

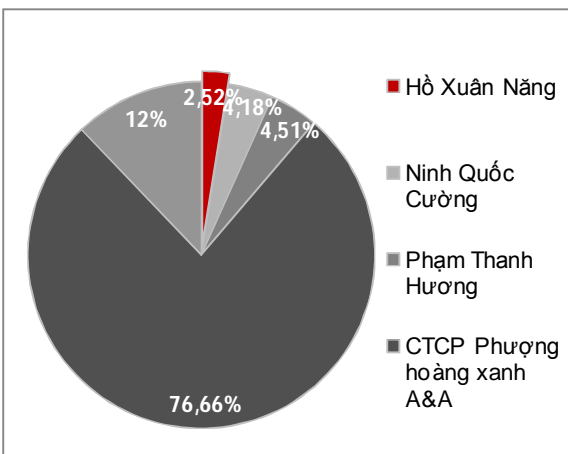
CTCP ĐÁ THẠCH ANH CAO CẤP VCS (HNX: VCS)

Khuyến nghị: MUA

Thông tin cổ phiếu

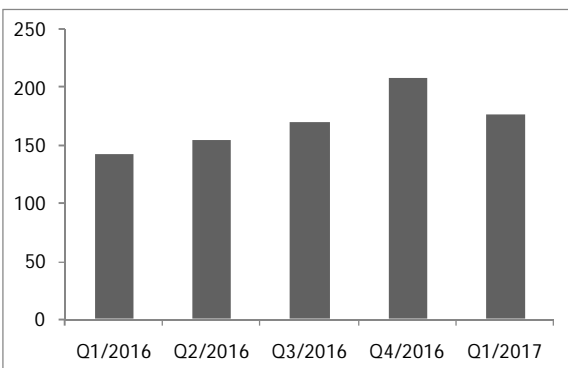
Giá cổ phiếu 23/05/2017 (VND)	161.400
Tương đương giá sau điều chỉnh trả cổ tức bằng cổ phiếu (VND)	121.100
Giá mục tiêu (VND)	140.500
Tiềm năng tăng/ giảm giá (%)	16,0%
Tăng trưởng giá CP-YTD(%)	25,7%
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	98,3%
Tăng trưởng giá so với VNI (%)	N/A
Giá trị vốn hoá (tỷ VND)	600 tỷ
SLCP Lưu hành (Triệu CP)	60
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	33,3%
P/E forward (x)	15,25
P/B (x)	6,69

Cơ cấu cổ đông (31/03/2017)



Nguồn: VCS, MSI

Lợi nhuận ròng VCS theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của VCS, MSI

Với mức giá mục tiêu của chúng tôi là 140.500 đồng/cp (cao hơn 16,0% so với giá hiện tại sau khi đã điều chỉnh tỷ lệ cổ tức 33,33% bằng cổ phiếu) cùng với những triển vọng tích cực về hoạt động kinh doanh của công ty trong năm 2017, chúng tôi đưa khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCS.

TỔNG QUAN VỀ VCS

CTCP Đá thạch anh cao cấp Vicostone được thành lập vào ngày 19/12/2002 với tên gọi ban đầu là nhà máy Đá ốp lát cao cấp Vinaconex. Công ty tiến hành chuyển đổi sang hình thức CTCP từ năm 2005 với vốn điều lệ 30 tỷ đồng. Đến năm 2007, công ty tăng vốn điều lệ lên 100 tỷ đồng, đồng thời niêm yết trên sàn HNX với mã cổ phiếu là VCS. Sau 6 lần tăng vốn, hiện nay vốn điều lệ công ty đạt 600 tỷ đồng.

Nhà máy sản xuất đá ốp lát đầu tiên của VCS gồm 2 dây chuyền là dây chuyền Terastone và dây chuyền Bretonstone. Dây chuyền Terastone có công suất thiết kế ban đầu 420.000 m²/năm sản xuất đá ốp lát nhân tạo sử dụng chất kết dính xi măng. Còn dây chuyền Bretonstone có công suất 500.000 m²/năm sản xuất đá ốp lát nhân tạo sử dụng chất kết dính hữu cơ. Đến năm 2011, VCS hoàn thành đầu tư thêm dây chuyền số 3 (công ty CP Stylestone) với công suất 500.000 m²/năm. Từ năm 2015, VCS chuyển một phần vốn góp công ty Stylestone cho công ty mẹ là Phenikaa và chỉ vận hành 2 dây chuyền với tổng công suất hiện nay 1.000.000 m²/năm.

Hiện nay, VCS là đầu mối chính cho trong việc xuất khẩu sản phẩm cho toàn bộ 5 nhà máy của tập đoàn Phenikaa. Tổng công suất sản xuất của tập đoàn là 2,5 triệu m²/năm. Ngoài ra, VCS sau khi nhận chuyển nhượng Phenikaa Huế sẽ trở thành đơn vị cung cấp nguyên liệu chính cho toàn hệ thống sản xuất.

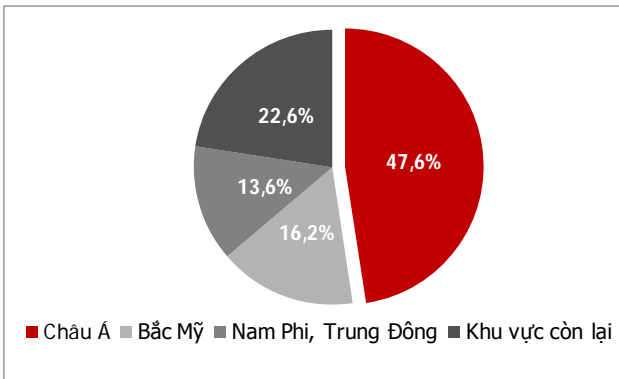
Sản phẩm đá nhân tạo của công ty thuộc phân khúc cao cấp trong số các vật liệu ốp bề mặt. Do chi phí nguyên liệu và công nghệ hiện đại nên giá thành sản phẩm thường cao hơn các sản phẩm ốp bề mặt khác. Do đó, thị trường tiêu thụ chính của VCS tập trung tại nước phát triển. Hiện nay, doanh thu xuất khẩu của VCS chiếm gần 80% tổng doanh thu. Trong đó châu Mỹ, Châu Âu và Châu Úc là 3 khu vực nhập khẩu phần lớn sản phẩm của công ty. Đặc biệt, Mỹ là quốc gia tiêu thụ lớn nhất đá nhân tạo gốc thạch anh của VCS.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cơ cấu cổ đông của VCS khá cô đặc. Theo báo cáo tài chính năm 2016, CTCP Phượng hoàng Xanh A&A (Phenikaa) nắm giữ 43,5 triệu cổ phần, tương đương 72,5% vốn điều lệ. Các cá nhân là cổ đông lớn có: Phạm Thanh Hương nắm giữ 2,7 triệu cổ phần (4,51%), Ninh Quốc Cường nắm giữ 2,5 triệu cổ phần (4,18%), Hồ Xuân Năng nắm giữ 1,5 triệu cổ phần (2,52%). Tính đến thời điểm cuối quý 1/2017, Phenikaa đã mua thêm 2,5 triệu cổ phiếu, nâng tỷ lệ nắm giữ lên mức 76,66%.

