giảm mạnh. Bên cạnh tác động của nhu cầu yếu tại Mỹ đến việc giảm giá bán, giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> Mỹ nhập từ Việt Nam trong 1H2023 chỉ là 87,5 USD/m<sup>2</sup>; giảm mạnh 11,1% yoy nếu so với mức giảm 5,9% của Ấn Độ và mức tăng nhẹ 0,9% của Tây Ban Nha.

Việc sản lượng tăng mạnh liên tục trong khi giá trị trung bình giảm nhanh khiến rủi ro bị điều tra thương mại ngày càng cao đối với các doanh nghiệp sản xuất đá nhân tạo xuất Mỹ tại Việt Nam. Xu hướng tăng nhanh về sản lượng và giảm nhanh về giá trị trung bình đều đã xảy ra với các quốc gia xuất khẩu vào Mỹ và bị Mỹ áp thuế chống bán phá giá như Trung Quốc (2018), Ấn Độ (2020), Thổ Nhĩ Kỳ (2020) và Malaysia (2022).

Hiện Cục phòng vệ thương mại (Bộ Công thương) đã cảnh báo về nguy cơ bị điều tra phòng vệ thương mại từ Bộ thương mại Mỹ (DOC) đối với các sản phẩm đá thạch anh nhân tạo xuất Mỹ của các doanh nghiệp trong nước. Đồng thời, Cục phòng vệ thương mại cũng khuyến cáo các doanh nghiệp trong nước tránh sử dụng mặt đá thạch anh hoặc đá tấm thạch anh nhập từ các thị trường đang bị điều tra hoặc đang chịu thuế phòng vệ thương mại từ phía Mỹ.

**Biểu đồ 13: Giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> đá nhân tạo Mỹ nhập khẩu từ Việt Nam giảm nhanh trong giai đoạn 2020 – 1H2023**



Nguồn: FPT S Research.

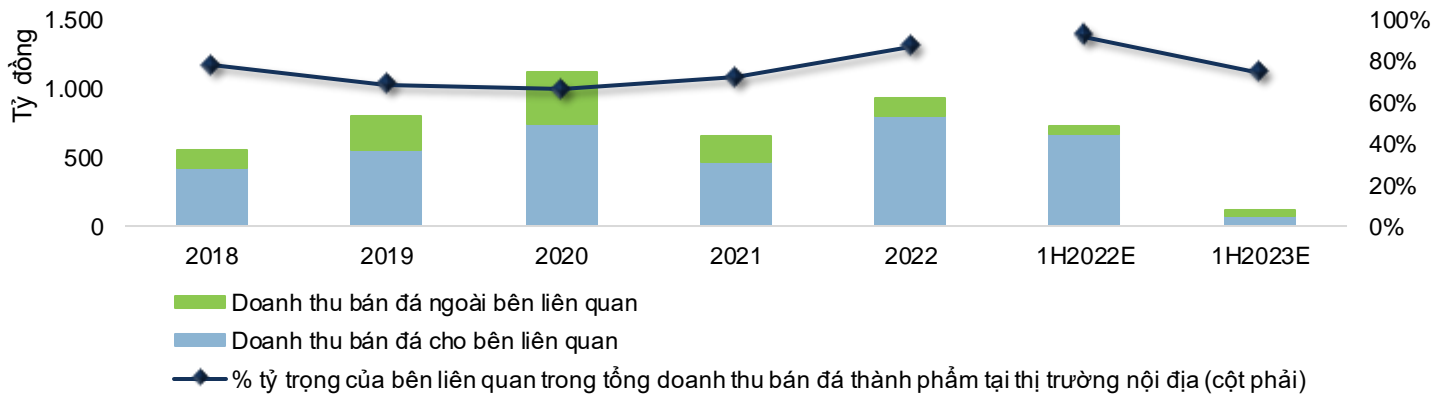
**2. Kênh nội địa: Nhu cầu thấp và phục hồi chậm dưới áp lực nền lãi suất cao & hoạt động xây dựng dân dụng trầm lắng**

Kể từ năm 2018, VCS đã thực hiện thúc đẩy tiêu thụ sản lượng đá nhân tạo tại thị trường trong nước. Tuy vậy, theo chia sẻ của lãnh đạo doanh nghiệp, VCS không có nhiều thế mạnh để tăng tiêu thụ tại nội địa do xu hướng ưa chuộng sản phẩm đá tự nhiên cùng với việc giá bán các sản phẩm đá nhân tạo của VCS ở mức cao, từ 3 – 12 triệu đồng/mét dài (gấp từ 2 – 4 lần các vật liệu đá tự nhiên hay đá nhân tạo của các thương hiệu khác).

Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu từ bán đá thành phẩm tại thị trường nội địa của doanh nghiệp ở mức 926,9 tỷ đồng (+42,0% yoy) với doanh thu từ bán đá cho bên liên quan (gồm CTCP Chế tác đá Việt Nam, CTCP Công nghiệp Trần Long, trường đại học Phenikaa, CTCP Nam Hưng và trường THCS Lê Quý Đôn – Tây Đô) chiếm tới 87,0%. Doanh thu từ bán đá thành phẩm sau khi trừ phần giao dịch với bên liên quan ước đạt 120,5 tỷ đồng (-34,1% yoy).

Đối với 1H2023, chúng tôi ước tính doanh thu từ bán đá thành phẩm nội địa của VCS ở mức 114,4 tỷ đồng (-84,5% yoy) trong đó doanh thu từ bên liên quan và ngoài bên liên quan lần lượt là 85,2 tỷ đồng (-87,4% yoy) và 29,3 tỷ đồng (-51,4% yoy).

**Biểu đồ 14: Doanh thu đá nhân tạo nội địa của VCS phần lớn đến từ bán cho các bên liên quan**

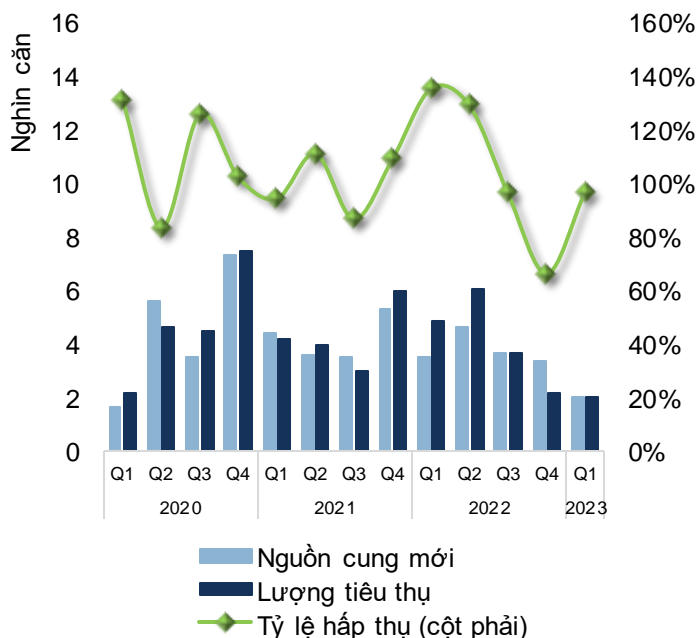


Nguồn: Báo cáo tài chính VCS, FPTs Research.

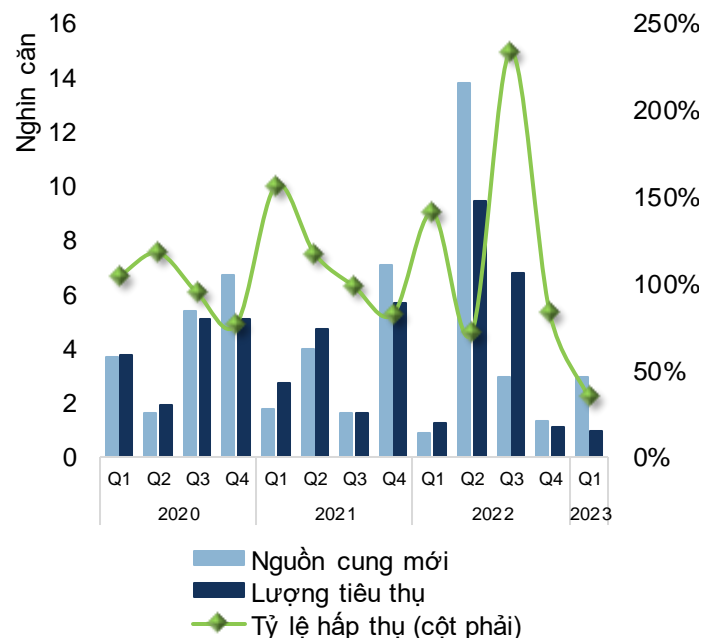
Trong năm 2022 và 1H2023, hoạt động kinh doanh sản phẩm đá nhân tạo thương hiệu Vicostone của doanh nghiệp kém khả quan khi hoạt động xây dựng dân dụng và thị trường bất động sản nhà ở trầm lắng. Nguyên nhân do các kênh dẫn vốn của các doanh nghiệp bất động sản gặp nhiều khó khăn cùng với mặt bằng lãi suất và mặt bằng giá vật liệu xây dựng đều ở mức cao. Điều này khiến nhu cầu đá nhân tạo trong nước thấp trong giai đoạn năm 2022 và từ đầu năm 2023 đến nay. Thêm vào đó, với việc các sản phẩm của VCS thuộc phân khúc trung cấp và cao cấp; nhu cầu sản phẩm này suy yếu đáng kể nếu so với các loại vật liệu xây dựng hoàn thiện khác có mức giá thấp hơn như gạch ốp lát, nhựa composite hay đá tự nhiên trong bối cảnh khách hàng trong nước thắt chặt chi tiêu.

Trong Q1/2023, theo thống kê của CBRE, thành phố Hà Nội ghi nhận khoảng 2.045 căn hộ mở bán; giảm 38,9% so với Q4/2022 và 42,0% so với cùng kỳ. Lượng căn hộ tiêu thụ tiếp tục giảm quý thứ 4 liên tiếp khi chỉ đạt 2.010 căn (-58,4% yoy) cho thấy nhu cầu thấp về bất động sản nhà ở. Đối với thành phố Hồ Chí Minh, trong khi nguồn cung căn hộ ghi nhận tăng trưởng mạnh 222,5% chủ yếu từ dự án Vinhomes Grand Park, nhu cầu nhà ở vẫn ở mức thấp khi số căn tiêu thụ chỉ đạt 944 căn (-25,8% yoy).

**Biểu đồ 15: Nguồn cung & Lượng tiêu thụ căn hộ mới chạm đáy tại Hà Nội**



**Biểu đồ 16: Nguồn cung & Lượng tiêu thụ căn hộ mới thấp tại Tp. HCM**



Nguồn: CBRE, FPTs Research.