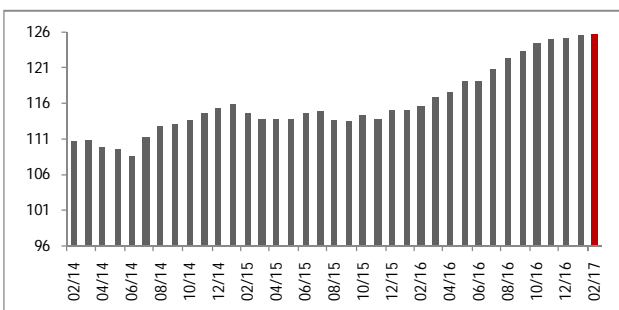
Chuyên viên Phân tích
Đỗ Đức Lộc - Locdd@msi.com.vn

Thị phần vật liệu bề mặt năm 2016



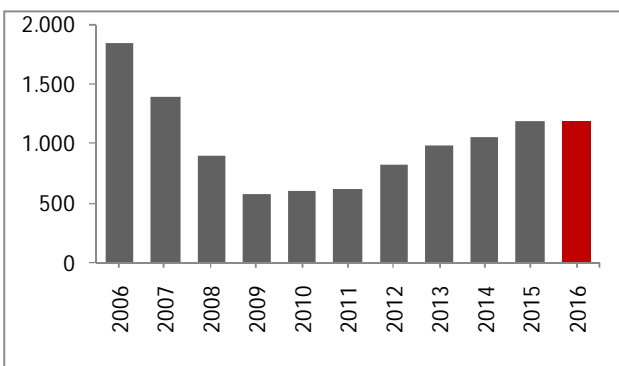
Nguồn: Freedonia, MSI

**Chỉ số giá trị xây dựng mới
giai đoạn 02/2014 - 02/2017**



Nguồn: CENSUS, MSI

**Số giấy phép xây dựng cấp mới tại Mỹ
giai đoạn 2006-2016**



Nguồn: CENSUS, MSI

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

- Tổng quan thị trường các vật liệu bề mặt:** Trong xây dựng có 5 loại vật liệu chính sử dụng trong ốp lát các bề mặt gồm: gỗ ép, đá tự nhiên, đá nhân tạo, gạch men, nhựa tổng hợp, ngoài ra còn một số vật liệu khác. Hiện nay, Châu Á đang là khu vực có nhu cầu vật liệu ốp lát bề mặt lớn nhất với 47,6% thị phần, tiếp đến là thị trường Bắc Mỹ với 16,2% thị phần và Nam Phi, Trung Đông với 13,6% thị phần, còn lại là Tây Âu, Đông Âu, Nam, Trung Mỹ. Việc lựa chọn vật liệu ốp lát bề mặt trong xây dựng phụ thuộc vào thói quen tiêu dùng, mức độ đầu tư, xu hướng thị trường của từng vùng khác nhau. **Đá nhân tạo hiện chỉ chiếm 10% thị phần vật liệu ốp lát bề mặt trên thế giới.**
- Tốc độ tăng trưởng nhu cầu đá nhân tạo đang cao:** Trong giai đoạn 2011-2015, đá nhân tạo đã tăng trưởng trung bình là 15,54%/năm và dự kiến sẽ đạt tốc độ 16,77%/năm trong giai đoạn 2016-2021. Ngược lại, một số loại vật liệu chiếm thị phần lớn nhưng đang đi vào giai đoạn bão hòa như nhựa tổng hợp, đá tự nhiên, gỗ ép. Tại một số nước, việc sử dụng đá nhân tạo đang khá phổ biến như Úc với khoảng 40% nhu cầu vật liệu ốp lát, Israel với khoảng 86%... Còn tại thị trường Bắc Mỹ, thị phần đá nhân tạo vẫn tương đối thấp khoảng 8% ở Mỹ và 18% ở Canada. Do đó thị trường Bắc Mỹ còn nhiều dư địa tăng trưởng cho đá nhân tạo.
- Xu hướng sử dụng đá nhân tạo thay thế cho các vật liệu khác:** Với đặc điểm cơ học và hóa học ưu việt, màu sắc đa dạng, dễ tạo hình và sử dụng so với các vật liệu ốp lát khác, nên đá nhân tạo đang dần chiếm thị phần trong thị trường vật liệu ốp lát. Tại thị trường Châu Á, đá nhân tạo được coi là sản phẩm cao cấp, đây là khu vực có nhu cầu cao nhất hiện nay. Trong đó một số nước tiêu thụ nhiều nhất là Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản... Còn tại thị trường Úc, với xu hướng sử dụng sản phẩm thân thiện với môi trường, đá nhân tạo đang có ưu thế hơn các sản phẩm khác. Thị phần đá nhân tạo đã có sự chuyển biến tích cực tại quốc gia này, năm 2012 thị phần đá nhân tạo chiếm 35%, năm 2014 tăng lên 39% và có thể đạt 41% năm 2017, trong khi thị phần đá tự nhiên tiếp tục giảm sâu.

- Kỳ vọng tăng trưởng từ khu vực thị trường Mỹ:** Trong số các nước phát triển, Mỹ đang là quốc gia có sự phục hồi nhanh nhất. Với những số liệu thị trường nhà ở và cấp phép xây dựng gần đây cho thấy đà phục hồi kinh tế Mỹ đã kéo theo thị trường xây dựng phát triển, đi kèm với đó là nhu cầu vật liệu xây dựng tăng cao. Hiện nay, ở Mỹ ước tính có đến 80% nhu cầu vật liệu ốp lát bề mặt đến từ thị trường nhà ở. Theo dữ liệu của Freedonia Group, dự kiến nhu cầu vật liệu ốp lát bề mặt sẽ đạt 75 triệu m²/năm vào năm 2019. Trong khi đó, về cơ cấu các loại vật liệu thì gỗ ép với ưu điểm là giá thành rẻ, dễ thiết kế và lắp đặt cho nhiều loại bề mặt hiện đang chiếm thị phần lớn nhất với 44,7% thị phần, còn đá nhân tạo chỉ chiếm 8% và tỷ lệ này sẽ tăng lên 16,4% trong 2 năm tới. Theo khảo sát NKBA, tạp chí nội thất nổi tiếng của Mỹ, cho thấy việc lựa chọn các sản phẩm đá nhân tạo trong xây dựng đang là xu hướng phổ biến tại thị trường Mỹ trong năm 2017 đặc biệt là trong phòng bếp, tủ và mặt bồn rửa. Thị hiếu sử dụng vật liệu ốp lát thay đổi là điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp thúc đẩy doanh số đá nhân tạo tại thị trường này.

- Thị trường đá nhân tạo tại Việt Nam mới bắt đầu phát triển:** Trước năm 2010, đá nhân tạo chưa phổ biến tại thị trường Việt Nam, do giá bán đá nhân tạo thường cao gấp 3-4 lần đá Granite và số lượng nhà phân phối đá nhân tạo còn ít. Người tiêu dùng thường lựa chọn đá Granite như là vật liệu ốp lát tốt nhất cho nội thất, mặt bàn, quầy bar, tủ bếp, bàn bếp... Tuy nhiên trong một vài năm gần đây, khi thu nhập tăng lên, người dân có yêu cầu khắt khe hơn về mặt thẩm mỹ đã khiến cho đá nhân tạo được lựa chọn nhiều hơn, đặc biệt là trong các công trình sang trọng. Với tốc độ mở rộng đô thị hóa ở mức cao trong khu vực, cùng với sự hồi phục của thị trường bất động sản, xây dựng sẽ kéo theo nhu cầu đá nhân tạo tại thị trường Việt Nam tăng lên trong thời gian tới.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA VCS

Công ty	Số lượng dây chuyền	Công suất (m2/năm)
Phenikaa	2	1.000.000
Stylestone	1	500.000
Vicostone	2	1.000.000
Tổng cộng	5	2.500.000

Nguồn: MSI tổng hợp

- Sản phẩm đá ốp lát nhân tạo gốc thạch anh:**

Sản phẩm đá nhân tạo gốc thạch anh của VCS được sản xuất theo công nghệ rung ép vật liệu trong môi trường chân không. Trong đó nguyên liệu bột đá kết hợp với chất kết dính (nhựa Polymer) được trộn và đưa vào máy rung và ép tạo thành sản phẩm. Do đó sản phẩm đá nhân tạo của VCS có bản chất là vật liệu composite. So với sản phẩm ốp lát khác, sản phẩm của VCS là vật liệu không nung nên tiết kiệm được năng lượng, là sản phẩm xanh do không có khí thải như vật liệu nung khác.

So sánh với các sản phẩm đá nhân tạo khác, đá nhân tạo gốc thạch anh có ưu điểm: (1) Không bị xước do chịu tác động của các vật sắc nhọn, (2) Không bị ố vàng hay hóa chất ăn mòn, (3) Với độ dày 6-12 mm đá gốc thạch anh cho độ cứng vượt trội.

Công ty có 3 dòng sản phẩm chính gồm: đá Bretonstone, đá Terastone và đá Hi-tech stone. Sản phẩm chủ yếu được dùng trong công nghiệp xây dựng: sử dụng cho lát sàn, ốp tường, thềm cửa sổ, bậc cầu thang. Trong đó dùng, nội thất: làm mặt bàn bếp, thu ngân, các bề mặt chống axit trong phòng thí nghiệm, trang trí phòng tắm...

- Năng lực sản xuất:** Công ty hiện đang duy trì hoạt động 2 dây chuyền sản xuất với công nghệ được chuyển giao từ hãng Breton Italy. Cụ thể:

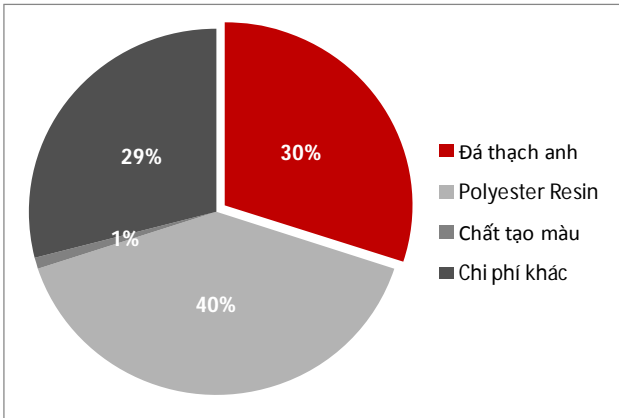
- **Dây chuyền số 1:** Dây chuyền Terastone chuyên sản xuất đá Terastone và Hi-tech Stone. Thành phần chính của 2 loại đá này là đá thạch anh và chất kết dính là xi măng. Sản phẩm làm ra thường có kích thước dạng viên nhỏ sử dụng chủ yếu cho ốp lát các bề mặt cầu thang, sàn nhà... Công suất thiết kế của dây chuyền là 420.000 m2/năm.

- **Dây chuyền số 2:** Dây chuyền Bretonstone sản xuất đá Bretonstone. Thành phần chính của loại đá này là đá thạch anh và chất kết dính là Resin. Sản phẩm làm ra có kích thước là dạng tấm khổ lớn. Sản phẩm thường sử dụng để lát sàn, ốp tường, cả phía bên trong và phía bên ngoài, mặt tiền, thềm cửa sổ, bậc thang, hệ thống sàn chịu lực... Công suất thiết kế của dây chuyền là 500.000 m2/năm.

Hiện tại, tính trên toàn tập đoàn Phenikaa có 5 dây chuyền sản xuất. Trong đó, VCS có 2 dây chuyền, Phenikaa có 2 dây chuyền và StyleStone có 1 dây chuyền. Tổng công suất thiết kế của cả 5 dây chuyền là gần 2,5 triệu m2/năm.

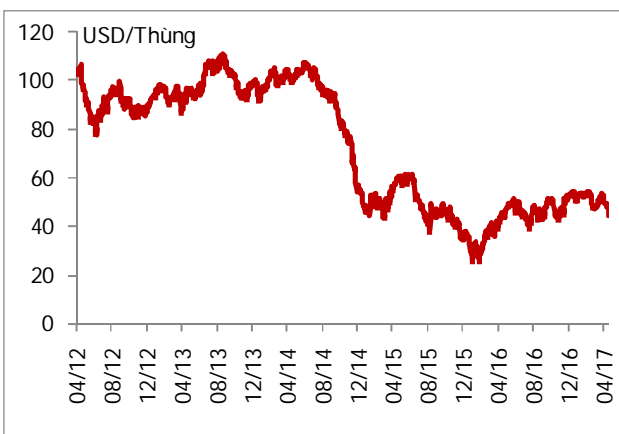
- Kênh phân phối của VCS:** Vicostone là thương hiệu đá ốp lát gốc thạch anh đứng thứ 4 thế giới. Hiện tại, VCS bán hàng thông qua các công ty được lập tại các thị trường mục tiêu và các công ty phân phối trung gian. Tại thị trường Mỹ, VCS là công ty xuất khẩu đá nhân tạo lớn thứ 4 vào thị trường này, doanh thu từ Mỹ chiếm đến 60,36% tổng doanh thu của VCS trong năm 2016. Do đó, VCS đã xây dựng nhiều điểm bán hàng tại đây. Cụ thể, VCS thành lập công ty VICOSTONE US chịu trách nhiệm chính phân phối sản phẩm của VCS ở thị trường này, với 5 trung tâm trưng bày và kho hàng, 37 cửa hàng thành viên. Trong khi đó, tại thị trường Canada, VCS thành lập công ty VICOSTONE CANADA với 1 kho hàng và 3 cửa hàng phân phối. Tại các thị trường khác, số lượng điểm bán hàng ít hơn, ở thị trường Châu Âu VCS mở 14 trung tâm phân phối, 7 trung tâm tại thị trường Australia và 8 trung tâm ở các khu vực còn lại. Dự kiến trong năm 2017, VCS sẽ thành lập thêm cơ sở tại Quebec, phục vụ cho thị trường phía Đông Canada. Với đa dạng kênh phân phối và trung tâm bán hàng, VCS đang có lợi thế cạnh tranh lớn trong việc đảm bảo thương hiệu VCS có mặt tại tất cả các khu vực trên thị trường châu Mỹ và châu Âu. Đồng thời, VCS cũng duy trì được lợi thế về tốc độ cung ứng sản phẩm ra thị trường.

Tỷ trọng nguyên liệu trong giá vốn



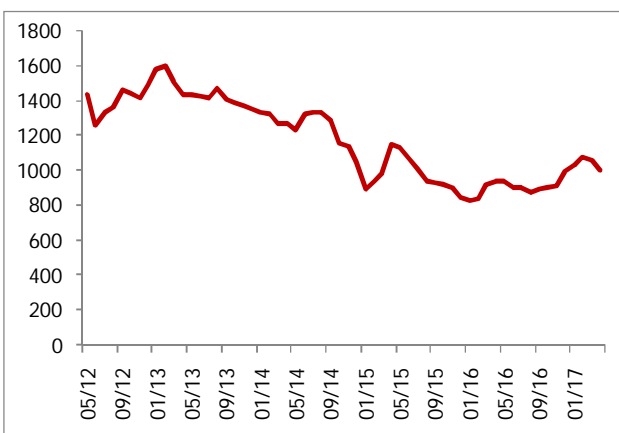
Nguồn: VCS, MSI

Giá dầu mỏ giai đoạn 2012 - 04/2017



Nguồn: Bloomberg, MSI

Giá Polyester Resin giai đoạn 2012 - 04/2017



Nguồn: Bloomberg, MSI

Nguyên vật liệu:

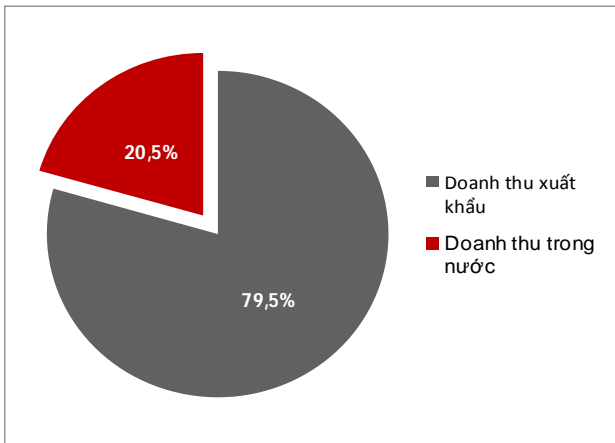
- **Tỷ lệ nguyên vật liệu trong sản phẩm:** Sản xuất đá ốp lát nhân tạo sử dụng cốt liệu đá thạch anh gồm các thành phần chính như: đá thạch anh chiếm 93% khối lượng sản phẩm (30% giá vốn sản phẩm), chất kết dính chiếm 10% khối lượng sản phẩm (30%-40% giá vốn sản phẩm) còn lại là chất tạo màu và một số phụ gia khác.