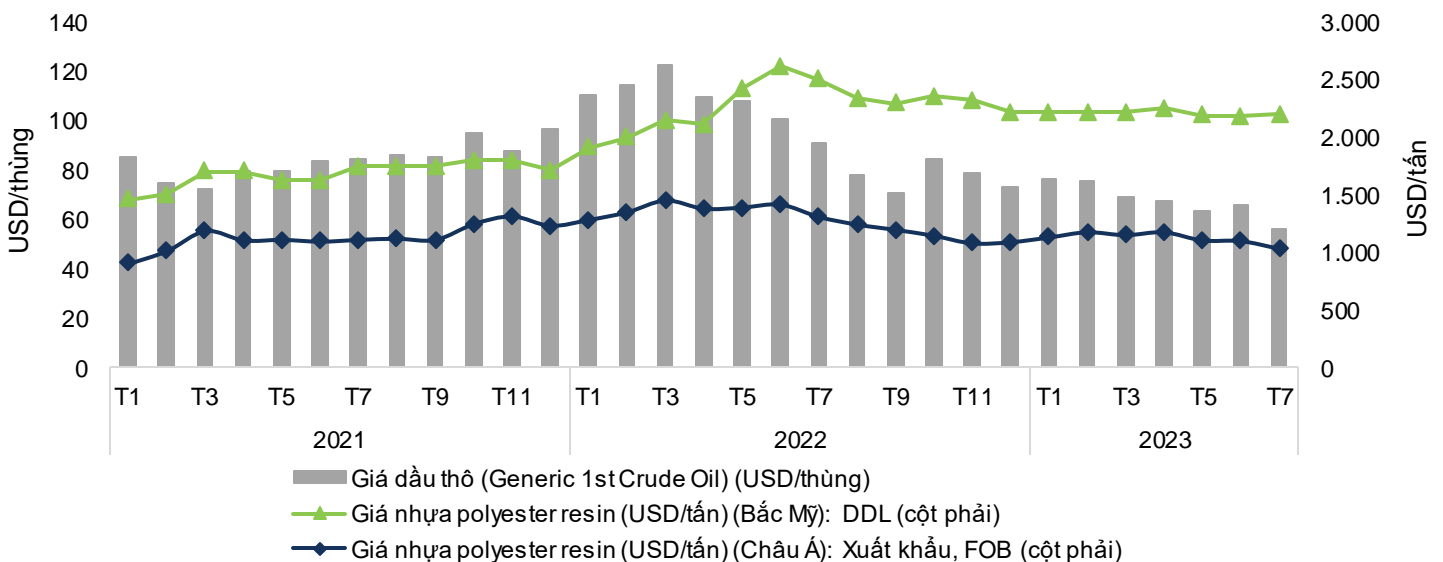
### III. Diễn biến giá nguyên liệu chính (đá thạch anh – quartz & nhựa polyester resin) năm 2022 & 1H2023

Đá quartz và chất kết dính polyester resin là hai nguyên liệu chính trong sản xuất đá nhân tạo của VCS, chiếm tỉ trọng trung bình lần lượt khoảng 31% và 39% chi phí nguyên liệu của doanh nghiệp trong giai đoạn 2018 - 2022. Trong năm 2022, giá hai nguyên liệu nhìn chung tăng mạnh so với cùng kỳ. Cụ thể:

- Theo thuyết minh báo cáo của Caesarstone, giá trung bình đá thạch anh – quartz thế giới tăng 17,9% yoy. Mức biến động tăng giá đến chủ yếu do hoạt động khai thác đá toàn cầu chậm lại trong bối cảnh nhu cầu giảm cùng với biến động tỷ giá do doanh nghiệp Caesarstone đa phần nhập khẩu đầu vào quartz từ các nước thuộc Liên minh châu Âu. Tuy nhiên, mức biến động tăng giá quartz đầu vào của VCS ước tính thấp hơn so với Caesarstone chủ yếu tới từ việc doanh nghiệp gần như nội địa hóa 100% nguyên liệu đá với sự hỗ trợ đầu vào từ công ty con Phenikaa Huế.
- Đối với chất kết dính trong sản xuất đá nhân tạo – polyester resin, giá nguyên liệu này tăng mạnh trong 1H2022 trước khi giảm và neo ở mức trung bình 1.143 USD/tấn tại thị trường châu Á từ đầu Q2/2022 đến nay. Theo thuyết minh báo cáo của Caesarstone, trong năm 2022, giá polyester resin đã tăng 22,0% yoy.

**Năm 2022, biên gộp của VCS chỉ đạt 30,8%; giảm mạnh 4,0 đpt so với cùng kỳ.** Giá trung bình 1 m<sup>2</sup> đá nhân tạo xuất khẩu ước tính giảm 15,3% yoy trong khi giá quartz và giá polyester resin tăng mạnh trong năm đã khiến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp biến động giảm mạnh. Xu hướng này cũng tiếp tục lặp lại trong 1H2023 khi giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> đá nhân tạo giảm do nhu cầu yếu tại các thị trường xuất khẩu cùng với giá polyester resin vẫn neo ở mức cao.

**Biểu đồ 17: Giá chất kết dính polyester resin đang trong xu hướng giảm sau khi đạt đỉnh vào tháng 6/2022**



Nguồn: Bloomberg.