- **Chất kết dính chủ yếu sử dụng là xi măng và Polyester Resin:** Polyester Resin là nhựa nguyên sinh dạng lỏng (Nhựa Polyester Resin). Resin đóng vai trò là chất kết dính các hạt đá thạch anh với nhau trong máy ép chân không. Resin chỉ chiếm 10% khối lượng sản phẩm tuy nhiên lại chiếm đến 30%-40% giá vốn sản phẩm. Do đó, biến động giá Resin sẽ tác động rất lớn đến chi phí sản xuất và biên lợi nhuận gộp của công ty. Mặt khác Resin được sản xuất ra từ quá trình chế biến dầu mỏ nên giá Resin sẽ chịu ảnh hưởng từ giá dầu thế giới.

- **Giá Resin giảm do giá dầu giảm liên tục trong 3 năm qua:** Trong những năm gần đây, giá dầu có xu hướng giảm liên tục từ mức trên 100 USD/thùng năm 2014 xuống dưới mức 40 USD/thùng vào cuối năm 2015. Năm 2016, giá dầu tiếp tục xu hướng giảm trong 6 tháng đầu năm xuống dưới 30 USD/thùng trước khi phục hồi dần lại lên trên 50 USD/thùng. Giá dầu giảm kéo theo giá các chế phẩm sản xuất từ dầu mỏ Polyester Resin giảm theo. Trung bình giá Resin trong năm 2014 là 1.254 USD/Kg, năm 2015 là 973 USD/Kg, năm 2016 là 899 USD/Kg. Do ảnh hưởng của giá Resin giảm dẫn đến giá vốn thành phẩm giảm và biên lợi nhuận gộp của mảng sản xuất đá nhân tạo tăng lên trong 3 năm qua. Tuy nhiên với tình hình thị trường dầu hiện nay, giá dầu đang có xu hướng tăng trong 4 tháng đầu năm 2017 sẽ khiến giá Resin phục hồi, làm chững lại đà tăng của biên lợi nhuận gộp. Giá Resin trung bình trong tháng 4/2017 đã tăng lên 1.003 USD/Kg.

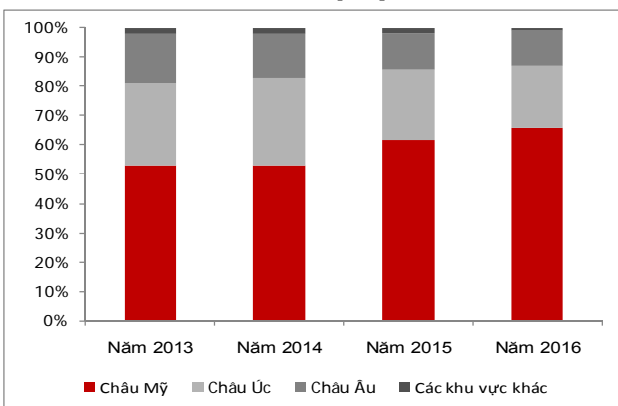
- **Nguồn cung đá thạch anh chủ yếu là nhập khẩu và đang dần được nội địa hóa:** Đá thạch anh chiếm tỷ trọng lớn nhất trong khối lượng và chiếm khoảng 30% giá vốn thành phẩm. Hiện nay, nguồn cung cấp đá thạch anh cho công ty chủ yếu đến từ hoạt động nhập khẩu. Trong đó phần lớn công ty nhập từ các nước Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ, Tây Ban Nha và một phần nhỏ từ các nhà sản xuất trong nước. Trung bình giá bột đá thạch anh nhập khẩu từ Ấn Độ năm 2014 khoảng 139 USD/Tấn, năm 2015 và 2016 khoảng 150,5 USD/Tấn và có xu hướng ổn định trong năm 2017. Do nguồn cung phụ thuộc vào nhập khẩu nên trong thời gian vừa qua đầu vào của công ty chịu rủi ro khá lớn như: (1) Các hợp đồng mua đá thạch anh được ký theo từng năm, số lượng nhà cung cấp có giới hạn, (2) Thời gian vận chuyển dài dẫn đến công ty phải chủ động tích trữ hàng tồn kho hoặc phải mua ngoài với giá cao. Tuy nhiên công ty đang tích cực tìm kiếm nguồn cung cấp đá thạch anh từ trong nước và đa dạng hóa nhà cung cấp từ nước ngoài. Điều này sẽ giúp cho VCS quản lý tốt được nguồn nguyên liệu đầu vào, giảm thiểu rủi ro tỷ giá do hoạt động nhập khẩu và chi phí vận chuyển nguyên liệu. Trong năm 2016 công ty đã nhập 20.000 tấn đá từ các nhà cung cấp trong nước, tăng gấp đôi so với năm 2015 (11.600 tấn) và tăng gấp 3 lần so với năm 2014 (6.000 tấn).

Cơ cấu doanh thu xuất khẩu năm 2016



Nguồn: VCS, MSI

Cơ cấu doanh thu theo địa lý năm 2016



Nguồn: VCS, MSI

Cơ cấu doanh thu:

- **Doanh thu công ty đến từ 2 mảng chính:** (1) Doanh thu bán sản phẩm từ 2 dây chuyền chính của công ty, (2) Doanh thu bán sản phẩm từ công ty mẹ. Trong đó doanh thu bán sản phẩm từ 2 dây chuyền của công ty có biên lợi nhuận gộp tương đối cao, khoảng trên 30% còn đối với bán sản phẩm cho công ty mẹ biên lợi nhuận khá thấp, chỉ khoảng 4%-10%, trung bình là 7%.

- **Bắt đầu từ năm 2016, VCS là đầu mối chính cho hoạt động xuất khẩu hàng hoá của tập đoàn:** Tại đại hội cổ đông bất thường giữa năm 2016, HDQT đã thông qua tờ trình chuyển giao thương hiệu Vicostone cho công ty mẹ Phenikaa. Do đó, các sản phẩm được sản xuất ra bởi Phenikaa đều được mang thương hiệu Vicostone và VCS được phép xuất khẩu sản phẩm dưới mang tên Vicostone mà không phải trả chi phí thương quyền cho tập đoàn.

- **Doanh thu VCS chủ yếu từ xuất khẩu sản phẩm ra nước ngoài:** Năm 2016, doanh thu xuất khẩu của công ty là 2.572 tỷ đồng tương đương 79,5% tổng doanh thu, còn doanh thu từ bán hàng trong nước đạt 664,7 tỷ đồng chiếm 20,5% tổng doanh thu. Biên lợi nhuận gộp của hoạt động kinh doanh trong nước tương đối thấp chỉ khoảng 9,24% trong khi biên lợi nhuận gộp của hoạt động xuất khẩu đạt 35,46%.

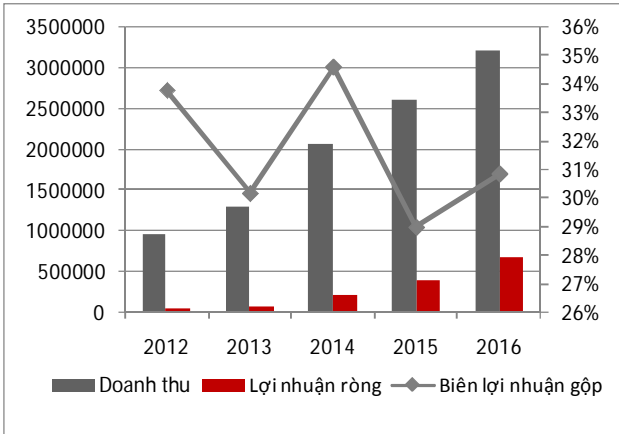
- **Sản phẩm đá nhân tạo của VCS hiện nay được xuất khẩu vào 3 thị trường chính:** Châu Mỹ, Châu Úc, Châu Âu là những thị trường có doanh số tiêu thụ đá nhân tạo VCS lớn nhất. Cụ thể, khu vực Châu Mỹ đang là thị trường trọng điểm của VCS với doanh thu từ thị trường này chiếm đến 66% tổng doanh thu, tiếp đến là thị trường Châu Úc và Châu Âu chiếm lần lượt 21% và 12%. Đặc biệt, với việc đẩy mạnh phát triển kênh phân phối tại thị trường Mỹ, doanh thu tại thị trường này tiếp tục chiếm phần lớn tổng doanh thu VCS. Trong năm 2016, kim ngạch xuất khẩu vào thị trường Mỹ đạt 69,35 triệu USD (60,36% doanh thu) tăng 35,7% so với năm 2015. Tính riêng 6 thị trường mục tiêu Mỹ, Úc, Bỉ, Canada và Anh, doanh thu từ các thị trường này chiếm đến 95,45% doanh thu năm 2016 của VCS.

Chi phí sản xuất:

- **Phenikaa sẽ hỗ trợ VCS trong việc xây dựng thương hiệu, mạng lưới phân phối các sản phẩm tại thị trường nước ngoài:** Theo đó, hiện nay chi phí cho hoạt động quảng bá thương hiệu cho VCS chỉ khoảng 3%-5% doanh thu, theo định hướng của tập đoàn Phenikaa (Với quy mô gấp 2,5 lần VCS) dự kiến chi phí cho hoạt động này sẽ tăng lên 7%-8% doanh thu, trong đó Phenikaa sẽ chịu toàn bộ chi phí cho hoạt động phát triển thương hiệu. Ngoài ra, Phenikaa cũng sẽ xây dựng mạng lưới phân phối ở nước ngoài cho VCS. Tuy nhiên, VCS sẽ vẫn phải chịu các chi phí khác như chi phí vận chuyển, kho bãi, FOB...

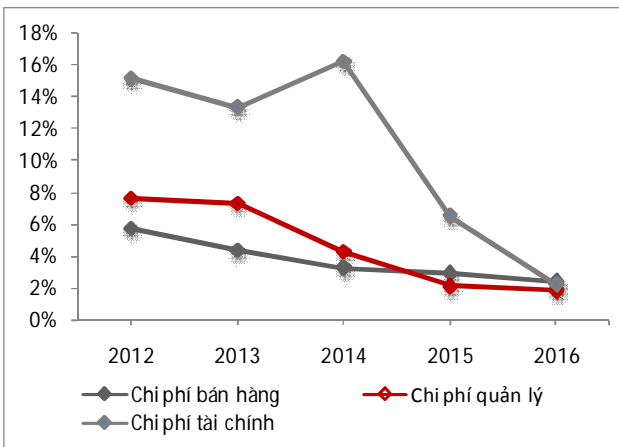
- **Chi phí khấu hao giảm trong năm 2017:** Tính đến cuối năm 2016, nhà máy số 1 đã hoạt động được 15 năm và hết khấu hao vào năm 2016. Như vậy từ năm 2017, chi phí sản xuất kinh doanh sẽ giảm do không còn khoản trích khấu hao cho nhà máy số 1.

Doanh thu giai đoạn 2012-2016



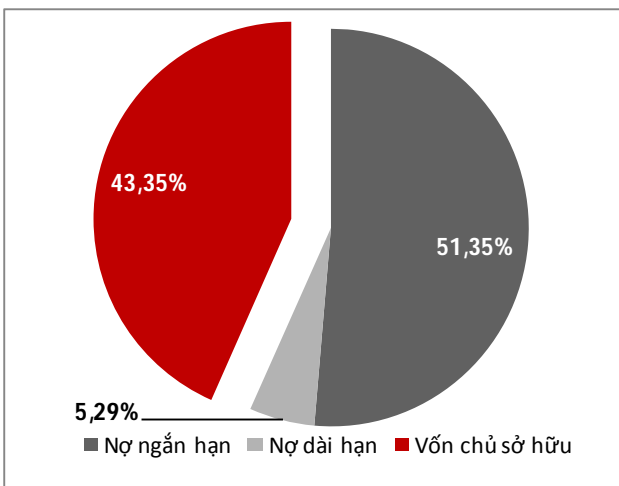
Nguồn: VCS, MSI

Tỷ lệ Chi phí/Doanh thu giai đoạn 2012-2016



Nguồn: VCS, MSI

Cơ cấu vốn năm 2016



Nguồn: VCS, MSI

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2016

- Kết quả kinh doanh năm 2016 của công ty tăng trưởng khá cao:** Trong năm 2016, công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt hơn 3.211 tỷ đồng, tăng 22,76%yoy, lợi nhuận gộp đạt 991 tỷ đồng, tăng 30,7%yoy. Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên mức 30,9%. Mức tăng trưởng này có được là nhờ vào: (1) Từ năm 2016, VCS làm đầu mỗi xuất khẩu cho công ty mẹ Phenikaa nên doanh thu tăng trưởng tốt, (2) Giá nguồn vật liệu đầu vào resin chiếm tỷ trọng 29,2% giá thành sản phẩm, trung bình giảm 12,9% yoy, (3) Dịch chuyển cơ cấu sản phẩm sang sản phẩm cao cấp có giá bán cao, (4) Công ty thanh lý được hàng tồn kho lỗi thời (đã trích lập dự phòng) dẫn đến giảm giá vốn thành phẩm.
- Lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh:** Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2016 đạt 676 tỷ đồng, tăng trưởng 67% so với năm 2015. Đóng góp vào con số tăng trưởng cao này đến từ lợi nhuận gộp tăng trưởng tốt, chi phí tài chính, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng được cắt giảm.

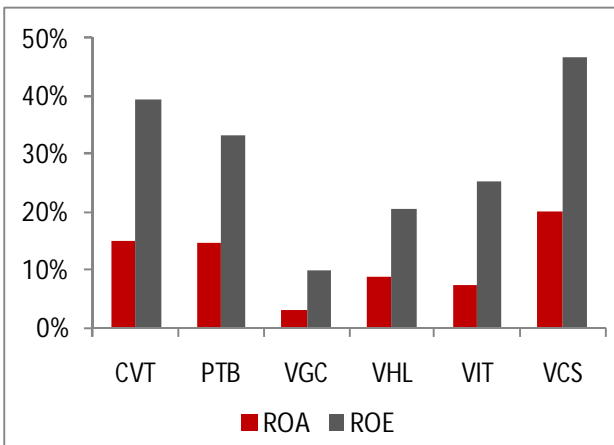
- **Trong năm 2016, chi phí tài chính của công ty giảm khá mạnh còn 71 tỷ đồng:** Nguyên nhân là do: (1) Công ty đã giảm bớt dư nợ vay bằng việc giảm gần 148 tỷ đồng dư nợ vay dài hạn và 96 tỷ nợ vay ngắn hạn dẫn đến chi phí lãi vay giảm từ 81 tỷ còn 50 tỷ đồng. (2) Tỷ giá ổn định trong năm qua đã giúp công ty chỉ còn lỗ do chênh lệch tỷ giá 21 tỷ đồng, giảm 4,2 lần so với 89 tỷ năm 2015. Trong khi đó doanh thu tài chính tăng nhẹ 1,7% lên 26 tỷ đồng dẫn đến lỗ tài chính thu hẹp còn 45 tỷ đồng (Năm 2015 là -144 tỷ đồng).