## B. TRIỂN VỌNG & KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG NĂM 2023 & 2024

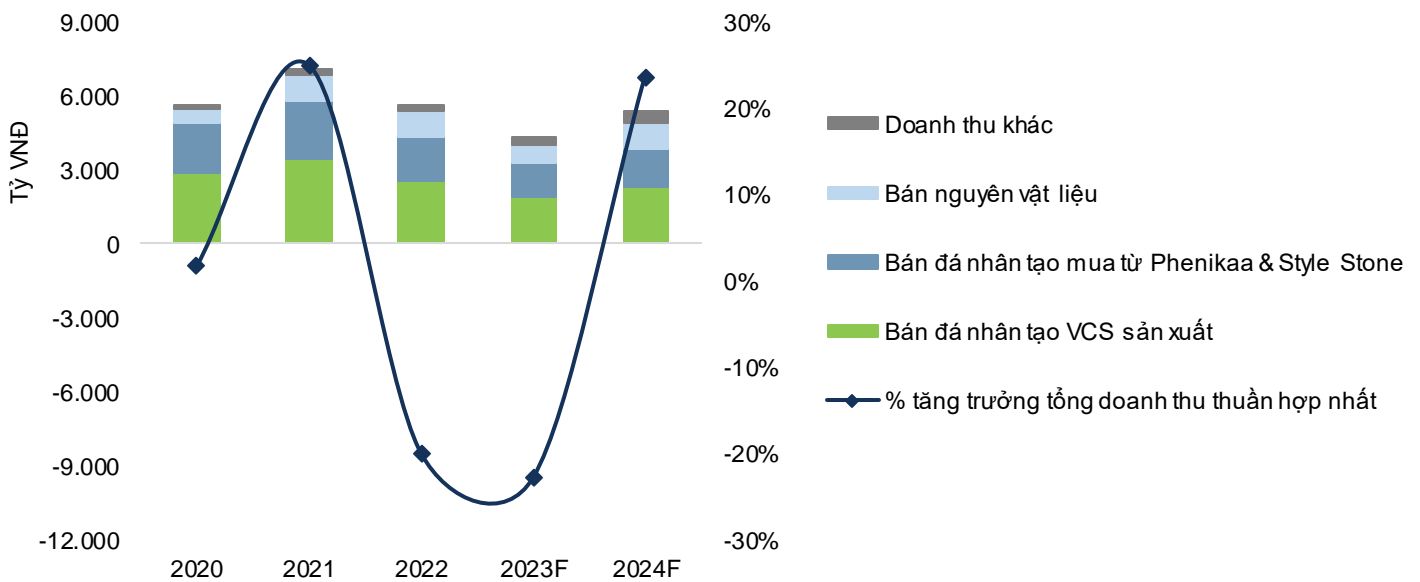
### I. Doanh thu hợp nhất dự phóng giai đoạn 2023 – 2024 ([quay lại](#))

Chúng tôi nhận định triển vọng tăng trưởng doanh thu hợp nhất của VCS trong 2H2023 tiếp tục đến từ mảng kinh doanh đá nhân tạo (bao gồm cả sản lượng tự sản xuất & sản lượng mua từ Phenikaa & Style Stone) khi tỷ trọng hoạt động kinh doanh này chiếm tới trên 80% doanh thu hợp nhất hàng năm của doanh nghiệp. Phần doanh thu bán nguyên vật liệu và doanh thu của công ty con Phenikaa Huế có tỷ trọng trong tổng doanh thu hợp nhất nhỏ hơn cùng với tỷ suất lợi nhuận gộp không cao.

**Năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của VCS ở mức 4.382 tỷ đồng, tương đương mức giảm 22,9% so với cùng kỳ và thực hiện 93% kế hoạch doanh thu năm 2023 (kịch bản thấp).** Cụ thể, doanh thu thuần hợp nhất các mảng bán đá thành phẩm, bán hàng hóa (đá mua từ Phenikaa & Style Stone), bán nguyên vật liệu và doanh thu khác đạt lần lượt 1.916 tỷ đồng (-25,0% yoy); 1.340 tỷ đồng (-25,4% yoy); 745 tỷ đồng (-26,6% yoy) và 369,7 tỷ đồng (+25,0% yoy).

**Đối với năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần hợp nhất của VCS ở mức 5.405 tỷ đồng (+23,7% yoy) với tỷ trọng các mảng bán đá thành phẩm, bán hàng hóa và bán nguyên vật liệu lần lượt là 42,0%, 28,8% và 20,7%.** Kỳ vọng cho sự hồi phục mạnh về doanh thu đến từ giả định lộ trình giảm lãi suất sẽ bắt đầu từ năm 2024 tại Bắc Mỹ và EU kéo theo sự phục hồi của hoạt động xây dựng dân dụng – nơi tiêu thụ lớn nhất của đá nhân tạo.

**Biểu đồ 18: Cơ cấu doanh thu thuần hợp nhất dự phóng theo mảng kinh doanh của VCS**



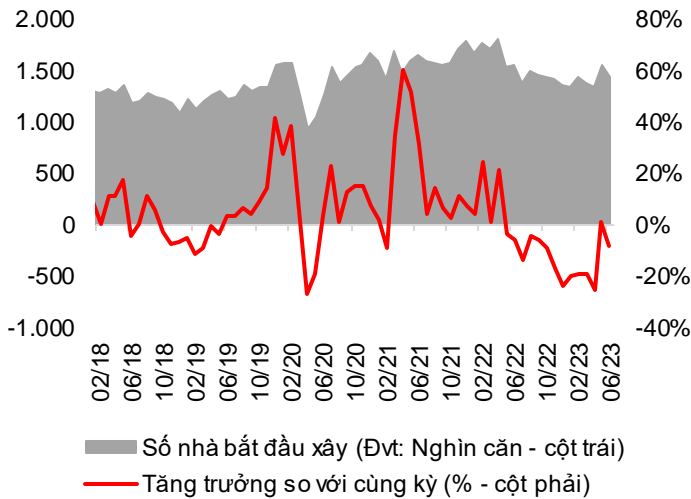
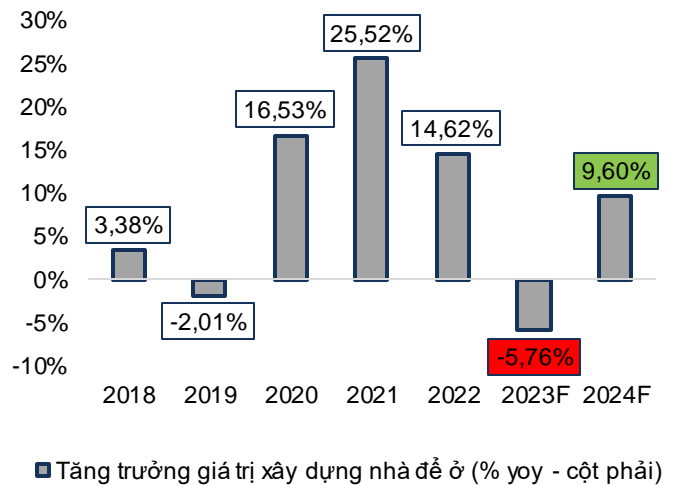
Nguồn: FPTSR Research.