- **Tổng chi phí quản lý và chi phí bán hàng trên doanh thu giảm so với cùng kỳ năm trước:** Cụ thể, do các khoản chi bảo trì phần mềm, chi ứng hộ, chi phí tư vấn luật tăng lên khiến cho chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 6,3% lên 59 tỷ đồng, ngược lại chi phí bán hàng giảm nhẹ còn 77 tỷ đồng nhờ vào chi phí vận chuyển xếp dỡ giảm. So với doanh thu thì tổng chi phí quản lý và bán hàng năm 2016 chiếm 4,2% doanh thu, giảm 0,9% so với năm 2015 là 5,1%.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

- Chỉ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh của VCS:** Hệ số thanh toán hiện hành là 1,59, hệ số thanh toán nhanh là 0,6. Việc duy trì khả năng thanh toán hiện hành lớn hơn 1 cho thấy công ty đảm bảo được khả năng thanh toán trong ngắn hạn. Các hệ số này có xu hướng tăng trong 3 năm gần đây do tài sản ngắn hạn tăng lên. Trong đó giá trị tăng thêm của hàng tồn kho và khoản phải thu đóng góp phần lớn cho tốc độ của tài sản ngắn hạn, đây là tỷ lệ tăng thông thường theo tốc độ tăng của doanh thu.
- Cơ cấu nguồn vốn tài trợ dịch chuyển sang vốn chủ sở hữu:** Trong 3 năm trở lại đây tỷ lệ tài trợ bằng nợ trên tổng nguồn vốn của công ty có xu hướng giảm đặc biệt là các khoản vay nợ vay chịu lãi. Do dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cao và tương đối ổn định mặt khác công ty không đầu tư thêm tài sản cố định nào có giá trị lớn nên công ty liên tục cắt giảm

Chỉ tiêu ROA, ROE năm 2016 của các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: MSI tổng hợp

dư nợ trong 3 năm qua. Việc giảm dư nợ giúp cho công ty duy trì tốt khả năng thanh toán cũng như giảm được chi phí tài chính hàng năm.

- Hiệu quả kinh doanh tăng mạnh:** Chỉ tiêu ROA tăng từ mức 14,55% lên 20,25%, ROE tăng từ mức 40,53% lên 46,71% (cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành). Các hệ số sinh lời của công ty đều tăng khá mạnh trong năm qua do lợi nhuận ròng tăng trưởng cao (+67,06% yoy). Đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận này là do biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ 29% lên 30,87% đồng thời công ty đã kiểm soát tốt chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Tổng 2 chi phí này năm 2016 chỉ chiếm 4,24% doanh thu, giảm 0,82% so năm 2015 và tiếp tục được cắt giảm trong quý 1/2017 còn 3,1% doanh thu giảm 0,7% so với cùng kỳ.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2017

- Công ty đặt kế hoạch doanh thu năm 2017 khá cao:** Doanh thu năm 2017 đạt 4.310,7 tỷ đồng (+32% yoy) còn lợi nhuận trước thuế đạt 1.000,8 tỷ đồng (+22% yoy). Trong đó, thị trường Bắc Mỹ, Châu Úc tiếp tục là thị trường trọng tâm của VCS đồng thời VCS dự kiến nâng dần tỷ trọng doanh thu tại thị trường EU.
- Nguyên nhân VCS đặt kế hoạch doanh thu tăng trưởng cao do:** (1) Thị trường đá nhân tạo tại Bắc Mỹ được kỳ vọng tăng trưởng mạnh, (2) VCS là đầu mối xuất khẩu cho các nhà máy trong tập đoàn. **Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế công ty tăng chậm hơn do:** (1) Công ty đang phải đối mặt với áp lực cạnh tranh từ phía Trung Quốc tại các thị trường chính của công ty, (2) Giá nguyên vật liệu trong năm 2017 đang có xu hướng tăng so với năm 2016.
- Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1/2017:** Doanh thu và lợi nhuận Quý 1/2017 tăng mạnh so với cùng kỳ. Cụ thể, doanh thu thuần đạt 1.131 tỷ đồng (+58,4% yoy), trong đó doanh thu cốt lõi (không bao gồm doanh thu từ chuyển nhượng dự án nhà ở cán bộ công nhân viên) tăng 32% yoy; lợi nhuận trước thuế đạt 220 tỷ đồng (+25,4% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 176 tỷ đồng (+23,1% yoy). Nguyên nhân khiến lợi nhuận tăng chậm hơn doanh thu là do: (1) Giá vốn tăng do giá nguyên liệu đầu vào trong Quý 1 đã tăng trung bình 20% so với năm 2016, (2) Công ty ghi nhận khoản chuyển nhượng dự án nhà ở cán bộ công nhân viên cho Phenikaa với doanh thu bằng giá vốn.

THÔNG TIN KHÁC VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ ĐẦU TƯ NĂM 2017

- Thoái vốn tại CTCP chế tác đá Việt Nam:** Trong Quý 2/2017, công ty dự kiến thoái toàn bộ vốn đầu tư vào công ty liên kết là CTCP chế tác đá Việt Nam (STV). Theo báo cáo tài chính Quý 1/2017, hiện tại VCS đang sở hữu 31,4% vốn điều lệ STV, tương đương 2.044.800 triệu cổ phiếu. Giá thực hiện không thấp hơn giá trị sổ sách tại thời điểm 31/12/2016. Phương thức chuyển nhượng thông qua khớp lệnh hoặc thỏa thuận tại sàn giao dịch. Với mức giá đóng cửa ngày 23/05 là 21.500 đồng/cp, sau khi thoái vốn tại STV, ước tính VCS thu về 43,9 tỷ đồng.
- Nhận chuyển nhượng công ty TNHH MTV Đầu tư và Chế biến khoáng sản Phenikaa Huế:** Công ty Phenikaa Huế là đơn vị cung cấp nguồn Cristobalite (một dạng khác của đá thạch anh) cho cả tập đoàn. Đây là nguồn nguyên liệu quan trọng dùng cho sản xuất đá nhân tạo dạng tấm lớn. Giá trị của thương vụ chuyển nhượng này tương đương với vốn điều lệ của Phenikaa Huế là 50 tỷ đồng. Thời gian nhận chuyển nhượng dự kiến là trong năm 2017 hoặc 2018. Công suất thiết kế của nhà máy sẽ đáp ứng đủ cho tổ hợp nhà máy trong 5 năm. Doanh thu dự kiến khoảng 300 - 400 tỷ đồng/năm. Sau khi tiếp nhận Phenikaa Huế, VCS sẽ đóng vai trò là đơn vị chính cung cấp nguồn nguyên vật liệu cho các đơn vị khác của tập đoàn.
- Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức cho cổ đông hiện hữu:** Trong năm 2017, công ty dự kiến phát hành cổ phiếu trả cổ tức cho cổ đông với tỷ lệ 33,33% cổ phiếu lưu hành, tương ứng với phát hành thêm 20 triệu cổ phiếu. Công ty dự kiến vốn điều lệ sau đợt phát hành tăng lên 800 tỷ đồng. Nguồn vốn sử dụng trong đợt phát hành này là lợi nhuận sau thuế chưa phân phối.

- **Phát hành ESOP, tăng vốn điều lệ:** Theo nghị quyết ĐHCĐ năm 2016, công ty sẽ thực hiện việc phát hành ESOP cho người lao động, tuy nhiên công ty đã tạm hoãn thời gian phát hành, dự kiến thời gian phát hành diễn ra trong năm 2017 hoặc 2018. Khối lượng phát hành tối đa theo nghị quyết ĐHCĐ thường niên là 2,1 triệu cổ phiếu, giá chào bán 10.000 đồng/cổ phiếu. Sau 2 đợt phát hành ESOP và trả cổ tức, vốn điều lệ của công ty tăng lên tối đa 821 tỷ đồng.
- **Công bố bộ nhận diện thương hiệu:** Sau khi chuyển nhượng thành công thương hiệu đá nhân tạo gốc thạch anh Vicostone cho tập đoàn Phenikaa trong năm 2016, công ty dự kiến sẽ công bố bộ nhận diện thương hiệu trong thời gian tới với mục tiêu giúp người tiêu dùng nhận biết được sản phẩm mang thương hiệu Vicostone trên thị trường trong nước và quốc tế.
- **Chi phí R&D được duy trì ít nhất 1% doanh thu mỗi năm:** Với định hướng phát triển bền vững, công ty luôn chú trọng vào công tác nghiên cứu để đưa ra thị trường các sản phẩm với đa dạng màu sắc và có chất lượng cao. Công ty đã nghiên cứu, sản xuất thành công Bio-Resin thay thế Resin truyền thống và sản phẩm đá có khả năng chịu tia UV tương đương với đá tự nhiên. Trong thời gian tới, công ty tiếp tục dành ít nhất 1% doanh thu để nghiên cứu, phát triển sản phẩm mới.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2017

Nhận định và dự phóng kết quả kinh doanh năm 2017 của VCS dựa trên những yếu tố chính sau:

- **Doanh thu tăng trưởng cao:**

- (1) Triển vọng thị trường đá nhân tạo tại Mỹ tăng trưởng tốt trong thời gian tới. Công ty định hướng sẽ tiếp tục mở rộng tại thị trường Việt Nam với kế hoạch doanh thu là 10 triệu USD trong năm 2017 - 2018. Bên cạnh đó, tỷ giá USD có xu hướng tăng giúp cho doanh thu tăng khi quy đổi về VNĐ.
- (2) Hiện nay, công suất đá ốp lát của VCS là 1 triệu m²/năm, công suất của công ty mẹ Phenikaa và Stylestone là 1,5 triệu m²/năm, trong khi giá trị giao dịch mua hàng từ phenikaa và Stylestone năm 2016 là trên 1.000 tỷ đồng, giá vốn hàng bán của VCS là 2.220 tỷ đồng. Theo ước tính của chúng tôi, mới chỉ có khoảng gần 55% sản lượng đá (tương đương 0,83 triệu m²/năm) sản xuất bởi Phenikaa và Stylestone được bán thông qua VCS. Như vậy, doanh thu VCS có khả năng tăng mạnh khi sản lượng xuất khẩu cho tập đoàn tăng lên.

- **Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ:**

- (1) Doanh thu của VCS bao gồm có doanh thu từ bán sản phẩm từ 2 nhà máy của VCS và bán sản phẩm từ tập đoàn Phenikaa. Biên lợi nhuận gộp từ tập đoàn tương đối thấp nằm trong khoảng 4%-10%. Do đó trong thời gian tới khi VCS tăng tỷ trọng doanh thu từ tập đoàn sẽ khiến biên lợi nhuận gộp của công ty giảm.
- (2) Nhà máy số 1 đã hết khấu hao từ năm 2017, do đó chi phí khấu hao được phân bổ vào giá vốn hàng bán sẽ giảm dẫn đến biên lợi nhuận gộp của VCS tăng lên bù đắp 1 phần cho sự sụt giảm biên lợi nhuận do Phenikaa tăng sản lượng bán qua VCS.
- (3) Chi phí nguyên vật liệu có xu hướng tăng trở lại. Trong năm 2016, chi phí nguyên vật liệu của VCS khoảng 1.938 tỷ đồng, tăng 5,5% so với năm trước. Trong Quý 1/2017, chi phí nguyên vật liệu chính ước tính tăng khoảng 20% so với cùng kỳ năm 2016.

Mặc dù chi phí nguyên vật liệu tăng trở lại nhưng tốc độ tăng giá nguyên liệu vẫn thấp hơn tốc độ tăng doanh thu. Bên cạnh đó, cơ cấu sản phẩm của công ty đang dịch chuyển sang sản phẩm cao cấp có giá bán cao hơn. Đồng thời, biên lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (loại bỏ doanh thu từ chuyển nhượng dự án) của công ty vẫn đạt trên 31% trong Quý 1/2017. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty sẽ duy trì được biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh khoảng 29% trong năm 2017, giảm nhẹ so với mức 30,87% của năm 2016.

- **Chi phí bán hàng, chi phí quản lý tiếp tục được cắt giảm trong khi chi phí tài chính tăng nhẹ:**

- (1) Chi phí tài chính tăng nhẹ trong năm 2017 mặc dù công ty đã tích cực cắt giảm nợ vay. Năm 2016, công ty đã giảm 243 tỷ đồng (-16,2% yoy) nợ vay, trong đó nợ vay bằng ngoại tệ giảm 9,1 triệu USD (-15% yoy) còn 51,7 triệu USD khiến chi phí lãi vay giảm 38% còn 50,2 tỷ đồng. Ngoài ra, dư nợ ngoại tệ giảm cùng với tỷ giá USD tăng thấp hơn năm trước (năm 2016 tăng khoảng 1,2%, năm 2015 tăng khoảng 3,1%) dẫn đến lỗ chênh lệch tỷ giá của VCS năm 2016 giảm còn 20,7 tỷ đồng (năm 2015 là 88,9 tỷ đồng). Tính đến hết Quý 1/2017, dư nợ ngoại tệ của công ty tăng lên 61 triệu USD, tuy nhiên tổng số dư nợ vay ngoại tệ và tiền gửi bằng ngoại tệ gần như không đổi so với đầu năm. Do đó, với diễn biến tỷ giá USD và dư nợ như hiện nay, chúng tôi dự kiến chi phí tài chính sẽ tăng nhẹ trở lại.

(2) Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý tiếp tục giảm so với doanh thu. Trong năm 3 năm trở lại đây, tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu liên tục giảm. Bắt đầu từ năm 2017, Phenikaa sẽ chịu toàn bộ chi phí trong việc phát triển thương hiệu cho VCS do đó tỷ lệ chi phí bán hàng sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới.

Chúng tôi dự phóng **doanh thu thuần năm 2017 đạt 4.335,5 tỷ đồng**, tăng 35% so với năm 2016. Lợi nhuận trước thuế dự kiến 1.058,3 tỷ đồng (+30% yoy) và **lợi nhuận sau thuế đạt 846,7 tỷ đồng (+25,3% yoy)**. **EPS pha loãng năm 2017 dự kiến là 10.583 đồng/cổ phiếu** sau khi công ty chia cổ tức bằng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 33,33%, tương đương với việc phát hành 20 triệu cổ phiếu, tăng vốn điều lệ lên 800 tỷ đồng.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Phương pháp định giá	Giá cổ phiếu	Trọng số
FCFF	132.911	35%
FCFE	160.128	35%
P/E	126.600	30%
Giá mục tiêu của cổ phiếu	140.500	

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 3 phương pháp định giá là: chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF); phương pháp chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (FCFE); phương pháp so sánh với P/E trung bình điều chỉnh theo ROE của các doanh nghiệp (CVT, PTB, VGC, VHL, VIT).

Giá định mô hình

WACC (Chi phí vốn bình quân)	11,54%
COE (Chi phí sử dụng vốn)	14,98%
COD (Chi phí sử dụng nợ)	8,50%
Beta	1,223

Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu VCS là **140.500 đồng/cổ phiếu**. Mức giá này đã tính đến trường hợp pha loãng cổ phiếu sau khi phát hành trả cổ tức 33,33% cho nhà đầu tư dự kiến được thực hiện trong Quý 2 hoặc Quý 3 năm 2017.