Trong đó, chi tiết mảng bán đá nhân tạo gồm cả đá nhân tạo tự sản xuất và đá nhân tạo mua từ Phenikaa và Style Stone như dưới đây.

#### Mảng xuất khẩu đá nhân tạo

Trong 2H2023, chúng tôi cho rằng nhu cầu đá nhân tạo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong bối cảnh trầm lắng của hoạt động xây dựng dân dụng tại các thị trường xuất khẩu nói chung và Mỹ nói riêng. Nền lãi suất vẫn duy trì xu hướng tăng để kiềm chế lạm phát là nguyên nhân chính khiến mảng xây dựng dân dụng tại Mỹ giảm 5,8% yoy xét về giá trị xây dựng cả năm 2023. Tuy nhiên, nhu cầu đá nhân tạo sẽ có sự cải thiện trong 2H2023 so với 1H2023 nếu nhìn vào chỉ số dự báo nhu cầu vật liệu xây dựng hoàn thiện là số nhà bắt đầu xây. Cụ thể, mặc dù vẫn thấp hơn 11,5% yoy; số nhà bắt đầu xây trong Q2/2023 đã tăng 4,4% so với Q1/2023.

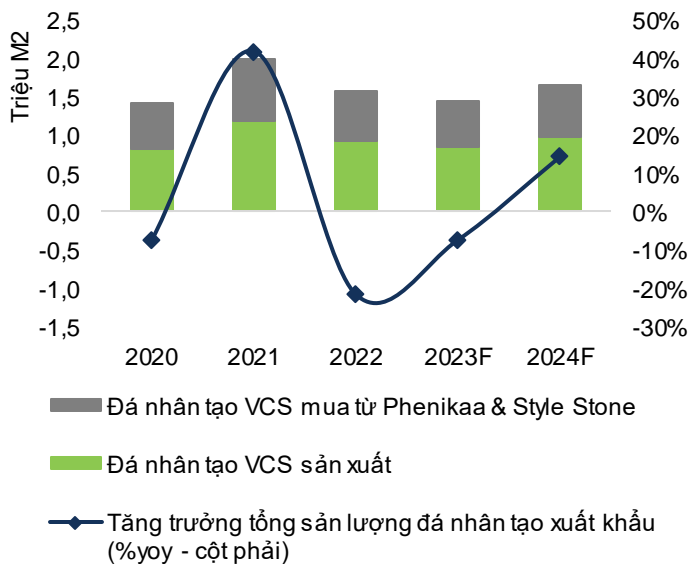
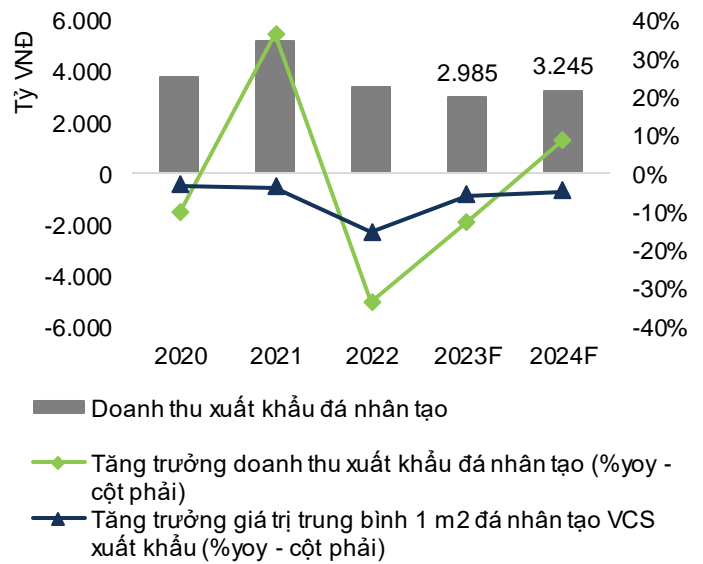
Nhu cầu đá nhân tạo kỳ vọng có sự hồi phục đáng kể trong năm 2024 khi tăng trưởng giá trị xây dựng nhà để ở tại Mỹ dự báo tăng trưởng 9,6%.

**Biểu đồ 19: Nhu cầu đá nhân tạo 2H2023 tại Mỹ kỳ vọng thấp hơn từ số nhà bắt đầu xây trong Q2/2023**

**Biểu đồ 20: Giá trị xây dựng dân dụng nhà ở ở tại Mỹ dự phóng giảm 5,8% trong năm 2023**


Nguồn: US Census & Bloomberg.

Tổng sản lượng đá nhân tạo VCS xuất khẩu (bao gồm cả đá nhân tạo tự sản xuất và đá nhân tạo mua từ Phenikaa và Style Stone) dự phóng ở mức 1,45 triệu m<sup>2</sup> (-7,5% yoy) và 1,66 triệu m<sup>2</sup> (+14,2% yoy). Trong đó, thị trường Mỹ giả định chiếm tỷ trọng 70% trong hai năm này.

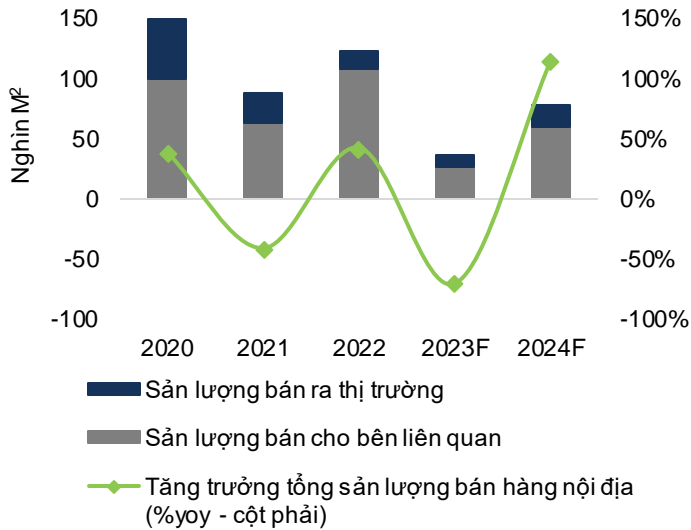
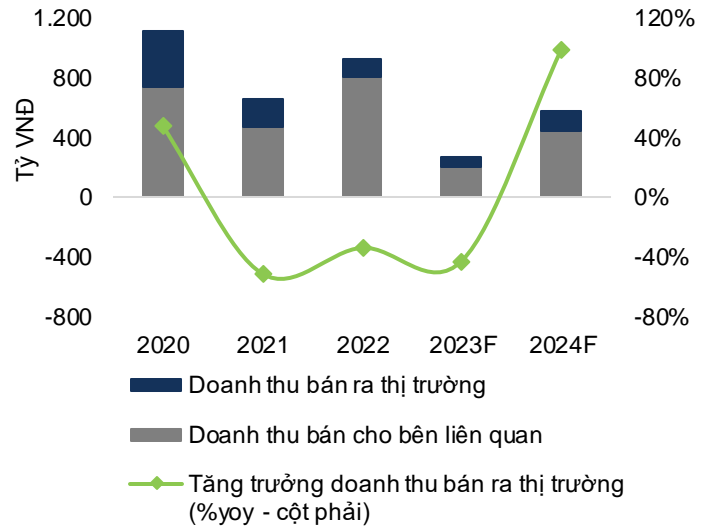
Về giá bán, chúng tôi giả định giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> đá nhân tạo VCS xuất khẩu đi các thị trường tiếp tục giảm theo xu hướng chung của ngành. Cụ thể, mức giá bán dự phóng cho năm 2023 và 2024 lần lượt là 86,6 USD/m<sup>2</sup> (-5,7% yoy) và 82,4 USD/m<sup>2</sup> (-4,8% yoy).

**Biểu đồ 21: Dự phóng sản lượng đá nhân tạo VCS xuất khẩu đi các thị trường**

**Biểu đồ 22: Dự phóng doanh thu xuất khẩu đá nhân tạo của VCS**


Nguồn: FPTs Research.

### Mảng bán đá nhân tạo nội địa

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng bán đá nhân tạo nội địa của VCS trong năm 2023 ở mức 270,1 tỷ đồng (-70,9% yoy) trong đó doanh thu từ bán đá nhân tạo ra thị trường chiếm 25,6% ở mức 69,1 tỷ đồng (-42,6% yoy). Với mức giá bán trung bình đạt 7,5 triệu đồng/m<sup>2</sup>; tổng sản lượng bán hàng nội địa dự kiến đạt 36 nghìn m<sup>2</sup>; giảm 70% so với cùng kỳ. Giả định cho kết quả dự phóng này dựa trên tình hình thực hiện 1H2023 và luận điểm hoạt động xây dựng dân dụng và thị trường bất động sản tiếp tục âm ảm trong 2H2023 khi mà các nút thắt về vốn và pháp lý chưa thực sự được tháo gỡ cho các doanh nghiệp bất động sản dẫn tới số lượng dự án cấp phép thấp kể từ đầu năm đến nay.

**Biểu đồ 23: Dự phóng sản lượng bán đá nhân tạo nội địa của VCS**

**Biểu đồ 24: Dự phóng doanh thu bán đá nhân tạo nội địa của VCS**


Nguồn: FPTSR Research.

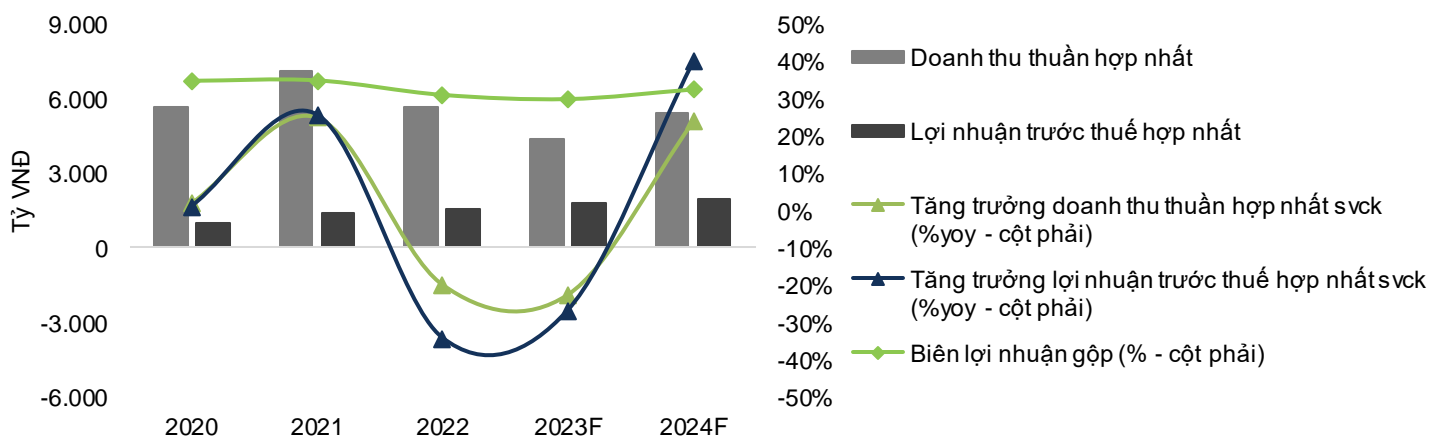
## II. Lợi nhuận hợp nhất dự phóng giai đoạn 2023 - 2024

Cho năm 2023, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp hợp nhất của VCS ở mức 29,6%; giảm 1,2 đpt so với mức thực hiện năm 2022 dựa trên những giả định & kỳ vọng như sau:

- Giá trị trung bình 1 m<sup>2</sup> đá nhân tạo xuất khẩu năm 2023 dự phóng đạt 86,6 USD/m<sup>2</sup>; tương đương mức giảm 5,7% yoy. Kỳ vọng tiếp tục xu hướng giảm này đến từ thực tế nhu cầu đá nhân tạo tại Mỹ thấp trong cả năm 2023 bất chấp có sự phục hồi nhẹ trong 2H2023 so với 1H2023.
- Giá chất kết dính polyester resin kỳ vọng tăng trở lại trong 2H2023 từ dự báo giá dầu ngắn hạn của Cơ quan quản lý thông tin năng lượng Mỹ (EIA). EIA dự kiến giá dầu thô Brent sẽ trung bình ở mức 86 USD/thùng trong 2H2023, tương đương tăng 8,6% so với mức trung bình 79,2 USD/thùng của 1H2023. Kỳ vọng tăng giá dầu đến từ việc tiếp tục cắt giảm sản lượng dầu thô khai thác tại Trung Đông cùng với nhu cầu dầu thô toàn cầu kỳ vọng phục hồi với tốc độ chậm trong 2H2023. Với việc giá chất kết dính thường có xu hướng biến động cùng chiều với giá dầu và chiếm tỷ trọng khoảng 39% chi phí nguyên liệu đầu vào của VCS, diễn biến tăng giá trong 2H2023 sẽ có tác động làm giảm biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp ([quay lại](#)).

Dựa trên luận điểm trên, chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế hợp nhất của VCS trong năm 2023 sẽ đạt 1.004 tỷ đồng (-27,1%yoy & 94,7% kịch bản thấp KH2023).

## III. Tổng hợp kết quả kinh doanh hợp nhất dự phóng giai đoạn 2023 - 2024

**Biểu đồ 25: Kết quả kinh doanh hợp nhất dự phóng giai đoạn 2023 - 2024**


Nguồn: FPTSR Research.

### C. CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ ([quay lại](#))

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCS với mức giá mục tiêu là **74.500 VNĐ/cp**, cao hơn **23,5%** so với mức giá đóng cửa ngày 24/08/2023.

Mức giá mục tiêu của VCS giảm 19,5% so với [Báo cáo cập nhật định giá ngày 06/06/2022](#) (92.500VNĐ/cp). Mức giá mục tiêu giảm đến từ thay đổi trong lãi suất chiết khấu và giả định của mô hình định giá.

#### Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	74.382	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	74.525	50%
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>		<b>74.500</b>	

#### Lịch sử khuyến nghị:

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo chi tiết
1	<a href="#">THEO DÕI</a>	06/2022	<a href="#">Báo cáo cập nhật định giá</a>
2	<a href="#">THEO DÕI</a>	05/2021	<a href="#">Báo cáo cập nhật định giá</a>
3	<a href="#">MUA</a>	06/2020	<a href="#">Báo cáo cập nhật định giá</a>
4	<a href="#">MUA</a>	04/2019	<a href="#">Báo cáo cập nhật tin tức</a>
5	<a href="#">MUA</a>	11/2018	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

#### Cập nhật giả định kinh doanh cho năm 2023:

Chỉ tiêu	Báo cáo cập nhật định giá 06/2022	Báo cáo cập nhật định giá 08/2023	Diễn giải
Doanh thu thuần hợp nhất (Tỷ VNĐ)	8.804	<b>4.371</b>	Thay đổi đáng kể của kết quả doanh thu thuần hợp nhất dự phóng cho năm 2023 đến từ việc FED nâng lãi suất nhiều lần và nhanh hơn dự kiến tại model định giá tháng 06/2022 dẫn tới kỳ vọng sản lượng xuất khẩu năm 2023 của VCS kỳ vọng cao hơn so với mô hình định giá tháng 08/2022
Bán thành phẩm	4.179	<b>1.916</b>	Doanh thu bán thành phẩm và hàng hóa điều chỉnh giảm mạnh so với giả định tại báo cáo cập nhật 06/2022 dựa trên tình hình tiêu thụ suy giảm mạnh của VCS dưới áp lực tiêu cực của lạm phát và việc tăng lãi suất kéo dài hơn dự kiến của FED.
Bán hàng hóa	2.884	<b>1.340</b>	
Bán nguyên vật liệu	1.427	<b>745</b>	
Khác	313	<b>370</b>	Doanh thu bán nguyên vật liệu điều chỉnh giảm đáng kể so với mức dự phóng tại báo cáo tháng 06/2022 dựa trên tình hình tiêu thụ tiêu cực của VCS trong 1H2023. Nhu cầu đá nhân tạo tại các thị trường xuất khẩu thấp kỷ lục khiến các nhà máy Phenikaa và Style Stone cắt giảm sản lượng sản xuất, dẫn tới nhu cầu mua nguyên liệu từ VCS giảm mạnh.
Biên lợi nhuận gộp	32,6%	<b>29,6%</b>	Giả định điều chỉnh giảm đối với giá bán trung bình năm 2023 là nguyên nhân chính cho sự điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp.
Nợ vay ngắn & dài hạn (Tỷ VNĐ)	2.316	<b>1.146</b>	Quy mô sản xuất giảm dẫn tới nhu cầu vay nợ ngắn hạn phục vụ vốn lưu động của VCS giảm. Giả định về nợ vay dài hạn không đổi.
Lợi nhuận sau thuế	2.069	<b>838</b>	Doanh thu thuần hợp nhất cùng biên lợi nhuận gộp dự phóng điều chỉnh giảm dẫn tới điều chỉnh giảm đáng kể lợi nhuận dự phóng.
CAGR 2023 – 2028			Tốc độ tăng trưởng kép doanh thu thuần và lợi nhuận tăng chủ yếu đến từ việc nền tính toán năm 2023 ở mức thấp và chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ có sự phục hồi đáng kể trong năm 2024 - 2028
- Doanh thu thuần	10,2%	<b>13,7%</b>	
- Lợi nhuận sau thuế	6,6%	<b>17,1%</b>	