Khuyến nghị

Giá đóng cửa ngày 23/05/2017 của cổ phiếu VCS trên sàn HNX là 161.400 đồng/cổ phiếu, tương đương với mức giá sau khi điều chỉnh trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 33,33% là 121.100 đồng/cổ phiếu. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCS với **giá mục tiêu là 140.500 đồng/cổ phiếu**, tăng trưởng giá cổ phiếu là **16,0% so với mức giá cổ phiếu sau khi chia cổ tức bằng cổ phiếu** dựa trên các yếu tố cơ bản sau:

- **Tiềm năng tăng trưởng của loại vật liệu đá nhân tạo rất lớn, đặc biệt là tại thị trường Mỹ:** Tốc độ tăng trưởng đá nhân tạo trên thế giới được kỳ vọng tăng trung bình 16,77%/năm trong giai đoạn 2016-2021. Còn tại thị trường Mỹ (trên 60% doanh thu của VCS tập trung từ thị trường này), dự kiến cho đến năm 2019, thị phần đá nhân tạo sẽ chiếm 8,5% vật liệu bề mặt, tương đương tăng 20,7% so với hiện tại. Với vị thế là công ty xuất khẩu đứng thứ 4 tại thị trường Mỹ, VCS có nhiều cơ hội để đẩy mạnh doanh thu và tối đa hóa lợi nhuận.
- **Kết quả kinh doanh được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong năm 2017:** Năm 2016, doanh thu công ty đạt 3.211,5 tỷ đồng (+22,76% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 676 tỷ đồng (+67% yoy). Năm 2017, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh VCS tăng trưởng mạnh, doanh thu đạt 4.335,5 tỷ đồng (+35% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 832,3 tỷ đồng (+23,1% yoy).
- **Phenikaa tăng cường phát triển thương hiệu đá nhân tạo cho Vicostone:** Sau chuyển nhượng nhãn hiệu VCS, Phenikaa sẽ chịu trách nhiệm xây dựng mạng lưới phân phối, quảng bá thương hiệu sản phẩm đá VICOSONE. VCS được sử dụng thương hiệu đá VICOSTONE mà không phải trả phí cho công ty mẹ Phenikaa. Đồng thời toàn bộ sản phẩm xuất khẩu của tập đoàn sẽ được mang thương hiệu VCS. Do đó, VCS sẽ tiết kiệm được chi phí phát triển thị trường và phân phối sản phẩm, tuy nhiên vẫn phải chịu chi phí kho bãi, FOB...
- **Doanh thu tăng trưởng cao trong giai đoạn 2017-2020:** Bắt đầu từ năm 2016, VCS đóng vai trò là đầu mối xuất khẩu cho tập đoàn, cùng với sản lượng bán hàng qua VCS của Phenikaa theo ước tính mới chỉ khoảng 55% công suất thiết kế (năm 2016), do đó chúng tôi dự kiến doanh thu của VCS sẽ tăng trưởng trung bình 20%/năm cho đến năm 2020.
- **Giá nguyên liệu Resin vẫn tương đối thấp:** Mặc dù giá dầu đã tăng trở lại trong năm 2016. Nhưng chúng tôi cho rằng, giá dầu nhiều khả năng không thể tăng mạnh trong năm nay do đó giá Resin sẽ không tăng nhanh và tác động quá tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của công ty. Đồng thời, do đặc điểm sản xuất VCS thường phải xác định khối lượng và giá bán trước 3 - 4 tháng, cùng với trữ lượng nguyên liệu trung bình cho 2 tháng sản xuất, nên trong năm 2017 VCS sẽ chưa chịu ảnh hưởng đáng kể từ việc Resin tăng giá.

Những rủi ro cần lưu ý:

- **Áp lực cạnh tranh tại thị trường Mỹ cao:** Với tiềm năng tăng trưởng mạnh, thị trường Mỹ đang là mục tiêu của nhiều doanh nghiệp sản xuất đá nhân tạo. Các sản phẩm đá nhân tạo hầu hết không có sự khác biệt nhau nhiều về mặt cơ học chủ yếu khác nhau về kiểu dáng và màu sắc. Hiện nay xuất khẩu vào thị trường Mỹ có hơn 15 công ty lớn đến từ khu vực Châu Á và châu Âu như Element Quartz, Quartmaster, pental quartz, Cosentino, Compac... Ngoài ra còn có 6 công ty nội địa tham gia thị trường cung cấp đá nhân tạo.
- **Rủi ro đến từ nguyên vật liệu:** (1) Giá resin đang có xu hướng tăng trở lại khi giá dầu phục hồi; (2) Rủi ro đến từ nguồn cung cấp đá thạch anh khi phần lớn phải nhập từ nước ngoài; (3) Thời gian nhập nguyên liệu kéo dài do VCS phải là phải xác định trước khối lượng nguyên liệu trước 2 - 3 tháng và thời gian vận chuyển về mất 3 tháng.
- **Tỷ giá có khả năng biến động bất lợi cho hoạt động của công ty do:** Các chính sách kinh tế mới của Tổng Thống Mỹ Donald Trump được thực hiện, FED nâng lãi suất mạnh hơn dự kiến và áp lực giảm giá của các đồng tiền khác.
- **Thuế suất thuế TNDN tăng lên 20% cho toàn bộ hoạt động kinh doanh của công ty:** Cụ thể, trong năm 2016, thuế suất áp dụng cho hoạt động bán sản phẩm của nhà máy số 2 và hoạt động thương mại đang chịu thuế suất là 20%. Còn đối với hoạt động bán sản phẩm của nhà máy 1 là 15% do công ty được ưu đãi thuế trong 12 năm kể từ 2005 đến 2016. Tuy nhiên từ năm 2017, khi ưu đãi thuế kết thúc, hoạt động nhà máy số 1 sẽ chịu mức thuế chung với các hoạt động khác là 20%.

Bảng tóm tắt tài chính của VCS các năm 2012 - 2017F

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2017KH
Doanh thu (Tỷ VND)	965	1.311	2.064	2.616	3.211	4.336	4.311
Tăng trưởng (%y/y)	n/a	35,89%	57,43%	26,78%	22,76%	35,00%	n/a
Lợi nhuận trước thuế	57	71	261	479	814	1.058	1.001
Tăng trưởng (%y/y)	n/a	23,73%	269,93%	83,28%	69,81%	30,05%	n/a
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	55	72	212	405	676	847	n/a
Tăng trưởng (%y/y)	n/a	31,15%	196,10%	90,80%	67,06%	25,25%	n/a
Biên lợi nhuận gộp (%)	33,8%	30,2%	34,6%	29,0%	30,9%	29,0%	n/a
Vốn chủ sở hữu (Tỷ VND)	1.000	1.062	786	998	1.447	2.294	n/a
Tổng tài sản (Tỷ VND)	2.648	2.767	2.648	2.781	3.338	4.658	n/a
ROE (%)	5,46%	6,74%	27,00%	40,53%	46,71%	36,91%	n/a
ROA (%)	2,06%	2,59%	8,01%	14,55%	20,25%	18,18%	n/a
EPS (VND)	1.030	1.351	4.001	7.635	11.266	10.583	n/a
Cổ tức (%)	20%	n/a	25%	40%	40%	33%	n/a

Nguồn: VCS, MSI dự phóng

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên

Email: tungna@msi.com.vn

Đỗ Đức Lộc - Chuyên viên

Email: locdd@msi.com.vn

Trần Văn Thảo - Chuyên viên

Email: thaotv@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phùng Thanh Huyền - Chuyên viên ICC

Email: huyenpt@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.