**Thay đổi giả định mô hình DCF**

Giả định mô hình	06/2022	<b>08/2023</b>	Giả định mô hình	06/2022	<b>08/2023</b>
WACC	11,05%	<b>12,12%</b>	Phần bù rủi ro	9,89%	<b>11,00%</b>
Chi phí sử dụng nợ	4,26%	<b>5,56%</b>	Hệ số Beta	0,83	<b>0,86</b>
Chi phí sử dụng VCSH	13,81%	<b>14,00%</b>	Tăng trưởng dài hạn	2%	<b>2%</b>
Lãi suất phi rủi ro	2,98%	<b>2,56%</b>	Thời gian dự phóng	7 năm	<b>7 năm</b>

**Tổng hợp kết quả định giá**

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		12,12%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		13.064.635
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		4.965
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		1.145.548
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		11.924.052
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		160
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		74.525
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		11.901.176
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		74.382

**D. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG (Đvt: Triệu đồng)**

HĐKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7.070.129	5.660.265	4.370.568	5.405.332
- Giá vốn hàng bán	4.607.624	3.917.294	3.076.370	3.659.740
Lợi nhuận gộp	2.462.504	1.742.972	1.294.199	1.745.592
- Chi phí bán hàng	272.145	254.617	196.602	251.257
- Chi phí quản lí DN	47.349	66.807	51.585	69.204
Lợi nhuận thuần HĐKD	2.143.011	1.421.548	1.046.012	1.425.132
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(27.405)	(39.336)	(36.736)	(14.213)
- Lợi nhuận khác	(18.204)	(4.995)	(4.995)	(7.021)
LNNT & Lãi vay	2.097.401	1.377.217	1.004.281	1.403.898
- Chi phí lãi vay	56.876	50.419	71.768	57.297
Lợi nhuận trước thuế	2.097.401	1.377.217	1.004.281	1.403.898
- Thuế TNDN	325.160	228.508	166.631	232.935
LNST	1.428.420	1.772.060	837.650	1.170.963
EPS (đ)	9.890	6.425	4.122	6.792

Khả năng sinh lời	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,8%	30,8%	29,6%	32,3%
Tỷ suất LNST	25,1%	20,3%	19,2%	21,7%
ROE DuPont	58,6%	36,4%	17,8%	25,5%
ROA DuPont	20,7%	26,3%	13,1%	18,4%
EBIT/doanh thu	29,7%	24,3%	23,0%	26,0%
LNST/LNNT	68,1%	128,7%	83,4%	83,4%
LNNT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	102,6%	84,0%	68,3%	84,8%
Đòn bẩy tài chính	282,8%	138,4%	135,5%	138,9%

Chỉ số thanh toán Đòn bẩy tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Thanh toán hiện hành	3,11	3,40	3,26	2,91
Thanh toán nhanh	2,05	1,82	1,68	1,83
Thanh toán tiền mặt	0,59	0,68	0,58	0,68
Nợ / Tài sản	0,24	0,22	0,18	0,20
Nợ / VCSH	0,33	0,29	0,25	0,29
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,30	0,28	0,24	0,29
Nợ dài hạn / VCSH	0,03	0,02	0,01	0,00
Khả năng trả lãi vay	36,88	27,32	13,99	24,50

ĐDKT	2021	2022	2023F	2024F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương tiền	1.045.422	1.101.676	925.942	1.309.737
+ Đầu tư TC ngắn hạn	60.000	-	-	-
+ Các khoản phải thu	2.448.452	1.750.028	1.661.724	2.119.634
+ Hàng tồn kho	1.990.066	2.577.659	2.507.334	2.093.144
+ Tài sản ngắn hạn khác	285.161	111.747	87.685	106.990
TTS ngắn hạn	5.829.100	5.541.110	5.182.685	5.629.505
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	2.101.548	2.169.276	2.262.915	2.303.936
+ Khấu hao lũy kế	(1.070.292)	(1.197.138)	(1.329.870)	(1.465.496)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1.031.256	972.138	933.045	838.440
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	17.418	19.233	19.236	19.236
TTS dài hạn	1.063.813	1.048.795	1.017.598	922.685
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.892.914</b>	<b>6.589.905</b>	<b>6.200.283</b>	<b>6.552.190</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>				
+ Phải trả người bán	252.313	80.317	108.995	134.800
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.479.311	1.341.331	1.105.648	1.326.291
+ Quỹ khen thưởng	44.428	125.349	303.442	387.626
Nợ ngắn hạn				
+ Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn	146.297	93.098	39.899	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.018.717</b>	<b>1.721.167</b>	<b>1.631.988</b>	<b>1.937.116</b>
+ Thặng dư	291	291	291	291
+ Vốn điều lệ	.600.000	1.600.000	1.600.000	1.600.000
+ LN chưa phân phối	3.166.397	3.160.938	.860.495	2.907.274
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.874.197</b>	<b>4.868.738</b>	<b>4.568.295</b>	<b>4.615.074</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6.892.914</b>	<b>6.589.905</b>	<b>6.200.283</b>	<b>6.552.190</b>

Hiệu quả hoạt động	2021	2022	2023F	2024F
Số ngày phải thu	111,7	134,2	138,2	142,3
Số ngày tồn kho	159,1	213,9	299,5	209,6
Số ngày phải trả	13,0	5,2	9,1	9,1
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	257,8	342,9	428,6	342,9
GVHB / HTK	2,3	1,5	1,2	1,7

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 10 cổ phiếu VCS và chuyên viên phân tích hiện không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, phường Thạch  
Thang, quận Hải Châu, TP Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.236) 3553 888